

Aggiornamento sui mercati valutari

A cura di: *Paolo Batori, Peter Butler e Scott Fleming*

Diversificazione valutaria e Banche Centrali

La banca centrale europea (BCE) ha esteso il programma di acquisto di titolo obbligazionari, riducendo l'ammontare da 60 a 30 miliardi di euro a partire da gennaio 2018, ma senza dare anticipazioni sulla fase finale del programma stesso. Inoltre il presidente Draghi ha corroborato la decisione con un messaggio molto accomodante. Anche la controparte britannica ha deciso di sorprendere i mercati con un comunicato molto conciliante, sebbene il comitato direttivo abbia alzato i tassi di 0,25%. La FED sembra voler continuare il percorso di normalizzazione delle politiche monetarie, probabilmente alzando i tassi a dicembre. La decisione recente del presidente Trump di incaricare Jerome Powell come futuro presidente della Federal Reserve rappresenta, a nostro avviso, un rassicurante segnale di continuità. Anche il presidente della banca centrale giapponese continua a mandare messaggi orientati al sostegno dei mercati. **Sebbene la liquidità iniettata nel sistema finanziario da parte delle banche centrali sia destinata a ridursi nel medio termine, il processo sarà diluito nel tempo ed accompagnato dalla chiara volontà dei rispettivi governatori di non generare bruschi movimenti dei tassi.** In aggiunta, è importante evidenziare che **la liquidità continuerà ad aumentare nella prima metà del 2018, in base alle nostre stime, offrendo potenzialmente ulteriore sostegno ai mercati.**

Il dollaro statunitense ha dato segnali di ripresa e questo movimento potrebbe continuare nel breve termine grazie alle aspettative per una riforma del sistema di tassazione e per il possibile rimpatrio degli utili aziendali pregressi. **Nel medio termine la forza dell'euro è però probabilmente destinata a riaffiorare.** Le prospettive di crescita europea sembrano avere una maggiore possibilità di sorprendere positivamente, rispetto alla controparte americana che è in una fase più matura del ciclo economico.

Uno dei rischi chiave per il 2018 è un andamento al rialzo dell'inflazione nelle economie sviluppate più mercato rispetto alle attese; ciò potrebbe far percepire le banche centrali come in ritardo nel processo di normalizzazione e creare movimenti repentini sia dei tassi che delle divise. **A nostro avviso, una eventuale accelerazione dei processi di normalizzazione delle politiche monetarie dovrebbe favorire maggiormente l'euro, rispetto al dollaro statunitense.** Il ciclo economico europeo è infatti più giovane e la BCE dovrebbe avere più spazio di manovra se si trovasse di fronte ad eventuali segnali di una possibile accelerazione dei prezzi, scenario per ora non in discussione.

L'inizio dell'autunno è stato caratterizzato da una correzione marcata delle divise dei paesi emergenti contro il dollaro statunitense, mentre l'andamento dei corsi è stato meno sfavorevole rispetto all'euro. **Un rafforzamento brusco del dollaro rappresenta il pericolo più grande per le divise dei paesi emergenti, ma continuiamo a consigliare agli investitori di diversificare nell'area emergente per i seguenti motivi:**



- 1) Il recente rafforzamento del dollaro deve essere visto come un movimento di breve termine e, comunque, gli investitori europei sarebbero più protetti dalla relativa debolezza dell'euro (in altre parole, **le divise emergenti perderebbero meno contro euro**);
- 2) Il **differenziale di crescita è a favore dei paesi emergenti**, rispetto alle economie sviluppate;
- 3) Le economie emergenti hanno conseguito un notevole **miglioramento delle bilance commerciali** (Grafico 1);

Grafico 1: Bilancia commerciale (\$/Mld) dei paesi definiti "fragili" nella crisi del 2013



* Messico, India, Indonesia, Sud Africa e Turchia

- 4) A differenza dei paesi sviluppati, le curve dei titoli governativi emergenti presentano **rendimenti reali elevati dovuti a forti pressioni disinflazionistiche** nella maggior parte dei paesi (Grafico 2).

Grafico 2: Rendimenti nominali e reali nei paesi emergenti

ECONOMIE EMERGENTI	RENDIMENTO DEL DECENNALE	INFLAZIONE	TASSO REALE
CINA	3.9	1.6	2.3
RUSSIA	7.5	2.7	4.8
INDONESIA	6.6	3.6	3.1
INDIA	6.9	3.3	3.7
TAILANDIA	2.3	0.9	1.4
BRASILE	9.7	2.5	7.1
MALESIA	4.0	4.3	-0.3
TURCHIA	12.0	11.9	0.0
FILIPPINE	4.1	3.5	0.6
AFRICA DEL SUD	9.3	5.1	4.2
MESSICO	7.2	6.4	0.9

ECONOMIE EMERGENTI	RENDIMENTO DEL DECENNALE	INFLAZIONE	TASSO REALE
USA	2.3	1.3	1.0
EUROPA	0.3	0.9	-0.6



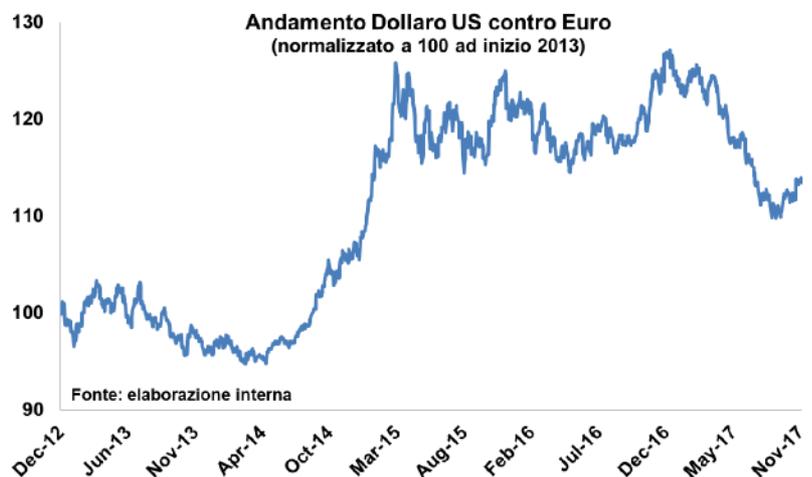
Opportunità d'investimento:

Nel comparto delle divise dei paesi sviluppati riteniamo che **la recente forza del dollaro statunitense potrebbe perdurare nel breve termine**. L'implementazione di un piano di riforma fiscale credibile da parte dell'amministrazione Trump, magari accompagnato da un programma di rimpatrio dei profitti aziendali pregressi, rappresenta il fattore più importante di potenziale rafforzamento del dollaro. **Allo stesso tempo, le tendenze macroeconomiche e la dimensione del possibile aggiustamento monetario futuro favoriscono l'euro, nel medio termine**. Se la FED è infatti ad uno stadio avanzato di aggiustamento, la BCE non ha di fatto ancora iniziato. Rimaniamo invece **cauti sulla sterlina e sul dollaro canadese, neozelandese ed australiano**, mentre siamo più **costruttivi sulla corona sia svedese sia norvegese**. Stemperiamo infine le nostre precedenti riserve ed assumiamo una **posizione neutrale sullo yen giapponese**.

Nel comparto emergente rimaniamo **positivi sullo zloty polacco, il peso messicano, e la rupia indiana ed indonesiana**, mentre restiamo **negativi sul rand sudafricano e lo yuan cinese**. Per quanto riguarda la **lira turca**, si sottolinea il rischio di volatilità a causa delle dinamiche politiche sfavorevoli, sia interne che esterne, e le pressioni inflazionistiche, ma manteniamo un **approccio tattico costruttivo in una ottica di diversificazione**.

Dollaro USA

Il **dollaro statunitense** ha mostrato una certa forza nelle ultime settimane, favorito da dati macroeconomici solidi (es. vendite al dettaglio e mercato del lavoro) e dalle aspettative di un'imminente riforma del sistema di tassazione. Gli investitori hanno accolto con favore la decisione del presidente Trump di incaricare Jerome Powell come futuro presidente della Federal Reserve; un importante segnale di continuità per la politica monetaria. Confermiamo la possibilità di un temporaneo rafforzamento e pertanto rimaniamo **tatticamente costruttivi**.



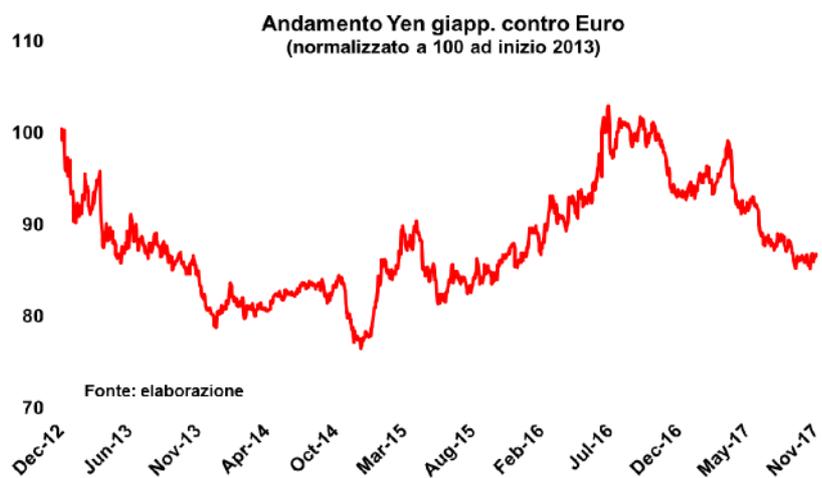
Sterlina Britannica

La **sterlina britannica** non è riuscita a beneficiare appieno del primo rialzo dei tassi dell'ultima decade, avvenuto lo scorso mese. Gli investitori sono sembrati delusi dal messaggio molto accomodante del banchiere centrale Carney, e la divisa ha subito sofferto dopo la decisione, per poi recuperare parzialmente nelle sessioni successive. Alzare i tassi per difendere la sterlina e contenere le pressioni inflattive potrebbe compromettere le prospettive di crescita in questo contesto economico debole. Visto quanto sopra e l'elevata incertezza relativa al processo di negoziazione sulla Brexit, **rimaniamo cauti**.



Yen Giapponese

Lo **yen giapponese** rimane ostaggio di una politica monetaria ancora molto accomodante in un mondo in cui molte banche centrali, come sopra spiegato, si muovono in direzione opposta. Da una parte, la FED e la BCE continuano, sebbene a velocità diverse, il loro percorso di normalizzazione delle politiche mentre, dall'altra, la banca centrale del Giappone (BOJ) rimane sul versante opposto. La BOJ ha rivisto al rialzo le previsioni di crescita (PIL 1.9% nel 2018) mentre rimane impegnata nello spingere l'inflazione dal corrente 0.7%



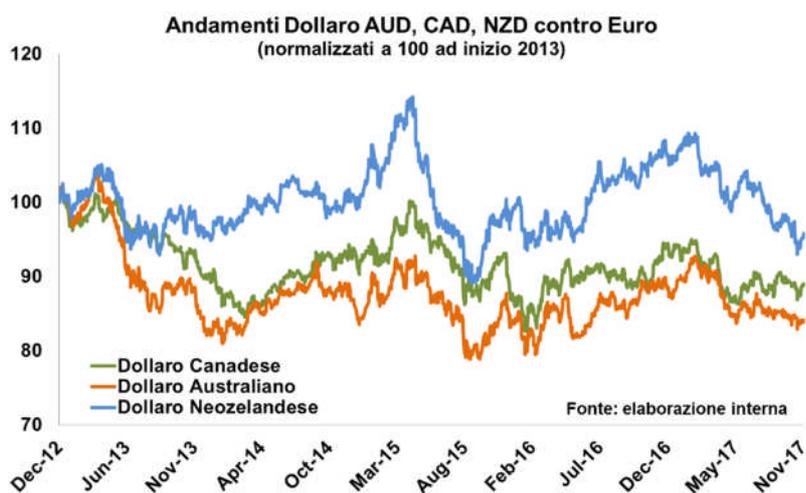
allo 2% (obiettivo di lungo termine, per ora ancora piuttosto remoto). Gli sviluppi politici sono stati molto positivi, data la vittoria schiacciante dell'attuale primo ministro Abe alle elezioni anticipate appena tenute. Questo comporterà una notevole riduzione dell'incertezza politica ed un'ulteriore spinta riformista. Nel breve termine, lo yen sembra destinato a subire l'effetto negativo di tassi bassi e spesa pubblica crescente ma, nel lungo periodo, potrebbero emergere possibili segnali di pressioni salariali al rialzo, che potrebbero invertire le tendenze disinflazionistiche. Moderiamo la nostra precedente negatività ed assumiamo una **posizione neutrale**.



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

Sebbene le materie prime in generale ed il petrolio in particolare abbiano dato segnali di forte ripresa, le divise del blocco sono rimaste stabili a causa di questioni più politiche.

Il **dollaro neozelandese** ha sofferto del risultato delle elezioni politiche che ha portato al potere una coalizione con tendenze populiste. I partiti laburista e New Zealand First hanno espresso la ferma volontà di contenere l'onda dell'immigrazione, mettendo a repentaglio la crescita che si è storicamente basata proprio sull'impiego di forza lavoro proveniente da altri paesi. **Rimaniamo cauti**, ma è importante monitorare la situazione, dato che la recente debolezza ha potenzialmente aperto una finestra valutativa favorevole.



Anche il **dollaro australiano** ha subito pressioni in vendita, a causa di uno scandalo politico che ha comportato l'uscita dalla scena politica di sei rappresentanti politici influenti. **Rimaniamo cauti**, anche in funzione delle deludenti dinamiche dei prezzi, che non sembrano dare segnali convincenti di ripresa.

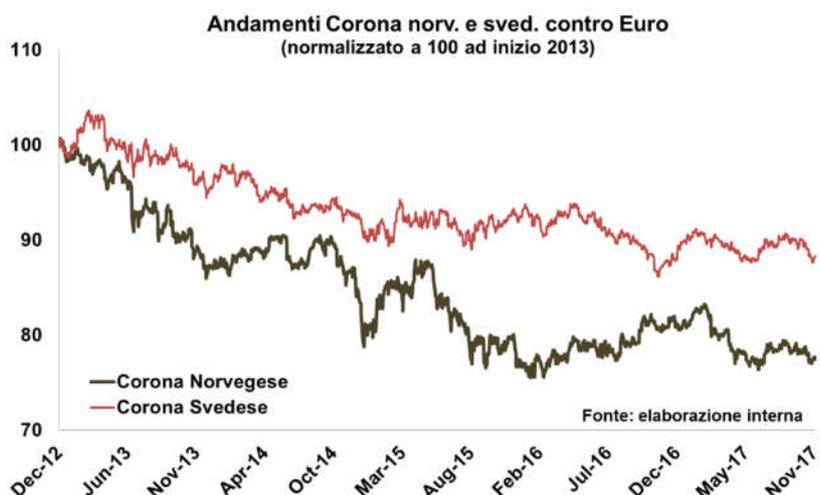
Il **dollaro canadese** rimane vittima dell'incertezza sulle negoziazioni tra Stati Uniti, Canada e Messico sugli accordi di rapporti commerciali NAFTA. Ulteriori motivi di **cautela** vengono dall'elevato ammontare di indebitamento delle famiglie e la mancanza di pressioni al rialzo sia salariali che inflattive.

Divise dell'area scandinava (Corona Svedese e Norvegese)

Le divise del blocco scandinavo hanno deluso nelle ultime settimane a causa del persistere di un atteggiamento poco risoluto da parte delle banche centrali.

La **corona svedese** ha subito l'influenza negativa derivante dalla debolezza dei prezzi al consumo e la mancata volontà da parte della banca centrale di alzare i tassi prima della BCE. Manteniamo un **approccio positivo**.

La **corona norvegese** non è riuscita a beneficiare dell'andamento positivo del prezzo del petrolio, dato che la banca centrale ha evidenziato di nuovo possibili rischi sulla crescita. Manteniamo un **approccio positivo**.

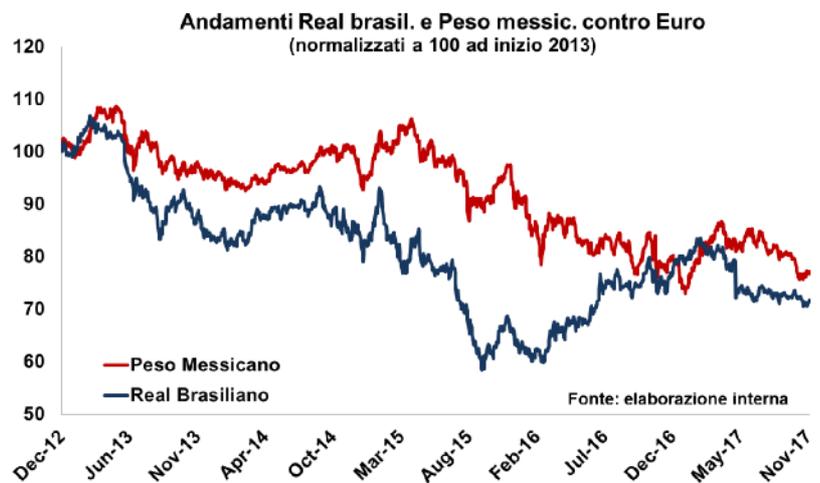


Divise dell'America Latina

Il **real brasiliano** ha registrato una flessione del 3% circa contro dollaro nel corso del mese di ottobre, e la tendenza ha continuato anche nella prima parte di novembre. La divisa brasiliana non ha fatto che seguire un andamento più esteso nella area delle divise emergenti. L'area è stata messa a dura prova dalla forza del dollaro statunitense causata dalle prospettive di riforma del sistema di tassazione in America e conseguente rimpatrio dei profitti aziendali. La debolezza del real è stata anche enfatizzata dai dubbi sulla salute del presidente Temer e dal possibile ritardo del voto sulle riforme sociali. La banca

centrale ha continuato imperterrita nella sua azione di taglio dei tassi, con una riduzione di 0.75% in ottobre che ha portato il tasso di riferimento a 7.5%. Le politiche monetarie accomodanti, sebbene rappresentino un fattore fondamentale per la crescita di lungo termine, vanno inesorabilmente ad erodere i tassi reali limitando il possibile rafforzamento del real nel breve termine. Assumiamo una **posizione neutrale**.

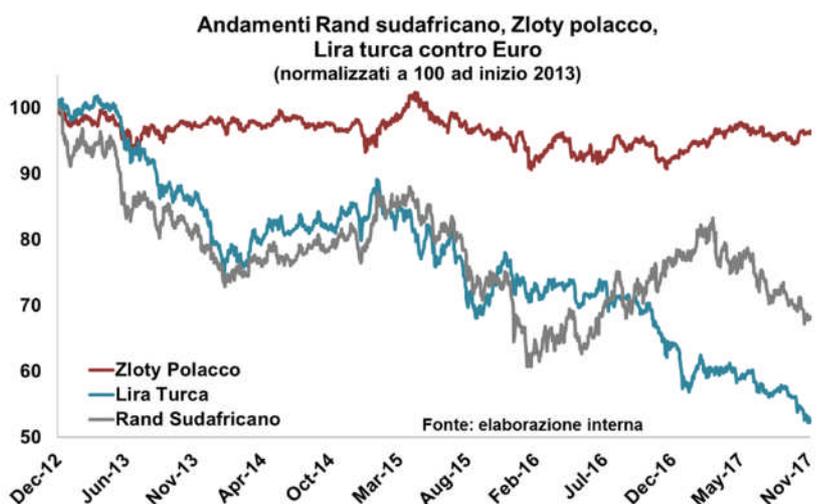
Il **peso messicano** si è indebolito di circa il 5% contro il dollaro statunitense in ottobre a causa delle incertezze inerenti alle negoziazioni tra Stati Uniti, Canada e Messico sugli accordi di rapporti commerciali NAFTA. Lo scorso mese i negoziatori hanno evidenziato il permanere di posizioni molto distanti, ma allo stesso tempo si sono dati più tempo per lavorare attivamente su una soluzione soddisfacente. Sebbene le istituzioni messicane cerchino di sminuire gli effetti negativi di un mancato accordo e si stiano adoperando per attivare contromisure efficaci, un fallimento delle negoziazioni potrebbero esporre il Messico ad una riduzione degli investimenti esteri, esponendo il peso a rischi di ribasso. La presenza di tassi tenuti alti da una banca centrale molto vigile ci fa mantenere una **posizione strutturalmente positiva**.



Divise dell'Europa Centrale, Medio Oriente ed Africa

La **lira turca** è stata una delle divise più deludenti nelle ultime settimane, facendo registrare una flessione del 6% contro dollaro in ottobre, ed accelerando il movimento al ribasso nella prima parte di novembre. L'arresto di un dipendente dell'ambasciata americana ad Istanbul ha causato un inasprimento delle relazioni USA – Turchia, culminato nel blocco del rilascio bilaterale dei permessi di soggiorno. La lira turca ha anche sofferto a causa di speculazioni relative a possibili multe ad alcune banche turche che, secondo le istituzioni USA,

avrebbero violato le regole relative al programma di sanzioni contro l'Iran. La situazione è stata resa ancora più negativa dal paventato piano tedesco orientato ad una riduzione drastica del finanziamento alle banche turche da parte delle banche tedesche e dell'*European Bank for Reconstruction and Development*. Una



restrizione dell'accesso al finanziamento internazionale sarebbe un fattore molto negativo per la Turchia, soprattutto alla luce della scarsa possibilità della banca centrale di assicurare un livello di liquidità in dollari sufficiente a colmare il gap. Anche il fronte macroeconomico ha rappresentato un ostacolo notevole al possibile recupero della lira turca; infatti, l'inflazione ha continuato ad aumentare avvicinandosi al 12% ed erodendo inesorabilmente i tassi reali che rappresentano l'ultimo baluardo di salvezza durante crisi valutarie. La situazione sia macroeconomica che politica rimane particolarmente fluida, e le valutazioni non sono particolarmente attraenti a causa degli ultimi sviluppi sui prezzi. Manteniamo un **approccio tattico positivo**, ma teniamo ad evidenziare che il livello di incertezza è aumentato nel corso delle ultime settimane.

Il **rand sudafricano** si è indebolito del 4% in ottobre contro il dollaro. Grossa parte della pressione di vendita è derivata dalla presentazione del bilancio di medio termine, il quale è caratterizzato da un inaspettato aumento delle spese e dalla mancanza di un piano credibile per riportare le finanze in un percorso di medio termine sostenibile. Un aumento dell'utilizzo del debito locale per finanziare la spesa pubblica potrebbe implicare una riduzione del rating alla fine di novembre, con conseguente uscita del debito locale dagli indici obbligazionari globali; ciò comporterebbe con tutta certezza una vendita forzata di titoli obbligazionari denominati in rand. Uno spiraglio di luce potrebbe derivare da un possibile cambio di direzione del partito ANC a favore del riformista Ramaphosa. Assumiamo una **posizione cauta**.

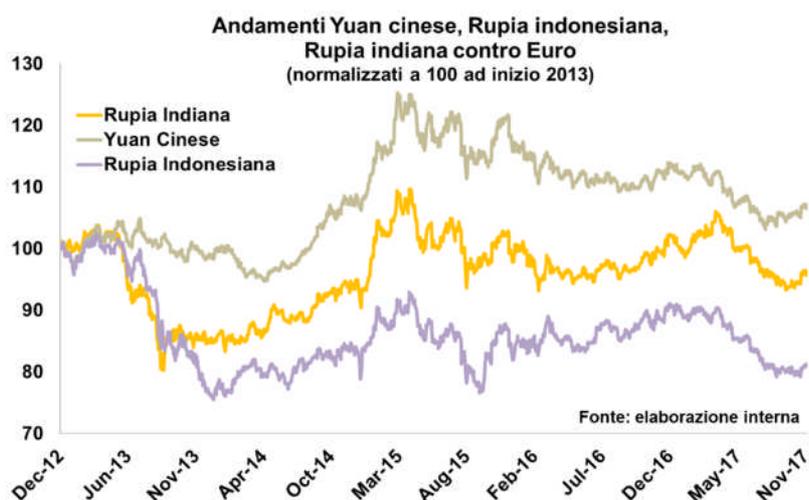
Lo **zloty polacco** ha fatto registrare un andamento solido, resistendo alla forza del dollaro e rafforzandosi di circa il 2% contro l'euro. La divisa è stata penalizzata dalla diatriba tra l'Unione Europea e la Polonia relativa alla proposta di cambio del sistema giudiziario; la Polonia si conferma però come una storia macroeconomica robusta, caratterizzata da una bilancia commerciale solida ed ampi flussi d'investimento internazionali. Manteniamo un **approccio positivo**.

Il **rublo russo** ha dimostrato una ripresa significativa, grazie all'andamento positivo del prezzo del petrolio, ed è emersa come una delle divise più difensive nella correzione di mercato delle ultime settimane. L'introduzione di nuove sanzioni da parte degli Stati Uniti ha creato un momento di volatilità, ma la solidità dei conti pubblici e della bilancia commerciale ha ridato lustro al rublo. Un andamento dei prezzi moderato ha dato spazio a politiche monetarie accomodanti, attirando gli investitori internazionali nel mercato obbligazionario domestico. Assumiamo una **posizione costruttiva** in un'ottica di diversificazione.

Divise asiatiche

Lo **yuan** cinese si è rafforzato marginalmente grazie ai favorevoli sviluppi durante il congresso plenario quinquennale, dove il presidente Xi Jinping ha confermato la sua supremazia politica. Sebbene non ci aspettiamo imminenti aumenti di volatilità di mercato, il processo di riforme miranti ad un ridimensionamento dell'uso del debito rimane un fattore positivo di lungo termine ma un possibile rischio nel breve, dato il possibile conseguente rallentamento della crescita economica. Manteniamo un **approccio cauto**.

La **rupia indiana** ha fatto registrare un rafforzamento marginale grazie alle azioni di miglioramento nella gestione dei prestiti bancari in difficoltà.



Queste politiche dovrebbero favorire la crescita. La solida congiuntura macroeconomica ed il possibile miglioramento della bilancia commerciale suggeriscono un **approccio positivo**.

La **rupia indonesiana** ha fatto segnare una leggera flessione nel corso delle ultime settimane, seguendo le tendenze generalizzate delle divise emergenti, ma dimostrando una forza relativa notevole. L'Indonesia continua a rappresentare una delle storie macroeconomiche più solide, con una crescita prospera trainata sia dalle esportazioni che dal consumo interno. La bilancia dei pagamenti è in miglioramento e la banca centrale continua ad aumentare le riserve di divisa forte; riserve che torneranno molto utili in possibili futuri situazione di volatilità di mercato. Manteniamo una **posizione positiva**, sebbene prendiamo nota del fatto che la banca centrale sia intenzionata a ridurre la volatilità della divisa, limitando il potenziale rafforzamento.



Il presente documento ha natura informativa e non contiene raccomandazioni o proposte ad effettuare operazioni su strumenti finanziari né costituisce o contiene offerte, inviti ad offrire, messaggi promozionali, pubblicitari o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari rivolti al pubblico. Le informazioni contenute nel presente documento sono acquisite da fonti ritenute attendibili dal mercato, senza che la Società possa, tuttavia, garantirne in assoluto la completezza e la veridicità. La validità del presente documento, considerato il continuo evolversi degli andamenti di mercato, è da intendersi circoscritta alla data di redazione dello stesso. La Società si riserva il diritto di modificare, in ogni momento, le analisi e le informazioni ivi prodotte, nonché di operare scelte di portafoglio differenti rispetto alla view espressa o alle indicazioni prospettiche d'investimento eventualmente fornite nel presente documento.