

## Commento ai mercati n. 159 – martedì 31/1/2017 Il punto sul dollaro USA

In questo numero ospitiamo l'opinione di **Ida Pagnottella**, consulente associato ALFA.

L'idea di fondo è che ci sia da attendersi un ulteriore rialzo del dollaro rispetto all'euro nel medio periodo, nell'arco dei prossimi 18 mesi, anche se ancora il percorso di rafforzamento non è del tutto chiaro se sarà lineare o passerà per un indebolimento intermedio. Questa idea di fondo andrà rivalutata nel caso in cui la Fed dovesse riprendere a stampare moneta; quest'ultimo è tuttavia uno scenario a bassa probabilità dopo l'avvento di Trump.

### **Perché il dollaro USA è diverso da tutte le altre monete.**

Il nostro sistema monetario attuale prevede il dollaro USA come moneta di riserva. Non entriamo in dettaglio su come funziona il sistema monetario, è sufficiente sapere che il dollaro è la moneta in cui sono scambiati tutti i beni di prima necessità, dal petrolio al frumento al rame; è la moneta in cui sono negoziati la gran parte dei finanziamenti bancari nel mondo. Non è possibile cambiare molte monete emergenti in Euro, mentre è possibile cambiare tutte le monete nel mondo in dollari. È possibile acquistare alcuni beni pagandoli direttamente in Euro, però il prezzo è sempre calcolato in dollari, dunque anche se si paga in Euro, si paga in base al rapporto di conversione tra Euro e dollaro. Il petrolio non è quotato direttamente in Euro. Molte imprese di paesi fragili o paesi emergenti si indebitano direttamente in dollari proprio per questo motivo.

Il sistema attuale è stato stabilito alla fine della seconda guerra mondiale tramite gli accordi firmati negli USA (accordi di Bretton Woods) che poi è stato drasticamente modificato nel 1971 da Nixon. Per approfondimenti si vedano:

<https://it.wikipedia.org/wiki/Petrodollaro>

[https://it.wikipedia.org/wiki/Dollaro\\_statunitense](https://it.wikipedia.org/wiki/Dollaro_statunitense)

### **Il paese che detiene la moneta di riserva deve fornire quella moneta al resto del mondo**

Nel sistema attuale, il paese che emette la valuta di riserva (gli USA) si trova in un dilemma, il cosiddetto *dilemma di Triffin*. Se una nazione desidera mantenere la propria moneta come valuta di riserva mondiale, questa nazione (in questo caso gli USA) dovrà essere disposta a fornire alle altre nazioni un apporto supplementare di moneta per soddisfare la loro domanda di valuta di riserva. **Per poter fornire dollari a sufficienza al resto del mondo, gli USA dunque devono sempre importare più beni di quanti ne esportano: devono creare un deficit della bilancia dei pagamenti.**

Fino a quando gli USA importavano grandi quantità di petrolio dall'Arabia Saudita hanno adempiuto perfettamente a questo compito.

Il paese che emette la moneta di riserva deve quindi accettare crescenti disavanzi delle partite correnti (cioè deve importare di più di quanto esporta) al fine di soddisfare la domanda mondiale di valuta di riserva; però questa situazione crea crescenti deficit che indeboliscono la fiducia nella solidità della moneta nazionale usata come riserva standard internazionale: ecco il paradosso.

I paesi che hanno bisogno di dollari sono ad esempio quelli con scarse risorse naturali (es. l'Italia, l'India, il Regno Unito), ed eserciteranno una forte domanda di valuta di riserva per poter pagare le transazioni con i paesi venditori di risorse (es. Canada, Australia, Brasile, Arabia Saudita, Russia). Questi ultimi investiranno in azioni e titoli di stato del paese emittente (USA), quindi i dollari emessi non vengono cambiati in altre monete.

Attualmente il dollaro resta la principale valuta di riserva. Secondo l'economista Paul Samuelson, la richiesta di dollari all'estero permette agli Stati Uniti di mantenere un deficit commerciale persistente senza avere un deprezzamento della valuta o un riaggiustamento dei flussi commerciali, infatti il dollaro non si è svalutato nella misura prevista. Il tasso di cambio con le altre monete è poco sensibile a questo deficit della bilancia commerciale se commisurato a quanto ammonta il saldo esportazioni-importazioni. (per approfondimenti: [https://it.wikipedia.org/wiki/Dilemma\\_di\\_Triffin](https://it.wikipedia.org/wiki/Dilemma_di_Triffin))

**Da qualche anno comunque c'è una carenza di dollari a livello mondiale, e Trump sembra voler peggiorare la situazione (con conseguenze negative per gli USA nel medio periodo)**



Qui sopra è riportato un grafico (fonte: [www.mi2partners.com/](http://www.mi2partners.com/)) che evidenzia come oggi ci sia una carenza di dollari a livello mondiale. Il grafico parte dagli anni 70.

Il Pil mondiale è indicato dalla **linea arancione**: per far crescere il PIL mondiale del 5%, ci deve essere un flusso del 5% di dollari USA dagli USA verso gli altri paesi. Se l'India vuole crescere del 5% ad esempio, le servono il 5% in più di dollari per procurarsi le materie prime necessarie.

**La linea viola** è il bilancio partite correnti USA: quando sale la linea viola, gli USA stanno importando beni e fornendo più dollari al sistema estero (deficit in crescita). Quando la linea viola scende, significa che le autorità monetarie hanno implementato qualche misura stringente, per far sì che i dollari tornino negli USA e questo fa *scendere* il deficit commerciale, provocando di solito qualche crisi nei paesi emergenti dopo poco tempo. Le crisi sorgono nei paesi esteri che hanno più debito in dollari, che oggi sono rappresentate dalla Turchia e forse dalla Malesia.

Negli ultimi anni la linea viola è scesa perché gli Stati Uniti hanno diminuito pesantemente le importazioni di petrolio, grazie allo sviluppo delle fonti interne (shale oil and gas). Non importando più il petrolio gli USA hanno tolto dollari dal sistema finanziario. È solo grazie all'aumento di importazioni di beni dalla Cina che la situazione non è ancora più drastica.

La **linea verde** rappresenta il valore di bilancio della FED, cioè l'attivo di titoli e crediti che possiede. Negli ultimi anni il valore lordo del bilancio della FED è cresciuto grazie alle misure di QE (Quantitative Easing). La Fed ha creato moneta e comprato titoli, in modo da poter immettere dollari nel sistema e fornire i dollari dal sistema a causa del crollo di importazioni americane di petrolio. È per questo motivo che la FED ha lanciato QE, cioè per evitare una crisi del sistema che si basa sul dollaro.

Ora la FED ha interrotto il QE, ed il deficit commerciale non è salito, dunque mancano dollari e questo spiega la forza del dollaro. Nei paesi emergenti asiatici ed in Turchia in particolare abbiamo un restringimento delle condizioni del credito da mesi.

Ora Trump ha affermato che intende penalizzare le importazioni con dazi doganali, e vuole incentivare le multinazionali a riportare le fabbriche negli USA: queste politiche andrebbero bene per un paese che non ha il ruolo di fornitore della moneta di riserva per il resto del mondo. Gli USA non possono applicare queste misure senza creare un caos nel sistema monetario nel medio periodo.

Se Trump dovesse realizzare queste politiche, i dollari tornerebbero ancora di più negli USA, creando una mancanza di dollari nel sistema estero: potremmo aspettarci un dollaro estremamente forte entro il 2018, che porterà ad un'implosione dei paesi emergenti che hanno elevati debiti in dollari. L'unico modo per evitarlo sarebbe una nuova iniziativa di QE da parte della FED per svalutare il dollaro (e a quel punto si vedrebbe un'esplosione del prezzo dell'oro), altrimenti gli USA dovranno abbandonare il proprio ruolo di fornitore di moneta di riserva con una successiva implosione del valore del dollaro (dunque prima fortissima salita e poi crollo). Infatti se gli USA dovessero non rispettare più il loro impegno di fornire dollari al resto del mondo, la Cina e la Russia chiederebbero un nuovo sistema monetario, o comunque una modifica del sistema attuale. Naturalmente per arrivare a questo punto ci vorrà prima una crisi del sistema attuale.



### La situazione grafica EUR/USD

Sopra è riportato il grafico Euro / dollaro (quando la linea sale, sale il valore del Euro rispetto al dollaro, quando la linea scende, scende il valore dell'euro mentre il dollaro sale).

Da due anni il cambio euro dollaro è in fase orizzontale oscillando tra 1,15 e 1,05 circa. Ora l'euro sta risalendo leggermente, da qualche giorno è tornato a 1,07. Salvo che la FED non annunci un nuovo QE, dobbiamo aspettare che il cambio EUR/USD scenda a 0,95 nel medio periodo per i motivi spiegati sopra. Ciò che ancora non è chiaro è se l'euro scenderà subito dai livelli attuali verso 0,95 (scenario linea rossa), oppure se prima risalirà per poi andare a 0,95 (scenario verde).

Se dovesse superare 1,10 e più ancora 1,15 allora diventerà più probabile lo scenario verde, per il momento è impossibile dirlo, pertanto occorre rivalutare la situazione settimana dopo settimana in un'ottica di medio periodo. Solo se arriveranno segnali che la Fed potrebbe annunciare un nuovo giro di QE, allora sarà consigliabile vendere le esposizioni in dollari in portafoglio immediatamente, però per il momento non ci sono motivi per cambiare strategia.

---

Le presenti informazioni sono state redatte con la massima perizia possibile in ragione dello stato dell'arte delle conoscenze e delle tecnologie. Il presente documento non è da considerarsi esaustivo ma ha solo scopi informativi. Le informazioni ed ogni altro parere resi nel presente documento sono riferiti alla data di redazione del medesimo e possono essere soggetti a modifiche. ALFA scf S.p.A. non può essere ritenuta responsabile per eventuali danni, derivanti anche da imprecisioni e/o errori, che possano derivare all'utente e/o a terzi dall'uso dei dati contenuti nel presente documento. I pareri espressi da ALFA scf S.p.A. prescindono da qualsiasi valutazione del profilo di rischio e/o di adeguatezza e sono da intendersi come "Ricerche in Materia di Investimenti" ai sensi dell'art. 27 del Regolamento congiunto Consob e Banca Italia del 29 ottobre 2007 redatte a titolo esclusivamente informativo e non costituiscono in alcun modo prestazione di un servizio di consulenza in materia di investimenti, il quale richiede obbligatoriamente un'analisi delle esigenze finanziarie e del profilo di rischio specifici del singolo utente/cliente, né costituiscono un servizio di sollecitazione all'investimento in strumenti finanziari. Nel caso in cui il lettore intenda effettuare qualsiasi operazione è opportuno che non basi le sue scelte esclusivamente sulle informazioni indicate nel presente documento, ma dovrà considerare la rilevanza delle informazioni ai fini delle proprie decisioni, alla luce dei propri obiettivi di investimento, della propria esperienza, delle proprie risorse finanziarie e operative e di qualsiasi altra circostanza

Dati e strumenti di analisi sono quelli della Suite APM (Asset & Portfolio Management) fornita da Analysis spa, delle piattaforme UBS Quotes, Bloomberg e dei software di charting ProRealTime e StockCharts

© RIPRODUZIONE RISERVATA