FIDEURAM INVESTIMENTI
obiettivo mercati
UN APPROFONDIMENTO MIRATO

9 maggio 2018

Aggiornamento sui mercati valutari

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

Diversificazione valutaria e Banche Centrali

Il dollaro statunitense ha registrato un recupero temporaneo, dovuto all'allinearsi di un cambio nelle aspettative sulle politiche monetarie nelle maggiori aree economiche e di un aumento delle incertezze (geo)politiche. Nella scorsa nota abbiamo descritto come le politiche monetarie siano oggi caratterizzate da due categorie di strumenti: tradizionali (tassi di riferimento) e innovative (espansione del bilancio delle banche centrali). A nostro avviso, gli investitori cercano "carry" (ovvero extra-rendimento nel reddito fisso) quando l'economia procede a singhiozzo, mentre preferiscono investire in crescita quando quest'ultima va spedita. In aggiunta, le divise trovano forza nella differente "aggressività" del processo di normalizzazione delle politiche monetarie da parte delle diverse banche centrali. Tradizionalmente, tale diversa intensità poteva essere misurata dal differenziale dei tassi a breve, ma questa metrica è meno affidabile nell'attuale contesto dove le banche centrali sono impegnate a rimuovere gli strumenti non ortodossi (ad esempio il Quantitative Easing), prima di prendere decisioni sui tassi di riferimento. Comparando le politiche monetarie prospettiche della Fed rispetto alle sue controparti europea e giapponese, rileviamo come il dollaro sembri destinato ad essere penalizzato nel lungo periodo. Però, ultimamente, i dati macroeconomici hanno dato segnali di raffreddamento sia in Europa che in Giappone, e tanto è bastato per far prezzare agli investitori un rallentamento della normalizzazione del bilancio sia da parte della BCE che della Banca del Giappone, costringendo molti operatori a chiudere le posizioni corte dollaro. Come detto sopra, gli investitori tendono infatti a concentrarsi sul differenziale di rendimento quando l'economia sembra procedere meno spedita delle attese. Tale metrica privilegia al momento il dollaro americano in modo importante.

In aggiunta, le banche centrali sia europea che giapponese hanno effettivamente dato dei segnali molto accomodanti. Esse sembrano intravedere possibili rischi di rallentamento delle economie a causa delle politiche protezionistiche del presidente Trump da una parte, ed un riaffiorare dell'incertezza politica dall'altra. Per quanto riguarda quest'ultimo punto, gli investitori paiono aver rivisto le loro aspettative di riforme in Europa a causa del lento progredire dell'asse Merkel-Macron, e in Giappone a causa degli scandali politici che hanno investito il primo ministro Abe.

Le prospettive di medio termine rimangono molto incerte per il dollaro in quanto il presidente Trump sembra voler schiacciare sull'acceleratore fiscale in un momento in cui il ciclo economico è maturo, rischiando di creare indesiderate spinte inflattive e, soprattutto, aggravare l'indebitamento**. Però, nel breve termine, non possiamo escludere un protrarsi del recente rimbalzo, potenzialmente amplificato dal posizionamento pregresso molto negativo da parte degli investitori.**

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.

Per quanto riguarda le divise emergenti, confermiamo la nostra positività di medio termine, basata su un andamento macroeconomico più sostenibile e valutazioni abbastanza attraenti. Ciò nonostante, non si devono sottostimare i rischi relativi alla normalizzazione delle politiche monetarie, l'incremento della volatilità dei mercati azionari e, soprattutto, la possibilità di un perdurare del recente temporaneo ma potenzialmente corposo recupero del dollaro. **Ci aspettiamo quindi un periodo di debolezza delle divise emergenti che potrà essere interpretato come una opportunità di aumentarne l'esposizione.**

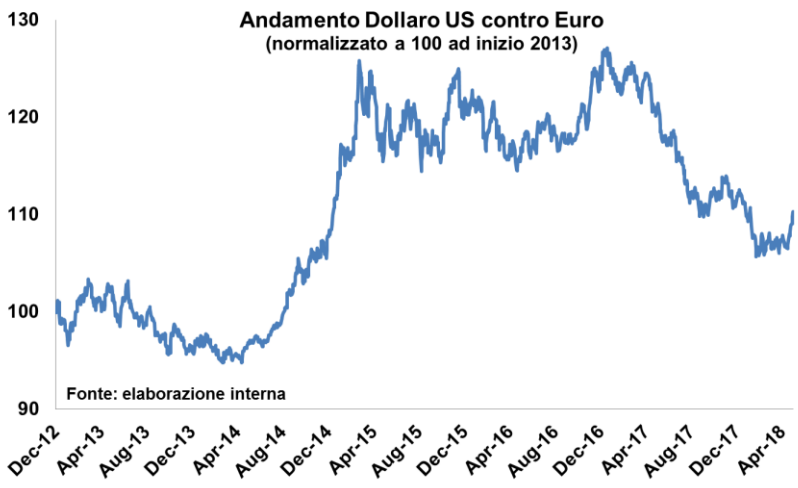
Opportunità d'investimento

Nel comparto delle divise dei paesi sviluppati riteniamo che **il dollaro statunitense rimanga strutturalmente debole e vediamo il recente recupero come temporaneo**. Solo un aumento repentino dell'avversione al rischio potrebbe causare un prolungamento delle ultime tendenze di mercato. Sebbene il raffreddamento dei dati sulla crescita abbia causato un arresto del rafforzamento della divisa europea e nipponica, **le tendenze macroeconomiche e la dimensione delle future mosse di normalizzazione delle politiche monetarie favoriscono sia l'Euro che lo yen**. Rimaniamo **cauti sulla sterlina e sul dollaro australiano e neozelandese**, mentre **preferiamo la corona norvegese a quella svedese, e rimaniamo costruttivi sul dollaro canadese**. Per il 2018, **lo yen giapponese rappresenta un'ottima opportunità di diversificazione dei portafogli in Euro, a nostro avviso**.

Nel comparto emergenti rimaniamo **positivi sullo zloty polacco, il peso messicano, e la rupia indonesiana**, mentre restiamo **negativi sullo yuan cinese.** Per quanto riguarda la **lira turca**, che ha sofferto a causa delle dinamiche geo-politiche sfavorevoli e le pressioni inflattive, dobbiamo confermare un **approccio più cauto**, in attesa di miglioramenti sia politici che macroeconomici.

Dollaro USA

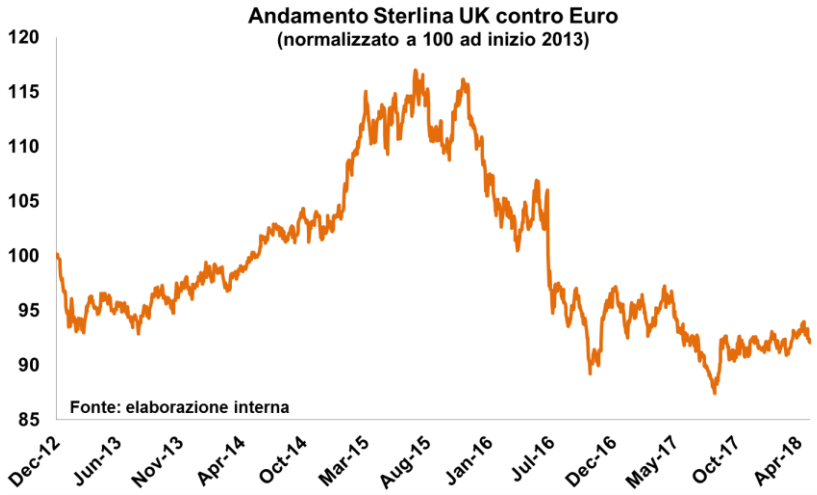
Il **dollaro statunitense** rimane strutturalmente vulnerabile a causa delle politiche non ortodosse dell'amministrazione Trump. Comunque, il manifestarsi di una forza macroeconomica relativa e l'ampliarsi del differenziale dei tassi ha dato una spinta di rafforzamento ritenuta temporanea. Il dollaro statunitense è riuscito a rompere livelli tecnici rilevanti contro un buon numero di divise sia emergenti che dell'area dei G10. Il movimento è stato accentuato da un posizionamento pregresso molto negativo sulla divisa americana, ma il continuare del deterioramento della bilancia commerciale dovrebbe porre un limite al rafforzamento. Manteniamo una **posizione cauta**.



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.

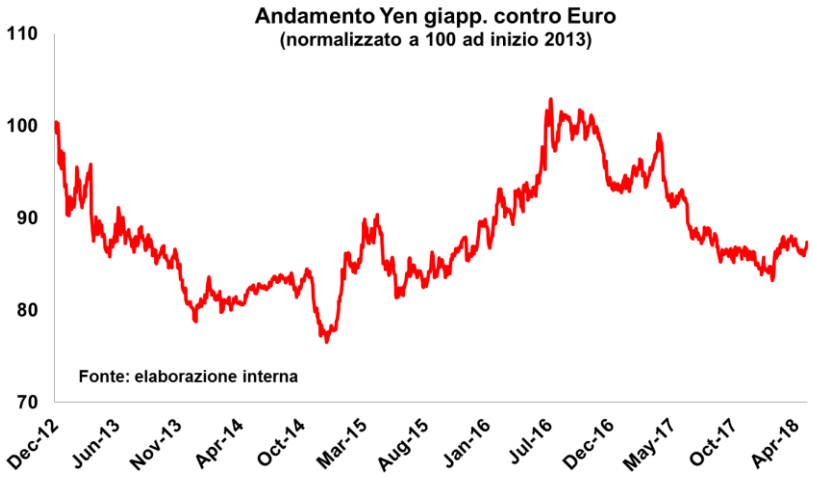
Sterlina Britannica

La **sterlina britannica** sembra destinata a subire gli effetti del recente deterioramento macroeconomico. Il dato sulla crescita del primo trimestre ha disatteso le aspettative e sia i prezzi al consumo che i dati sulle vendite al dettaglio sembrano dare segnali chiari di decelerazione. Questo ha causato una marcata riduzione della probabilità di un rialzo dei tassi da parte della banca centrale. La combinazione di incertezze sia politiche che macroeconomiche ci fanno mantenere una **posizione cauta**.



Yen Giapponese

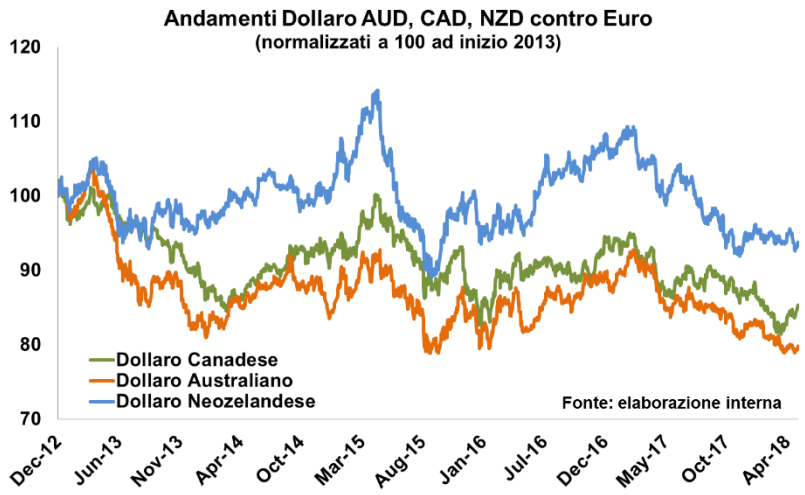
Lo **yen giapponese** ha arrestato il processo di rafforzamento visto nella prima parte dell'anno e, in realtà, ha ceduto una parte dei rialzi. La crescita globale sembra dare leggeri segnali di cedimento e le diverse aree globali sembrano essere meno sincronizzate. Sarà importante capire se la debolezza è un temporaneo rallentamento che va a seguire un lungo periodo di forte ripresa o se nasconde il rischio di una correzione più marcata. A nostro avviso, il primo scenario è il più probabile. Nel frattempo, lo yen giapponese ha anche sofferto a causa di una comunicazione più accomodante da parte del governatore della banca centrale Kuroda. Alla luce delle solide prospettive macroeconomiche, confermiamo la nostra **posizione positiva** di lungo periodo.



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.

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

Le divise legate alle materie prime hanno arrestato il recupero che avevano registrato a gennaio a causa della maggiore avversione al rischio da parte degli investitori internazionali ed il temporaneo raffreddamento del motore economico globale.

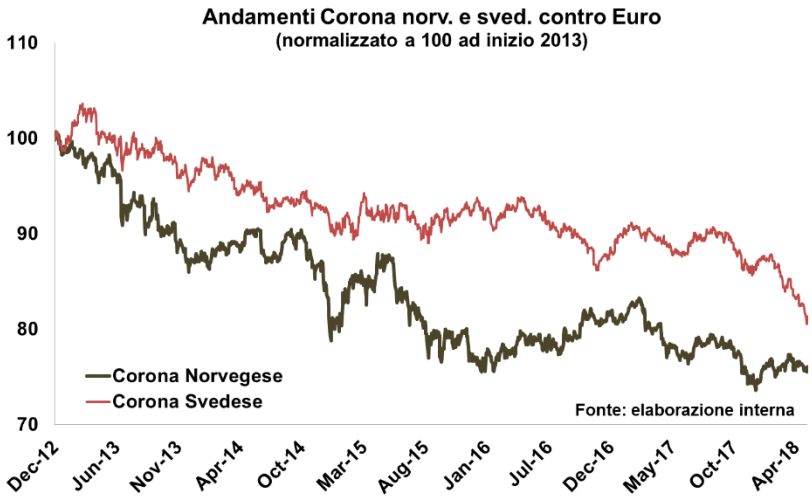


Il **dollaro australiano** e **neo zelandese** hanno sorpreso per la loro debolezza soprattutto alla luce dei dati incoraggianti sull'inflazione (Australia) e sul mercato del lavoro. Vista la probabilità del perdurare di politiche monetarie accomodanti, **rimaniamo cauti** su ambedue le divise.

Il **dollaro canadese** dovrebbe rimanere sostenuto da un'inflazione in linea con il target della banca centrale, una crescita solida ed indicatori di fiducia molto positivi. Anche l'andamento del prezzo del petrolio dovrebbe rimanere favorevole. Manteniamo una **posizione costruttiva**, sebbene le negoziazioni sugli accordi internazionali NAFTA potrebbero causare volatilità.

Divise dell'area scandinava (Corona Svedese e Norvegese)

La **corona svedese** ha fortemente deluso le nostre aspettative di stabilizzazione e ha continuato un marcato deprezzamento giustificato dal rallentamento del mercato immobiliare e da un andamento debole dei prezzi al consumo che renderà difficile aumenti dei tassi ufficiali nell'immediato. Assumiamo una **posizione cauta**.

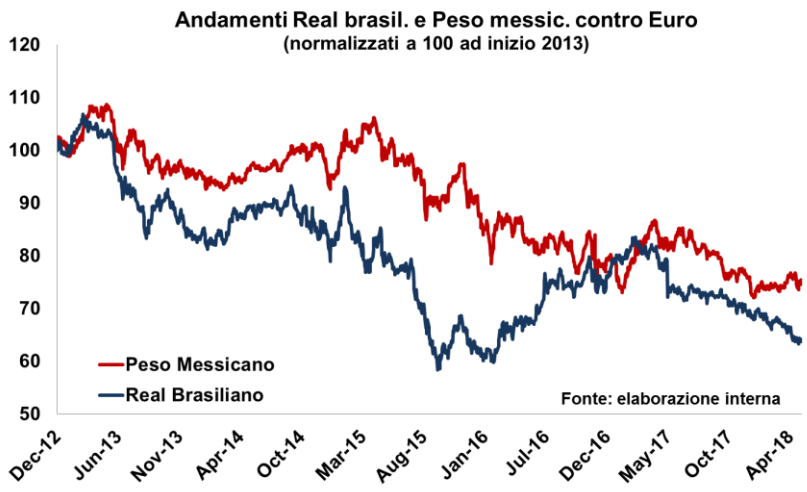


La **corona norvegese** invece ha dimostrato una certa forza relativa basata su aspettative di possibili rialzi dei tassi dopo l'estate, alimentata dalla forza del prezzo del petrolio. Rimaniamo **positivi** sulla corona norvegese e preferiamo la stessa alla sua controparte svedese.

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.

Divise dell'America Latina

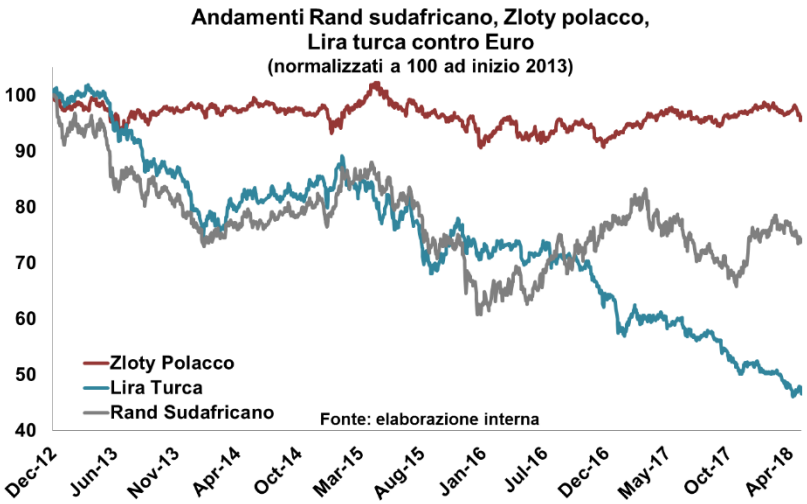
Il **real brasiliano** ha registrato ancora una certa debolezza in aprile. I tassi di interesse sia reali che nominali si sono molto ridotti, rendendo in generale la divisa più vulnerabile nelle fasi ribassiste dei paesi Emergenti. Un indebolimento del real potrebbe comportare un aumento dell'inflazione, altrimenti in declino in Brasile, ed una possibile pausa nel ciclo di riduzione dei tassi (il tasso Selic è attualmente al 6,5%). Nonostante l'incertezza politica persista, riconosciamo che il miglioramento della bilancia commerciale sia un elemento favorevole. Manteniamo una **posizione neutrale**.



Il **peso messicano** ha mostrato una performance debole ad aprile. Sembra che i negoziati del NAFTA stiano facendo progressi e il mercato è ancora fiducioso per una risoluzione nel mese di maggio. Tuttavia, non si deve né sottostimare la complessità delle negoziazioni né escludere temporanei inciampi nell'intero processo. È importante sottolineare che il candidato presidenziale Lopez Obrador, rinvigorito dalla recente forza nei sondaggi, ha iniziato a manifestare una certa retorica protezionistica. Questo elemento potrebbe incagliare le negoziazioni per il NAFTA. L'inflazione in Messico ha iniziato a scendere, ma rimane al di sopra dell'obiettivo dell'istituto centrale. È probabile quindi che sia mantenuta una politica monetaria restrittiva. Rimaniamo **strutturalmente positivi**, considerando la possibile debolezza come opportunità di acquisto.

Divise dell'Europa Centrale, Medio Oriente ed Africa

La **lira turca** si è indebolita molto ad aprile, ma la discesa si è arrestata parzialmente verso la fine del mese quando la banca centrale ha alzato il tasso di rifinanziamento marginale di 0.75% a 13,5%. La situazione politica sembra destinata a rimanere una fonte di incertezza. Le elezioni anticipate riconfermeranno la classe politica attuale con conseguenti rischi di scelte politiche non ortodosse. Il quadro macroeconomico rimane debole e confermiamo una **atteggiamento cauto.**



Il **rand sud africano** si è indebolito in aprile e ora è tornato ai livelli di quando Ramaphosa fu nominato leader dell'ANC. La banca centrale è stata relativamente accomodante, ma l'inflazione ha dato segni di recupero, causando un rallentamento delle politiche monetarie accomodanti. Rimangono alcuni importanti rischi in Sud Africa e questo mese sono riemerse le preoccupazioni sul fatto che Eskom (l'azienda che

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.

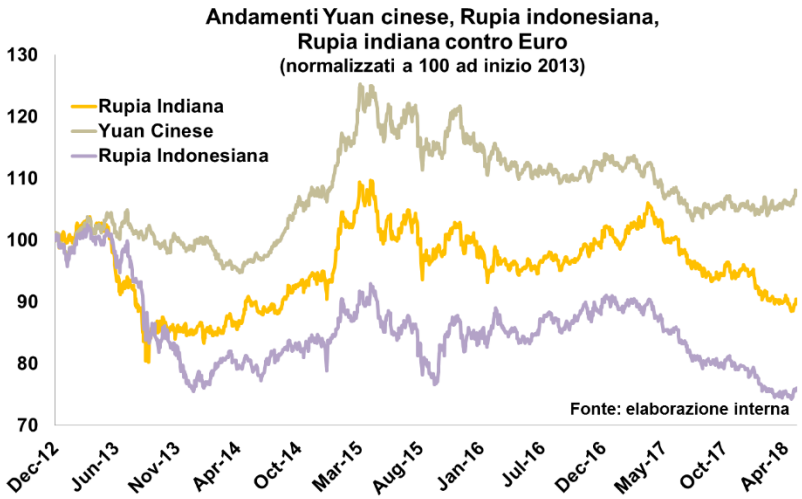
fornisce energia elettrica) stia esaurendo le scorte di carbone. La mancanza di energia sufficiente implicherebbe un marcato impatto negativo sull'attività economica. Manteniamo un **atteggiamento prudente**.

Lo **zloty polacco** si è rafforzato in modo tangibile all'inizio dell'anno, per poi perdere buona parte del valore guadagnato nel corso delle ultime settimane a seguito della debolezza dell'Euro e di una crescente cautela nei confronti dei paesi Emergenti. I fondamentali macroeconomici rimangono solidi; nutriamo tuttavia preoccupazioni per la possibile decisione dell'UE di legare i finanziamenti europei allo stato di diritto nel sistema giudiziario polacco. Questo potrebbe causare un minore afflusso di fondi europei. La banca centrale ha mantenuto una posizione molto accomodante nonostante le crescenti pressioni inflazionistiche dovute anche alla crescita dei salari. Manteniamo una visione **strutturalmente positiva** e continuiamo a considerare la Polonia come una delle economie più forti in Europa.

Il **rublo russo** si è fortemente indebolito in aprile a causa delle sanzioni introdotte dagli Stati Uniti sulle operazioni su titoli del mercato secondario emessi da Rusal, la società siderurgica russa. Le crescenti tensioni tra la Russia e gli Stati Uniti e gli attacchi militari degli USA, Regno Unito e Francia in Siria non hanno aiutato il contesto geopolitico. Il quadro dei fondamentali in Russia rimane incoraggiante, sebbene ora ci siano chiaramente rischi di inflazione. La banca centrale potrebbe quindi essere costretta a tornare ad un ciclo di rialzi per difendere il rublo e mantenere la stabilità dei prezzi. Il rublo è tornato a valutazioni attraenti da un punto di vista fondamentale; tuttavia nel breve termine riteniamo che l'approccio degli investitori verso gli asset russi rimarrà negativo. Assumiamo una visione **neutrale**.

Divise asiatiche

Lo **yuan** cinese si è indebolito nel mese di aprile con la banca centrale che ha tagliato a sorpresa di 1% il tasso che definisce quale porzione dei depositi deve essere mantenuta presso la banca centrale come riserve. Questa decisione, insieme all'intensificarsi delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti, è stata sufficiente per osservare una certa debolezza nella divisa, almeno contro dollaro, dopo un apprezzamento nel corso dei primi mesi dell'anno. Le tensioni commerciali e le negoziazioni con gli Stati Uniti sul commercio internazionale e sui diritti di proprietà intellettuale domineranno le prospettive della divisa. Manteniamo un **atteggiamento negativo.**



La **rupia indiana** si è indebolita notevolmente ad aprile. L'aumento dei prezzi del petrolio e il calo dei livelli delle esportazioni hanno entrambi alimentato un deterioramento delle dinamiche della bilancia commerciale e, a se, abbiamo assistito a una svolta piuttosto netta nella rupia. Sebbene le valutazioni sembrino più attraenti, è opportuno aspettare una maggiore chiarezza sulle prospettive delle esportazioni e una stabilizzazione dei prezzi del petrolio prima di assumere una visione più costruttiva. Manteniamo un **approccio neutrale**.

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.

La **rupia indonesiana** è stata una delle divise che più ci ha sorpreso con la sua debolezza nel corso degli ultimi due mesi. Un certo deprezzamento è stato giustificato dal deterioramento della bilancia commerciale, tuttavia, con la banca centrale impegnata a mantenere un tasso di cambio stabile, la mossa di allargare la banda di intervento è stata una vera sorpresa. Il governatore della banca centrale indonesiana ha tenuto una conferenza stampa non programmata verso la fine di aprile e ha ribadito che la banca centrale avrebbe contemplato aumenti dei tassi per evitare che la debolezza della divisa compromettesse il percorso dell'inflazione. Ciò costituirebbe una mossa restrittiva con un possibile impatto negativo sulla crescita. Le valutazioni sembrano attraenti e rimaniamo **strutturalmente positivi**.

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.