

# Investimenti

## IL BALLO DEI CAMBI

Quanto ossigeno ha il «supereuro», dopo l'ultimo balzo, che ha spinto la scalata del cambio con il biglietto verde sopra la vetta di 1,20, ai massimi dal gennaio del 2015? L'indice «Big Mac», elaborato dall'*Economist* mettendo a confronto il potere d'acquisto delle valute sulla base del prezzo di un panino di McDonald's nei diversi Paesi, fissa «l'equilibrio» a 1,36. Equivarrebbe a un ulteriore apprezzamento del 14% sul dollaro dai valori attuali. Questo parametro, tuttavia, è solo uno strumento intuitivo basato sulla teoria dei poteri d'acquisto, che come insegnano gli economisti, andrebbe interpretata su un orizzonte di lungo periodo. Perde valore se si considerano periodi più brevi.

### Prove di resistenza

La risposta in realtà, è molto più complessa. Del resto, il rafforzamento della moneta unica ha colto di sorpresa gran parte degli analisti delle grandi banche d'affari: in coro, a inizio anno, scommettevano sulla parità con il dollaro entro la fine del 2017, ipotizzando un deprezzamento di circa il 5% per la moneta unica. Invece in otto mesi l'euro ha guadagnato 13 punti percentuali contro la divisa americana. E ha mostrato i muscoli anche nei confronti delle altre valute: oggi è più forte rispetto alla sterlina inglese (del 9% circa), allo yen giapponese (6%), al franco svizzero (6%), al dollaro canadese (circa il 6% ciascuno), allo yuan cinese (8%), senza contare lira turca (12%), real brasiliano (11%) e rand sudafricano (8%).

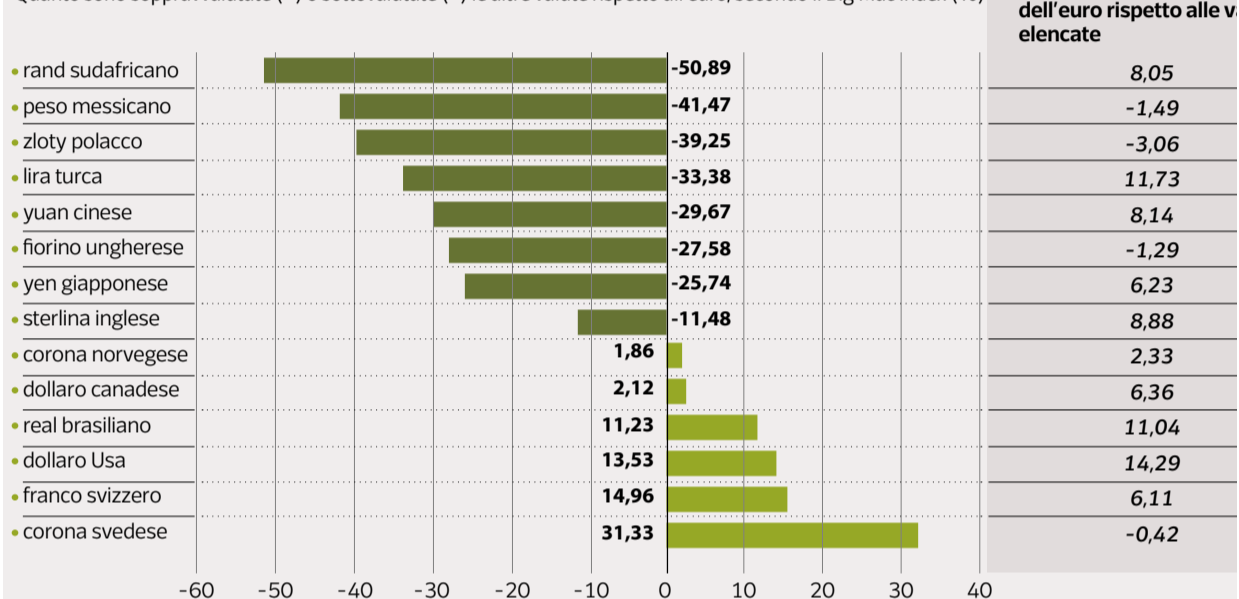
Cosa significa, nel concreto, per un investitore di Eurolandia? Che in questi mesi, la forza dell'euro ha «remato contro» le performance di ogni singolo investimento — titoli azionario o bond — denominato in quelle divise. Wall Street è l'esempio lampante: all'inizio anno, la Borsa americana ha guadagnato quasi 10 punti percentuali, ma per chi ha investito, tramite fondi o Etf specializzati, senza una copertura contro il rischio di cambio, il rendimento è in territorio negativo, meno due per cento circa.

Ora si tratta di capire se da questi livelli, la moneta unica può apprezzarsi ancora, erodendo le performance degli asset denominati in dollari, sterline o yen. O al contrario, i cambi inizieranno a giocare a favore del portafoglio, fornendo una «stampella» ag-



### Rapporti di forza

Quanto sono sopravvalutate (+) o sottovalutate (-) le altre valute rispetto all'euro, secondo il Big Mac Index (%)



Elaborazione L'Economia su The Big Mac Index, indice elaborato dall'*Economist*, basato sul principio della parità dei poteri d'acquisto: misura quanto una divisa è sopravvalutata o sottovalutata rispetto alle altre, confrontando il prezzo locale di un panino Big Mac

Per l'indice Big Mac, costruito sul panino globale, il dollaro si indebolirà ancora molto contro la valuta europea. Ma gli analisti...

di Pieremilio Gadda

giuntiva ai rendimenti. In ogni caso, i radar degli investitori rimangono puntati sull'euro dollaro. «Dopo aver superato quota 1,20, molti investitori scommettono su un ulteriore rafforzamento, al netto della mini-correzione. Io però, almeno nel breve termine, sono un po' più cauto — osserva Alessandro Balsotti, responsabile asset management di Jci Capital —. Nei prossimi tre mesi, non mi stupirei se il cambio con il dollaro scivolasse a 1,16». L'analisi tecnica, una disciplina

**Opinioni in ordine sparso sul futuro della moneta unica. Le chance per diversificare tra zloty e corone scandinave**

che cerca di prevedere le tendenze future attraverso lo studio dei grafici e dell'andamento storico dei mercati, offre a questo proposito qualche spunto. «A quota 1,162 si trova un importante supporto (un livello che tende a frenare la prosecuzione di un trend ribassista e può innescare un rimbalzo ndr)», spiega Matteo Paganini, capo analista del broker Fxcm in Italia. Se questa barriera fosse sfondata, calcola Paganini, la correzione potrebbe farsi più profonda, arrivando fi-

no a 1,135». Equivarrebbe a un deprezzamento del 5% dai valori attuali e, secondo l'esperto, darebbe il la a un movimento laterale. Gli analisti, tuttavia, sono convinti che siamo di fronte a una semplice pausa di riflessione. In questa fase, dicono, un'eventuale ritracciamento sarà solo temporaneo. «L'area tra 1,170 e 1,1750 potrebbe segnalare il punto in cui tornare a vendere dollari per acquistare euro, in vista di una ripartenza — osserva Balsotti —. D'altra parte, le motivazioni che hanno sostenuto il valore della moneta unica, restano in larga parte valide». Una tra tutte. «Da qualche mese — dice — si assiste a un riposizionamento strutturale sulla moneta unica da parte degli investitori globali che negli ultimi tre o quattro anni avevano venduto euro».

### Fed e Bce

Anche le prossime mosse dei banchieri centrali giocheranno inevitabilmente un ruolo. Oggi i mercati scontano una probabilità del 38% che la Federal Reserve annunci un altro rialzo dei tassi a dicembre. «Se la stretta fosse rimandata al 2018 come molti sospettano, questo darebbe nuova linfa all'euro, che nel frattempo si troverà a fare i conti con una possibile riduzione dello stimolo monetario», osserva Paganini.

Di nuovo, l'analisi tecnica corre in aiuto. «Se il cambio con il dollaro dovesse riportarsi sopra 1,20, si aprirebbe la strada per una risalita a 1,22 e oltre, fino a 1,25», calcola Paganini. Secondo Balsotti, una resistenza importante si colloca tra 1,27 e 1,28, in corrispondenza dei minimi registrati nel 2013.

E le altre divise? Da inizio anno, le sole in grado di «resistere» allo strapotere dell'euro sono lo zloty polacco (in rialzo del 3%), il peso messicano (più 1,5%), il fiorino ungherese (1,3%) e la corona svedese (più 0,5%). Eccetto quest'ultima, sono tutte divise ampiamente sottovalutate rispetto all'euro, nella misura del 27/40%, stando al Big Mac index (vedi tabella). «Per chi volesse diversificare il portafoglio in chiave valutaria, suggerisco di prendere in esame le divise dell'Europa orientale, per esempio lo zloty, o le corone norvegese e svedese — annota Balsotti —. Il motivo? Essendo «agganciate» al consolidamento della ripresa nel Vecchio continente, sono favorite».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## L'intervento

### «Costi, produttività, digitale: le Bcc sono pronte»

L'Economia ha proposto lunedì scorso un'utile riflessione di Federico Fubini sulla produttività e la capacità reddituale delle banche italiane in confronto con quelle dell'Eurozona. Il nuovo contesto di mercato, regolamentare e di supervisione, le evoluzioni tecnologiche interrogano l'intero sistema. Le Bcc, le banche di credito cooperativo, si sentono sfidate da queste novità. Proseguono nella fase attuativa della loro impegnativa riforma, da completare nel 2018 definendo nuovi assetti organizzativi (è in atto un significativo processo di aggregazione) e di evoluzione tecnologica. Il pluralismo e le diversità inducono però a distinguere l'approccio col quale le differenti tipologie di aziende affrontano queste sfide. Ci sono infatti banche che hanno come obiet-

tivo principale la massimizzazione del profitto e altre, come le Bcc, la massimizzazione dei vantaggi per soci e comunità locali.

Uno studio della Banca d'Italia del marzo 2016 dimostra come, negli anni 2007-2014, le banche territoriali — soprattutto Bcc — abbiano erogato credito mediamente a costi più bassi di quelle non territoriali e fatto registrare un tasso di ingresso in sofferenza dei crediti inferiore. Un ruolo anticiclico confermato: negli ultimi anni le Bcc hanno aumentato quote di clientela e di mercato. Non sarebbe stato possibile se i costi dei servizi offerti (tema sul quale, peraltro, si potrebbe aprire una riflessione circa le modalità di calcolo e confronto, non sempre univoci) non fossero stati concorrenziali. Ciò non toglie che anche le Bcc

debbano impegnarsi in processi di adeguamento, anche attraverso strategie digitali coerenti con la mutualità bancaria. Mutualità bancaria che comporta una normativa specifica su diversi piani, come quello fiscale. E va detto che le Bcc non godono di normative di favore. Il regime fiscale loro applicato (in quanto cooperative a mutualità prevalente) è sostanzialmente un «ristoro» — che origina nell'articolo 45 della Costituzione — rispetto a una serie di vincoli normativi. E prevede unicamente l'esenzione dalla tassazione ai soli fini Ires (per le altre imposte non esistono misure specifiche) di una parte degli utili prodotti in ciascun esercizio. Non esiste alcuna misura peculiare sui «ricavi da credito».

Questo regime non accresce i dividendi, ma ir-

robustisce le riserve indivisibili e indisponibili tra i soci. Che sono parte integrante del patrimonio e irreversibilmente destinate ad un utilizzo «pubblico», al punto tale che anche in caso di liquidazione sarebbero devoluti a Fondi mutualistici (per definizione di interesse pubblico).

Una Bcc ha poi l'obbligo di erogare credito prevalentemente ai soci o di concedere prestiti per almeno il 95% a soggetti che operano nel territorio per creare vantaggi per le basi sociali e le comunità locali. Norme che hanno consentito loro — soprattutto nell'ultimo decennio — di accrescere il patrimonio (oggi il Ceti medio è del 16,3%) pur non accedendo al mercato dei capitali. La necessità di ripensare il modello di welfare, di aumentare l'occupazione giovanile, di far crescere la produttività e innovatività delle Pmi sollecitano nuove risposte. Una rinnovata mutualità bancaria, ancora più stabile e competitiva, darà il proprio contributo originale.

**Augusto dell'Erba**  
Presidente Federazione italiana Bcc e Casse Rurali