

## Fin dove rimbalzerà il dollaro

*mercato* Nel giro di poche settimane il cambio con l'euro è passato da 1,23 a meno di 1,20. Ora aumenta il numero delle investment bank che si aspettano un ulteriore recupero della valuta Usa. Ecco perché per i mercati finanziari è una buona notizia

Si torna a parlare di guerra fredda delle valute. Ma questa volta potrebbe essere il dollaro statunitense il protagonista di un recupero. Infatti dopo un prolungato periodo di deprezzamento nelle ultime settimane il biglietto verde si è rafforzato portando il rapporto con l'euro sotto 1,20. A far salire ai massimi del 2018 la valuta Usa c'è stato l'effetto combinato dei recenti dati macroeconomici statunitensi, che hanno dimostrato come la crescita Usa sia più solida di quella di altre economie avanzate, e il rialzo dei Treasury bond decennali, che con un rendimento intorno al 3% iniziano ad avere un certo appeal anche per gli investitori esteri. D'altronde in presenza di solidi dati macroeconomici gli investitori sono tornati a speculare su quattro rialzi dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve nel 2018. In base ai future sui Fed Fund infatti tale probabilità è cresciuta al 49% rispetto al 32% di un mese fa. Secondo Bank of America Merrill Lynch, la corsa del dollaro contro l'euro è destinata a continuare e lo strategist sui cambi David Woo si aspetta che il cambio euro/dollaro si attesti a 1,15 entro la fine del primo semestre. Anche gli esperti di Lombard Odier si chiedono se il biglietto verde sia tornato di moda. E Joachim Fels, global economic advisor di Pimco, nei giorni scorsi ha parlato proprio di una «guerra fredda valutaria», giocata con le dichiarazioni e non con interventi diretti sui mercati dei cambi. Ancora una volta al centro ci sono le mosse delle banche centrali, con la Fed che continua nella politica di rialzo dei tassi mentre Bce e Bank of Japan restano caute. E proprio questa divergenza sempre più accentuata potrebbe portare, secondo Fels, a un rally del dollaro quest'anno.

D'altronde per Woo di BofA più del rimbalzo visto in questi giorni è proprio importante il fatto che sia tornata la correlazione tra il dollaro e il differenziale dei tassi di interesse. L'esperto sottolinea come stiano rallentando o addirittura finendo i flussi che ignoravano i tassi. La scelta degli investitori globali di aumentare la diversificazione e il peso dell'Eurozona nei portafogli rispetto agli asset Usa ha pesato parecchio sul dollaro nell'ultimo anno. Se questi flussi finiscono, il rally del dollaro è solo un inizio del recupero (si veda grafico in pagina). E questa differenza di passo tra la Fed di Jerome Powell e la Bce guidata da Mario Draghi si basa su un diverso ritmo di crescita delle due aree. Woo ricorda i continui segnali di rallentamento nell'Eurozona ad aprile tolgono credito alla teoria dell'effetto

maltempo, mentre supportano la teoria che l'euro sia troppo forte. Per di più negli Stati Uniti l'aumento degli investimenti prepara la strada a maggiore produttività e salari più alti. E anche dal punto di vista dei dazi un possibile accordo sul Nafta potrebbe dare maggiore potere negoziale agli Stati Uniti nei confronti della Cina. Non si può poi dimenticare la riforma fiscale; BofA infatti ricorda che le società americane potranno usare la stagione delle trimestrali per annunciare i rimpatri della loro liquidità offshore.

Morgan Stanley ha analizzato le dichiarazioni del management di 400 società americane per scoprire come intendono impiegare i risparmi fiscali. Il 44% intende aumentare il capex oppure la retribuzione dei dipendenti, mentre il 28% incrementerà la remunerazione degli azionisti attraverso buyback o dividendi.

Il 32% delle società ha dichiarato che farà entrambe le cose.

D'altronde negli ultimi anni le aziende superstar hanno spesso impiegato parte della loro liquidità per investire in bond, ma oggi questa strategia non ha più senso. Da qui la scelta di aumentare la remunerazione degli azionisti. È dei giorni scorsi, per esempio, l'annuncio di Apple di aver ricevuto l'autorizzazione per ampliare il suo piano di buyback per circa 100 miliardi di dollari, così da incrementare il ritorno ai propri azionisti. E Apple potrebbe fare da apripista ad altre società pronte a seguire il suo esempio.

Infine, secondo Bank of America Merrill Lynch, con le divergenze tra momentum e posizionamento degli investitori la prevalenza di posizioni lunghe sull'euro sta per volgere al termine (si veda grafico in pagina).

Si chiedono se il dollaro sia tornato di moda anche gli esperti di Lombard Odier: «Riteniamo che i timori circa la politica commerciale e fiscale degli Stati Uniti siano stati lo scorso anno un fattore trainante del calo del dollaro, contribuendo a ridurre la domanda sia della valuta che dei Buoni del Tesoro statunitense». Ora la situazione sta cambiando e da Lombard Odier aggiungono: «Con l'affievolirsi dei timori degli investitori e in virtù di una crescita economica degli Stati Uniti di nuovo superiore a quella di altri Paesi potremmo assistere a una ripresa della domanda per la valuta e i titoli di Stato americani, soprattutto se gli investitori stranieri saranno maggiormente disposti a non coprire il rischio valutario.

Inoltre qualsiasi apprezzamento del dollaro potrebbe essere amplificato da una riduzione delle posizioni short sulla divisa».

Ma questo che cosa vuol dire per gli investitori? «Nel breve termine per un investitore non statunitense il rafforzamento della valuta americana andrebbe a vantaggio degli asset denominati in dollari, come ad esempio le materie prime, e potrebbe anche apportare benefici alle azioni europee. Potrebbe invece avere un effetto negativo per le obbligazioni e le azioni dei mercati emergenti in valuta locale».

Ma una maggiore forza del dollaro, in realtà, può dare una mano in generale ai mercati.

Come spiega Alessandro Fugnoli, strategist di Kairos partners, nella sua newsletter Il Rosso & il Nero, «il dollaro più forte, che nel prossimo periodo continuerà a essere sostenuto dalla chiusura graduale della grande quantità di posizioni tuttora al ribasso, modera l'inflazione americana». Fugnoli ricorda che a sua volta l'inflazione mantenuta sotto controllo (per quanto in rialzo) modera il ribasso dei corsi obbligazionari, che hanno perso abbastanza terreno da poter fare pensare che i prossimi mesi saranno più laterali che di ulteriore ribasso. «Una volta stabilizzati dollaro, inflazione e bond», continua Fugnoli, «anche il mercato azionario avrà più spazio per celebrare gli utili, che, a consuntivo del primo trimestre, risultano in America, nel complesso, ancora migliori delle più rosee previsioni». Sui conti solidi di Wall Street si sofferma anche l'Equity Strategy Navigator di Credit Suisse che sottolinea come la stagione delle trimestrali si stia rivelando stellare. L'8,3% delle società hanno battuto le attese, un livello record. Credit Suisse ricorda che la combinazione di utili record e un andamento deludente delle azioni nei primi mesi dell'anno hanno fatto sì che le valutazioni siano crollate, con l'indice S&P 500 che ora tratta a un multiplo di 16,1 contro i 18,2 di inizio anno.

«Nonostante la forte crescita degli utili, i bassi rischi di recessione e le valutazioni ragionevoli», aggiunge Credit Suisse, «il mercato si è deprezzato dell'1% da inizio anno. Sulle azioni hanno pesato

timori che si sia vicini a un picco degli utili e della crescita economica, la risalita di tassi e inflazione, una curva dei rendimenti piatta e un ciclo maturo». Ci sono stati poi temi specifici legati ad alcuni settori, come quello dei tecnologici, penalizzato dal timore di una maggiore regolamentazione. «Anche se tutti questi punti hanno un senso, crediamo che il mercato stia sottostimando il potenziale di crescita e sovrastimando i rischi», dicono da Credit Suisse.

Un capitolo poi va dedicato alle società italiane che sono state finora penalizzate da un dollaro debole e che potrebbero invece trarre beneficio da un' inversione di tendenza. Tra le big ci sono nomi come Luxottica, Autogrill, Prysmian, Fca, Cnh e Brembo, che sono state in parte penalizzate finora dall' indebolimento del dollaro. Ma anche tra le pmi con una vocazione internazionale non manca chi tifa dollaro.

Secondo Jacopo Tagliaferri, alla guida dell' ufficio studi di Alantra in Italia, che ha appena avviato la copertura di diverse pmi industriali italiane, le società che possono beneficiare maggiormente da un eventuale apprezzamento del dollaro sono Saes Getters, Sabaf, Prima Industrie, Biesse ed **El.En.**

«Per capire quali aziende possono trarre un vantaggio dall' apprezzamento del dollaro occorre guardare non solo alla percentuale di ricavi in dollari ma anche al mismatch tra costi e ricavi in dollari, che impatta sulla marginalità e sul posizionamento competitivo. Due casi tra i più evidenti sono quello di Saes Getters, società che ha circa l' 80% di ricavi in dollari a fronte di un 60% di costi, e quello di **El.En.**, società che ha una limitata esposizione dei ricavi in dollari, ma che compete principalmente con società americane che hanno una base costi in dollari», dice Tagliaferri. Sempre Tagliaferri ricorda invece che Interpump e Ima hanno un buon equilibrio tra ricavi e costi in dollari.

Per quanto riguarda l' obbligazionario, l' ufficio studi di Marzotto sim ha selezionato una serie di emissioni che potrebbero permettere agli investitori di trarre beneficio dal rafforzamento del dollaro. «L' ultimo mese ha visto il cambio del dollaro contro euro rafforzarsi pesantemente passando da 1,23 a 1,196. Le ragioni sono da ricercarsi nella buona ondata di dati macroeconomici riportati negli ultimi tempi», dicono da Marzotto sim.

Il contesto descritto ha rafforzato le aspettative di rialzo dei tassi da parte della Fed (oggi le attese del mercato per un rialzo alla prossima riunione del 13 giugno sono del 100%, un mese fa erano del 79%) con conseguente rafforzamento del dollaro, discesa del governativo decennale il cui rendimento permane in area 2,97% e rimbalzo dell' azionario. «Il sentiero di rialzo dei tassi da parte della Fed unito al trend di rafforzamento del dollaro ci suggeriscono di ridurre la duration e prendere esposizione alla valuta tramite titoli a tasso variabile e legati all' inflazione», concludono da Marzotto sim. (riproduzione riservata)

*ROBERTA CASTELLARIN*