

Aggiornamento sui mercati valutari

Diversificazione valutaria e Banche Centrali

La crescita globale continua a dare segni di forza e, sebbene l'inflazione rimanga sotto i livelli desiderati, le banche centrali in USA ed Europa sembrano intenzionate a procedere con le politiche di normalizzazione monetaria. Il processo presenta evidenti incognite, poiché non esistono precedenti storici simili, ma le autorità monetaria sentono l'esigenza di procedere, per non pregiudicare nel medio termine l'equilibrio finanziario e macroeconomico.

La Banca Centrale Europea (BCE) ha rivisto al rialzo le sue previsioni di crescita (2.2% nel 2017) ma ha anche sottolineato che le tendenze inflattive rimangono contenute (1.2% previsto per quest'anno). Il presidente Draghi ha più volte sottolineato gli effetti disinflazionistici derivanti dal recente rafforzamento dell'euro nel corso della conferenza stampa del 7 settembre. **La BCE si trova di fronte alla difficoltà di calibrare le recenti politiche monetarie espansive, aggiustandole al migliorato quadro macroeconomico e finanziario, ma senza causare eccessiva volatilità.**

La Banca Centrale Statunitense (FED) ha appena annunciato l'avvio del processo di graduale riduzione dei titoli obbligazionari sul proprio bilancio. Il 20 Settembre 2017 potrebbe rappresentare una data storica, in quanto segna ufficialmente per la FED l'inizio della normalizzazione anche del bilancio, e non solo del livello dei tassi come visto finora. **La decisione è stata accompagnata da un messaggio sui tassi che suggerisce un intervento prima della fine dell'anno, ma nel medio termine un approccio più accomodante.**

Gli investitori rimangono preoccupati dal possibile impatto negativo sui rendimenti dei titoli di stato statunitensi derivante dal processo di riduzione dello stock di titoli posseduti dalla FED. Il mancato reinvestimento delle risorse finanziarie generate dai titoli in scadenza potrebbe creare un eccesso di offerta di obbligazioni governative con conseguente aumento dei rendimenti. **A nostro avviso, il suddetto rischio potrebbe essere inferiore a quanto temuto,** perché la riduzione delle attività da parte della FED (es. titoli in scadenza) sarà associato ad una riduzione delle passività, che probabilmente creerà un crollo delle riserve di denaro detenute dalle banche commerciali presso la FED stessa. In questo scenario, si può immaginare che le banche commerciali acquisteranno più titoli di stato emessi dal tesoro, sostituendo la liquidità precedentemente detenuta presso la FED con titoli di stato. L'effetto sui rendimenti potrebbe quindi non essere necessariamente negativo.



Sebbene le politiche di normalizzazione monetaria potrebbero comportare episodi di volatilità, gli investitori dovranno considerare lo scenario macroeconomico che rende le politiche stesse necessarie: crescita solida ed inflazione sotto controllo. Il ciclo economico di ripresa quindi rimane vivo, favorendo investimenti finanziari meno difensivi. Di conseguenza confermiamo la nostra preferenza per portafogli valutari diversificati con crescenti esposizioni alle divise emergenti.

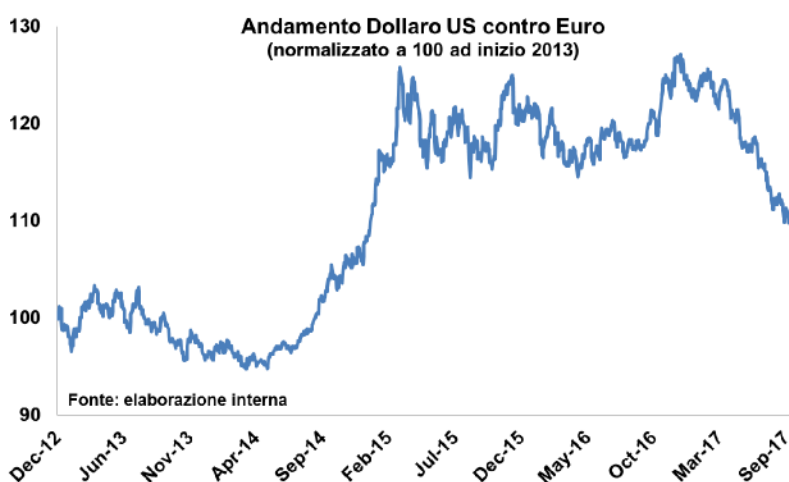
Opportunità d'investimento:

Nel comparto delle divise dei paesi sviluppati riteniamo che il dollaro statunitense rimarrà debole, ma **la forza dell'euro tenderà a stemperarsi**, e verosimilmente la parte più importante di questo rafforzamento si è ormai già manifestata. 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. Rimaniamo **cauti per ora sul dollaro statunitense, lo yen e la sterlina**, mentre siamo più **costruttivi sul dollaro canadese e sulle corone sia svedese che norvegese**.

Nel comparto emergenti rimaniamo **positivi sulla lira turca, lo zloty polacco, il peso messicano, e le rupie indiane ed indonesiane**, restiamo **negativi sul rand sudafricano e lo yuan cinese**, e reiteriamo la nostra **cautela sul real brasiliano e rublo russo**.

Dollaro USA

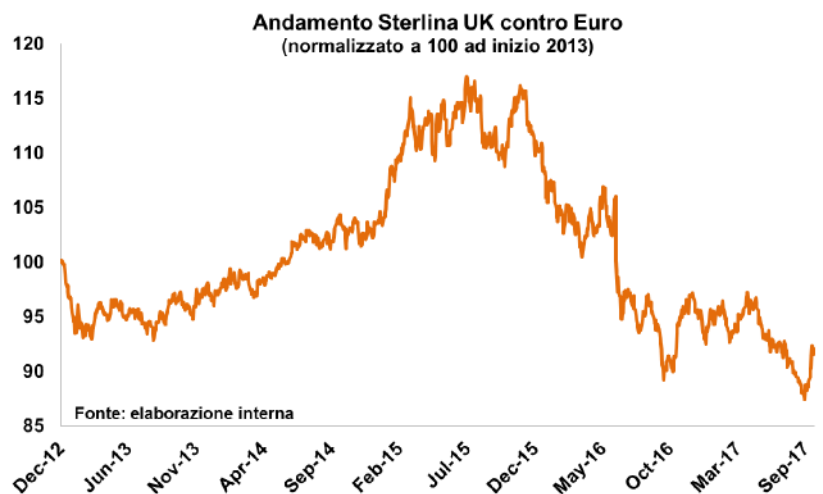
Il **dollaro statunitense** si è stabilizzato in prossimità dei minimi recenti. Analizzando l'andamento contro le singole divise, emerge come il fattore trainante sia stato il differenziale di tassi di rendimento tra le diverse aree; il dollaro si infatti è rafforzato contro yen (politica monetaria molto accomodante) ed indebolito verso la sterlina inglese ed il dollaro canadese (politiche monetarie incrementalmente restrittive). Nell'ultimo incontro del 20 settembre la FED ha varato l'inizio del programma di riduzione dello stock di titoli obbligazionari detenuto sul bilancio, mantenendo un approccio cautamente restrittivo sui tassi. Il dollaro rimane su una traiettoria discendente ma la maggior parte del ribasso potrebbe essersi manifestato. **Rimaniamo cauti**, avendo però nel radar la possibile riforma fiscale che potrebbe dare forza alla divisa nelle prossime settimane.



Sterlina Britannica

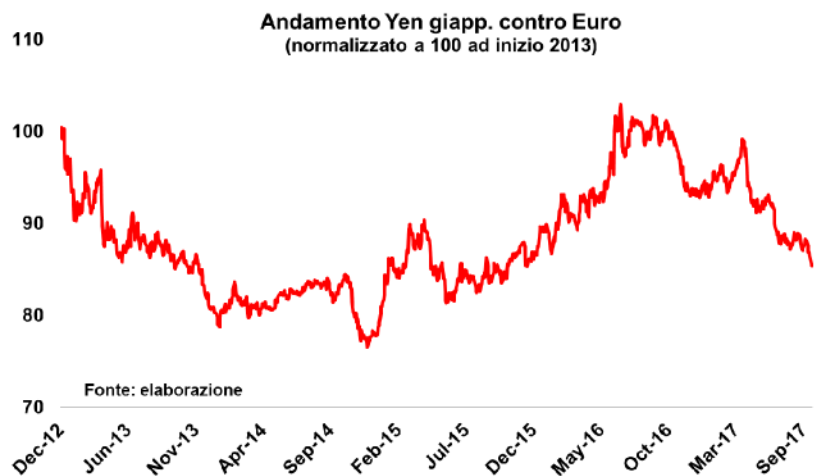
La **sterlina britannica** ha fatto registrare un recupero nelle ultime settimane, grazie ad alcuni commenti della banca centrale, che sembrano alludere ad un possibile aumento dei tassi nel breve termine. I prezzi al consumo sono saliti del 2.9% su base annua, e ciò ha generato un dibattito all'interno del comitato direttivo della Banca d'Inghilterra sulla possibilità di iniziare una normalizzazione monetaria. Nel Regno Unito i tassi scendono dal 2007. La combinazione di crescita dei prezzi al consumo e stagnazione dei salari implica

per altro una notevole erosione del reddito disponibile, che potrebbe ripercuotersi sui consumi; al momento non ci sono evidenze però di questo. Esiste quindi un rischio di stagflazione (es. prezzi crescenti accompagnati da recessione) e pertanto rimaniamo **molto cauti** sulla sterlina nel breve termine.



Yen Giapponese

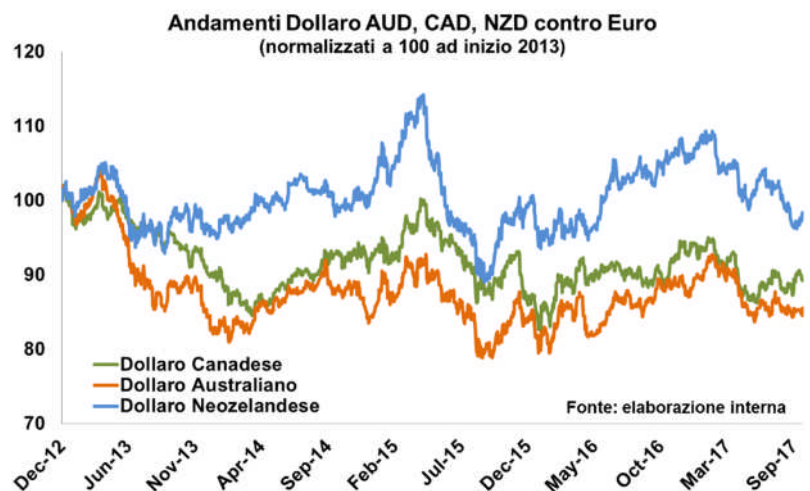
Lo **yen giapponese** ha risentito negativamente delle dinamiche sfavorevoli a livello di differenziale di tassi e della elevata propensione al rischio degli investitori internazionali, i quali sembrano ancora intenzionati ad usare la divisa giapponese come veicolo di finanziamento (ovvero finanziarsi in yen per investire in altre divise caratterizzate da rendimenti più elevati). Sebbene lo yen abbia perso terreno, l'atteggiamento estremamente accomodante della banca centrale espone la divisa ad un'ulteriore pressione a ribasso. Manteniamo un **approccio cauto**.



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

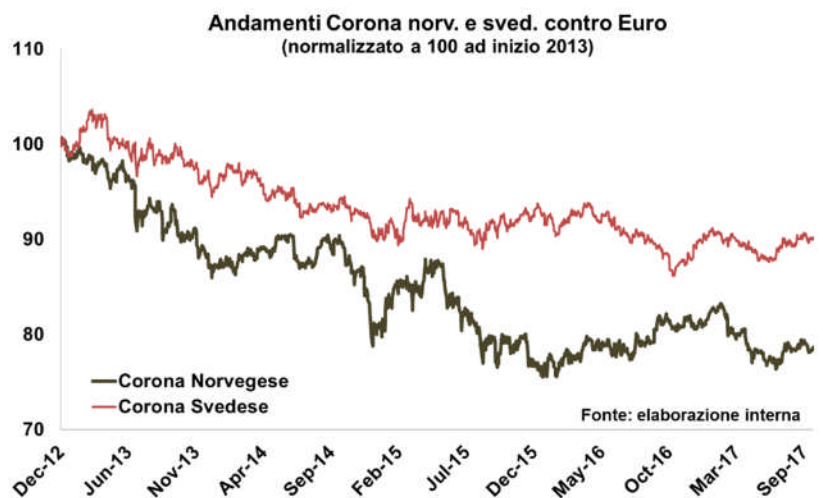
Il **dollaro canadese** ha avuto un andamento positivo (almeno contro dollaro US, il cambio più importante per il paese) grazie alle politiche monetarie restrittive ed al rafforzamento del petrolio. La banca centrale ha sottolineato la forza dell'economia ma, allo stesso tempo, ha cercato di temperare l'eventuale rischio che gli investitori anticipino future mosse sui tassi, evidenziando come i dati macroeconomici detteranno le decisioni monetarie nel futuro. Sebbene buona parte del rafforzamento di breve termine sembra essersi materializzato, **manteniamo una posizione moderatamente costruttiva**.

I **dollari australiano e neozelandese** sono rimasti piuttosto stabili nel corso dell'ultimo mese contro dollaro US; hanno invece perso terreno contro euro. Gli investitori sono molto focalizzati sulle possibili dinamiche politiche seguenti alle elezioni politiche del 23 settembre. I sondaggi proiettano una corsa al potere incerta con il partito laburista d'opposizione molto vicino a quello di governo. **Rimaniamo cauti sui dollari sia australiano che neozelandese**.



Divise dell'area scandinava (Corona Svedese e Norvegese)

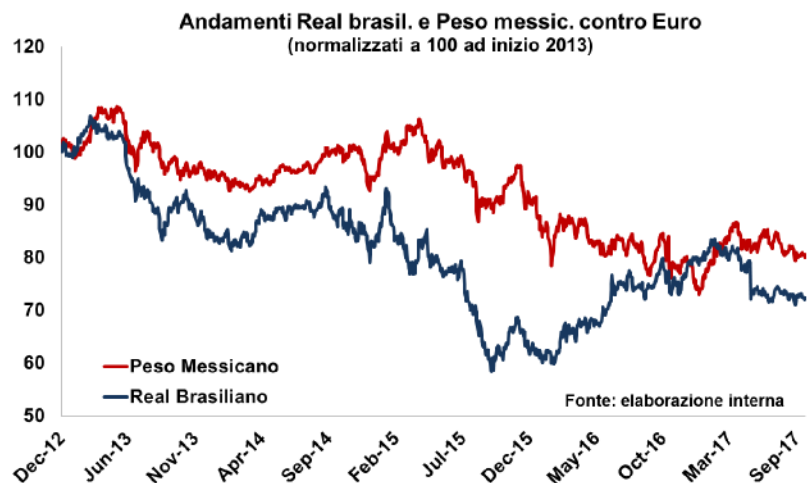
Le **corone svedese e norvegese** hanno evidenziato debolezza rispetto alla nostra visione positiva. I dati economici si sono confermati forti per quanto riguarda la crescita, mentre le tendenze dei prezzi al consumo sembrano meno convincenti. La crescita in Svezia ha dato un segnale di accelerazione nel secondo trimestre (Prodotto Interno Lordo del 1.7% verso attese per 0.9%) portando le stime al 4% su base annua. La banca centrale ha continuato però a preferire politiche monetarie estremamente accomodanti, soprattutto alla luce del raffreddamento marginale del terzo trimestre. Un possibile ribilanciamento della politica monetaria dovrebbe dare forza alla divisa. Confermiamo un **approccio positivo sulla corona svedese**. Per quanto riguarda la controparte norvegese, si sottolinea la forte influenza del prezzo del petrolio. Una conferma del recente recupero del prezzo dell'oro nero spinge verso una **posizione costruttiva sulla corona norvegese**.



Divise dell'America Latina

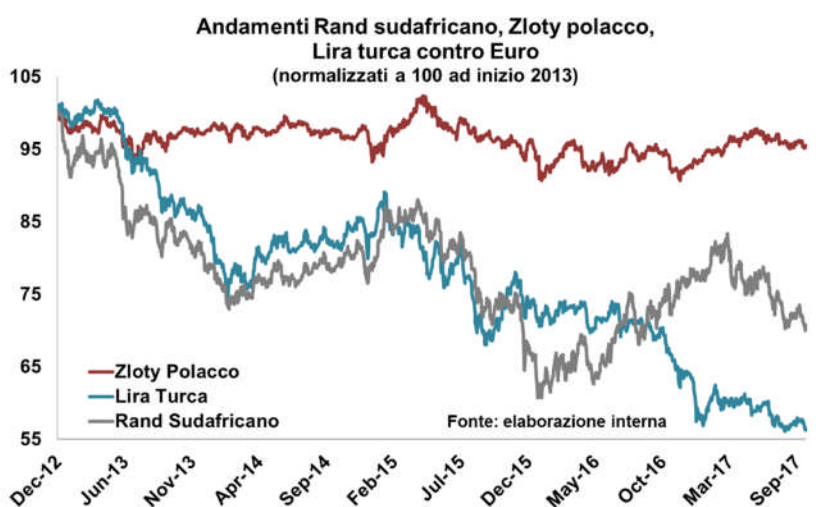
Il **real brasiliano** non ha mostrato una chiara traiettoria nell'ultimo mese. La spinta al rafforzamento originata dai dati positivi sulla crescita e l'andamento incoraggiante dei prezzi al consumo sono stati compensati dalla politica monetaria molto accomodante. Nelle ultime settimane, l'incertezza sull'abilità del presidente Temer di far approvare la riforma sul sistema pensionistico a causa dello scandalo sulla corruzione ha pesato sulla divisa. Gli investitori rimangono vigili sul rischio di un rallentamento dei processi di riforme, con conseguente slittamento al 2018, peggiorando le prospettive per gli investimenti e creando dubbi sulla sostenibilità delle politiche fiscali. Manteniamo una **posizione cauta** anche in funzione della progressiva riduzione dei rendimenti nominali e reali.

Il **peso messicano** è stato ben sostenuto rispetto al dollaro (il cambio più importante per il paese) anche grazie al fatto che il presidente Trump sembra aver temporaneamente allentato la morsa sulle negoziazioni per l'accordo sul commercio internazionale NAFTA (USA, Canada e Messico). I dati fondamentali rimangono incoraggianti, con il manifatturiero e le esportazioni in recupero. Un risultato benigno sul nuovo accordo NAFTA darebbe una notevole spinta agli investimenti diretti e alla crescita nel paese. La forza del prezzo del petrolio rappresenta un altro fattore positivo. Il processo di privatizzazione del settore petrolifero sta destando interesse da parte degli investitori internazionali. Rimaniamo **strutturalmente positivi**, sebbene la divisa contro dollaro si sia costantemente rafforzata negli ultimi mesi.



Divise dell'Europa Centrale, Medio Oriente ed Africa

La **lira turca** è stata sostenuta grazie ad una crescita brillante (5% nel secondo trimestre dell'anno). La divisa ha anche beneficiato dell'approccio molto cauto della banca centrale, che ha continuato a fornire liquidità al sistema finanziario a tassi molto alti, resistendo alla persistente pressione politica favorevole a politiche monetarie più accomodanti. Recentemente, la divisa ha subito una leggera flessione a causa del possibile referendum del popolo curdo in Iraq. Sebbene l'incertezza politica sia destinata a rimanere alta, le valutazioni sono considerate attraenti. La recente debolezza rappresenta un'opportunità di acquisto e **rimaniamo positivi** sulla divisa.



Il **rand sudafricano** ha sofferto a causa dell'elevata incertezza politica e del declino degli investimenti diretti, i quali sono entrati in territorio negativo come emerso dagli ultimi dati. La debolezza del motore economico ha causato una riduzione dei prezzi al consumo; ciò ha anche favorito una politica monetaria accomodante. Il Sudafrica rimane caratterizzato da una gestione politica non soddisfacente secondo i normali standard richiesti dagli investitori internazionali; le elezioni del ANC (Congresso Nazionale Africano) a dicembre e quelle generali del 2018 assumono una particolare importanza. **Rimaniamo negativi** in attesa di un miglioramento dello scenario politico.

Lo **zloty polacco** si è indebolito marginalmente nelle ultime settimane a causa di un inasprimento delle relazioni tra il partito di governo e la Commissione Europea a riguardo di alcune proposte politiche che potrebbero mettere a rischio l'indipendenza del sistema giudiziario in Polonia. I fondamentali polacchi continuano ad essere molto solidi, con la bilancia commerciale in attivo e gli investimenti internazionali diretti in aumento. Confidando in un raffreddamento delle tensioni politiche e, soprattutto, in funzione della solidità macroeconomica manteniamo un **approccio positivo**.

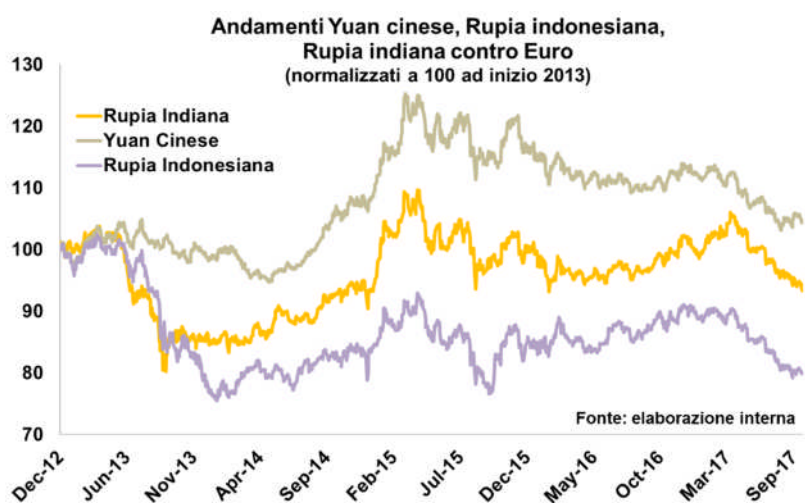
Il **rublo russo** ha saputo, grazie alla forza del prezzo del petrolio, reagire ad uno scenario complicato dall'accentuarsi delle sanzioni da parte degli Stati Uniti. L'agenzia di rating Standard&Poor's ha confermato il rating BB+ per il buon andamento economico e per il miglioramento dei conti pubblici. Anche l'inflazione ha continuato a scendere mantenendo la strada aperta a politiche monetarie accomodanti da parte della banca centrale. Sebbene il quadro macroeconomico sia incoraggiante, la combinazione del rischio politico e, soprattutto, le valutazioni poco attraenti ci consigliano una **posizione di cautela**.

Divise asiatiche

Lo **yuan cinese** si è rafforzato materialmente nei confronti del dollaro americano, ma il movimento di mercato è stato molto più contenuto contro l'euro. Le condizioni macroeconomiche hanno sorpreso gli economisti più cauti negli ultimi mesi. Il quadro economico sta dando alcuni segnali di indebolimento, con i settori immobiliare, delle infrastrutture e degli investimenti più deboli. Lo stimolo fiscale espansivo è stato accompagnato da politiche monetarie restrittive per favorire una riduzione della mole di debito creatosi nel

settore para-statale. Questo processo di riduzione del debito, sebbene sia un fattore positivo nel lungo termine, è destinato a creare delle possibili pause alla crescita nel breve. Manteniamo la nostra **posizione negativa** sullo yuan. A nostro avviso, la divisa cinese è destinata ad essere più volatile nell'ultima parte dell'anno, dopo congresso di partito quinquennale.

La **rupia indiana** ha mostrato temporanea debolezza per un leggero deterioramento della bilancia dei pagamenti. Nel lungo termine la rupia rappresenta un'ottima opportunità d'investimento grazie ad un solido percorso di crescita, che è stato reso sostenibile dall'implementazione di un articolato ed ambizioso programma di riforme. Dati macroeconomici incoraggianti, rendimenti nominali appetibili ed inflazione in decelerazione ci fanno confermare la nostra **posizione positiva** sul paese e sulla divisa.



La **rupia indonesiana** rappresenta una delle opportunità d'investimento più attraenti in Asia grazie ad una crescita solida supportata da forti consumi interni ed esportazioni. La bilancia dei pagamenti non sembra preoccupante ed il continuo accumulo di divisa forte da parte della banca centrale dovrebbe dare una grossa fiducia sulla stabilità del cambio. Continuiamo ad essere **strutturalmente positivi**, sebbene è importante ricordare che la banca centrale resta interessata a ridurre l'apprezzamento al fine di prevenire volatilità nel futuro.



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.