

## QUANTO È FORTE IL DOLLARO?

Il ribilanciamento ha avuto qualche successo, ma dovrà continuare



Lazlo Moholy-Nagy.  
Costruzione Z VII

Verso la metà degli anni Duemila, Bush figlio regnante, l'allora capo economista di Morgan Stanley, Stephen Roach, redigeva tutti i giorni una lunga nota in cui descriveva la precaria e pericolosa situazione degli Stati Uniti, un paese incapace di risparmiare e troppo capace di spendere. La narrazione quotidiana girava intorno ai temibilissimi disavanzi gemelli, quello del bilancio federale e quello delle partite correnti. Anche se il tema era tutti i giorni lo stesso, la verve da polemistista di Roach rendeva la lettura horror particolarmente avvincente.

I disavanzi gemelli erano allora visti come forieri di disastri, ovvero di crisi di bilancia dei pagamenti e rischio di default esterno e interno. Il Fondo Monetario, quando li vedeva, imponeva in giro per il mondo cure severe (svalutazioni drastiche, rigore fiscale assoluto). La cancelliera Merkel, quando nel decennio scorso si accorse che l'Italia, per un momento, era incorsa nel reato di doppio disavanzo, impose al nostro paese una drastica ristrutturazione politica, economica e finanziaria.

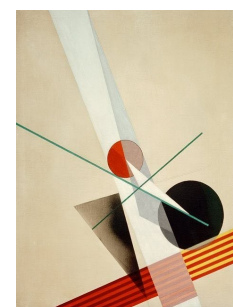
Quando Roach scriveva allarmato di questi temi, il disavanzo delle partite correnti americano raggiunse, nel 2005, il 6 per cento del Pil. Aggiungendogli il 3 per cento di disavanzo pubblico, si arrivava a un 9 per cento di disavanzi gemelli. Qualunque altro paese sarebbe stato attaccato dai mercati e costretto a tornare sui suoi passi, ma per gli Stati Uniti, si sa, si è sempre fatta un'eccezione. Quanto questo sia vero, lo si è visto nel 2021, Biden regnante, quando il disavanzo federale ha toccato il 18 per cento mentre quello delle partite correnti era al 3, per un totale del 21 per cento.

Il mondo avrebbe anche continuato ad accettare questa situazione. Anche a Wall Street andava bene, perché il disavanzo federale immette soldi nell'economia e quello delle partite correnti viene compensato da flussi di capitale straniero che finiscono sulla borsa americana. Il prezzo di tutto questo, tuttavia, è stato la lunga deindustrializzazione dell'America.

All'inizio del suo secondo mandato, Trump ha dichiarato con molta enfasi di volere iniziare a correggere questa distorsione. Ha alzato i dazi, svalutato il dollaro e cercato di imporre agli alleati di inaugurare fabbriche in America. I mercati si sono molto spaventati e si è coniata la parola d'ordine della fuga

dall'America. Nei giorni successivi al Liberation Day, con il dollaro a 1.18, non si trovava nessuno che non scommettesse su un suo ulteriore indebolimento, prolungato e pronunciato.

Oggi nei mercati non si parla più di dazi, ma se ne parla, e molto, tra Europa e Cina. Prima di considerare questo aspetto, tuttavia, ci si può fermare un momento e valutare se e quanto la strategia di Trump abbia funzionato. Il disavanzo delle partite correnti si è ridotto dal 4.5 a cui l'aveva lasciato Biden al 3.0. I dazi, secondo Stephen Miran (l'architetto della politica economica di questa amministrazione), hanno raggiunto il loro livello ottimale. Hanno cioè permesso di spostare peso fiscale dalle imposte sul reddito e sono stati pagati per il 70 per cento dall'estero, che li ha accettati tenendo fermi i suoi e rinunciando ad alzarli a sua volta. Il disavanzo federale, dal canto suo, è rimasto immobile e non è aumentato come molti temevano.



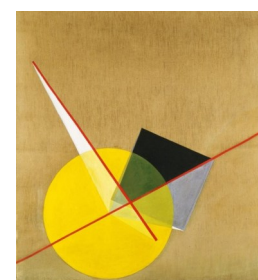
Lazlo Moholy-Nagy.  
Komposition A XXI



Lazlo Moholy-Nagy.  
A II

Fin qui tutto bene, dunque. La domanda di fondo rimane però quella sulla reindustrializzazione, che era poi l'obiettivo di tutto l'aggiustamento. Qui è presto per rispondere. A parte i coreani e i taiwanesi tirati per le orecchie affinché spostassero una parte della loro produzione di semiconduttori in America (un'operazione già iniziata sotto Biden), i risultati sono stati finora buoni ma non all'altezza delle attese dell'amministrazione. Gli investimenti diretti esteri (quelli produttivi, non quelli finanziari) sono cresciuti del 49 per cento, ma non si può dire che abbiano fatto da volano alla crescita. Il vero volano, l'AI, ha avuto un'origine totalmente interna.

Che dire, giunti a questo punto, del futuro andamento del dollaro? Il fatto che gli obiettivi strategici di ribilanciamento siano stati solo parzialmente raggiunti fa pensare che difficilmente il dollaro continuerà a rafforzarsi l'anno prossimo. Il suo rafforzamento di queste settimane fa molto comodo a Trump, che deve contenere l'inflazione prima del voto di novembre, e a Warsh, che deve contenere le pulsioni al rialzo dei tassi di una buona metà del Fomc, ma rimane di natura tattica. Passate le elezioni, Trump avrà meno bisogno del supporto del dollaro forte per abbassare l'inflazione e Warsh potrà indicare nella prevedibile discesa dell'inflazione dai picchi attuali un buon argomento per non alzare e semmai tagliare i tassi.



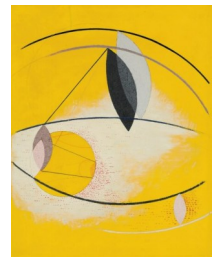
Lazlo Moholy-Nagy.  
Cerchio giallo. 1921

In pratica, a fine anno o nel corso del 2027 il dollaro tornerà verso 1.20, senza spingersi troppo oltre. Sarà verso l'Asia, eventualmente, che si indebolirà di più.

Di dazi, in ogni caso, si continuerà a parlare poco dal lato americano. Dove si continuerà a parlarne sarà tra Europa e Cina. L'Europa sta vivendo una

lenta erosione del suo surplus delle partite correnti, sceso di mezzo punto percentuale negli ultimi dodici mesi. Non è gran cosa, ma per una regione con poca crescita, la capacità di continuare a produrre per esportare è importante. E d'altra parte è la tendenza che preoccupa, con l'industria dell'auto che sente sempre di più la concorrenza cinese.

L'Europa non è come l'America, che se decide di alzare i tassi li alza e basta. L'Europa è ufficialmente per la concorrenza e il libero scambio e per alzare i dazi deve cercare di dare loro un valore morale. Ha provato con i dazi per i prodotti esteri poco ESG, poi con i dazi per punire la Cina per il suo comportamento verso gli Uiguri, poi i dazi per i prodotti con troppe emissioni di carbonio. Ora vuole imporre i dazi per punire gli aiuti di Stato e l'eccesso di capacità produttiva cinese (come se la Cina decidesse di alzare i dazi sui prodotti del lusso europeo perché l'Europa ha un eccesso di capacità produttiva nel settore). Queste discussioni che mescolano i valori con gli interessi si trovano però di fronte il muro cinese. È lo stesso muro di fronte al quale si è fermata l'America di Trump l'anno scorso. Bloccate i miei prodotti, dice la Cina, e io vi blocco le terre rare.



László Moholy-Nagy.  
Gal Ab I. 1930

Tra Cina e Europa, dunque, si dovrà per forza arrivare a un compromesso che includerà più produzione cinese in terra europea e il mantenimento dello spazio per i prodotti europei in Cina. Sarà soprattutto sul cambio del renminbi che l'Europa cercherà, probabilmente con successo, di portare a casa qualcosa.

La valuta cinese, con il suo trilione di dollari di surplus commerciale, rimane strutturalmente la più forte per i prossimi anni. L'economia cinese non è esente da problemi, ma la sua valuta rimane la migliore su cui puntare.

**Alessandro Fugnoli**  
Strategist

Kairos Partners SGR SpA  
Via San Prospero, 2  
20121 Milano - Italia  
T +39 02 77718.1  
www.kairospartners.com



**Disclaimer**

Kairos Partners SGR S.p.A. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita da Kairos. Il presente materiale non può essere in nessun caso interpretato come consulenza, invito all'investimento, offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né costituisce sollecitazione al pubblico risparmio. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate come sufficienti per prendere una decisione di investimento. I dati e le informazioni contenute nel presente materiale sono ritenuti affidabili, ma Kairos non si assume alcuna responsabilità in relazione all'accuratezza e completezza degli stessi. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione.

Kairos è esonerata da qualsiasi responsabilità derivante da un uso improprio del presente materiale effettuato in violazione della presente avvertenza e delle disposizioni degli Organi di Vigilanza anche in materia di pubblicità.