

Negli ultimi mesi la moneta americana ha proseguito il suo andamento negativo nei confronti delle principali divise e in particolare dell'euro. Arrivando a perdere il 42% rispetto al massimo dell'ottobre 2000. Le previsioni degli specialisti di cinque società internazionali: il ribasso potrebbe non essere finito, meglio aspettare



Massimo Cesario
DWS INVESTMENTS
ITALIA
DIRETTORE INVESTIMENTI

TROPPO PRESTO PER TORNARE A PUNTARE SUL DOLLARO?

■ di Fabio Sansone

Meno 42 per cento. A tanto ammonta la perdita di valore del dollaro rispetto all'euro, dal massimo dell'ottobre 2000 a fine settembre 2007. Da allora un lungo trend di discesa intervallato solo da temporanei brevi sussulti e consolidamenti. E con una accelerazione negli ultimi due anni. Infatti da fine 2005, l'arretramento del biglietto verde rispetto alla moneta unica europea si misura nel 16,8% mentre da inizio di quest'anno il calo è del 7,1%. Questa crisi del dollaro non è certo una novità assoluta. Anche in passato si sono visti lunghi periodi di debolezza prolungata della valuta di Washington, ma forse questa volta qualcosa sta cambiando nel cosiddetto sentiment degli investitori. Un ultimo dato su tutti fotografa l'effettiva situazione meglio di tante supposizioni su questa tesi: ad agosto, il mese in cui è deflagrata la crisi dei mutui subprime Usa (quelli erogati ai possessori di case con minori possibilità economiche e, quindi, a maggiore rischio insolvenza), negli Stati Uniti le fuoriuscite di capitali netti a lunga scadenza dall'estero sono balzati a 69,3 miliardi di dollari, il massimo dal 1990. Non c'è quindi nessuna possibilità di rivedere un biglietto verde tonico sui mercati finanziari? Oppure, al contrario, siamo alla vigilia di un rally del dollaro? Domande alle quali hanno dato risposte e argomentazioni interessanti cinque specialisti

monetari di altrettante case d'investimento internazionali.

Qual è la vostra opinione sul dollaro americano?

Massimo Cesario

DIRETTORE INVESTIMENTI
DI DWS INVESTMENTS
ITALY SGR

La valuta americana ha iniziato un trend negativo che l'ha portata ad indebolirsi contro l'euro nel lontano 2002. In genere, i trend valutari sono spesso molto lunghi ed è pressochè inutile e controproducente tentare di anticiparli. Pertanto, al momento, la nostra visione sulla divisa statunitense resta negativa.

Kevin Grice

SENIOR ECONOMIST
DI AMERICAN EXPRESS BANK

Riteniamo che il dollaro stia raggiungendo il suo livello minimo rispetto all'euro, alla sterlina inglese e al franco svizzero e crediamo che si rivaluterà nei prossimi 12 mesi. A tre mesi ci aspettiamo un cambio euro / \$Usa a 1,40, mentre a 12 mesi (ottobre 2008) ci aspettiamo che sia a 1,30.

Mauro Toldo

SENIOR ECONOMIST
DI DEKABANK

Noi crediamo che il dollaro rimarrà debole nei prossimi mesi. Il problema principale per il dollaro è stata la risposta della Federal Reserve alla



Philipp Vordran
CREDIT SUISSE AM

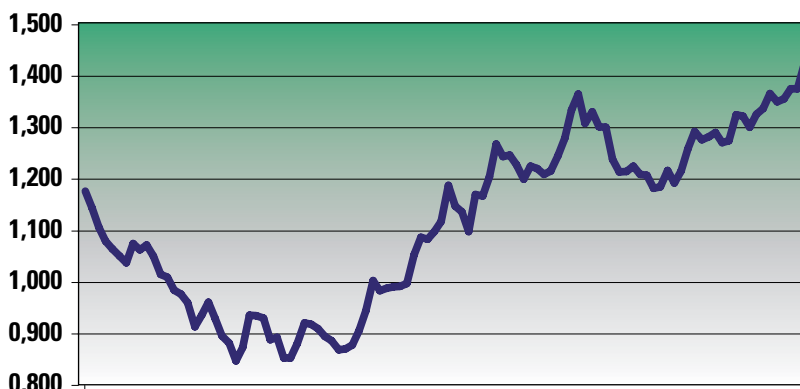
INVESTMENT STRATEGIST
DEL TEAM MULTI ASSET CLASS
SOLUTIONS (MACS).



Kevin Grice
AMERICAN EXPRESS

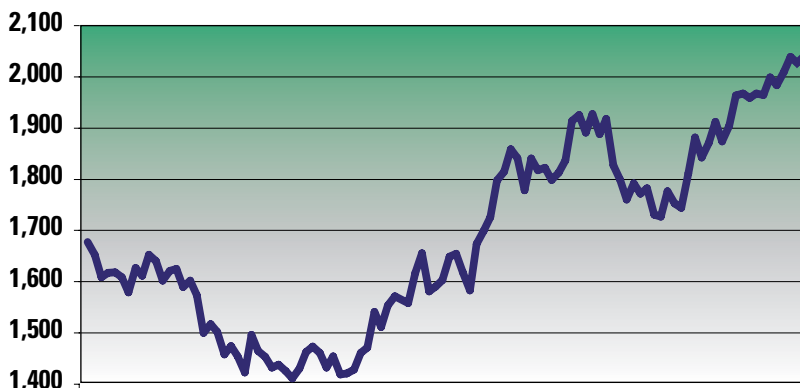
SENIOR ECONOMIST

Euro/Dollaro



Dal 30/12/1998 al 29/09/2007

Sterlina/Dollaro



Dal 30/12/1998 al 29/09/2007

crisi di liquidità. Il calo dei tassi d'interesse negli Stati Uniti ha fatto diminuire l'attrattiva del dollaro rispetto alle altre monete. La svalutazione degli ultimi mesi aiuterà l'economia americana a riprendersi. Il dollaro rimarrà debole ancora per i prossimi mesi, è possibile che arrivi a 1,45 ma non crediamo oltre: non pensiamo infatti che possa arrivare a 1,50. Verso la fine dell'anno il dollaro comincerà a recuperare e andrà verso 1,39 e in primavera del 2008 verso 1,38.

Philipp Vordran
INVESTMENT STRATEGIST
DEL TEAM MULTI ASSET CLASS
SOLUTIONS (MACS) DI CREDIT
SUISSE ASSET MANAGEMENT

Il dollaro americano rimarrà debole sul breve periodo

David Harris
PRODUCT MANAGER
DI SCHRODERS
PER REDDITO FISSO USA

Il sentiero nel breve termine porta ad intravedere un ulteriore indebolimento del biglietto verde basato sia su un'aspettativa di tassi di interesse più bassi e sia su un rallentamento dell'economia americana molto più pronunciato rispetto a quanto stimato per l'Europa. Tuttavia, dopo il recente declino, esistono buone possibilità di vedere nel medio termine un rimbalzo dai minimi del dollaro il cui cambio con l'euro, in

base all'analisi fondamentale e macroeconomica, dovrebbe valere 1,17 ed è quindi trattato attualmente a sconto.

Guardando invece al lungo termine, i flussi verso il dollaro americano continueranno a essere di segno negativo per molti anni. Le banche centrali (in particolare quella della Cina) hanno più volte fatto un quasi esplicito riferimento alla volontà di adottare una politica a lungo termine di riduzione delle proprie riserve in dollari. D'altra parte è ben chiaro alle banche centrali che un drastico deprezzamento del valore del dollaro si ripercuote negativamente sui propri bilanci, dal momento che hanno ingenti esposizioni sul biglietto verde, e possa inoltre introdurre instabilità nel sistema finanziario globale. Pertanto, ci pare evidente che le banche centrali si assicureranno che nel lungo termine l'indebolimento strutturale del dollaro sia graduale, senza tuttavia escludere che nel breve possano alternarsi fasi di forte caduta e di successivi rimbalzi e consolidamenti delle quotazioni.

Quali gli elementi che spingono per una sua ulteriore svalutazione, in particolare rispetto all'euro?

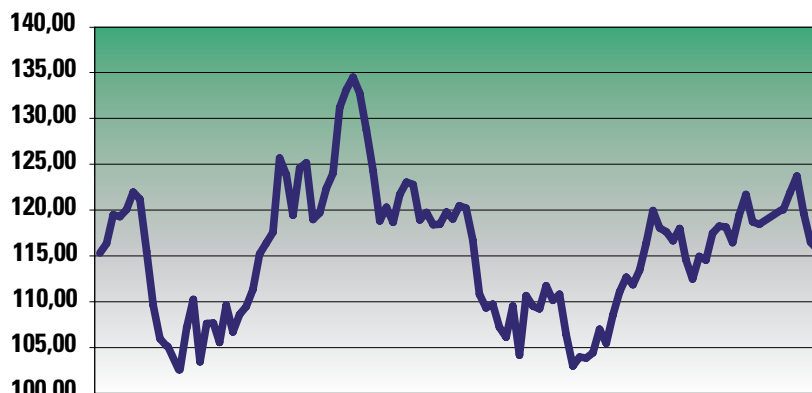
Massimo Cesareo (DWS)

Intravediamo due principali problematiche: la prima è il disavanzo della bilancia commerciale dei pagamenti americana; la seconda è il differenziale dei tassi di interesse tra Stati Uniti e Unione Europea, nell'ipotesi che la Federal Reserve operi una politica monetaria meno restrittiva e che la BCE adotti un atteggiamento attendista mantenendo stabile l'attuale livello dei tassi.

Kevin Grice (American Express)

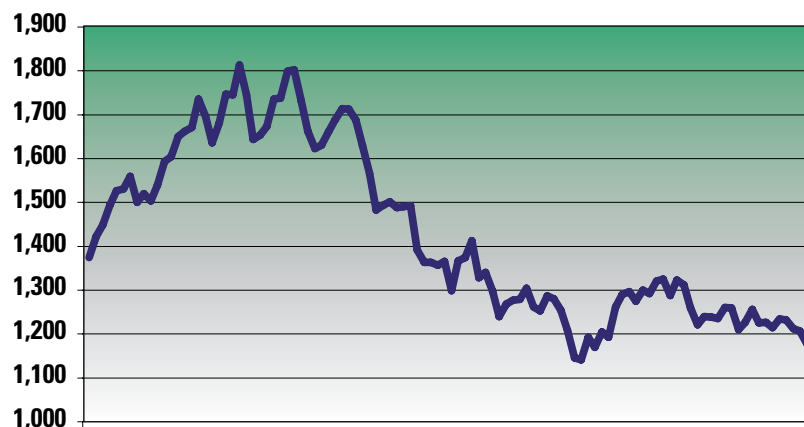
La Federal Reserve ha già tagliato i tassi di interesse americani e potrebbe intervenire ulteriormente nella stessa direzione entro la fine dell'anno corrente. Questo fatto ha ridotto il vantaggio derivante dal differenziale nel livello dei tassi di interesse di cui

Dollaro/Yen



Dal 30/12/1998 al 29/09/2007

Dollaro/Franco Svizzero



Dal 30/12/1998 al 29/09/2007

ha goduto il dollaro finora rispetto all'area euro. Gli Stati Uniti inoltre devono fare i conti con un ampio deficit della bilancia commerciale che deve necessariamente essere finanziato da stranieri che comprano attività finanziarie americane o depositi in dollari. Tuttavia, tassi di interesse americani più bassi riducono l'appeal dei depositi in dollari ed impattano negativamente sui flussi di investimenti dall'estero che servono a compensare questo deficit. Questo spiega quindi la caduta del dollaro.

Mauro Toldo (DekaBank)

Un rafforzamento della crisi di liquidità e della crisi dei sub prime, portando problemi alle banche americane e

a un calo più marcato dei prezzi degli immobili, sono i fattori che possono spingere il valore del dollaro più in giù. Più importante ancora è vedere se la crisi dei mercati si rifletta sull'economia reale. Come dicono gli americani, se la crisi di Wall Street si riflette nella Main Street e porta la Fed a ridurre i tassi di interesse.

Philipp Vordran (Credit Suisse)

I fattori sui quali ci concentriamo maggiormente sono sostanzialmente tre: a) ulteriore debolezza dell'economia americana; b) calo di acquisto della valuta americana da parte dei Paesi emergenti; c) la questione dell'aumento del deficit delle partite cor-



David Harris
SCHRODERS

PRODUCT MANAGER
PER IL REDDITO FISSO USA



Mauro Toldo
DEKABANK

SENIOR ECONOMIST

renti così come la questione sul mantenimento del dollaro Usa come principale valuta di riserva per il futuro.

David Harris (Schroders)

Il sentiment di mercato sul dollaro si è costantemente deteriorato e potrebbe portare ad un ulteriore declino del cambio qualora divenisse estremo. Si sono registrate molte speculazioni che hanno puntato a infrangere i livelli di cambio rispetto alle valute del Medio Oriente (successivamente alla rivalutazione del dinaro del Kuwait) e una costante diversificazione dei petrodollari che ha certamente portato beneficio all'euro rispetto al dollaro.

Quali, invece, i fattori che muovono per una sua ripresa di valore?

Massimo Cesareo (DWS)

Pensiamo che vi siano un paio di fattori che possono agire da volano sul valore del dollaro, anche se però li riteniamo superficiali: il primo è un possibile rimbalzo della valuta verde nel breve periodo per motivi puramente tecnici; il secondo elemento, invece, è rappresentato dalla pressione che i politici dell'Unione Europea potrebbero operare per arginare la forza della divisa comunitaria che impatta sulla crescita delle aziende dell'area.

Kevin Grice (American Express)

I mercati incorporano pienamente l'aspettativa di un ulteriore taglio dei tassi d'interesse da parte della Fed: in effetti, è atteso almeno un duplice taglio di 25 punti base (a 4,25%). Riteniamo che attualmente tali aspettative del mercato siano eccessivamente aggressive e ci attendiamo solamente una riduzione di 25 punti base (a 4,50%).

Molte notizie negative sono già incorporate nella valutazione corrente del dollaro ed è possibile che nei prossimi mesi il flusso di notizie negli Stati Uniti sorprenda positivamente il mercato e possa sostenere una ripresa del dollaro. L'alta valutazione della divisa europea è divenuta una questione di rilevanza anche

politica nell'area Euro. Se l'euro salirà ancora, la Banca Centrale Europea sarà meno propensa a rialzare ulteriormente i tassi di interesse. Riteniamo che questi fattori limiteranno un'ulteriore rivalutazione dell'euro. Infine, il deficit commerciale statunitense, anche se ancora molto ampio, sta diminuendo poiché in Usa le esportazioni stanno crescendo più velocemente rispetto alle importazioni. Anche questo fattore dovrebbe limitare un ulteriore ribasso del dollaro.

Mauro Toldo (DekaBank)

Una ripresa dell'economia americana con poche risposte negative reali alla crisi di liquidità.

Philipp Vordran (Credit Suisse)

Anche in questo caso segnalerei tre elementi:

a) imprevista robustezza dell'economia Usa; b) eventi geo-politici inaspettati; c) prezzi delle soft commodity eccessivamente elevati, che aiuterebbero gli Usa a diminuire il deficit attuale.

David Harris (Schroders)

Il biglietto verde è attualmente sottovalutato rispetto alla moneta unica europea e allo yen giapponese in base alle analisi fondamentali e macro economiche.

Ci potrebbe quindi essere, nei prossimi anni, un nuovo periodo di forza relativa del dollaro soprattutto in concomitanza della ripresa dei fattori ciclici favorevoli all'economia Usa.

Ritenete che nei prossimi 12-24 mesi il dollaro possa riprendersi rispetto all'euro?

Massimo Cesareo (DWS)

Per i prossimi 12 mesi, la nostra visione rimane quella di un dollaro statunitense stabile e/o relativamente debole.

Kevin Grice (American Express)

Come ho già avuto modo di precisare, il cambio euro/Usd dovrebbe attestarsi tra tre mesi a 1,40 per poi planare a 1,30 nell'ottobre 2008.

Mauro Toldo (DekaBank)

Nei prossimi 12-24 mesi vediamo una ripresa del dollaro in confronto all'euro intorno a livelli di 1,35.

Philipp Vordran (Credit Suisse)

Prevediamo il dollaro stabile nei confronti della moneta unica europea su un periodo da uno a due anni.

David Harris (Schroders)

Nei prossimi 12 - 24 mesi la direzione sarà, almeno parzialmente, determinata dal rallentamento dell'economia americana e dall'ammontare dei tagli ai tassi di interesse Usa da parte della Fed.

Non ci aspettiamo quindi nessun significativo rimbalzo tecnico dai minimi e se anche ci fosse un recupero del biglietto verde dovrebbe limitarsi a non più del 10% anche perché in questo scenario entrerebbero sicuramente in azione le banche centrali per alleggerire le posizioni in dollari delle loro riserve.

Quali consigli dare a un investitore italiano che fa i conti in euro ma che vuole diversificare un po' il rischio valutario di portafoglio?

Massimo Cesareo (DWS)

Come percentuale sul totale investito del reddito fisso, suggerisco un investimento del 10% che, nell'arco del 2008, potrebbe essere portato ad un massimo del 20%. In termini di titoli in cui investire, suggerirei titoli di stato Usa posizionati sulla parte breve della curva, quindi con una durata massima di uno o due anni.

Kevin Grice (American Express)

Ci aspettiamo che i rendimenti dei bond statunitensi cresceranno nei prossimi 12 mesi, mentre i prezzi scenderanno. E' consigliabile puntare su obbligazioni corporate investment grade di qualità. Gli spread sono cresciuti nel corso della recente crisi, ma probabilmente si ridurranno nei prossimi mesi, quando finalmente l'economia Usa si riprenderà e il nervosismo sui

mercati del credito si sarà dissolto. Consigliamo una diversificazione graduale che porti a detenere una porzione pari al 30-40% del portafoglio obbligazionario in titoli a reddito fisso denominati in dollari.

Mauro Toldo (DekaBank)

Un investitore italiano non deve necessariamente rimanere fra l'euro e il dollaro, ci sono anche altre monete. Per un investitore che fa i conti in euro, pensiamo che sia necessario diversificare fra diversi investimenti in diverse monete. Interessanti, in questo momento, sono gli investimenti in Yen, ma anche nel dollaro australiano, quello canadese, la corona norvegese, e diversi Paesi emergenti con tassi d'interesse più vantaggiosi, come il Brasile.

Alla domanda quanto deve essere investito sulle varie monete, bisogna rispondere che questo dipende dal rischio che l'investitore è disposto a prendere. Per un investitore a rischio basso pensiamo che sia meglio non investire più del 20% in investimenti diversi all'euro.

Philipp Vordran (Credit Suisse)

Consigliamo di guardare da vicino le valute dei paesi BRIC e quelle dei paesi esportatori di commodity. Per quanto riguarda invece i titoli in dollari suggerirei un sovrappeso delle azioni a discapito dei bonds e un sottopeso della valuta statunitense. I settori su cui puntare sono invece quello delle commodity, l'energia e l'alta tecnologia

David Harris (Schroders)

Gli investitori che fanno i conti in euro hanno due scelte davanti a loro. Se desiderano diversificare il portafoglio in valute diverse dall'euro, dovrebbero preferire l'Asia che vanta le valute con le più alte probabilità di apprezzamento di cambio rispetto all'euro e al dollaro nei prossimi tre anni.

In alternativa, un investitore che predilige più il settore azionario, può acquistare titoli di corporation Usa, soprattutto delle multinazionali e delle compagnie ad alta esportazione, che beneficiano di fatturati extra Usa molto elevati e di profitti diversificati. ■

Da sapere

■ **Punto base**

E' la più piccola unità di misura convenzionalmente impiegata per definire i rendimenti dei titoli a reddito fisso. Corrisponde ad un centesimo di punto percentuale, cioè allo 0,01%.

■ **Investment Grade**

Giudizio di merito, emesso da agenzie internazionali specializzate (quali ad esempio Moody's e Standard & Poor's), sulla una capacità, superiore alla media di mercato, di una società di onorare nei tempi e nei modi promessi i debiti contratti. Rientrano nella fascia Investment grade superiore i rating compresi tra AAA e A- della scala di S&P e quelli tra AAA e A3 di Moody's.

■ **Spread**

Differenziale. Viene considerato in molti casi in finanza tra i quali spread denaro lettera (differenza tra prezzo di acquisto e di vendita di un titolo), e spread di rendimento (differenziale di rendimento offerto tra un titolo obbligazionario, per esempio un corporate bond, e un altro di riferimento, di solito il titolo governativo della stessa valuta e scadenza).