

Dollaro debole per prendere tempo

Quadro macroeconomico

I dati macroeconomici pubblicati nel mese di luglio dal Fondo monetario internazionale (FMI) sono stati il filo conduttore d'interpretazioni che si sono manifestate soprattutto nel mercato dei cambi, segnando l'importante indebolimento del dollaro rispetto alle principali valute e, in particolare, all'euro. Ma i numeri si sono amalgamati anche ad una diversa maniera di vedere le dinamiche politiche globali. La visione di breve termine deve comunque essere interpretata, come segnala il FMI e come rilevano anche alcuni attenti gestori global-macro, alla luce di debolezze strutturali mondiali che non solo permangono, ma tendono ad accentuarsi. Con la fine di luglio, nell'attesa stagione dei risultati aziendali, le paure sui mercati sembrano rimanere appannaggio degli intellettuali della finanza, capaci di identificare le deficienze di fondo, ma modesti nei tentativi di delineare il *timing* di possibili cambiamenti di tendenze.

La ripresa che coinvolge le principali aree del mondo, già segnalata nell'*Outlook* di aprile, è stata riconfermata a luglio dal FMI, stimata al 3,5% nel 2017 e al 3,6% nel 2018. Rispetto ad aprile è cambiato il diverso contributo alla crescita a livello di paesi: le proiezioni per gli Stati Uniti sono più basse a causa di una politica fiscale probabilmente meno espansiva di quanto si presupponeva qualche mese fa. Le prospettive sono state riviste al rialzo per il Giappone e, in maniera particolare, per l'eurozona, dove il *momentum* sembra consolidarsi

dopo le sorprese positive di fine 2016 e d'inizio 2017. La Cina manifesta crescente vigore grazie alle aspettative di continui stimoli fiscali, che confermano e sostengono la forte crescita del primo trimestre. A conferma dello scenario di crescita mancano solidi segnali d'inflazione (inflazione da domanda) nelle economie avanzate, ma anche nei paesi emergenti quali Brasile, India e Russia.

È la debolezza dell'inflazione a preoccupare, ma anche a tranquillizzare i mercati. *Preoccupare* perché questa indica che qualche cosa non funziona nell'economia reale, soprattutto negli Stati Uniti, dove i Quantitative Easing (QE) ormai in fase terminale sono riusciti a provocare occupazione, ma mantenendo bassa la leva salariale, necessaria, in un'economia sana, a produrre consumi che non debbano basarsi troppo sull'indebitamento, come in realtà sta avvenendo. La mancanza d'inflazione è anche un segnale della debolezza degli investimenti che, tolto il settore dell'alta tecnologia, stentano a trovare forza propulsiva. *Tranquillizzare* perché la debole inflazione permette di prolungare i sostegni monetari delle banche centrali. Il nocciolo della crescita economica globale si situa ancora a questo livello. Come si concluderà, se si concluderà, il gioco di sponda tra banche centrali nel dopare i mercati sostituendosi alle debolezze della politica?

I mercati erano ormai pronti a vedere gli Stati Uniti, leader nelle politiche monetarie straordinarie, rientrare verso la

normalizzazione. Si aspettavano sia il rialzo dei tassi, sia l'inizio del dimagrimento del bilancio della *Federal Reserve* e il rafforzamento del dollaro. Wall Street, con Trump, non sembrava preoccuparsi del venir meno del sostegno monetario: quello fiscale promesso dal nuovo presidente, li rassicurava. Ma il palazzinaro di New York si è impantanato nella sua strategia politica: non riesce a modificare l'*Obama Care*, passaggio obbligato per ottenere i risparmi di budget, previsti per regalare lo sgravio fiscale alle aziende americane. Inoltre, l'inchiesta in corso sui suoi presunti rapporti speciali con la Russia di Putin segnala un pericoloso scollamento tra il presidente e la consolidata cultura dell'élite politica di Washington, che sulle paure dell'Orso russo ha costruito parte della sua ragion d'essere. Questo è il quadro politico sconcertante della prima potenza del mondo, che non ha valutato a fondo il significato di ammettere pubblicamente che un paese terzo, la Russia, sarebbe in grado di manipolarne il sistema elettorale della prima potenza mondiale.

Il dollaro ha quindi iniziato ad indebolirsi sulla scia di dati economici incerti nella prima parte dell'anno, accelerando la discesa, a fine luglio, dopo il rapporto del FMI, secondo il quale la valuta di Trump è sopravvalutata tra il 10 e il 20% sulla base di fondamentali economici di breve periodo. La borsa americana non ne ha risentito, anzi: le aziende votate all'esportazione beneficiano della svalutazione del biglietto verde. Anche i paesi emergenti hanno brindato allo scampato pericolo: un rafforzamento della valuta di riferimento del mondo avrebbe reso pesante il loro indebitamento, pubblico e privato. In questa fase il dollaro debole aiuta

molti e ad altri, come l'attuale presidente degli Stati Uniti, permette di guadagnare tempo. L'Unione Europea (UE) ha superato le principali preoccupazioni politiche che minavano la paura della sostenibilità dell'euro. Il *Quantitative easing* di Mario Draghi, l'unica vera politica inflattiva dalla nascita dell'euro, è stato un successo perché ha riportato la fiducia nell'Unione Europea. Anche a livello politico i timori di veder emergere forze, denominate populiste dall'*establishment*, sono scemate.

L'elezione di Macron in Francia ha aperto ad una ventata d'ottimismo sul futuro del progetto europeo, che sembra interessare anche la Germania. Parallelamente, a livello macroeconomico, i fondamentali migliorano grazie anche alla debolezza della valuta europea che ha permesso al suo motore, la Germania, di aumentare l'*export*. Recentemente Mario Draghi, al Forum della Banca centrale europea (BCE) in Portogallo, ha espresso ottimismo sull'efficacia della politica monetaria ultra espansiva. Ma ha anche chiarito che la minaccia di deflazione, che aveva spinto la BCE in quest'avventura, è scemata, in quanto le forze reflattive sono all'opera, malgrado il prezzo del petrolio continui ad essere contenuto, rendendo difficoltoso l'avvicinamento al target del 2% d'inflazione. Negli Stati Uniti, il Federal Open Market Committee (FOMC) del 14 giugno scorso, aveva manifestato la convinzione che la flessione dei mesi scorsi dell'indice dei prezzi al consumo (CPI) si dimostrerà transitoria.

La BCE ha dato segnali che la stretta potrebbe arrivare prima del previsto, proprio mentre il FOMC, pur mantenendo i piani di normalizzazione, si è mostrato più vago sul

timing, che andrà valutato nel contesto della strategia di riduzione del bilancio. Queste nuove prese di posizione, assieme al riposizionamento delle paure di natura politica (Trump ora sembra più pericoloso della debolezza strutturale dell'UE), hanno spinto il dollaro a svalutarsi. L'euro si è quindi rivalutato, mentre il franco si è svalutato nei confronti dell'euro: non è da escludere che la Banca nazionale svizzera sia intervenuta per accelerarne il movimento al ribasso. È possibile che dietro questi movimenti valutari ci sia ancora la regia delle banche centrali tesa, ancora una volta, a guadagnare tempo. Un forte rafforzamento del dollaro, come era nelle previsioni della maggior parte degli analisti fino a poche settimane fa, non è nell'interesse degli Stati Uniti, che non riescono a produrre a livello politico il cambio di strategia fiscale necessario per sostenere nuovi livelli di spesa e d'investimento, e, per ragioni diverse, nemmeno dei paesi emergenti e della Cina. Il dollaro debole serve anche ad attutire i contrasti nella battaglia geopolitica in corso attorno al petrolio.

In questa fase i mercati, guidati dalle banche centrali hanno spostato la loro attenzione, quindi la volatilità, sui mercati valutari. I mercati azionari sono sostenuti dai risultati aziendali e dalle rotazioni valutarie. Lo S&P è sui massimi storici approfittando della debolezza del dollaro. Mentre l'Eurostoxx ha corretto anticipando la forza dell'euro, mentre la borsa svizzera si riprende grazie all'improvvisa debolezza del franco. Il vero pericolo si annida sul mercato obbligazionario. Le banche centrali lo sanno, e prendono tempo, col dollaro debole.

Politica d'investimento

A luglio lo S&P ha toccato nuovi massimi, ma le borse europee e Svizzera, hanno corretto. L'Unione Europea, nel breve termine, subisce la debolezza del dollaro. In questa fase in cui il prezzo del petrolio è relativamente contenuto, può accettare un euro attorno a 1.20-1.22 contro usd. Mario Draghi ha voluto lanciare anticipatamente messaggi di normalizzazione valutaria, prima delle elezioni in Germania, per attenuare il peso del dibattito valutario in campagna elettorale e per tranquillizzare Donald Trump. Il FMI definisce appropriata la valutazione dell'euro se preso come espressione dell'eurozona nella sua globalità, ma sottovalutato tra il 10 e il 20% se riferito alla sola Germania.

A luglio i mercati azionario e obbligazionario sono stati salvati dagli assestamenti in quello valutario. Il mercato azionario ha una volatilità storicamente bassa a fronte d'indicatori estremamente tesi, anche perché molti continuano a vendere volatilità per proteggere i portafogli. Ma -come dice il FMI- *“una protratta incertezza politica o altri shock possono innescare una correzione in mercati riccamente valutati, specialmente in quello azionario, e un aumento di volatilità da livelli attualmente molto bassi”*. (World Economic Outlook Update, 24 luglio 2017)

Finita la stagione dei risultati aziendali, al di là di ulteriori rotazioni di portafoglio, solo un successo di Trump al Congresso può permettere nuovi slanci e un recupero del dollaro a 1.08 contro eur, dove è rimasto aperto un *gap* tecnico. Ma è uno scenario sul quale, per ora, è estremamente prematuro scommettere.

