

# IL RAPPORTO DI CAMBIO DOLLARO-EURO

27 Nov. 2014 – di Ing. Giacomo De Laurentis

Analisi tecnica del cambio dollaro-euro e analisi dei differenziali dei tassi come elementi essenziali che in larga misura possono influenzare il valore atteso del dollaro rispetto all'euro.

## 1. Il modello di previsione di breve-medio periodo

Partendo dalla teoria di Keynes, fondata sull'incertezza non riconducibile al calcolo delle probabilità, e seguendo quanto esposto da Roman Frydman e Michael Goldberg sia in *IKE, Imperfect Knowledge Economics* sia in *Beyond Mechanical Markets* secondo cui i mercati non sono né razionali né irrazionali, ma contingenti, non prevedibili quantitativamente e tali da interpretare la realtà solo in modo imperfetto, abbiamo pensato di costruire il presente semplice modello di previsione di breve-medio periodo, modello che contiene, come fattore rilevante, l'analisi tecnica del cambio dollaro-euro su base settimanale e, come fondamentale economico, a meno dei flussi di capitale, l'analisi dei differenziali dei tassi di interesse (elemento questo che è sempre stato considerato fondamentale anche nell'analisi del vecchio tasso di cambio dollaro-marco tedesco) fatta pure su base settimanale.

Per quanto riguarda l'analisi tecnica riferita ad una generica attività, come può considerarsi sia il tasso di cambio in questione sia il differenziale dei tassi DL3, di cui parleremo fra poco, si rimanda alla vasta letteratura corrente.

In merito ai differenziali dei tassi di interesse, considereremo i seguenti due:

a) DL3 inteso come differenza tra il tasso LIBOR (London Interbank Offered Rate) a 3mesi per il dollaro e il tasso LIBOR a 3 mesi per l'euro.

b) DT10 inteso come differenza tra il tasso del Treasury Bond decennale USA e il tasso del Bund decennale tedesco.

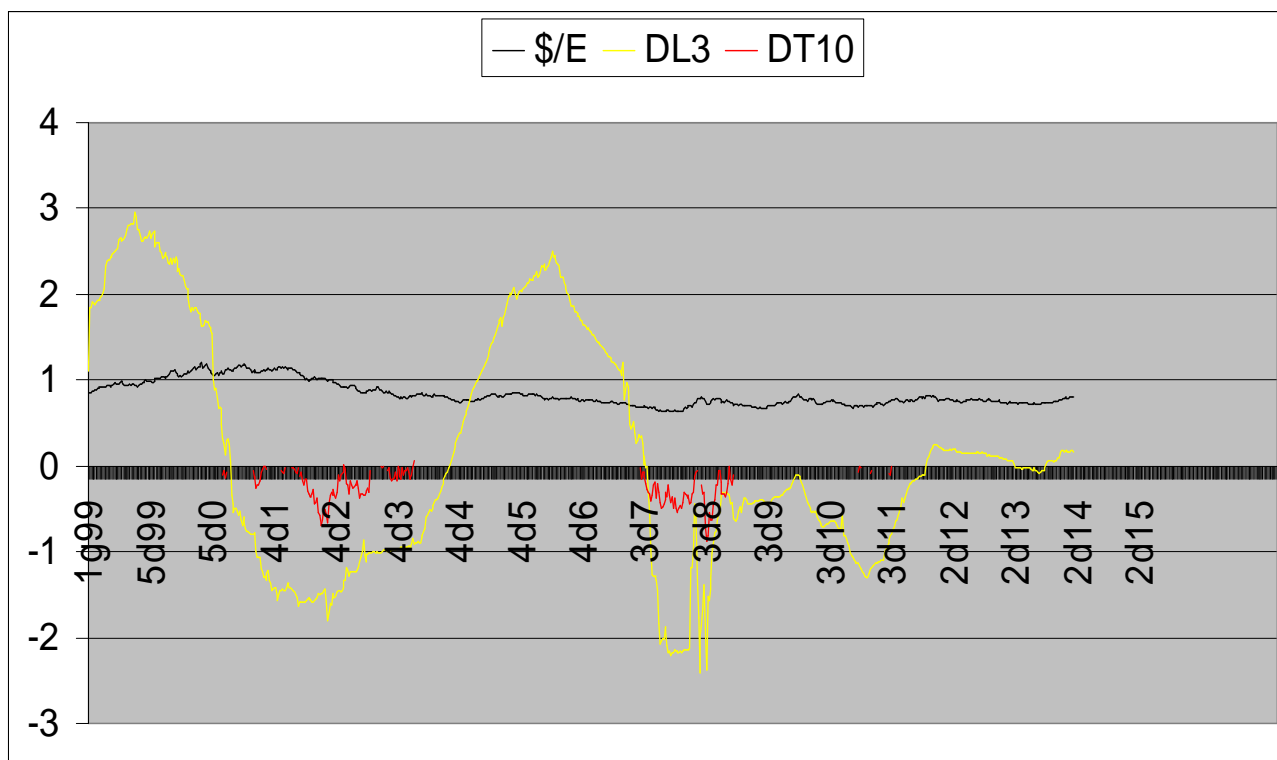
Con rilevazioni del tasso di cambio, di DL3 e DT10 effettuate il venerdì e riferite alla settimana del mese nel quale quel venerdì è contenuto (la prima settimana del mese potrà quindi contenere l'ultimo lunedì del mese precedente), attribuendo alla settimana lo stesso numero d'ordine che il venerdì ha nel suo mese di appartenenza, contraddistinto con la sua lettera iniziale minuscola e maiuscola solo per i mesi di maggio, giugno, luglio e agosto (es: 1M8 sta per prima settimana o primo venerdì di maggio dell'anno 2008; 3m11 sta per la terza settimana di marzo 2011 e così di seguito), otteniamo il grafico riportato in figura 1 che riporta il tasso di cambio dollaro-euro dalla nascita dell'euro a oggi.

Si osservi che, in tale grafico, DT10 è stato riportato solo quando i suoi valori sono risultati negativi (rosso) ossia solo quando il tasso del decennale americano è risultato inferiore al tasso del Bund decennale: non prevedendo il nostro modello di sottoporre ad analisi tecnica il DT10 ma di rilevarne solo il segno algebrico, si è così ritenuto opportuno non intasare il grafico con i suoi valori positivi.

Cosa possiamo sommariamente desumere da tale grafico?

Osservandolo attentamente possiamo da esso dedurre che *le condizioni congiunte sufficienti* a farci ritenere che il dollaro possa apprezzarsi nel breve-medio periodo siano le seguenti:

FIG. 1



- 1) tasso di cambio \$/E in salita, come ipotesi suggerita dall'analisi tecnica;
- 2) DL3 positivo oppure in salita, come ipotesi suggerita dall'analisi tecnica;
- 3) DT10 positivo.

Ovviamente il venir meno di solo una delle tre condizioni precedenti fa venir meno l'ipotesi di un possibile apprezzamento del dollaro sull'euro.

Ribadiamo che le suddette condizioni fanno riferimento solo ad un investimento di breve-medio periodo, visto che non solo sono strettamente legate all'analisi tecnica sia dello stesso tasso di cambio sia di DL3 ma che fanno inoltre riferimento a differenziali di tassi immediatamente rilevati e non a differenziali di tassi futuri attesi.

## 2. Lo strumento da utilizzare per l'investimento

Quale sarà lo strumento più semplice da utilizzare per comprare e vendere dollari seguendo il modello precedentemente esposto?

Tralasciando l'approccio speculativo del trading online e riferendoci invece ad un approccio da semplice investitore si possono segnalare 2 strumenti:

- a) il conto corrente in dollari per chi normalmente lo utilizza, ma dispendioso per chi dovrebbe aprirlo;
- b) l'acquisto di un Treasury Note di scadenza al più biennale per ridurre al massimo le minusvalenze che potrebbero aversi su un titolo USA a più lunga scadenza, più esposto al rischio di una forte risalita dei tassi.

### 3. Considerazioni aggiuntive per il lungo periodo

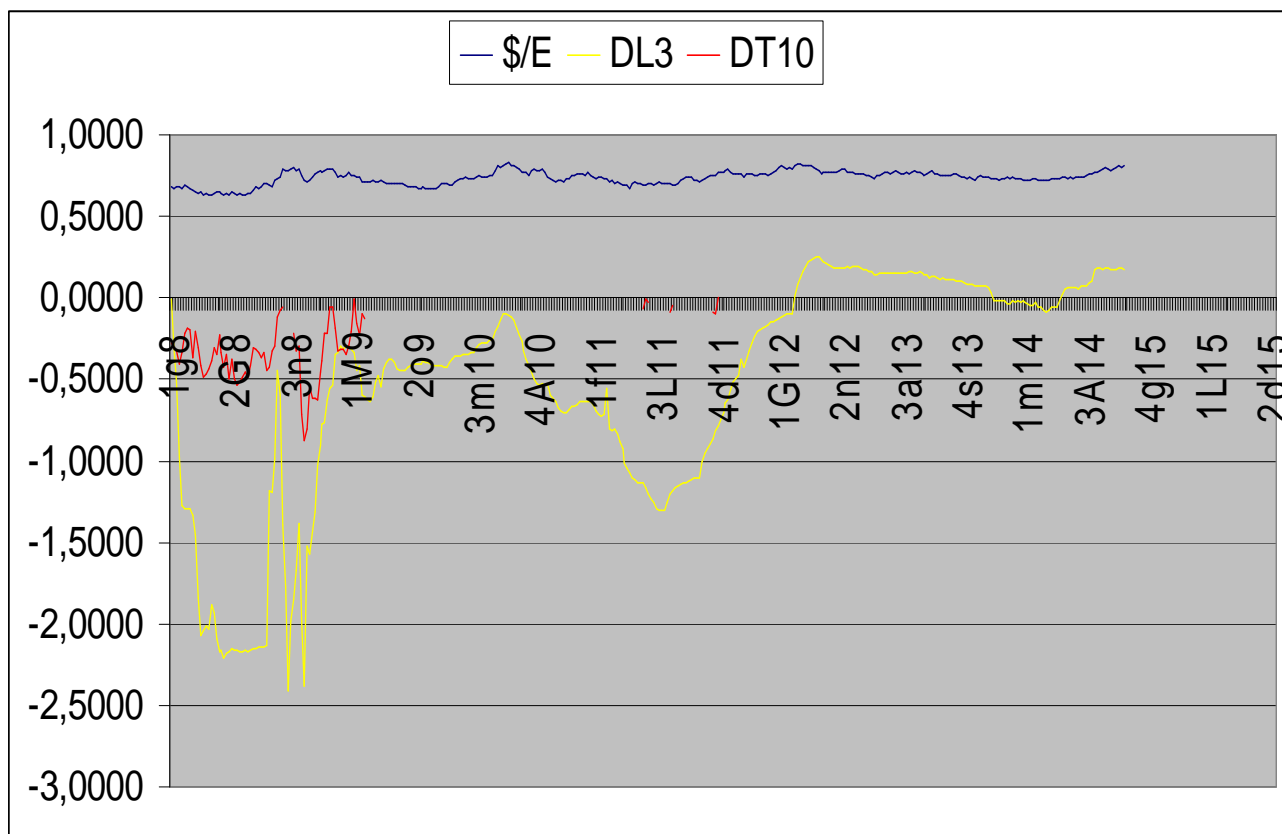
Nonostante le precisazioni esposte in merito al nostro modello, un attento lettore potrebbe rimanere sorpreso nel rilevare il repentino scatto all'insù del dollaro tra agosto e fine dicembre 2008, visto che è avvenuto in una località in cui DT10 è negativo, ossia in una località dalla quale il nostro modello ci avrebbe tenuti lontani impedendoci di ottenere un guadagno di ben il 20% circa.

Ebbene si bisogna ammetterlo: il nostro modello ha per lo più natura difensiva nel senso che mentre l'analisi tecnica gli consente di cogliere tutte le discese del dollaro, contiene condizioni aggiuntive che gli impediscono di cogliere qualche repentina risalita dello stesso.

È doveroso pertanto chiederci quando è possibile che queste repentine risalite si manifestino e inoltre perché ciò avvenga.

La risposta che diamo è la seguente: esse si manifestano alla fine di un lungo periodo discendente del dollaro e avvengono perché in quel momento il mercato percepisce che a partire da quello stesso momento i differenziali dei tassi futuri attesi evolveranno a favore del dollaro su un orizzonte temporale piuttosto lungo; e questo è proprio quanto è capitato al dollaro tra l'agosto e il dicembre 2008, periodo in cui il mercato maturò quella previsione di lungo periodo che si è poi materializzata fino a tutt'oggi (vedi figura 2 estratta dalla fig. 1).

FIG. 2



Infatti a partire da inizio 2009 fino a oggi, mentre il differenziale dei tassi rilevati DL3 ha stabilito un forte trend al rialzo, il differenziale DT10 è sempre stato positivo a favore del dollaro e inoltre il dollaro stesso ha stabilito un trend al rialzo di lungo periodo con retta ascendente di supporto che congiunge i seguenti minimi:

agosto	2008	0,64
novembre	2009	0,67
maggio	2011	0,70
maggio	2014	0,72

E si badi bene che il dollaro è riuscito a stabilire tale trend nonostante i tre Qe effettuati dalla Fed (vedi il nostro precedente articolo Economia USA...) di cui lo stesso dollaro porta traccia con le sue discese fino ai suoi minimi 2009, 2011, 2014, e senza i quali forse sarebbe salito ancora di più facendo però probabilmente scendere Wall Street.

Rimane ora un'ultima cosa da chiederci e cioè come mai il mercato sia potuto riuscire a percepire tra l'agosto e il dicembre 2008 che i differenziali dei tassi futuri attesi si sarebbero evoluti a favore del dollaro su un orizzonte temporale piuttosto lungo.

La risposta va trovata nella tempistica con cui la BCE e la Fed hanno in quel periodo mosso rispettivamente il tasso di riferimento e il tasso dei fed funds.

La narrazione del caso prevede che si rammenti che la BCE il 3 luglio 2008 sciaguratamente alzò ulteriormente il tasso riferimento portandolo al 4,25 % quando già la Fed aveva portato il tasso dei fed funds al 2% con 6 ribassi consecutivi, ravvicinati e repentini a partire dal settembre 2007.

Da agosto 2008 ovviamente il mercato cominciò ad aspettarsi il primo ribasso BCE del tasso di riferimento che puntualmente arrivò l'otto ottobre 2008 (3,75%); ma tale ribasso fu contestuale al terzultimo ribasso della Fed che avrebbe poi effettuato il suo ultimo ribasso (0,25%) il 16 dicembre 2008 quando la BCE era al 2,50% dal 4 dicembre 2008.

In tali condizioni è stato facile per il mercato intuire che, mentre la Fed era ormai vicina al capolinea dei ribassi, la BCE invece avrebbe dovuto continuare e chissà per quanto tempo a farne altri (cosa puntualmente avvenuta visto che la BCE ha effettuato l'ultimo ribasso lo scorso 4 settembre 2014 col tasso di riferimento allo 0,05%) con la conseguenza che nel lungo periodo il differenziale dei tassi si sarebbe evoluto sicuramente a favore del dollaro come di fatto è poi avvenuto e tuttora sta avvenendo.

Il Nobel Paul Krugman in un suo articolo "Metamorfosi di Bernanke" riportato il 14 aprile 2012 sul Sole24ore ha sostenuto che : " il valore di una moneta dipende in larga misura dalla comparazione dei rendimenti attesi da parte degli investitori su un orizzonte temporale piuttosto lungo"; affermazione questa che spiega e giustifica abbastanza bene il trend di lungo periodo al rialzo per il dollaro a partire da agosto 2008.

#### **4. E ora?**

Dal minimo di maggio 2014 il dollaro ha già incrementato il suo valore di circa l'undici percento raggiungendo il valore di 0,80 circa; ma ciononostante il nostro modello suggerisce che esso potrebbe ancora salire; ovvio che se lo si acquista bisogna fin da subito pensare a quando venderlo, stabilendo con l'analisi tecnica, retta di stop loss, la massima perdita che si è disposti ad accettare, perdita che varia in ragione inversa alla pendenza di tale retta.

Al limite un investitore già in guadagno potrebbe assumere come retta di stop loss proprio la retta di supporto del trend di lungo periodo da noi indicata precedentemente, specialmente se tale investitore incamera continuamente cedole in dollari dall'attività su cui è investito.

Massima attenzione va rivolta anche all'analisi tecnica su DL3 che oggi, pur essendo positivo e in salita, tuttavia rimane molto vicino alla linea dello zero con il rischio che possa far venir meno la seconda delle *condizioni congiunte sufficienti*.

**Ing. Giacomo De Laurentis**  
**27 Novembre 2014**