

# Aggiornamento sui mercati valutari

A cura di: *Paolo Batori, Peter Butler e Riccardo Pellegrin*

## Diversificazione valutaria e Banche Centrali

**L'euro ha stabilito dall'inizio dell'anno un ampio intervallo di contrattazione contro il dollaro; tale intervallo è rimasto compreso tra 1.05 e 1.085 circa.** Le principali determinanti della volatilità sono state la situazione politica europea e la retorica della Banca Centrale. Nel corso della riunione della BCE di marzo, il presidente Draghi ha utilizzato un tono più accomodante. Il consiglio direttivo ha escluso, sin dalla dichiarazione di apertura, la possibilità che i tassi si muovano ulteriormente al ribasso, e sembra sia stata valutata l'ipotesi che i tassi di interesse possano aumentare nel futuro prima della fine del Quantitative Easing. Ciò ha portato ad **un euro stabile, capace di contrastare i forti dati dagli Stati Uniti e tassi di riferimento americani più alti.** Una chiara inversione con quanto registrato nei passati trimestri.

**La vittoria delle elezioni presidenziali americane da parte di Trump ha scatenato quattro chiare tendenze di mercato sul finire del 2016:** i) la forza dei mercati azionari, ii) il rafforzamento del dollaro, iii) l'aumento dei rendimenti del debito americano, iv) la debolezza dei mercati emergenti.

**Le politiche di Trump sembrano però potenzialmente causare effetti contrastanti:** 1) lo stimolo fiscale, tramite la riduzione delle aliquote di tassazione aziendale, punta a spingere la crescita ma potrebbe surriscaldare il motore economico; 2) il protezionismo, dall'altra parte, mira ad un aumento dell'occupazione in USA, ma eventuali barriere al commercio internazionale potrebbero implicare una eccessiva forza del dollaro.

L'agenda politica originariamente proposta da Trump rischierebbe quindi di causare pressioni inflattive, un aumento del debito e, potenzialmente, una perdita di efficienza produttiva a livello globale. In breve, aumenterebbe il **rischio di un indesiderato rallentamento economico dovuto ad un eccessivo peggioramento delle condizioni di finanziamento globali** (es. tassi permanentemente più alti e dollaro temporaneamente troppo forte).

**Il ridimensionamento di tali politiche potrebbe avere effetti positivi per gli investitori.** Trump sembra aver moderato le sue posizioni in relazione alle politiche protezionistiche e pare essere parzialmente "imbrigliato" dai rappresentanti repubblicani al congresso. È comunque presto per trarre conclusioni riguardo al possibile indebolimento del suo capitale politico. Il rischio di protezionismo, infatti, è destinato a rimanere comunque, e non sembra essere completamente incorporato nei prezzi di mercati.

Un rallentamento del processo relativo allo stimolo fiscale potrebbe temporaneamente deludere i mercati azionari ma, allo stesso tempo, creare le **prospettive per una crescita economica più sostenibile e per un percorso di normalizzazione dei tassi statunitensi meno problematico.**



**La diversificazione valutaria quindi rappresenta ancora una opportunità di miglioramento dei rendimenti attesi e di diversificazione del rischio.** In questa sezione, vogliamo evidenziare come i portafogli in euro abbiano storicamente beneficiato da una diversificazione in un paniere di divise dei paesi emergenti (EMFX) o di quelli sviluppati (DMFX). I risultati sintetizzati nella tabella si basano su un'analisi storica (2005 – 15 marzo 2017). Si ricorda, infine, che gli andamenti di mercato passati non necessariamente si confermano nel futuro.

Dinamica	EMFX	DMFX
Tassi USA (in rialzo)	<i>Difensivo</i>	<i>Non difensivo</i>
Tassi tedeschi (in rialzo)	<i>Difensivo</i>	<i>Non difensivo</i>
Tassi italiani (in rialzo)	<i>Difensivo</i>	<i>Neutrale</i>
Dollaro (rafforzamento)	<i>Non difensivo</i>	<i>Difensivo</i>
Euro (rafforzamento)	<i>Difensivo</i>	<i>Non difensivo</i>
Prezzo del petrolio (in rialzo)	<i>Difensivo</i>	<i>Neutrale</i>

**NOTA:** **EMFX** = paniere di divise delle economie emergenti (Real brasiliano, Peso messicano, Peso colombiano, Rupia indonesiana, Ringgit malese, Baht thailandese, Peso filippino, Lira turca, Rand sudafricano, Zloty polacco, Fiorino ungherese e Rublo russo) contro Euro. **DMFX** = paniere di divise dei paesi sviluppati (Dollaro australiano, neozelandese, americano, canadese, Yen giapponese, Corona svedese e norvegese e Sterlina britannica) contro Euro. **Difensivo** = il portafoglio potrebbe beneficiare da posizioni lunghe. **Non difensivo** = il portafoglio potrebbe soffrire da posizioni lunghe. **Neutrale** = lo studio non dà risultati conclusivi.

**Le divise emergenti dovrebbero essere ben equipaggiate per assorbire i rischi attesi.** L'analisi storica sembra dimostrare che un paniere ben diversificato di divise emergenti (contro euro) potrebbe migliorare il profilo di rischio-rendimento del portafoglio in caso di normalizzazione dei tassi (sia in USA sia in Europa), oppure di aumento del costo di finanziamento nella periferia europea o nel caso di incremento del prezzo del petrolio; allo stesso tempo invece un forte rafforzamento del dollaro americano potrebbe mettere a rischio la strategia spiegata. Alcune conclusioni speculari si possono trarre nel caso di un paniere di divise di paesi sviluppati, come evidenziato nella tabella. Scendendo nella selezione specifica, **preferiamo strategicamente il peso messicano, la rupia indiana ed indonesiana, lo zloty polacco e, tatticamente, la lira turca** nelle economie emergenti, mentre in quelle sviluppate preferiamo il **dollaro USA e, tatticamente, lo yen giapponese.**



## Dollaro USA

Il **dollaro USA** ha oscillato in un intervallo di contrattazione di media ampiezza durante l'ultimo mese. Il livello del biglietto verde si è ritrovato a dover controbilanciare i forti dati economici da un lato e l'amministrazione Trump dall'altra. I mercati valutari sono preoccupati dalla mancanza di concretezza in relazione alla riduzione della pressione fiscale promessa in campagna elettorale, e dai commenti dell'amministrazione nei confronti della forza del dollaro e nei confronti delle manipolazioni valutarie da parte di alcuni

partner commerciali. Il Comitato di Politica Monetaria (FOMC) ha aumentato l'intervallo target dei Fed Funds di 25bps a 0,75-1,00% nella riunione di marzo, in linea con le aspettative del mercato. Tuttavia, il dollaro ha corretto bruscamente durante la successiva conferenza stampa. Nessuno dei partecipanti al meeting del FOMC, che a dicembre aveva anticipato per l'intero 2017 non più di tre rialzi del tasso ufficiale, sembra essersi spostato a favore di quattro rialzi. I mercati sembrano a proprio agio con il ciclo di rialzi presentato, data la forza dei dati economici sottostanti. **La recente debolezza potrebbe trovare difficoltà a continuare.**

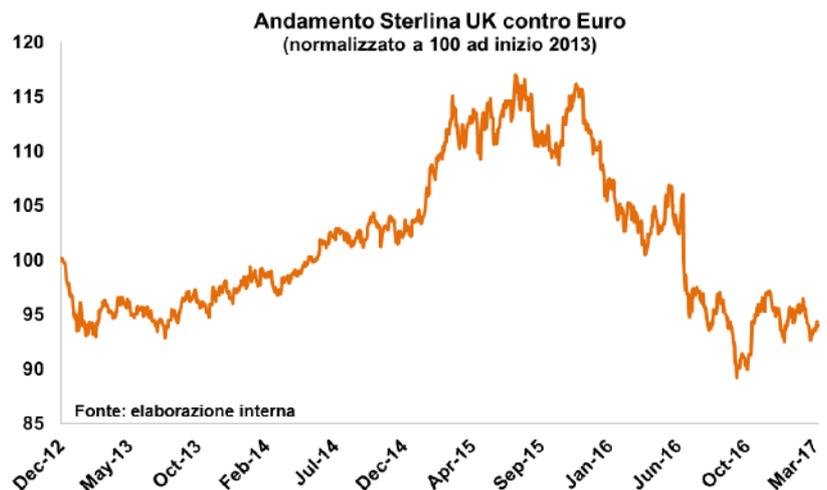


## Sterlina Britannica

### L'economia britannica emerge al momento come piuttosto solida

nonostante il risultato del referendum a giugno dello scorso anno. Tuttavia, alcuni segnali suggeriscono cautela, in particolare le dichiarazioni di Theresa May di voler iniziare la procedura per l'attivazione dell'articolo 50 a breve. L'ultima serie di dati di indici anticipatori è risultata più debole del previsto ed in particolare il dato sull'indicatore Pmi, pur rimanendo superiore a 50, è risultato meno forte che altrove, in particolare rispetto alla zona euro. Potrebbe essere

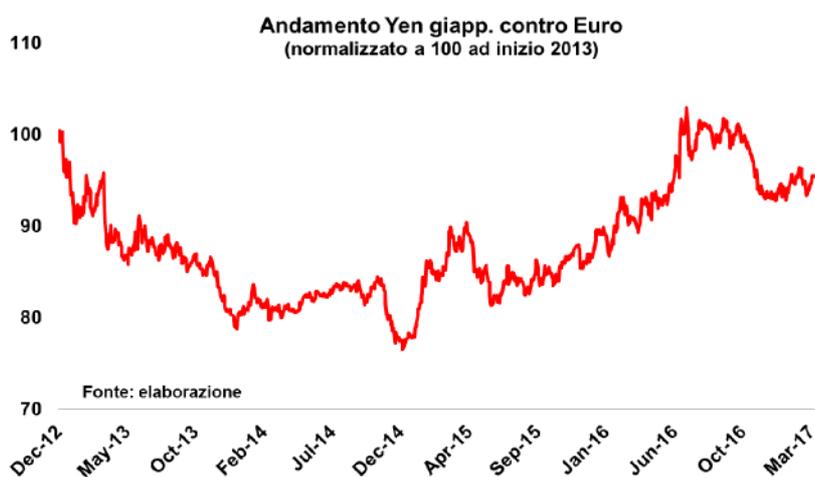
un'indicazione di un rallentamento nel settore dei servizi, guidato da un minor consumo, dovuto ad una compressione del potere di acquisto. Tuttavia, i recenti dati sull'inflazione hanno superato le aspettative e gli ultimi dettagli della riunione della Banca d'Inghilterra hanno indicato che alcuni membri sarebbero pronti a rialzare i tassi, nel caso di ulteriori miglioramenti sul lato inflattivo e di crescita. Va notato che la Banca Centrale ha trascurato superamenti ben maggiori dei suoi target di inflazione nel recente passato. L'economia del Regno Unito si trova di fronte un periodo economico difficile. Le tensioni politiche in Scozia



e Irlanda del Nord non promettono nulla di buono per la sua stabilità. La dimensione del “deficit doppio” (fiscale e di bilancia dei pagamenti) rappresenta un **rischio per la sterlina**.

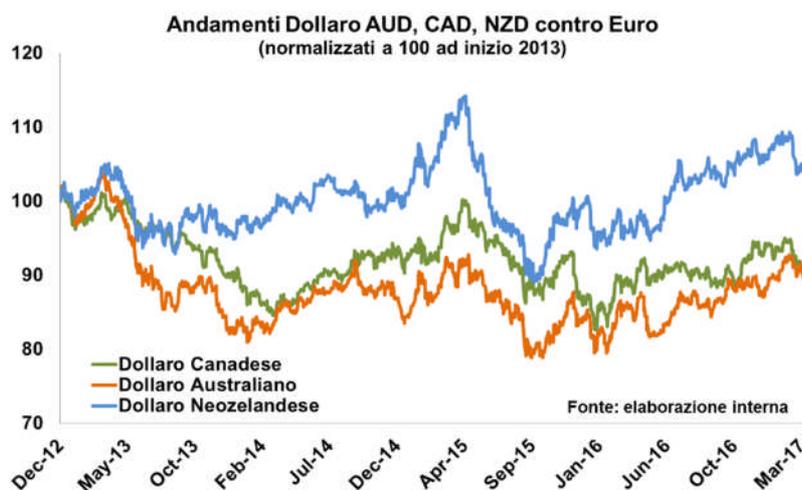
## Yen Giapponese

**Lo yen ha guadagnato terreno nella prima parte dell'anno.** L'economia giapponese è in ripresa, e i dati sulle esportazioni sono stati molto incoraggianti, portando il surplus commerciale al suo livello più alto dal maggio 2010. Tuttavia, il governatore Kuroda ha recentemente ribadito che la Banca Centrale è ancora lontana dal suo obiettivo di inflazione e che è troppo presto per alzare i tassi. Durante la sua ultima riunione, la Banca ha mantenuto la sua politica monetaria invariata, in termini sia degli obiettivi per le operazioni dei tassi di interesse a breve e a lungo termine. Dato il marcato disavanzo fiscale del paese ed il fatto che la politica di determinazione dei rendimenti della Banca del Giappone rimane molto accomodante, il quadro dei fondamentali depone per uno yen più debole. Comunque, **non possiamo escludere un andamento più positivo dello yen**, in un'eventuale situazione di accresciuta avversione al rischio sul mercato.



## Divise legate alle materie prime (Dollaro Australiano, Neozelandese e Canadese)

La maggiore volatilità nei prezzi delle materie prime si è trasmessa sia al dollaro australiano che a quello neozelandese. Entrambe le banche centrali rischiano di rimanere deluse dalla posizione relativamente accomodante della Federal Reserve, e potrebbero tentare di utilizzare un approccio simile in futuro. Commenti da parte delle banche centrali relative a quanto queste divise siano sopravvalutate potrebbero ritornare nel futuro. **La propensione al rischio globale resta la chiave per il dollaro australiano e neozelandese.** Il dollaro canadese ha sofferto un po' recentemente, principalmente per via della correzione al prezzo del petrolio. L'economia canadese sta migliorando grazie allo stimolo fiscale, il livello del dollaro canadese, e la politica monetaria accomodante. Nel caso gli Stati Uniti implementassero una tassa di importazione alle frontiere,

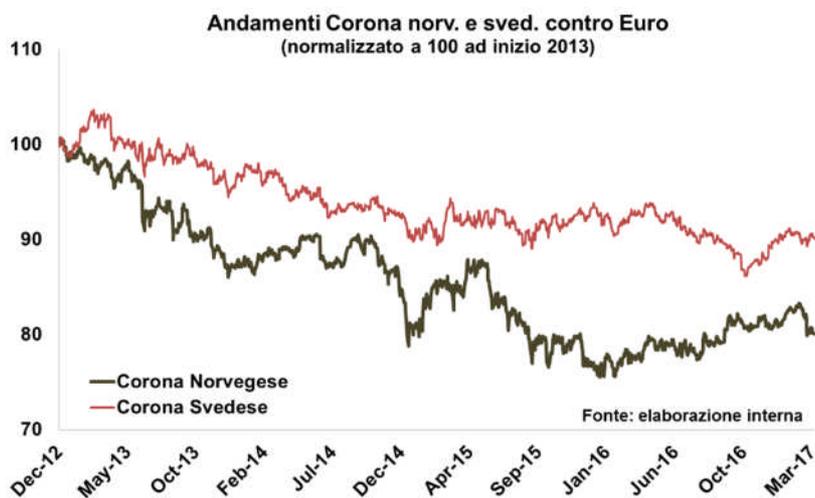


il trattamento del Canada in relazione alle importazioni di energia diventerebbe di fondamentale importanza. **Il mercato sta assumendo al momento un impatto neutrale per il dollaro canadese dalle politiche di Trump.**

## Divise dell'area scandinava (Corona Svedese e Norvegese)

In Svezia la Riksbank ha deciso di estendere il suo mandato di intervento sulla divisa e ha sottolineato che la corona è più forte del previsto, ma che questo rapido apprezzamento non è destinato a continuare. Il tono accomodante è stato enfatizzato, affermando che la banca non ha previsto rialzi dei tassi prima del 2018. La corona si è indebolita successivamente all'incontro, ma sta riguadagnando lentamente terreno, per via dei dati economici che continuano ad essere positivi. **L'apprezzamento, magari ad**

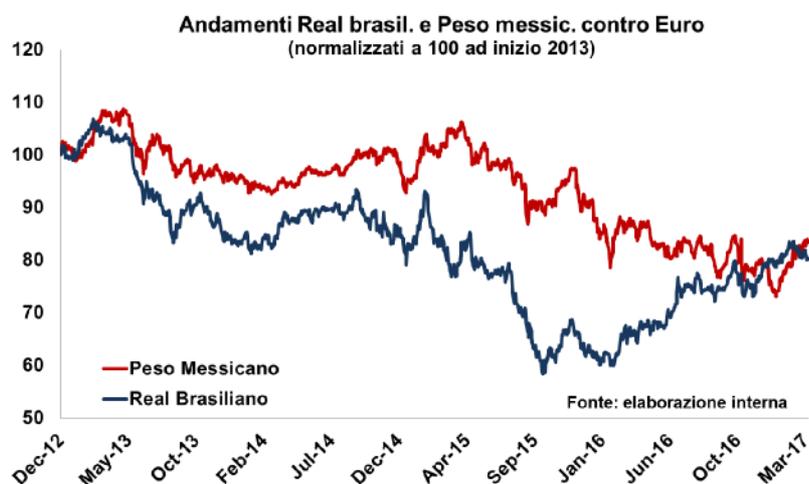
**un ritmo più lento, sembra rimanere ancora il percorso più probabile per la corona svedese.** La corona norvegese sta iniziando ad essere più volatile, seguendo le fluttuazioni del prezzo del petrolio. La divisa norvegese non è caratterizzata dalla stessa forza della corona svedese per via della sotto-performance a livello economico e per via di una minore capacità da parte della banca centrale di alzare i livelli dei tassi di interesse. **Nonostante la recente debolezza guidata dal petrolio, la corona norvegese dovrebbe stabilizzarsi e rafforzarsi nuovamente.**



## Divise dell'America Latina

Il **real brasiliano** offre rendimenti sia reali sia nominali molto elevati e le tendenze disinflattive sembrano puntare ad un buon andamento del mercato obbligazionario in divisa locale. La crescita economica, sebbene positiva dopo due anni di profonda recessione, sembra ancora anemica ed il rischio politico rimane elevato a causa di numerose investigazioni su possibili casi di corruzione. Le valutazioni del real sembrano non troppo attraenti e lo spazio per un ulteriore rafforzamento rimane al momento limitato, per via del

quadro politico complesso. Allo stesso modo, i rendimenti sono molto elevati e saranno probabilmente la determinante principale della redditività prospettica rispetto ad ulteriori guadagni in conto capitale.



**Rimaniamo neutrali** sulla divisa a causa del rapporto rischio-rendimento che non sembra particolarmente attraente.

Il **peso messicano** ha rappresentato la valvola di sfogo delle sorprese negative sulle strategie protezionistiche descritte da Trump durante la campagna elettorale. Abbiamo iniziato l'anno suggerendo un posizionamento lungo dato che gran parte dei rischi sembravano essere nei prezzi. Sebbene il peso abbia beneficiato molto dall'addolcimento della retorica da parte del presidente americano, **rimaniamo ancora positivi** sulla divisa in questione. L'economia messicana è basata su fondamentali complessivamente robusti e l'incremento di competitività, acquisita grazie alla debolezza della divisa negli ultimi anni, renderà difficile alle aziende americane fare a meno della loro intensa collaborazione con i business partner messicani.

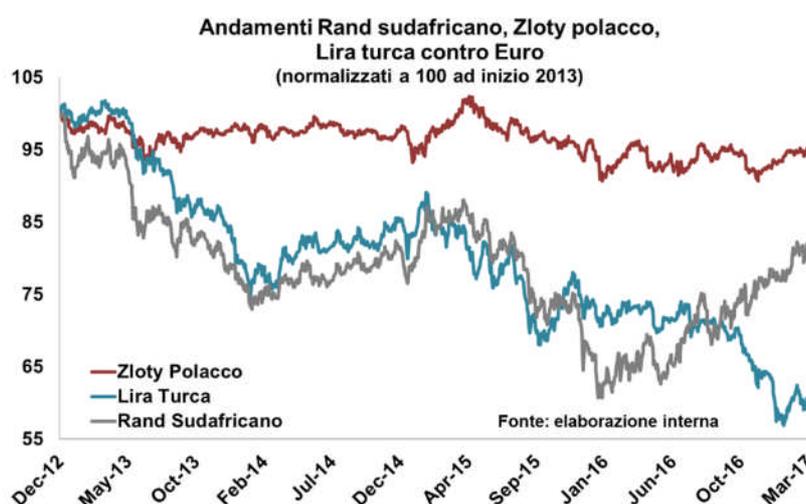
## Divise dell'Europa Centrale, Medio Oriente ed Africa

La **lira turca** rimane volatile a causa dei rinnovati timori relativi alla radicalizzazione dell'amministrazione Erdogan. Ad ogni modo, la brusca discesa del prezzo del petrolio ed un moderarsi dell'ondata protezionistica proveniente dagli Stati Uniti potrebbero temperare ulteriori spinte di deprezzamento. Crediamo che gran parte dei timori degli investitori siano già incorporati nei prezzi e che i rendimenti americani abbiano trovato livelli potenzialmente più stabili nel medio periodo. Sommando quanto detto sinora

con una Banca Centrale intenta a tenere la liquidità del sistema sotto controllo, crediamo che gli alti rendimenti che offre la Turchia possano rappresentare un forte incentivo per gli investitori. Manteniamo quindi un **approccio positivo**.

Il **rand sudafricano** ha dato segnali di forza al di là delle nostre aspettative. La ripresa economica rimane intatta, grazie ad un miglioramento del manifatturiero, che dovrebbe beneficiare della ricostituzione delle scorte di magazzino. Il costo della forza lavoro rimane contenuto, riducendo le paure relative alle pressioni inflattive e dando spazio alla Banca Centrale per futuri tagli dei tassi. Il Sud Africa rimane a rischio di downgrade da parte delle agenzie di rating, alimentando i rischi di un allargamento del premio al rischio del debito pubblico. Manteniamo una **posizione di neutralità**.

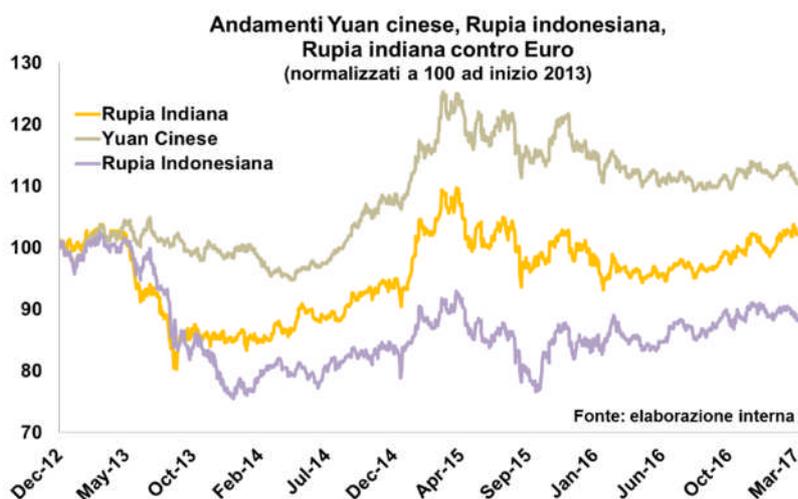
Lo **zloty polacco** rappresenta un'opportunità d'investimento nel medio termine. Sebbene rimangano aperti dubbi su come il governo intenda finanziare l'espansione fiscale e dubbi sull'inflazione ancora elevata per via del "base effect" legato al prezzo delle materie prime, crediamo che il differenziale di rendimento con i titoli dell'Europa Continentale possa risultare attraente per gli investitori. Le prospettive di crescita sono migliorate nel corso degli ultimi trimestri e la Banca Centrale ha assunto un approccio equilibrato, attenta all'inflazione ma allo stesso tempo motivata a preservare la forza della ripresa economica. Considerando quindi anche le valutazioni attraenti della divisa, giustificiamo un **approccio positivo**.



Il **rublo russo** ha beneficiato molto della forza del prezzo del petrolio e delle aspettative di un miglioramento delle relazioni tra Trump e Putin; gli ultimi sviluppi su ambedue i fronti dovrebbero invece puntare ad un possibile indebolimento della divisa. Il prezzo del petrolio è infatti in correzione e le relazioni tra Trump e la Russia sembrano raffreddarsi. Date le valutazioni non eccessivamente attraenti, **manteniamo un approccio neutrale**. La divisa comunque offre rendimenti elevati e la Banca Centrale ha chiaramente espresso la volontà di aumentare le riserve di dollari, ponendo così implicitamente un limite all'apprezzamento del rublo ed anche un freno alla volatilità dei mercati valutari.

## Divise asiatiche

Lo **yuan cinese** rimane a rischio di indebolimento. Il livello del debito e l'incremento repentino dei prezzi delle case, espongono la Cina ad un rischio di indebolimento dell'economia. Per il momento però il governo sembra intenzionato ad orchestrare una crescita economica vicino al 6.5% tramite lo stimolo fiscale. Allo stesso tempo, le istituzioni dimostrano ancora un certo interesse nel contenere l'incremento del debito tramite politiche monetarie restrittive. In conclusione, la Cina rimane uno dei rischi maggiori sullo scacchiere globale, dati gli stretti legami macroeconomici con il resto del mondo. Le istituzioni hanno comunque dimostrato di gestire le criticità evitando che le pressioni domestiche si manifestassero a livello globale. Confermiamo la nostra cautela.



La **rupia indiana** rimane una delle alternative d'investimento più interessanti nel panorama delle divise emergenti. Negli ultimi mesi sono stati registrati però importanti deflussi di capitali sia dagli investimenti azionari che obbligazionari del paese. Comunque le elezioni regionali hanno confermato la possibilità di un percorso solido e sostenibile verso politiche ortodosse e riformiste. Anche l'atteggiamento vigile della Banca Centrale dovrebbe puntare ad una tendenza al rafforzamento della divisa. Nel complesso, grazie ad un rendimento molto alto, tassi reali molto competitivi e dati macroeconomici incoraggianti, **rimaniamo positivi** sul paese.

La **rupia indonesiana** sembra essere tornata sotto i riflettori degli investitori che restano alla ricerca di storie fondamentali in miglioramento e di rendimenti appetibili. Le riforme implementate e la crescita supportata da investimenti in aumento, sono fattori decisivi per il **giudizio positivo** sul paese. La Banca Centrale sembra aver gestito la divisa in modo da evitare un rafforzamento sopra 13300 rispetto al dollaro americano. Un probabile ammorbidimento di queste politiche interventiste, giustificate da un miglioramento delle partite correnti, dovrebbe creare spazio per un rafforzamento nei prossimi mesi.

