

L'analisi

di MARCELLO MINENNA

# Un'estate calda per Miss Yellen (e non solo)

Rincarare entro luglio. Intanto il dollaro alza la voce e gli Emergenti già tremano...

**N**ell'ultima settimana i mercati sembrano essere stati sorpresi dal rinnovato tono aggressivo della Federal Reserve. Un nuovo imminente rialzo dei tassi di interesse sembra profilarsi entro il mese di luglio; forse due entro settembre. Ma si tratta di una svolta così inaspettata? In realtà un osservatore attento avrebbe potuto orientarsi: le dichiarazioni ufficiali della Yellen, anche quando improntate alla cautela ed alla preoccupazione per le condizioni dell'economia globale, hanno sempre ribadito che ci sarebbero stati almeno due rialzi nel 2016.

Certo, il tracollo dei mercati asiatici e le difficoltà del settore bancario in Europa hanno ridotto le ambizioni della Fed, che nel suo progetto originale a dicembre mirava addirittura a quattro ritocchi all'insù. Ma, anche nel momento di massima deriva verso una politica *dovish* (da colomba), la Yellen ha rimarcato la volontà di procedere comunque ad una normalizzazione graduale dei tassi di interesse. Ora, le possibilità di intervenire nel 2016 sono rimaste ben

pocche. Ad ottobre la campagna elettorale negli Usa entrerà nel suo rush finale e la Fed verosimilmente dovrà evitare decisioni che potrebbero portare a movimenti convulsi sui

mercati.

## L'agenda del Fomc

Nell'immediato ci sarebbe il meeting Fomc (il comitato delle banche centrali Usa) del 15 giugno; il referendum sulla Brexit del 23 giugno pone tuttavia fin troppi rischi a livello politico. Il mercato continua a scommettere che a giugno la Fed rimarrà alla finestra (78% di probabilità). Quindi non era così difficile dedurre che il *timing* propizio per far digerire ai mercati almeno un aumento dei tassi di interesse sarebbe stato a cavallo tra luglio e settembre. In apparenza il ribaltone delle aspettative è avvenuto il 17 maggio, dopo la pubblicazione delle *minutes* relative al meeting Fomc del 27 aprile.

Paradossalmente quel giorno la Yellen aveva stupito per il tono eccessivamente accomodante, facendo crollare le aspettative. Quindi sebbene i contenuti siano rimasti gli stessi, è cambiata la «lettura» (non del tutto razionale) degli operatori.

La Fed ha poi assecondato il cambio d'umore della finanza globale secondo il principio della cosiddetta *forward guidance*, tale per cui non bisogna mai sorprendere i mercati ma influenzarne per gradi le aspettative. Il boccone amaro si inghiotte po-

co per volta insomma. Il dollaro, che si era indebolito quasi del 10% fino a metà maggio, tanto da far pensare ad un «accordo segreto» tra le ban-

che centrali, ha subito ripreso le distanze rispetto alle altre divise. Tuttavia ci sono ancora consistenti margini di incertezza, connessi alle performance delle economie emergenti.

## Rapporti di forza

Se il dollaro si rafforza, la Cina soffre: lo yuan cinese è infatti *de facto* ancorato alla divisa americana, ma questo allineamento costa in termini di riserve valutarie e di minori esportazioni. Infatti, per sostenere lo yuan sul mercato delle valute, la Cina è costretta a vendere parte delle sue immense riserve costituite principalmente da Treasuries Usa (1.244 miliardi di dollari). Inoltre uno yuan forte penalizza l'export del Dragone.

Tra gennaio ed aprile la ritirata del biglietto verde aveva fermato l'emorragia di riserve ed aiutato le esportazioni (+35%), ma questo trend di ripresa è in repentino arresto. Pechino non gradisce quest'accelerazione della Fed verso il rialzo dei tassi. La People Bank of China ha effettuato in pochi giorni numerosi «micro-aggiustamenti» del cambio

yuan/dollaro, minacciando una nuova improvvisa svalutazione. Considerato lo shock provocato sui mercati globali ad agosto (in quel caso lo yuan fu svalutato del 3%), questi segnali di ripresa della «guerra delle valute» non sono da sottovalutare.

Infatti, in un effetto a cascata, uno yuan debole colpisce le esportazioni europee (soprattutto tedesche) mentre le nostre industrie vengono spiazzate dal ribasso dei costi della manifattura cinese. Sarebbe un altro colpo pesante per la ripresa dell'Eurozona, già in affanno e priva di politiche di *risk-sharing* dei rischi. Inoltre, il debito (pubblico e privato) di quasi tutti i Paesi emergenti è denominato in dollari, cioè è debito estero.

Le emissioni in dollari sono molto richieste dagli investitori internazionali perché considerate più sicure; chi emette paga meno in termini di rendimento, ma è soggetto al rischio di cambio. Se il dollaro si rafforza, il costo reale di questo debito cresce: la *Bank for International Settlement* stima che ci siano 1.700 miliardi di dollari di obbligazioni del settore privato dei Paesi emergenti a rischio *default*. In definitiva, senza avere la sfera di cristallo, si può prevedere che almeno un rialzo dei tassi Usa ci sarà, al costo (caro) di un'estate rovente sui mercati finanziari.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



## Aspettando Janet

Probabilità di rialzo dei tassi di interesse da parte della Fed nel meeting del 27 luglio



Fonte: Calcoli dell'Autore basati su dati FED

centimetri