

# L'ENIGMA DEL DOLLARO DEBOLE E LA VARIABILE NASCOSTA DEL 2018



***Cosa succede al biglietto verde perché esso scenda in picchiata di oltre il 10% nel 2017 nonostante abbia effettuato tre rialzi dei tassi (e altri tre ne abbia promesso per il 2018) nonostante la crescita del prodotto interno lordo americano abbia raggiunto il 3% e prometta faville a causa del taglio fiscale, nonostante la BCE se le inventi tutte per far scendere l'euro al cambio e nonostante che quest'ultima, insieme alla stragrande maggioranza delle altre banche centrali, stia ancora pompando liquidità a tutto spiano (che in parte finisce anche a Wall Street) ? Difficile, come si può vedere dai quattro dati appena citati, fornire spiegazioni razionali a questa e a altre dinamiche di una finanza globale che sembra aver perso da tempo la correlazione di un tempo tra le variabili economiche e fors'anche il lume della ragione. Eppure le ragioni -perché qualcosa accada- ci sono sempre. Proviamo perciò ad andare un po' più a fondo per scoprirlo.***

## **LA LEGGE DELLA DOMANDA E DELL'OFFERTA**



Innanzitutto teniamo bene a mente che, teorie economiche e correlazioni statistiche a parte, a determinare le sorti di qualsiasi variabile economica insiste, prima di ogni altra, la legge della domanda e dell'offerta: se qualcuno vende dollari e compra altre divise evidentemente è perché preferisce fare così, oppure ve ne è costretto.

Esiste dunque una tematica di fondo relativa alla sfiducia degli investitori globali sull'economia americana? Sebbene ciò non abbia molto senso logico, viene da rispondere che evidentemente sì, esiste, altrimenti succedrebbe il contrario: il dollaro si apprezzerrebbe. Quasi impossibile inoltre affermare che il corso del dollaro scenda perché I

biglietti verdi sono venduti da coloro che comprano bitcoin, oro ovvero qualsiasi altro bene rifugio o moneta speculativa: le quantità in gioco non sono neppure paragonabili e, se anche tutto ciò avvenisse contemporaneamente e massicciamente, il cambio del dollaro farebbe fatica a segnare qualche minima differenza. L'economia americana è infatti la prima al mondo in valori assoluti e dunque il mercato del dollaro è davvero molto profondo.



Più probabilmente però il vistoso squilibrio della bilancia commerciale americana un ruolo ce l'ha di sicuro nel determinare la legge della domanda e dell'offerta: se gli americani hanno aumentato fortemente nell'anno in corso i loro acquisti online e quasi tutte le merci acquistate sono arrivate dall'Asia, probabilmente l'effetto "si sente".

### ***IL RUOLO DELLE ASPETTATIVE***

Ma questo a dirla tutta non basta a spiegare, ad esempio, il crescente "spread" (differenziale) tra i rendimenti dei titoli di stato americani a dieci anni e quelli europei (ed in particolare quelli tedeschi). Se il differenziale si amplia è perché gli investitori preferiscono comperare titoli tedeschi -denominati in euro e a rendimenti più o meno nulli- che non titoli americani in dollari -già svalutati e che rendono molto di più-. Torna dunque la tematica della domanda e dell'offerta: se essi lo preferiscono un motivo ci sarà e riguarda evidentemente le loro aspettative.



*In effetti le aspettative giocano sempre un ruolo fondamentale.*

Che si tratti dell'aspettativa che quel differenziale con il "Bund" (titolo di stato tedesco a 10 anni) si riduca presto, ad esempio, o che l'economia europea alla lunga possa correre più di quella americana (sebbene sia oggettivamente un po' difficile credere a un vero sorpasso), o che sia l'antipatia per l'amministrazione del presidente Trump, sebbene di solito "pecunia non olet" (il denaro non abbia odore) ?

### ***LA VARIABILE NASCOSTA E LE POSSIBILI ASIMMETRIE INFORMATIVE***

È più probabile però che la "variabile nascosta" che permetta di fare la quadra con le discrepanze osservate nel quadro economico di fine anno consista nelle aspettative che riguardano ***l'inflazione***. Infatti, nell'ipotesi fantasiosa che l'inflazione americana non corrisponda a quella che attestano le statistiche correnti, bensì risulti molto più elevata, ecco che i tassi di interesse più elevati riscontrati sui titoli del tesoro americano avrebbero più senso e che, evidentemente, anche l'erosione attesa del valore del biglietto verde alla

fine giustificherebbe una qualche disaffezione degli investitori che li spinge a venderlo.



C'è solo un particolare però che ancora non quadra: gli investitori professionali internazionali sanno qualcosa che nemmeno la Federal Reserve conosce (o peggio: che non vuole ammettere)? L'enigma finanziario dunque si tinge di giallo e rimanda a possibili trame "complottiste" : forse che esistano pesanti asimmetrie informative che per qualche ragione non devono finire a conoscenza del grande pubblico ? E perché mai ? Oppure l'istinto animalesco degli operatori di mercato li spinge a non fidarsi e a rimanere in sicurezza sospettando che l'inflazione sia più alta pur senza averne le prove?



Forse infine -e più semplicemente- sono in molti a ritenere che l'inflazione, senza essersi ancora manifestata, sia comunque in procinto di fare la sua comparsa. E che questo comporterà un riallineamento monetario nient'affatto grave, ma tale da ispirare tanto ulteriori rialzi del mercato borsistico (nonostante nel 2017 abbia sfondato ogni record precedente) quanto ulteriori scivolamenti del corso dei titoli a reddito fisso, i cui rendimenti nominali dovranno evidentemente crescere perché quelli reali arrivino a incorporare la componente inflattiva. Il punto è che le attuali quotazioni dei titoli a reddito fisso in dollari (ma anche in euro) non sembrano incorporare già uno scenario di forte risalita dell'inflazione, che anzi in Europa preoccupa per la sua quasi assenza.

### **SE FOSSE VERO COSA SUCCEDEREBBE?**



Il problema logico che ne discende però è più ampio: poiché questo scenario comporta l'aspettativa di ulteriori riassetamenti dei titoli a reddito fisso e negli ultimi anni questa "asset class" (categoria di beni sui quali investire) abbia avuto una fortissima correlazione a tutte le altre, esistono solo due possibilità:

- *che la possibile ulteriore discesa dei corsi dei titoli a reddito fisso dia luogo a sussulti e scivoloni anche delle borse (e infatti sono in molti a preconizzare maggior volatilità nel 2018), oppure :*

- *che ritorni una decisa correlazione negativa tra i titoli a reddito fisso e quelli azionari, dal momento che questi ultimi possono contare su un consistente e crescente flusso di dividendi e che dunque possano beneficiare ancora a lungo del superciclo economico espansivo che il mondo sta vivendo oramai da oltre otto anni.*

La seconda possibilità farebbe peraltro scopa con le teorie economiche classiche che sino ad oggi appaiono inspiegabilmente inconsistenti con la realtà che vivono gli Stati Uniti d'America, a partire dalla famosa "curva di Phillips" che indica un innalzamento dell'inflazione come conseguenza della maggior pressione salariale e della minor disoccupazione, sino ad oggi completamente smentita dai fatti.



Quella dell'incombente di maggior inflazione -evidentemente a partire già dal 2018- come variabile nascosta idonea a spiegare le incongruenze, nonché quella che possa approssimarsi un periodo di deciso disaccoppiamento dell'andamento dei titoli a reddito fisso rispetto a quello delle azioni, restano dunque ipotesi più che realistiche, sebbene dell'intero ragionamento sin qui esposto io non possa che avere racimolato soltanto qualche indizio negativo.

Ma come *Sir Arthur Conan Doyle* faceva dire a Sherlock Holmes: "una volta eliminato l'impossibile, ciò che resta, per improbabile che sia, deve essere la verità".

**Stefano di Tommaso**

---

# MERCATI FINANZIARI: LIQUIDITÀ INNANZITUTTO!



***Contrordine: avanti tutta! A volte bisogna ammettere di aver sbagliato e rivedere criticamente le proprie analisi: la liquidità***

***dei mercati finanziari -già da tempo ai massimi- invece di iniziare a scendere cresce ancora e può dunque alimentare un ulteriore slancio verso nuovi massimi.***

Con la vittoria di Macron alle presidenziali francesi non si può non prendere nota del rilascio ancora una volta di forti dosi di endorfine da parte del sistema finanziario globale, oramai da molti mesi, dopo l'estate 2016, subito a valle dello spavento (durato invero assai poco) conseguito dopo la vittoria della Brexit e in contemporanea all'elezione del più populista di tutti i leaders politici: Donald Trump.

### **UN FORTE E PROLUNGATO RILASCIO DI ENDORFINE**

L'Unione Europea guadagna, con le elezioni francesi, uno dei suoi maggiori sostenitori di uno dei maggiori Paesi "centrali", quelli che ne potevano avviare la disgregazione e che invece ne sosterranno l'evoluzione. Un messaggio politico importante (di stabilità) che non potrà non trasmettersi ai mercati finanziari, da tempo "dopati" da questo e da molti altri segnali favorevoli allo sviluppo dell'economia mondiale.

Quelle endorfine degli investitori hanno generato uno dei rialzi più sensibili delle borse mondiali nell'ultimo semestre, nonostante esso fosse anche uno dei più improbabili della storia economica, perché arrivato al termine di un lungo ciclo di crescita durato otto anni dal 2008, anno di deflagrazione della crisi di Wall Street, dopo due vittorie politiche "anti-sistema" come la Brexit e Trump, dopo un deciso calmieramento dei prezzi di petrolio e materie prime e in contemporanea ad un forte rimpatrio dei capitali verso i Paesi più sviluppati, cosa che aveva fatto temere per forti conseguenze nei confronti delle economie emergenti.

Invece anche in periferia del mondo è successo l'esatto contrario: le borse dei paesi emergenti sono salite (molto) e le loro valute non ne hanno risentito più di tanto.

Morale: non soltanto i mercati ancora una volta gongolano e riposano su un letto di buone e rassicuranti notizie, ma lo fanno :

- dalla cima dell'Everest, cioè nonostante si trovassero già in situazione di ipercomprato;
- contro ogni previsione con una contemporanea discesa dell'indice di volatilità al livello più basso degli ultimi dieci anni!

### **MERCATI FINANZIARI: LA VOLATILITÀ SCENDE, LA LIQUIDITÀ SALE**

Lo scorso 12 Aprile l'indice della volatilità (quello più noto, riferito all'indice di borsa americano Standard & Poor's 500) aveva toccato un massimo relativo di periodo (circa

quota 16), che faceva pensare all'inaugurazione di una nuova fase di dubbi e sussulti, tanto per il fatto che ai livelli raggiunti dalle borse molti investitori avrebbero iniziato ad alleggerire i loro portafogli, quanto perché solo un mese fa l'inflazione sembrava riprendere corpo e numerosi venti di guerra spiravano in tutte le direzioni del pianeta, alimentando tensioni geopolitiche e il timore di possibili rincari petroliferi.

Invece, soltanto un mese dopo, dobbiamo prendere atto che è successo l'esatto opposto: l'indice della volatilità è sceso a quota 10, i mercati hanno letteralmente ignorato i rischi geopolitici (si legga al riguardo il recente articolo del Giornale Della Finanza :<http://giornaledellafinanza.it/2017/05/03/gli-interessi-dietro-la-questione-nord-coreana/> ) nonché le vertigini che potevano scaturire dal camminare su un filo teso tra le vette stratosferiche toccate dalle valutazioni aziendali implicite nei livelli raggiunti delle borse.

Anzi: la loro volatilità è discesa e la loro liquidità è cresciuta, complice anche il fatto che oggi tutte le opinioni sugli utili aziendali e quindi anche sul futuro dei mercati borsistici sembrano essere molto buone. E se il mercato ha esattamente metà dei suoi partecipanti che acquista e l'altra che vende, la sua liquidità cresce! Diverso sarebbe trovarsi in un mercato dove in un determinato istante tutti comprano o tutti vendono: in un tale mercato sarebbe più difficile liquidare la propria posizione o costruirne una, perché sarebbe difficile trovare una contropartita. In un tale mercato -a parità di tutto il resto- la liquidità sarebbe inferiore.

## **ADESSO COSA ACCADE**

Chiaramente, dopo che l'ennesima buona notizia è andata a corroborare il "sentiment" dei mercati, tutti si chiedono cosa succederà dopo. La finanza tende ad anticipare sempre le notizie e non è affatto detto che, subito dopo il loro conclamarsi, esso ne anticipi invece altre di segno negativo, che le statistiche economiche registreranno soltanto molti mesi dopo. "Buy on rumors and sell on news" dicono le vecchie volpi!

È sempre possibile che adesso i mercati vadano giù, ma è relativamente improbabile per i motivi sopra segnalati e altro ancora:

- primo, perché il quadro generale è comunque positivo anche per i mesi a venire , dunque non tale da alimentare fughe repentine;
- secondo, perché la buona liquidità generale favorisce un basso livello di onde del mercato (le stesse registrate dall'indice di volatilità) e dunque il miglior assorbimento di qualunque iniziativa di investitori decisi ad andare controcorrente senza impatti significativi sulle quotazioni;
- terzo, perché i tassi bassi, la tendenza ad ulteriori discese di costi energetici e materie

prime (che scoraggia l'inflazione) e il buon ritmo di crescita dell'economia globale sono tutti fattori che spingono dalla parte dell'ottimismo;

- quarto, perché persino gli spread tra centro e periferia d'Europa, così come quelli tra Bund e Bond (europei contro americani) tendono a restare stretti, nonostante il chiaro sfasamento tra l'economia americana e quella continentale;

- quinto, perché l'Euro, passato lo spavento della frattura dell'Unione, accoglie capitali (anche da oltreoceano) e sale oltre ogni aspettativa, superando di slancio quota 1,10 Dollari e dunque minimizzando il rischio che il rialzo di tassi americano possa determinare uno shock valutario e, anzi, alimentando le aspettative di ulteriori interventi della BCE in acquisto di titoli di ogni genere per contenerne la rivalutazione. Cosa che aumenterebbe al tempo stesso la liquidità in circolazione.

## **LA DISFATTA DEI "CONTRARIAN"**

Quel che sembra accadere perciò è una disfatta del partito dei "contrarian", una forte stabilizzazione delle maggiori variabili economiche, una grande liquidità dei mercati e una parata di buone notizie politiche. Di cigni neri all'orizzonte ne potrebbero apparire molti ancora, ma al momento sembra restare in onda lo spettacolo della "bambola dai riccioli d'oro" (né troppo né poco di tutto), destinato ad ulteriori numerose repliche. Ogni possibile sussulto dei mercati sembra dunque rimandato ancora una volta. All'estate, magari, per la quale manca ancora più di un mese. Un'eternità per i mercati!

**Stefano di Tommaso**