

3 agosto 2020

Il Sole **24 ORE**

SFIDA AL DOLLARO: UN'EGEMONIA CHE VACILLA TRA MILLE INCOGNITE

di Marcello Minenna

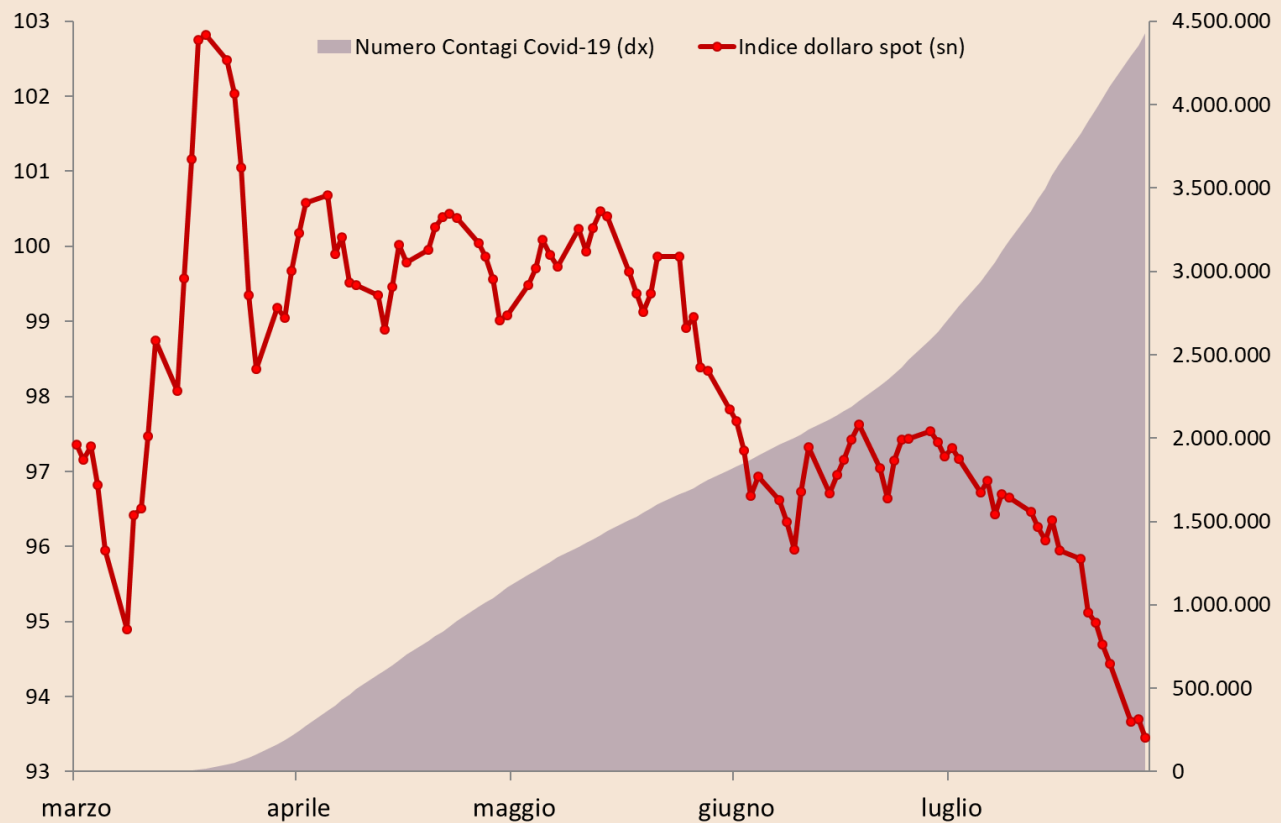
Le montagne russe del dollaro sono una delle manifestazioni più evidenti del clima da “finanza di guerra” scatenato dalla pandemia. Dopo il boom di marzo – quando il buco di liquidità causato dall’arrivo del Covid in Occidente ne aveva spinto le valutazioni ai massimi degli ultimi anni – da fine maggio il biglietto verde ha intrapreso un sentiero discendente sia sul mercato dei cambi (il *Forex*) che rispetto all’oro e alle cripto-valute.

Le ragioni del declino

La causa scatenante è il drammatico bilancio del virus negli USA con oltre 150 mila vittime e un numero dei contagi che fatica a stabilizzarsi. Dati alla mano, un semplice confronto tra l’indice del valore spot del dollaro e i dati sulla diffusione del virus spiega gran parte della correzione vista nell’ultimo bimestre (cfr. Figura).

Lo scarso successo dell’amministrazione USA nella gestione dell’emergenza sanitaria e le chiusure diffuse delle attività economiche stanno avendo serissime ripercussioni sullo scenario economico e fiscale della nazione. Il PIL del secondo trimestre 2020 è crollato del 32,9% (record assoluto) e per l’intero 2020 si stima una contrazione tra il 5% e il 7% che peraltro sconta l’ipotesi di un qualche rimbalzo nel secondo semestre. Intanto le richieste di sussidi per la disoccupazione, dopo una breve pausa, hanno ripreso a crescere come pure il deficit pubblico che quest’anno potrebbe raggiungere il 18% del PIL rafforzando il trend di deprezzamento del biglietto verde.

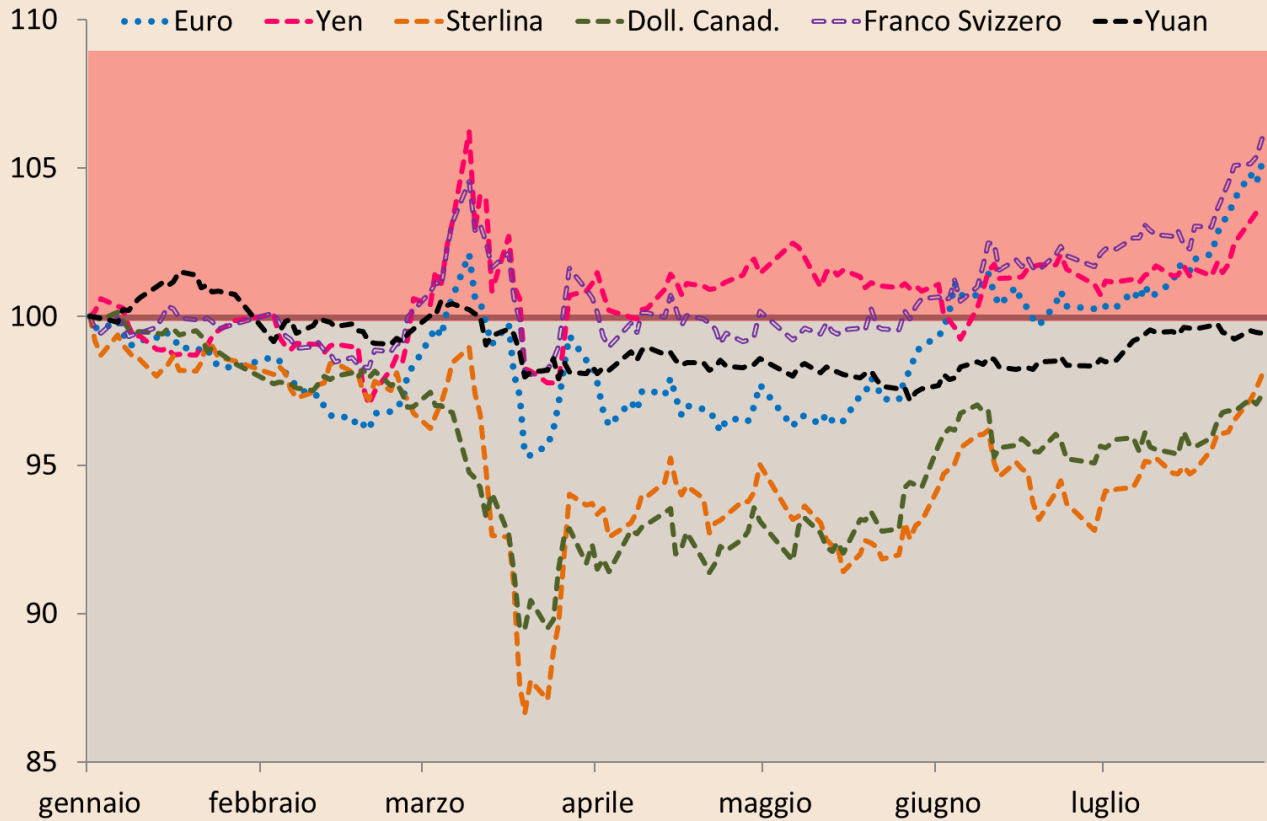
PERFORMANCE DEL DOLLARO RISPETTO ALL'ANDAMENTO DELLA PANDEMIA NEGLI USA



La stessa dinamica di propagazione spazio-temporale della pandemia è un'utile bussola per commentare i movimenti del dollaro. Verso metà marzo, quando l'epicentro dei contagi era in Europa e la Cina stava cominciando ad allentare le misure di *lockdown*, la corsa al dollaro è stata favorita dal fatto che sino a quel momento il virus aveva sostanzialmente risparmiato gli Stati Uniti. Quando poi l'emergenza sanitaria ha colpito duramente anche lì (e nel frattempo era rientrata o stava rientrando in Asia ed Europa), l'interesse per il dollaro si è spento in modo quasi altrettanto rapido a quello in cui era nato. La svalutazione degli ultimi due mesi in larga parte non fa che riassorbire l'*overshooting* del biglietto verde avvenuta nei mesi immediatamente precedenti. Concentrandosi ad esempio sulle valute più importanti, si nota che da inizio anno la divisa statunitense si è deprezzata rispetto a franco svizzero, euro e yen, ma rimane sopra le quotazioni di gennaio rispetto a yuan, sterlina e dollaro canadese,

sebbene la sua forza relativa rispetto a queste monete si spieghi anche con fattori idiosincratici delle rispettive aree valutarie (cfr. Figura).

ANDAMENTO DEL DOLLARO RISPETTO ALLE PRINCIPALI VALUTE NEL 2020
(GEN. 2020=100)



Un altro motivo di debolezza per il biglietto verde è l'enorme espansione di bilancio realizzata dalla FED con un incremento di circa \$3000 miliardi da fine febbraio, determinato [in prevalenza](#) dal QE illimitato (i.e. acquisti di titoli a oltranza) e dalle linee swap di liquidità in dollari con altre banche centrali. Nelle ultime settimane si è registrata una pausa nella crescita degli attivi della FED il cui valore complessivo oscilla ora intorno a quota \$7000 miliardi: un numero comunque enorme che – complice l'allentamento delle tensioni sui canali standard di approvvigionamento del dollaro – si traduce in un eccesso di offerta di moneta con conseguente pressioni al ribasso sulla valuta. Ciò rende particolarmente delicata l'azione futura della FED, che dovrà ponderare attentamente un'eventuale ri-accelerazione del QE e che ha già tagliato i tassi

d'interesse di riferimento ai minimi storici. Non a caso nella riunione di mercoledì scorso il Comitato Monetario della FED ha scelto di stare *on hold*, preferendo attendere gli sviluppi delle prossime settimane – sul fronte economico ma anche su quello sanitario – prima di attingere alle ultime munizioni disponibili nel suo arsenale. Dopo l'estate qualche sorpresa potrebbe arrivare dal *meeting* di settembre e potrebbe essere la volta del passaggio a una *policy* di controllo della curva dei tassi (*yield-curve-control*), vale a dire l'impegno a mantenere al di sotto di una soglia prefissata i rendimenti sui titoli di Stato a determinate scadenze. Questa mossa consentirebbe alla FED di rafforzare la credibilità della sua strategia comunicativa (*forward guidance*) e alleggerire il peso del QE sul suo bilancio concentrandosi sulla parte a breve-medio termine della curva dei tassi (3-5 anni).

Profezie di perdita del “privilegio esorbitante”

La forte correzione in corso delle quotazioni del dollaro ha riaperto il dibattito sulla perdita del “privilegio esorbitante”, ossia di quello status di valuta di riserva globale di cui gode da 75 anni. Alcuni osservatori ritengono che il deterioramento dei conti pubblici sarà di portata epocale, financo insostenibile, rendendo necessaria una svalutazione altrettanto straordinaria del biglietto verde (in gergo si parla di *debasement*). I più convinti sostenitori di questa tesi ritengono che quando, passata la bufera, gli USA si troveranno a fare i conti con un enorme debito pubblico abbinato a una bassa crescita economica, la FED potrebbe continuare a mantenere una politica monetaria accomodante per favorire un'inflazione sostenuta e la connessa svalutazione del debito federale.

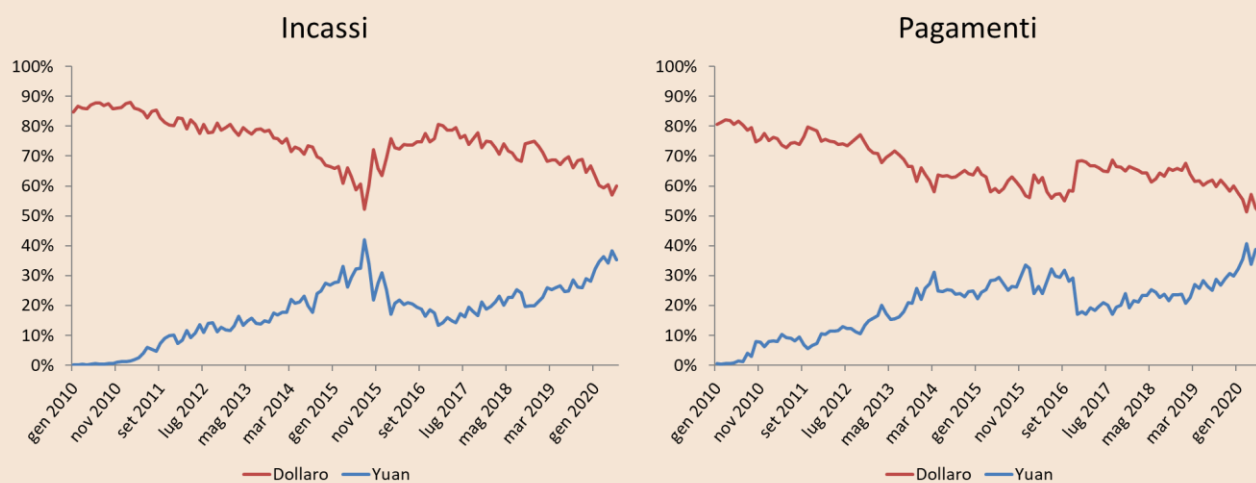
Chiaramente si tratta di ipotesi ardite e peraltro non condivise da tutti. Una parte degli analisti ritiene ad esempio che gli stimoli delle autorità fiscali e monetarie riusciranno a riportare il PIL statunitense sopra i livelli pre-Covid e a ripristinare un'adeguata crescita dei prezzi (scenario reflattivo). Difficile dire chi abbia ragione: per ora la profezia di un'imminente fine dell'egemonia del dollaro appare prematura ma suggerisce qualche riflessione sull'esistenza di eventuali candidati tra le altre valute più importanti.

A cominciare dall'euro galvanizzato dall'euforia dei mercati per l'intesa di due settimane fa sul *Recovery Fund*. In realtà, il recente apprezzamento dell'euro rispetto al biglietto verde sconta in qualche modo anche un rimbalzo fisiologico dal grosso calo sperimentato sino a maggio. Inoltre anche l'agenda dell'Eurozona è densa di appuntamenti importanti: il pacchetto di fondi europei da €750 miliardi non sarà disponibile prima del 2021 e nel frattempo i paesi membri dovranno impegnarsi a superare i prossimi mesi (col rischio sempre più concreto di una seconda ondata di contagi) e a sigillare, senza sorprese, il testo finale dello stesso *Recovery Fund*. E anche quando i fondi finalmente arriveranno, resta da vedere – esattamente come negli Stati Uniti – con quale successo ed efficienza verranno spesi e se basteranno a riallineare le economie dei vari Stati membri dopo anni di divergenze. Senza contare che l'area euro è già sull'orlo della deflazione e non può permettersi una moneta troppo forte che colpirebbe il modello di crescita *export-oriented* di alcune delle sue principali economie come quelle di Germania e Italia.

La minaccia dello Yuan

Euro a parte, restano pochi concorrenti per il dollaro, specie nel breve-medio termine. Su orizzonti più lunghi la minaccia più concreta potrebbe essere lo yuan. La Cina da tempo si muove su diversi fronti per una de-dollarizzazione della propria economia e, in prospettiva, di quella globale. In questo disegno strategico rientrano il progetto (in stadio avanzato) di uno yuan digitale, il *de-listing* di numerose società cinesi dalle borse statunitensi e gli accordi con altri paesi come India, Russia e Iran per regolare gli scambi commerciali e gli investimenti bilaterali nelle rispettive valute anziché in dollari. I dati dell'autorità cinese per l'amministrazione del cambio confermano un trend di riduzione nell'utilizzo del dollaro per gli incassi e i pagamenti delle transazioni transfrontaliere del settore non bancario e, soprattutto, di crescente ricorso alla valuta domestica (cfr. Figura).

CINA: INCIDENZA DEL DOLLARO E DELLO YUAN NEGLI SCAMBI TRANSFRONTALIERI DEL SETTORE NON BANCARIO



Il fenomeno, in corso da circa un decennio, ha conosciuto una pausa in corrispondenza della crisi valutaria dello yuan a metà 2015, ma dopo poco tempo è tornato sul sentiero pre-crisi. Rispetto al 2010, quando il dollaro rappresentava la valuta di regolamento di almeno l'80% degli scambi in questione e lo yuan contava meno dell'1%, oggi la situazione è radicalmente mutata con lo yuan che regola il 35% degli incassi e il 39% dei pagamenti, mentre le quote del dollaro sono scese rispettivamente al 60% e al 51%.

Le intenzioni della Cina sono quindi evidenti e ovviamente lo sono anche per gli USA il che spiega il continuo riaccendersi (anche negli ultimi tempi) delle tensioni tra le due potenze. A favore degli Stati Uniti e della supremazia del dollaro resta, per ora, oltre al valore reputazionale della propria moneta (legato anche alla potenza militare e all'enorme stock di riserve auree della FED), la dipendenza dell'export cinese dai consumatori statunitensi e il regime dei controlli sui movimenti di capitali che continua a ipotecare per lo yuan il raggiungimento effettivo dello status di valuta di riserva.

Niente, tuttavia, è per sempre. E a ricordarcelo è proprio la drammatica e inattesa realtà in cui quest'anno la pandemia ha catapultato il mondo intero. I prossimi mesi saranno cruciali per comprenderne gli effetti sugli equilibri di potere a livello globale. Una consapevolezza che non sfugge a entrambi i candidati alla Casa Bianca nelle elezioni del prossimo novembre.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali