

... il dollaro 2010 non sta ridendo

di Martin Feldstein

Le autorità cinesi e gli investitori privati di tutto il mondo si stanno preoccupando fortemente e si chiedono se i loro investimenti in dollari sono al sicuro. Poiché il governo di Pechino possiede buona parte della sua valuta estera (2mila miliardi di dollari in tutto) proprio nel dollaro, ha sicuramente di che riflettere sul valore futuro del biglietto verde. Gli investitori con beni di minore entità in dollari, che potrebbero cambiarli in altre valute con maggiore facilità dei cinesi, hanno anch'essi ottimi motivi per chiedersi se non diversificare in asset non in dollari o addirittura lasciar perdere i dollari una volta per tutte.

I timori sul futuro del dollaro sono dovuti a svariate preoccupazioni, collegate in ogni caso tra loro. Il valore del dollaro, per esempio, continuerà il suo trend al ribasso sul lungo periodo rispetto ad altre valute? L'enorme crescita dell'indebitamento del governo degli Stati Uniti previsto per il prossimo decennio e oltre porterà all'inflazione o addirittura a una situazione di default? La crescita esplosiva delle riserve in eccesso delle banche commerciali provocherà una rapida inflazione quando l'economia si riprenderà?

Anche se le preoccupazioni chiaramente non mancano, in definitiva la conclusione è che questi timori sono esagerati. Cerchiamo di analizzare il più probabile degli sviluppi negativi: un tasso di cambio in calo per il dollaro rispetto alle altre valute. Anche dopo il recente recupero in controtendenza del dollaro rispetto all'euro, il valore del dollaro è oggi inferiore del 15% rispetto a dieci anni fa nei confronti delle valute più importanti e del 30% ai livelli di 25 anni fa.

Malgrado qualche occasionale attacco di nervosismo nei mercati finanziari globali produca una risalita del dollaro, io prevedo che continuerà a calare rispetto all'euro, allo yen giapponese e perfino allo yuan cinese. Il calo nel tasso di cambio del dollaro è necessario per ridurre l'enorme deficit commerciale che gli Stati Uniti hanno nei confronti del resto del mondo.

Si consideri cosa potrebbe significare per i cinesi un ulteriore calo del dollaro sullo yuan: se i cinesi oggi possiedono nel loro portafoglio ufficiale mille miliardi di dollari, un aumento del 10% dello yuan sul dollaro ridurrebbe il valore in yuan di quel patrimonio del 10 per cento. Si tratterebbe di un'enorme perdita contabile, ma tutto sommato non influirebbe sostanzialmente sul valore dei prodotti americani o degli investimenti in proprietà varie negli Stati Uniti che i cinesi potrebbero sempre comprare con i loro miliardi di dollari.

Chiaramente, però, i cinesi (e con loro i sauditi o gli indiani o chiunque altro sia fuori dalla zona euro) hanno di che preoccuparsi per il calo relativo del valore del dollaro contro l'euro. Dopo tutto, infatti, quando il calo dovesse ricominciare, i dollari da loro posseduti perderebbero in potere d'acquisto sui mercati europei. Se è difficile comprendere quanto il biglietto verde possa ancora calare, non ci dovremmo stupire assistendo a una caduta del 20% nel corso dei prossimi anni dagli attuali livelli.

Il grosso rischio per gli investitori, però, è la possibilità che l'inflazione teoricamente azzeri il valore di una valuta. Ciò è già accaduto in parecchi paesi negli anni Settanta e Ottanta. In Messico, per esempio, nel 1990 occorrevo 150 pesos per comperare ciò che nel 1980 si poteva comperare con un solo peso.

Ciò non accadrà negli Stati Uniti. I grandi deficit di bilancio hanno portato a una forte inflazione nei Paesi costretti a stampare banconote per finanziare quei disavanzi perché non potevano vendere obbligazioni governative a lungo termine. Questo non è un rischio per gli Stati Uniti. Il tasso di inflazione di fatto è sceso negli Usa nei primi anni Ottanta, proprio quando hanno sperimentato per l'ultima volta importanti deficit fiscali.

Il presidente della Fed Ben Bernanke e i suoi colleghi sono determinati a tenere bassa l'inflazione mentre l'economia si riprende. La Fed ha spiegato che venderà una buona parte dei molti titoli ipotecari che figurano nel suo bilancio, assorbendo in tal modo liquidità.

Guardando al futuro, gli investitori negli Stati Uniti potranno proteggersi dall'inflazione comperando Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS), che indicano l'interesse e i principali pagamenti per scongiurare un aumento dei prezzi. L'attuale piccola differenza tra il tasso di interesse reale su quelle obbligazioni (2,1% per quelle trentennali) e il tasso di interesse nominale sui tradizionali bond trentennali del Tesoro (oggi al 4,6%) indica che il mercato prevede per i prossimi trent'anni un'inflazione pari appena al 2,5 per cento.

La buona notizia, pertanto, è che gli investimenti in dollari sono sicuri. Sicuri, però, non significa che quegli investimenti daranno ingenti utili garantiti. Se è probabile che nei prossimi anni il dollaro continuerà a perdere terreno rispetto all'euro, gli investimenti in bond in euro emessi dal governo francese o da quello tedesco potrebbero assicurare utili garantiti. Anche se il dollaro è assolutamente sicuro, gli investitori sappiano che sarebbe consigliabile diversificare i loro portafogli.