

# Investimenti

## MERCATI VALUTARI

29

# Wall Street insegue il «miraggio» Ma il dollaro debole spingerà la Fed

L'ottimismo speculativo della Borsa statunitense sconta scenari radiosi, ma non tiene conto del mercato valutario  
E nemmeno delle possibili mosse delle autorità monetarie. Con un'ulteriore divaricazione tra Washington e Francoforte

di **Walter Riolfi****L'analista**

Elga Bartsch, capo economista per l'Europa di Morgan Stanley. Dice che un rialzo della valuta europea del 10% provocherebbe una riduzione del 5-8% della crescita degli utili societari nell'area euro. Il calcolo è teorico, ma Morgan Stanley non sposa l'euforia speculativa di Wall Street scatenata dal forte ribasso del dollaro. Anzi, vede un euro poco sotto gli attuali livelli per fine 2018

**A** sentire la schiera di ottimisti che impazza a Wall Street, nuovi scenari radiosi si aprirebbero con il declino del dollaro. Crescerebbero finalmente le esportazioni americane, si rianimerebbe il mercato delle materie prime, diverrebbe più sostenibile il debito in valuta estera dei Paesi emergenti e, come suggerisce la recente ripresa delle riserve cinesi, s'arresterebbe anche il deflusso dei capitali. Il generale ritorno della fiducia porterebbe dunque a una generalizzata accelerazione della crescita economica e degli investimenti, non solo negli Stati Uniti, ma (quasi) dappertutto: e, quel che più conta, si tradurrebbe in nuova linfa per la borsa americana.

**Chi vince e chi perde**

Il ragionamento non fa una piega, anzi parrebbe perfetto: come tutte le congetture che nella semplificazione traggono forza. È indubbio che un dollaro debole possa restituire competitività ai prodotti statunitensi, così come renderebbe più costosi quelli europei. Le società dell'indice S&P500 generano il 43% dei loro ricavi all'estero, secondo un calcolo di Standard & Poor's, o solo il 29%, secondo il computo di FactSet, di cui quasi il 10% dall'Europa. Ma per quest'ultima il mercato americano è ancor più importante e ben se n'è accorta la Borsa, visto che l'indice Stoxx ha iniziato a perdere colpi a metà maggio, proprio in concomitanza con i rialzi dell'euro. Un ulteriore rafforza-

**Il barometro** L'andamento dei principali indicatori di mercato

	Valore 11/08/2017	Var. % da inizio anno
S&P 500	2.438	8,9
STOXX 600	374	3,5
FtseMib	21.542	12,0
EURO/DOLLARO	1,176	11,8
PETROLIO (Brent) \$	51,5	-11,3
	Rendimento % 11/08/2017	Var. da inizio anno in centesimi
Treasury Usa 10 anni	2,2	-0,19
Btp 10 anni	2,03	0,21
Spread Btp-Bund	1,63	0,01

mento della valuta europea, pari al 10%, produrrebbe una minor crescita degli utili societari del 5-8%, scrive Morgan Stanley. Se è evidente che un euro forte danneggia le imprese del Vecchio continente, un dollaro debole aiuterebbe ancor più quelle americane: specie le grandi multinazionali dell'indice S&P500, i cui profitti generati all'estero lieviterebbero in conto economico, proprio in virtù del cambio. Fin qui il ragionamento degli esuberanti operatori di Wall Street fila liscio.

**E chi scommette contro**

Dove pecca è nella strumentalità del metodo con cui si proietta la tendenza del dollaro oltre ogni ragionevole limite. Quelli che scommettono oggi con-

tro la valuta americana al Cftc di Chicago (dove sono state aperte posizioni al ribasso per 7,9 miliardi di dollari solo nella prima settimana di agosto, il massimo da oltre quattro anni) sono in gran parte gli stessi che tra novembre e dicembre comperavano dollari sulla suggestione della supposta «rivoluzione Trump»: e, come allora immaginavano un cambio sotto al pari con l'euro, ora ne proiettano uno sopra 1,28.

Abituata a muoversi in gregge, con un effetto valanga come ha osservato il bravo strategist di Scotiabank, questa schiera di speculatori punta a forzare le valutazioni di tutte le attività finanziarie. Ma in un mercato più efficiente, com'è quello valutario, operano flussi di liquidità di diversa natura: e un peggioramento della bilancia commercia-

le dell'Eurozona o semplicemente la debolezza del mercato azionario, nota Morgan Stanley, finirebbero qualche mese dopo per indebolire l'euro.

**Le scelte sui tassi**

E, quel che più conta, il radioso scenario immaginato da molti operatori di Wall Street non tiene conto della variabile più importante: la politica monetaria della Fed. Siccome un dollaro debole rende di fatto più espansive le condizioni finanziarie, facilita anche il cammino della banca centrale verso la normalizzazione, con il risultato che i tassi d'interesse potrebbero salire più in alto e più velocemente e l'uscita dal *quantitative easing* diverrebbe meno problematica. Di contro, un euro troppo forte consiglierebbe la Bce a mantenere più a lungo l'attuale politica ultra espansiva.

Ciò che maggiormente stupisce in questo ostinato ottimismo dei mercati americani (a malapena offuscato dai timori di un conflitto con la Corea del Nord) sono le probabilità di un rialzo dei tassi Fed a dicembre, stimate poco sopra il 40%, come a maggio, quando il dollaro era però più forte del 10% rispetto ad oggi: pur con un'economia che cresce e che dovrebbe irrobustirsi ancor più a giudicare dallo «scenario radioso».

Allo stesso modo, il rendimento del Treasury decennale era, tre mesi fa, 20 centesimi più alto di venerdì scorso.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**La rivincita della periferia****I Pigs ripartono, gli strumenti per guadagnare**

**A** volte ritornano. È proprio il caso di dirlo. Questa volta per gli ex Pigs: Portogallo, Italia, Grecia e Spagna. Da inizio anno, le Borse della periferia del Vecchio continente stanno surclassando Parigi e Francoforte, con performance a doppia cifra. A sorprendere è soprattutto Atene, in rialzo di circa il 25%, che diventa il 46% su un orizzonte di 12 mesi. «In generale, il 2017 si sta rivelando un buon anno per l'Europa, in particolare per l'equity — commenta Carlo Gentili, ad di Nextam Partners —. Tra i principali motori di performance si segnalano il settore finanziario, anche se l'Italia ha fatto più fatica per alcune situazioni di dissesto e ovviamente la politica monetaria molto accomodante della Bce». Claudia Segre, presidente Global Thinking Foundation, fa notare come la migliore performance della Grecia sia legata in particolare a «un graduale rientro nei consensi delle istituzioni

europee e a un cambiamento di tono delle case di rating». Tant'è che i titoli di Stato sono ritornati sui livelli precedenti la crisi del 2008. Tra gli altri Paesi periferici, si registra il ritorno a tassi di crescita robusti da parte del Portogallo. Un risultato figlio di «un'azione di governo molto efficace

— continua Segre —. Anche se di dimensioni modeste, questo mercato continua a essere molto interessante». Così come Spagna e Italia. Due Paesi che hanno affrontato in maniera differente la crisi bancaria legata ai crediti deteriorati. Tuttavia, in termini di crescita, il Belpaese sta pagando

i ritardi nella soluzione della crisi bancaria e rimane indietro rispetto a Madrid. Secondo il Fondo monetario internazionale, il Pil tricolore si attesterà quest'anno al +1,3%, contro il +3,1% della Spagna. Intanto, nonostante la corsa di questa prima parte dell'anno, il futuro per le piazze fi-

nanziarie della periferia sembra roseo. «Possono continuare a sovraperformare le altre Borse europee», sostiene Segre, che però vede un rischio maggiore in Italia: «Da un lato, per l'incertezza politica. Dall'altro, la crescita rimane molto contenuta». Le opportunità, comunque, non mancano. Secondo Gentili sono da cogliere soprattutto nel settore finanziario: «Abbiamo valutazioni e stime particolarmente conservative — spiega —. In termini di ritorno sul capitale, siamo nell'ordine del 3-4%. Passare a un 7-8% significherebbe molto in termini di prezzo di Borsa. Questo vale per l'Italia, ma anche per gli altri Paesi periferici». Per investire direttamente nei Pigs, però, gli strumenti scarseggiano, fatta eccezione per l'Italia. Gli unici strumenti a oggi disponibili per la vendita nella Penisola sono due Etf, uno su Atene, il Lyxor Uci Etf Ftse Athex Large Cap, e l'altro sulla Spagna, l'Amundi Msci Spain Uci Etf. Per scommettere sul tricolore, invece, oltre agli Etf ci sono molti fondi comuni, anche compatibili con le nuove norme sui piani individuali di risparmio.

**Gabriele Petrucci**

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**Quanto rendono i fondi dei Pigs**

Dati aggiornati al 4 agosto 2017

Fondi azionari	Rendimento %	
	Da inizio anno	1 anno
Grecia	24,33	41,94
Portogallo	16,87	19,43
Italia	16,61	31,35
Spagna	11,46	22,88

Rendimenti medi in euro dei fondi appartenenti alle categorie indicate

Fonte: Morningstar Direct

**Atene in vetta**

Dati aggiornati al 4 agosto 2017

Indice	Paese	Performance %	
		Da inizio anno	1 anno
Ftse Athens	Grecia	25,01	46,02
Ftse Mib	Italia	14,1	31,00
Ibex35	Spagna	13,97	24,48
Psi20	Portogallo	12,31	11,72
Bel20	Belgio	10,01	14,58
Aex	Olanda	9,53	17,82
Dax30	Germania	7,08	17,88
Cac40	Francia	7,01	17,85
Eurostoxx50		6,58	17,61

© centimetri