

IL DOLLARO È LA NOSTRA VALUTA E UN VOSTRO PROBLEMA

Il dollaro è ai massimi da vent'anni e prossimo alla parità con l'euro; "il dollaro è la nostra moneta e un vostro problema" disse John Connally nel 1971 e a distanza di cinquant'anni la forza del biglietto verde è ancora un problema per molti, la sfida al dollaro è aperta



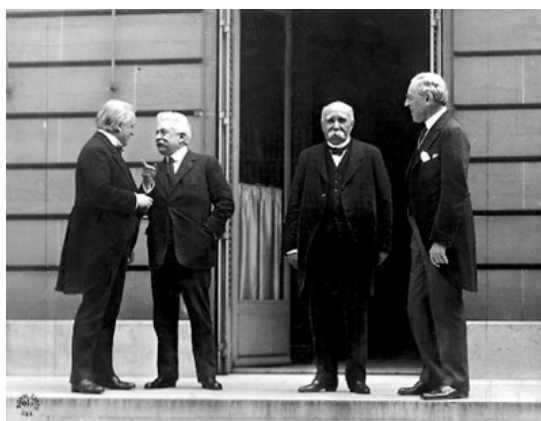
Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

Non tutte le valute sono state create uguali.

Il dollaro gode da oltre un secolo di una primazia che Valéry Giscard d'Estaing, da ministro delle Finanze di De Gaulle, definiva "esorbitante privilegio".

Qualche anno fa il capo della Banca d'Inghilterra esprimeva la stessa preoccupazione: "considerata l'ampia predominanza del dollaro nei crediti internazionali non sorprende che gli sviluppi dell'economia americana possano avere significative ricadute sul resto del mondo".

Mark Carney pronunciava queste parole nel 2019, dopo cento anni esatti da quando tutto era cominciato. "Nel trambusto, nella pioggia, nel crepuscolo" del 1914 si erano persi Hans Castorp, lo "schietto pupillo della vita" protagonista della Montagna Magica e con lui un'intera generazione di giovani europei. Quello stesso trambusto aveva inghiottito in pochi, tragici anni l'impero russo, l'impero ottomano, l'impero britannico, il mondo usciva dalla carneficina della Grande Guerra profondamente cambiato, si erano dissolti tre imperi e ne emergeva uno nuovo, il dollaro era la sua spada.



Conferenza di Parigi 1919, da sinistra il primo ministro inglese David Lloyd George, il Presidente del Consiglio italiano Vittorio Emanuele Orlando, il presidente francese Georges Clemenceau (France) e il presidente americano Woodrow Wilson. Fonte Wikipedia.

Nel 1919 gli Stati Uniti si accorsero di essere i creditori del mondo, New York toglieva a Londra il primato di più importante piazza finanziaria mondiale e il dollaro subentrava alla sterlina come moneta nei regolamenti internazionali. La Gran Bretagna scopriva invece di aver vinto la guerra e di aver perso l'impero; certi toni della campagna referendaria del 2016 hanno mostrato che a distanza di oltre un secolo non tutti gli inglesi si sono compiutamente rassegnati alla condizione di potenza insulare.

Rispetto alla sterlina o alle altre divise europee il dollaro era una moneta giovane, adottata dalle Tredici Colonie il 6 luglio 1785 in sostituzione delle svalutatissime banconote Continental. Il dollaro d'argento venne proclamato moneta ufficiale il 2 aprile 1792, con un valore stabilito in 22,6 grammi d'argento, "parità che il dollaro americano mantenne sino alla svalutazione rooseveltiana del 1933-1934" annota Carlo Cipolla.

Negli anni della Guerra d'Indipendenza le monete davvero preferite erano però i pesos messicani per via del loro alto valore argenteo. La parentela tra il dollaro americano e il peso risale alla seconda metà del Quattrocento, quando nella regione sassone-boema vennero scoperti ricchi giacimenti argentiferi che consentivano il conio di monete ad alto valore intrinseco, le più desiderate negli scambi commerciali anche fuori dall'Europa.

La nuova moneta, il tallero, prese nome da Joachimsthal, la valle in cui si trovava uno dei giacimenti più ricchi, da "thal", valle. Quando anche in Messico e in Perù vennero scoperti rilevanti giacimenti argentiferi, la corona spagnola decise di coniare una nuova moneta che avesse un valore simile al tallero tedesco e fosse un multiplo del real. La nuova moneta era il "pezzo da otto" reali, "real de a ocho" per gli spagnoli, "piece of eight" per i coloni inglesi ma per la somiglianza in valore e peso con il tallero tedesco, la pronuncia inglese lo abbreviò in "dollaro".



Alexander Hamilton (1755-1804) fu il Segretario al Tesoro che regolò l'adozione del dollaro e ne stabilì il valore in argento. Con la messa in comune del debito dei vari Stati fu anche l'architetto della struttura federalista degli Stati Uniti

Il ruolo internazionale del dollaro venne certificato nella Conferenza di Bretton Woods nel 1944, dove si stabilì che il nuovo sistema monetario globale si sarebbe basato sulla convertibilità in oro del biglietto verde. L'americano Harry Dexter White ebbe la meglio su Keynes che propendeva per un sistema monetario organizzato su una valuta globale.

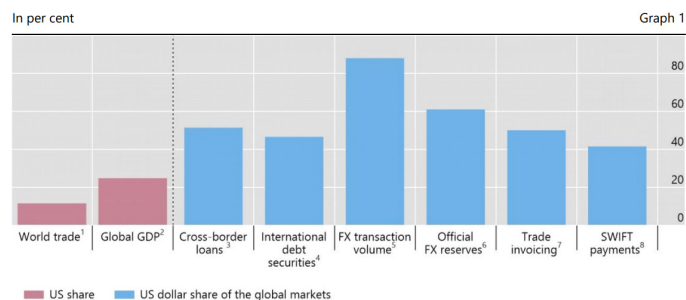
Nel 1971 la convertibilità in oro venne abbandonata, una iniziativa che sovvertì radicalmente il sistema monetario internazionale. "Il dollaro è la nostra valuta ma un vostro problema" commentò il Segretario al Tesoro John Connally. Fu Henry Kissinger a difendere il ruolo globale del dollaro grazie a intensi contatti diplomatici con la famiglia reale saudita: in cambio di aiuti militari gli Stati Uniti ottennero che i pagamenti delle forniture di petrolio al resto del mondo fossero regolati in dollari.

Sostenuto dal petrolio anziché dall'oro, anche nel nuovo regime dei cambi flessibili il biglietto verde restava al centro del sistema, l'egemonia politica americana coincideva con l'egemonia economica.

Il dollaro era la moneta degli americani ma il problema per tutti gli altri: la sua forza portò agli accordi del Plaza e del Louvre a metà degli anni Ottanta, la sua debolezza esacerbava le tensioni monetarie tra i paesi europei prima dell'introduzione della moneta unica.

Oggi la determinazione della Federal Reserve nel contrasto all'inflazione ha portato il dollaro ai massimi da vent'anni e vicino alla parità con l'euro, la sua forza torna ad essere un problema per molti.

International role of the US dollar



Il ruolo globale del dollaro americano. Fonte: CGFS Papers No 65 US Dollar Funding: an International Perspective, June 2020 BIS.

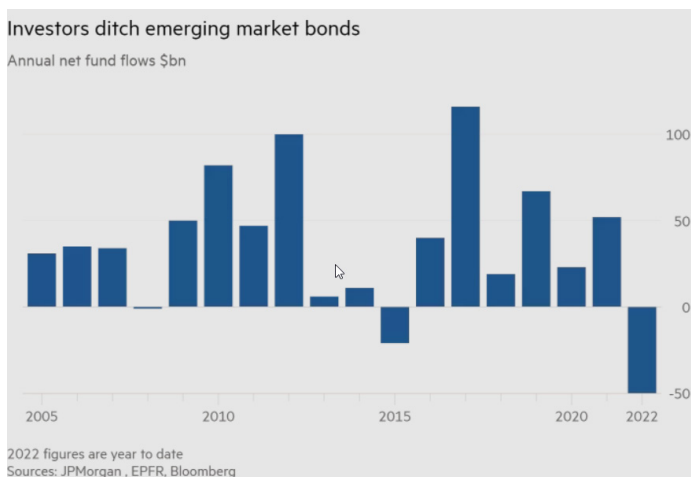
Innanzitutto per la Russia. Il congelamento di parte delle riserve valutarie della banca centrale è stato un duro colpo alla stabilità finanziaria di Mosca, ma l'azione senza precedenti nei confronti di un grande paese costituisce un precedente che fa intravedere un cambio di direzione del sistema monetario.

Il legame tra egemonia politica ed egemonia finanziaria è stato smascherato, l'accesso alle riserve detenute negli Stati Uniti o nei paesi loro alleati ha perso la sua neutralità rispetto alla politica estera. È l'inizio della fine del monopolio mondiale del dollaro, ha detto lo speaker della Duma Volodin, sapendo che il suo paese ha cominciato ad affrancarsi dal dollaro dal 2019, quando Rosneft, il maggior esportatore russo di energia, decise di regolare le sue forniture in euro.

Con la guerra in corso e le sanzioni occidentali il rublo si è rafforzato e sembra godere di ottima salute ma è un'illusione ottica. I rubli vengono comprati dagli esportatori, costretti a convertire nella moneta nazionale buona parte dei flussi in euro o in dollari, ma non è consentito vendere rubli in cambio di altre valute, anche se probabilmente molti russi lo farebbero volentieri. Il rublo è un OGM valutario, artificialmente rafforzato costituisce un danno per gli esportatori e in nessun caso rappresenta una minaccia all'egemonia del dollaro. Mosca lo sa bene, per questo cerca un'alternativa al dominio valutario americano chiedendo la collaborazione della Cina e degli altri paesi BRICS per istituire, all'interno dei diritti di prelievo del Fondo Monetario, una valuta rappresentativa delle valute di grandi paesi esportatori di materie prime, in esplicita concorrenza al dollaro.

È un invito seducente, in questo momento la forza del dollaro costituisce un danno alle economie emergenti. In questi sei mesi sono usciti dagli investimenti obbligazionari emergenti cinquanta miliardi di dollari, un deflusso molto più ingente di quello del 2015, in giugno l'indice JPMorgan GBI Emerging Market Global Diversified è sceso del -4,5% con le preoccupazioni dei mercati concentrate sulle prospettive dell'attività economica. I rischi di recessione sono alimentati dagli aumenti dei tassi e dalla possibilità che la Russia interrompa l'erogazione di gas all'Europa.

Il calo dei prezzi nei prodotti agricoli e nei metalli industriali hanno penalizzato anche i paesi esportatori di materie prime, ad esempio Brasile e Cile.



I flussi in uscita dai fondi obbligazionari emergenti. Fonte: FT, JPMorgan, EPFR, Bloomberg.

I tassi americani e la forza del dollaro rendono lo scenario incerto per i mercati emergenti, vulnerabili al triplice colpo della concorrenza dei rendimenti di nuovo interessanti nei Treasury, delle prospettive di recessione economica, della sostenibilità di debiti denominati in dollari. Un aiuto concreto di recupero può venire dalla ripartenza dell'economia cinese dopo i blocchi legati al Covid e con la confortante presenza delle autorità, impegnate nel sostenere la crescita. Ricordiamo che le banche centrali dei paesi emergenti sono molto più avanti nel ciclo di rialzo.

Per il governo di Pechino la crescita economica è vitale per affermarsi come potenza globale: il passaggio a un ordine monetario diversificato e non più basato sulla centralità degli Stati Uniti è considerato vantaggioso per il renminbi. La strada della de-dollarizzazione del sistema monetario globale prende velocità, la "moneta del popolo" cinese o il paniere di valute emergenti sostenute dalle materie prime potrebbero essere credibili rivali, la Cina è davvero un gigante economico, è il maggior partner commerciale di 125 paesi, il suo interscambio vale qualcosa come seimila miliardi di dollari.

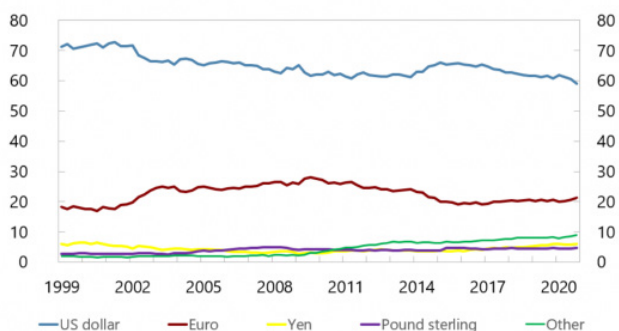
Nell'ansa della Storia dietro la quale c'è un nuovo ordine mondiale, nasconde anche uno sconvolgimento nell'ordine monetario come quello che si verificò nel 1919? Sarà il renminbi il nuovo dollaro e il dollaro destinato a fare la fine della sterlina?

Se la Cina imponesse lo yuan a tutti i suoi partner la domanda sarebbe astronomica, costituirebbe una spinta formidabile per fare entrare rapidamente la moneta del popolo nel ristrettissimo club delle maggiori valute mondiali. Posto che la Cina è anche uno dei maggiori creditori del Tesoro americano e un indebolimento strutturale del dollaro non è (ancora) nel suo interesse, l'erosione del ruolo del dollaro è comunque in corso e non è un male che si stia configurando un sistema valutario diversificato.

In realtà, la strada della de-dollarizzazione è ancora lunga.

È vero, l'economia globale è già cambiata, la quota del Pil americano rispetto al Pil globale è passata dal 40% del 1960 al 24% nel 2021. In quarant'anni il Pil dell'area asiatica è passato dal 20% del Pil mondiale al 47% nel 2021. Negli ultimi dieci anni il contributo dell'economia cinese alla crescita economica mondiale si è stabilizzato intorno al 30%.

Si sono verificate trasformazioni simili nell'ambito monetario: dal 1999, anno in cui venne inaugurata la moneta unica in Europa, la quota di attività in dollari nelle riserve delle banche centrali è scesa di dodici punti percentuali, dal 71% al 59% a favore dell'euro e di altre valute non tradizionali come dollari canadesi e australiani, corone svedesi e yuan. La moneta unica europea è salita al 20% nelle riserve globali.



Percentuale delle maggiori valute presenti nelle riserve valutarie globali. Fonte: IMF Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), US Federal Reserve Board, IMF estimates.

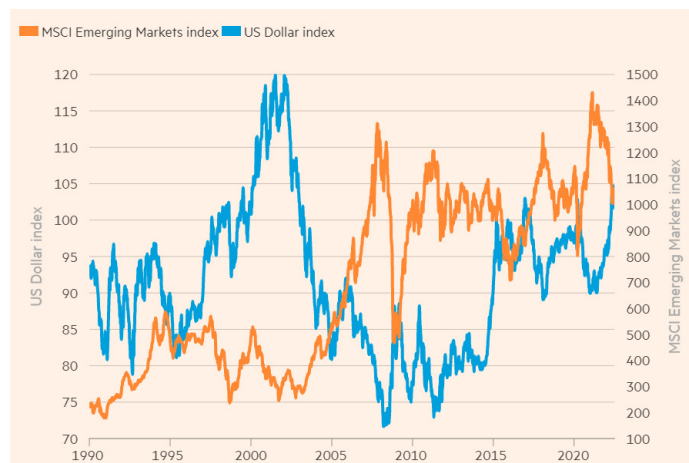
Le proporzioni si sono modificate ma il primato del dollaro è ancora incontestabile, in vent'anni ha ceduto poco più del dieci per cento, parliamo di erosione, non di crollo.

Le ambizioni valutarie della Cina fondano sulla forza economica, sull'ampiezza degli scambi commerciali e, più recentemente, sulla sua forza militare. Ma non bastano.

Non è sufficiente desiderare lo status di valuta globale per ottenerlo, il gradimento globale verso la propria moneta non si chiede né tantomeno lo si può pretendere.

Negli ultimi cento anni gli Stati Uniti hanno esercitato l'egemonia politica con cinismo e quella economica con pragmatismo eppure, nonostante la spregiudicatezza e gli errori commessi, il loro ordinamento democratico ha favorito la formazione e il funzionamento di un mercato dei capitali libero, ampio ed efficiente. La fiducia è la valuta più importante nelle relazioni economiche, il renmimbi o il paniere di monete sostenute da materie prime immaginate dall'alleanza dei paesi BRICS non prenderanno mai il posto del dollaro, perlomeno non fino a quando dietro quelle valute ci saranno regimi autoritari e mercati dei capitali fortemente regolati. Il controllo dei capitali esercitato dal governo cinese, per quanto meno rigido rispetto a pochi anni fa, è esso stesso un fattore limitativo della liquidità e della circolazione internazionale del renmimbi.

L'“esorbitante privilegio” del dollaro sembra destinato a rimanere ancora a lungo, la notizia della scomparsa della sua egemonia è fortemente esagerata.



Il dollaro forte non aiuta i mercati emergenti. Fonte: FT, Refinitiv.

Per maggiori informazioni visitate il sito GAM.com



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.