

# OTTOBRE 2011

## **UN PO' DI STORIA**

La Gran Bretagna è uscita dalla guerra con un debito del 270% del Pil, sceso sotto il 100% solo nel 1965 (quando l'Italia col suo 28% era virtuosissima). In quell'anno la Francia era al 18%, ma nel 1921, dopo la grande guerra, aveva toccato il 237% e il nostro paese era al 152%. Lo sforzo bellico aveva anche portato il Giappone al 204% (nel 1944), il Canada al 155% (nel 1945) e gli Usa al 122% (nel 1946); poi le tre economie sono riuscite a portare i conti sotto controllo (Tokyo sino al 4,4% nel 1965, Usa e Canada al 60% nel 1957). In questi casi il debito nacque da circostanze non solo economiche seguite da una rapidissima crescita, la "ricostruzione". L'economia di mercato ha vinto la seconda guerra mondiale ma non ha saputo/voluto assumersi la gestione lungimirante della vittoria (redistribuzione sociale degli utili, della produzione e del consumo dei beni e dei servizi generati). La caduta del comunismo ha indotto a ritenere che il sistema dell'economia di mercato non avesse più bisogno di essere regolato attraverso gli strumenti di governo della buona politica seduta alla guida degli Stati, nazionali, delle confederazioni, o degli organismi internazionali. Sul finire degli anni '80, è sembrato bastasse solo lasciar dispiegare le logiche dell'economia globale e favorire il consumo di massa per mantenere un'accettabile pace sociale attraverso il benessere diffuso raggiunto non tanto grazie alla ragionevole redistribuzione della maggior ricchezza generata ma piuttosto attraverso l'indebitamento pubblico e/o privato a carico del lavoro a basso costo dei "paesi emergenti". In buona sostanza le classi dirigenti politiche americane ed europee hanno lasciato sempre più libera da regole la grande economia/finanza di respiro globale, attente solo alle decisioni "corte" e "locali" connesse all'esigenza di sostenere i propri costi e di perpetuarsi attraverso il voto dei loro elettori di riferimento. Così è stata combattuta e persa dai nostri generali, negli Anni '90, la terza guerra mondiale, senza scontri militari e senza che i nostri popoli se ne rendessero conto. L'attuale esplosione dei debiti sovrani è nata in modo diverso. I debiti privati sono stati trasferiti ai poteri pubblici. *(vedere allegato **DEB. PUBBLICI TOTALI E PRO CAPITE, con particolare attenzione alla colonna Pro Capite in Dollari**)*

Quando nel 2008 la Lehman Brothers fallì, l'intero sistema finanziario cominciò a sgretolarsi e per salvarlo si decise di intervenire con una terapia intensiva, sostituendo il credito delle banche e degli altri tipi di credito venuti a mancare con il credito sovrano degli Stati. In un memorabile vertice (novembre 2008) si decise che nessun'altra società finanziaria rilevante per il funzionamento del sistema sarebbe stata lasciata fallire. Angela Merkel dichiarò poi che la suddetta garanzia sarebbe stata esercitata individualmente da ogni Stato europeo, non dall'Unione Europea o dall'Eurozona nel suo complesso. Fu questo a gettare i semi della crisi dell'Euro, perché svelò e attivò un fattore di debolezza nella costruzione dell'Euro che fino a quel momento era rimasto nascosto: **LA MANCANZA DI UN TESORO COMUNE**.

## **A. UN TESORO EUROPEO**

**N**el 2008, negli Stati Uniti, le autorità finanziarie necessarie per reagire alla crisi c'erano; oggi, nell'Eurozona, una di queste autorità, un governo economico comune, deve ancora nascere e perché nasca serve un processo politico che coinvolga una serie di Stati sovrani. Inizialmente non c'era la volontà politica di creare un Tesoro comune e dal momento della creazione dell'Euro la coesione politica dell'Unione Europea si è molto deteriorata. Il risultato è che non sembra esserci nessuna soluzione visibile per la crisi dell'Euro. I mercati finanziari hanno preso paura: i premi di rischio sui titoli di Stato sono cresciuti, i mercati azionari sono affondati, trascinati giù dai titoli del comparto bancario, e recentemente perfino l'Euro ha cominciato a perdere valore. La volatilità dei mercati ricorda il crac del 2008. Ciò che servirebbe subito sarebbe un'Europa consapevole che si rendesse conto che una sola moneta vale davvero solo se alla sua base vi è un'unica politica economica, fiscale e sociale capace di imporsi su scala planetaria. L'ingrediente mancante è dunque **UN TESORO EUROPEO CON IL POTERE DI TASSARE, E QUINDI DI PRENDERE SOLDI IN PRESTITO**. Per fare una cosa del genere occorrono anni e serve un drastico mutamento d'opinione da parte della cittadinanza, in particolare in Germania. I tedeschi sono ancora convinti di poter scegliere se sostenere l'Euro o abbandonarlo, ma sbagliano: l'Euro esiste e le attività e passività del sistema finanziario sono intrecciate fra di loro a tal punto, per via della valuta comune, che una frantumazione di Eurolandia provocherebbe un collasso di proporzioni tali che le autorità non sarebbero in grado di contenerlo. Più tempo ci metteranno i cittadini tedeschi a rendersi conto di questo dato di fatto, più alto sarà il prezzo che loro e il resto del mondo dovranno pagare.

## **B. Nel caso di FRAMMENTAZIONE DELL'EURO cosa accadrebbe?**

**A** quantificare i costi provocati dall'esplosione dell'Euro è stato un gruppo di analisti della sede londinese di Ubs. Su ogni italiano peserebbero cambiali di circa 10 mila Euro il primo anno e 3-4 mila Euro l'anno per i dieci anni successivi. Anche un paese "forte" dovrebbe fronteggiare il collasso del commercio internazionale, la ricapitalizzazione del sistema bancario ed il costo oscillerebbe tra i 6 e 8 mila Euro ad abitante il primo anno e tra 3.5 a 4.5 mila gli anni successivi. La nuova Lira partirebbe svalutata del 50% rispetto al cambio attuale. Così per fare un Euro ci vorrebbero circa 3.000 Lire. Poco meno per comprare un Dollaro. Gli effetti del deprezzamento delle nostre merci che renderebbero convenientissimo il Made in Italy su tutti principali mercati europei verrebbero però azzerati da dazi doganali di almeno il 50% che i Paesi del Nord Europa imporrebbero subito. In compenso ci troveremmo a pagare carissimo il petrolio che importiamo (tutto) e questo scatenerrebbe un'inflazione a due cifre (superiore al 10%). Diventerebbe insostenibile per le nostre finanze anche il peso dei titoli del debito pubblico che rimarrebbero denominati in euro, ma da rimborsare nelle singole valute (svalutate). Senza contare gli interessi, non inferiori al 10%. Sarebbe quasi impossibile collocare nuovi titoli sui mercati internazionali. Seguirebbero violenti disordini sociali. Dunque la rottura dell'attuale equilibrio monetario ha dei costi che si spalmeranno un po' su tutti. Una cifra ben superiore al costo che i tedeschi devono sopportare come una tantum per il salvataggio di Grecia, Irlanda e Portogallo, vale a dire circa 1.000 Euro a cranio.

Eurolandia sembra quindi obbligata a percorrere la faticosa strada dell'integrazione, lungo la quale alla Germania è richiesta una dose di flessibilità ed agli altri partecipanti il massimo sforzo di credibilità e di risanamento di bilancio.

Come fare dunque ad evitare il punto B) non avendo il tempo di costruire velocemente il punto A)?

### C. EUROBOND

Oggi il contribuente americano o giapponese sopporta i costi o gode i frutti derivanti dall'attività della propria Banca Centrale. La BCE invece acquistando titoli dei paesi "deboli" rischia di compiere dei trasferimenti di ricchezza tra cittadini di diversi paesi, scontentando quelli dei paesi più virtuosi.

L'emissione degli Eurobond sui debiti pubblici dei Paesi dell'Area Euro deve essere il primo segnale di una svolta politica storica. Verrebbero emessi da una istituzione europea neocostituita ed avrebbero un capitale conferito dagli Stati dell'Unione Europea (EMU) in proporzione alle loro quote nel capitale della BCE. Essi rappresentano di fatto una fideiussione tedesca sul debito di altri Stati e certamente rappresentano anche una cessione ufficiale di sovranità per questi ultimi. Per noi italiani, in particolare, sarà la cessione di una sovranità che già non esiste più da tempo ma che potremo recuperare a livello europeo grazie agli uomini capaci. Draghi alla Bce ne sarà il capofila.

I vantaggi sarebbero:

- un mercato di eurobonds di grandi dimensioni che potrebbe davvero diventare più competitivo dei titoli del tesoro Usa dei quali la Cina vuole alleggerirsi;
- un costo di interessi in media più basso rispetto al costo dei singoli debiti pubblici nazionali di quasi tutti i Paesi EMU. Questo perché gli eurobonds in parte li sostituirebbero; per la restante parte potrebbero servire per fare grandi investimenti europei.

I politici tedeschi ed il loro elettorato possono essere giustificati (visto il passato) quando mettono in dubbio che si possa contare sul fatto che i futuri Governi di Grecia, Irlanda, Portogallo mettano in atto gli impegni presi dai Governi attuali. Da qui l'impasse. La rimozione della possibilità dei Governi nazionali di effettuare pesanti deficit e fare debiti a volontà costituisce oggi la contropartita necessaria per una garanzia comune dei debiti sovrani. Ma questo vuol dire impegnarsi credibilmente in uno scambio che vede una promessa di un'azione futura in cambio di qualcosa adesso. Si sforzi la Merkel di spiegare ai suoi concittadini, che neppure loro da soli possono farcela. Come fideiussori garantiranno certamente qualche conto per i bagordi altrui, ma potranno imporre le loro regole di legalità e di governo a chi non ne ha voluto fino ad oggi sapere e parleranno al mondo nel nome e nell'interesse di un intero continente. Se però i tedeschi non sono in grado di digerire l'idea di condividere una comunione politica con la Grecia, sarebbe il caso che allo stesso modo riconoscano che di fatto l'unione economica è morta (si torna al punto B). Nel caso in cui l'accettino, ciò non significa che la politica fiscale, diciamo, della Grecia o dell'Italia, venga diretta da Berlino. Una politica fiscale comune implica che anche i leader eletti in Grecia e in Italia abbiano qualcosa da dire nel merito delle politiche tedesche anche se è bene prendere subito e realisticamente atto che in Europa ha vinto la Germania.

L'Europa, quindi, richiede un passo deciso in direzione dell'**UNIFICAZIONE FISCALE** (a breve l'istituzione di Eurobonds) se vuole sopravvivere.

## IL CREDITORE DI ULTIMA ISTANZA

Come nel 2008 esiste un creditore di ultima istanza (pertanto in grado di garantire la solvibilità dei debitori in difficoltà) che non esisteva nel 1929: la **CINA**. Nel 1820, prima che la rivoluzione industriale in Europa prendesse slancio, la partecipazione della Cina al PIL globale era superiore al 30%, ben superiore all'attuale partecipazione degli Usa. Oggi la Cina partecipa per il 22,7% alla crescita del PIL mondiale (38,2% la quota degli emergenti), è priva di debiti, è piena zeppa di riserve valutarie è in fase ascendente ed è divenuta la seconda potenza mondiale (la prima restano gli Usa ma in fase discendente) Sebbene stia seduta su 3.200 miliardi di dollari non è disposta a fare scommesse al buio acquistando a mani basse porzioni del debito sovrano delle nazioni a corto di ossigeno. La Cina capirebbe al volo cosa di profondamente politico, nel senso storico del termine, sta dietro agli Eurobond sui debiti sovrani. L'intervento del cavaliere bianco cinese non sarà disinteressato. Pechino, infatti, ha due buoni motivi per non abbandonare l'Europa al suo destino:

- 1) Il primo è di carattere economico → La Ue è il primo partner commerciale della Cina. E se il Vecchio Continente schiacciato dalla crisi dovesse ridurre drasticamente i propri consumi, per le aziende manifatturiere export oriented (che sono a tutt'oggi la spina dorsale dell'economia cinese) sarebbero guai seri.
- 2) Il secondo è di carattere politico → Sostenendo i Paesi deboli dell'Eurozona nel bel mezzo della crisi, la Cina stacca una cambiale in bianco.

Tradotto in soldoni, Pechino chiede all'Unione Europea di riconoscerle subito lo status di economia di mercato. Secondo quanto previsto dagli accordi WTO (Organizzazione Mondiale del Commercio), il tanto agognato riconoscimento dovrebbe arrivare nel 2016. Lo status di economia di mercato consentirà alla Cina di evitare le misure anti-dumping in Europa "economia di mercato oggi, ingresso nel WTO domani, possibilità di un accordo di libero scambio" con processi di scambio regolati dai Mercati tramite il meccanismo dei prezzi e non da dazi.

## L'ITALIA

Ignorare i segnali dei mercati e negare la possibilità (se pur remota) di una futura ristrutturazione del debito italiano sarebbe un errore molto pericoloso e di questo il risparmiatore deve tener conto nelle proprie scelte (= **DIVERSIFICARE ORA PIU' CHE MAI SULL'OBBLIGAZIONARIO**).

Con la manovra approvata ad inizio settembre, abbiamo posto le premesse perché l'Italia raggiunga il pareggio di bilancio entro il 2013 (lo raggiungerà per la prima volta nella storia a partire dal 1876, quando avvenne ad opera del governo di Marco Minghetti). È un dato che ci fa capire come l'Italia abbia vissuto per troppo tempo al di sopra delle proprie risorse, soprattutto per colpa dell'enorme debito accumulato negli anni dal 1980 al 1992. Non ci sono più alternative a quella di mettere strutturalmente i conti dello stato lungo un sentiero permanentemente sostenibile di pareggio in bilancio. Lo si può fare solo bene o male, con le tasse e la riduzione delle spese. La manovra ci è stata chiesta ed imposta dall'Europa, dalla BCE. Il pareggio di bilancio diventerà un obbligo stringente posto dalla Costituzione così come lo è diventato negli altri paesi europei (Germania: disavanzo strutturale che non superi lo 0,35% del Pil entro il 2016 e pareggio nel 2020. Vincoli anche per Spagna e Fra).

A fronte di un debito pubblico elevato (120% sul PIL), il debito privato italiano è tra i più bassi in Europa (44,4% contro 147,3%, 127,9%, 120,8% e 104,3% di danesi, olandesi, irlandesi e inglesi).

Le banche italiane sono poco esposte su Grecia, Portogallo, Irlanda e Spagna (al contrario della banche francesi e tedesche) e la vita media del debito pubblico italiano è di sette anni, di cui il 55,7% in mano ai residenti (33,1% e 47,1% le quote detenute del loro debito da francesi e tedeschi).

Le manovre nazionali lacrime e sangue continueranno almeno per un triennio e dovranno essere affiancate dall'istituzione degli Eurobond; in un ambiente più solido la ripresa dei PIL (**vedere allegato SEMPRE PIU' MULTINAZIONALI**) "conforterà" questi due indispensabili passi per uscire dalla crisi.

## **OPERATIVAMENTE**

### **AZIONARIO**

Se il problema fosse solo l'incertezza sul ciclo economico le azioni sarebbero da comprare, avendo incorporato a questi prezzi una discesa degli utili aziendali del 40% (scenario peggiore rispetto a quanto avvenuto nel 2008 quando gli utili calarono del 30%). È il problema europeo quello sul cui fronte lo scenario diventa occluso. Sino a quando non si attua il punto C) (in attesa del punto B) i mercati non saranno tranquilli. Poiché nessuno è in grado di conoscere i minimi e i massimi dei mercati finanziari (e poiché appena i mercati azionari "fiuteranno" la soluzione positiva partiranno velocemente al rialzo) la strategia suggerita per l'azionario è di iniziare, a partire da ora, un accumulo sull'azionario per arrivare nell'arco di venti mesi alla percentuale ideale da profilo. Il periodo potrà variare a seconda di quando l'Europa attuerà il punto C). Un lavoro egregio è già stato fatto sottopesando il portafoglio nella componente azionaria nei mesi scorsi avendo previsto un periodo difficile poi verificatosi. L'azionario darà (al risolversi della crisi) grandi soddisfazioni.

### **OBBLIGAZIONARIO**

Diversificazione sulle seguenti classi di attivo:

- ✓ Titoli di Stato Italiani (4% netto a due anni, per chi reputa la crisi dell'Euro risolvibile);
- ✓ Obbligazioni Investment Grade (tra il 4% e il 4,80% netto a tre anni);
- ✓ Debito Emergente (tassi d'interesse elevati e rapporti Debito/Pil bassi - **vedere allegato DUE MONDI**);
- ✓ Obbligazioni Corporate (le aziende stanno facendo utili);
- ✓ Obbligazioni High Yield (sia corporate che governativi - tassi 6-7%);
- ✓ Titoli di Stato AAA (solo se copriranno il tasso di inflazione).

SENTIMENT DEGLI INVESTITORI (considerare la linea come l'indice di Borsa)

**Il sentiment dell'investitore durante i cicli di mercato**



Alcune situazioni reali/attuali:

**GRECIA** → molti individui tornano verso le campagne, riscoprono l'orto nella casetta, tagliano le spese e si adattano. Sono già nella fase di depressione, in alcuni casi accettazione;

**SPAGNA** → sono nella fase della paura/rabbia. Ma la disintossicazione spagnola appare graduale e ordinata;

**ITALIA** → uscita dalla fase di negazione ("Noi non siamo tra i PIGS, figuriamoci") e stiamo entrando in quella della paura/rabbia. Si prospettano manovre ed aggiustamenti.

**STATI UNITI** → sono ancora alla fase di negazione. Si sentono sempre i più forti e pensano di poter continuare ad indebitarsi finché vogliono. In questo caso la negazione corrisponde a mancanza del senso di urgenza.

**FONTI :**

Articoli di stampa di  
*George Soros ( Finanziere e Filantropo)*  
*Riccardo Sorrentino (Giornalista de "Il Sole 24 ore")*  
*Giuseppe Giacomini (Avvocato esperto in diritto comunitario)*

e documentazione "tecnica" di  
*Andrea Delitala - Analyst Pictet Funds*  
*(Programma di Stabilità dell'Italia 2011)*