

## L'analisi

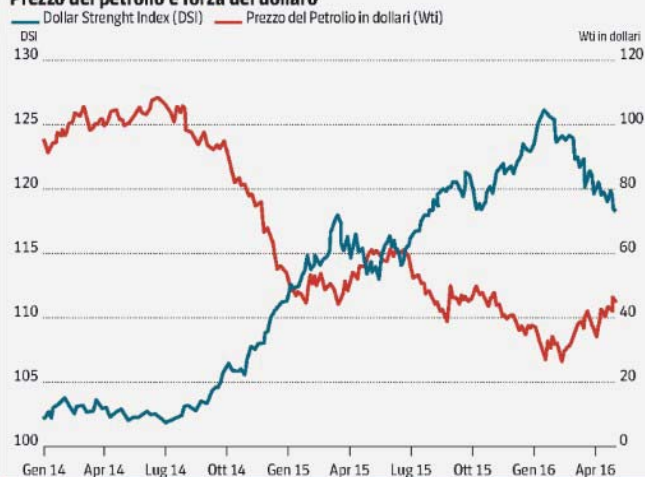
## Perché preoccupa la retromarcia dell'ex Re dollaro

DI MARCELLO MINENNA

A PAGINA 9

## Le relazioni pericolose

## Prezzo del petrolio e forza del dollaro



centimetri

## L'analisi

## L'insostenibile leggerezza del dollaro

Un aiuto per la Cina, ma la locomotiva tedesca e l'Eurozona rischiano d'incepparsi



di MARCELLO MINENNA

**A**d aprire il surplus commerciale della Germania ha segnato un record assoluto: +23,6 miliardi di euro, guidato da una crescita strepitosa delle esportazioni il cui valore ha superato la soglia di 107 miliardi al mese. L'euro debole ed il superdollaro hanno dunque fatto molto bene alla macchina industriale tedesca.

Con lo yuan ancorato de facto alla divisa americana, la svalutazione voluta da Mario Draghi ha creato una corsia privilegiata per il made in Germany verso i mercati extra-Ue: non a caso Usa e Cina rappresentano il primo ed il quinto mercato di sbocco per i tedeschi con 180 miliardi di esportazioni nel 2015. In apparenza sembra che la flessione improvvisa dell'estate scorsa dovuta alla crisi valutaria cinese ed all'affaire Volkswagen, sia stata ampiamente superata.

A ben vedere, si tratta di dati da leggere in chiaroscuro insieme al drastico calo della produzione industriale nel mese di marzo: -1,3% rispetto a febbraio. C'è da pensare che l'aria stia per cambiare per l'export tedesco. Da circa tre mesi tendenze economiche che sembravano consolidate hanno invertito il segno. Il dollaro ha cominciato ad indebolirsi (e l'euro a rafforzarsi) sul mercato dei cambi, deprezzandosi del 7%; il prezzo del petrolio ha interrotto il declino, recuperando circa 15 dollari al barile rispetto ai minimi di inizio anno.

## Emergenti

Si tratta di buone notizie per la Cina e le economie emergenti, dove il debito privato emesso in dollari e il basso prezzo dell'oro nero stavano strangolando l'economia e destabilizzando il sistema finanziario. Non a caso le esportazioni dei Brics

stanno ripartendo a ritmo sostenuto (+36% in 3 mesi in Brasile, +35% in Cina) e la volatilità dei tassi di cambio è scesa. L'allarme sui 7.000 miliardi di dollari di debito privato a rischio default nei Paesi emergenti, si sta ridimensionando, grazie anche alla Federal Reserve che ha interrotto a tempo indeterminato il ciclo di rialzo dei tassi. Anche le esportazioni Usa, in difficoltà per via del cambio sopravvalutato, stanno tirando il fiato.

Europa e Giappone però non sorridono. Negli ultimi 2 anni, Draghi e Kuroda hanno orchestrato delle manovre monetarie espansive monstre (i Quantitative Easing), iniettando oltre 4.000 miliardi di dollari di nuova liquidità nel sistema finanziario internazionale e portando i tassi di interesse in territorio negativo. Il fine esplicito era quello di svalutare in maniera massiccia il cambio e di tirarsi fuori dal pantano della crescita bassa attraverso una ripresa export-driven. A gennaio 2016, nel momento di massima forza del dollaro, lo yen aveva perso quasi il 30% del suo valore e l'euro circa il 20%. La Germania ha tratto evidenti vantaggi dall'espansione monetaria, altri Paesi come l'Italia meno. Comunque il trend per l'economia dell'Eurozona è stato positivo, con i consumi e il Pil che hanno ricevuto una spinta dal crollo del costo dei carburanti.

## Rischi

Ora l'eccesso di offerta di petrolio si va ridimensionando: l'Agenzia Internazionale per l'Energia prevede 600.000 barili in meno dallo shale oil Usa nel 2016, mentre la domanda cinese sta tornando a crescere. Il prezzo dunque non può che salire, anche se a ritmo moderato. Inoltre gli operatori avevano già incorpo-

rato nel valore del dollaro la circostanza che la Fed rialzasse i tassi 4 volte: se la banca centrale Usa dopo il timido tentativo di dicembre si limiterà davvero a due rialzi, o addirittura solo ad 1, il dollaro continuerà a perdere terreno. Yen ed euro si rafforzeranno nonostante i Quantitative Easing in corso. In Giappone ed Europa toccherà dunque inventarsi qualcosa d'altro per stimolare l'economia; non a caso si discute seriamente di «helicopter money» e nell'Eurozona addirittura anche di maggiore risk sharing tra i Paesi membri, il grande assente finora.

Sul mercato ci sono voci insistenti su un presunto accordo segreto tra i big dell'economia mondiale stretto a febbraio in occasione del G20 di Shanghai. Come realmente accaduto nel Plaza Accord con cui nel 1985 si decise a tavolino una svalutazione del dollaro del 40%, un board selezionatissimo avrebbe deciso di indebolire la valuta americana per evitare l'implosione delle economie emergenti, al costo di una minore crescita nell'Eurozona ed in Giappone. In realtà abbiamo visto come il trend delle variabili economiche si sia invertito prima, senza ipotesi di complotto.

Ad inizio 2015 si era parlato di situazione perfetta per l'Eurozona: petrolio ai minimi, euro debolissimo e Qe in partenza: la ripresa sarebbe certamente arrivata. Ora che il quadro macroeconomico sta rapidamente mutando e mancano 9 mesi alla fine del quantitative easing, bisogna cercare di non vederla sparire.