

## Aggiornamento sui mercati valutari

A cura di: Peter Butler, Emanuele Del Monte e Pietro Calati

### Il quadro di riferimento

Il 2015 è senza dubbio l'anno della guerra valutaria globale. La maggior parte delle aree economiche sta cercando di orchestrare un deprezzamento competitivo o almeno di reagire a quanto fatto dagli altri paesi. Da inizio anno si contano nel mondo già 12 interventi al ribasso sui tassi, ed almeno due importanti nuovi pacchetti di espansione del bilancio della banca centrale (Europa e Svezia).

Il tanto atteso ed anticipato annuncio del Quantitative Easing da parte della BCE è avvenuto nella riunione di gennaio. A partire da marzo l'istituto centrale inizierà pertanto ad acquistare 60 miliardi di euro di titoli al mese, includendo titoli governativi, sovranazionali e collateralizzati. Il programma ha come orizzonte temporale settembre 2016, ma potrebbe essere esteso anche oltre, a seconda degli sviluppi sul fronte dell'inflazione. Prendendo a riferimento la scadenza suggerita, il programma avrebbe una dimensione leggermente superiore ai mille miliardi suggeriti precedentemente da Draghi. La sorpresa è stata di conseguenza benigna per i mercati, con ricadute positive su tutti gli asset europei. L'Euro ha continuato ad indebolirsi, sia grazie alle notizie del programma di QE che a seguito delle crescenti tensioni sul fronte greco. Dopo aver segnato i nuovi minimi poco sopra 1.1 contro dollaro, la moneta unica ha iniziato una fase di stabilizzazione, grazie anche ai dati sempre più incoraggianti di ripresa nel continente e all'apparente stemperarsi del muro contro muro tra Europa e Grecia. **Nel medio termine resta ad ogni modo valido il tema della divergenza delle economie e delle politiche monetarie tra Europa e Stati Uniti, quindi di un Euro più debole.**

Il **franco svizzero**, dopo l'abbandono del floor ed una puntata verso (ed oltre) la parità contro Euro, **si è indebolito ed è alla ricerca di un nuovo livello di equilibrio sopra la parità.**

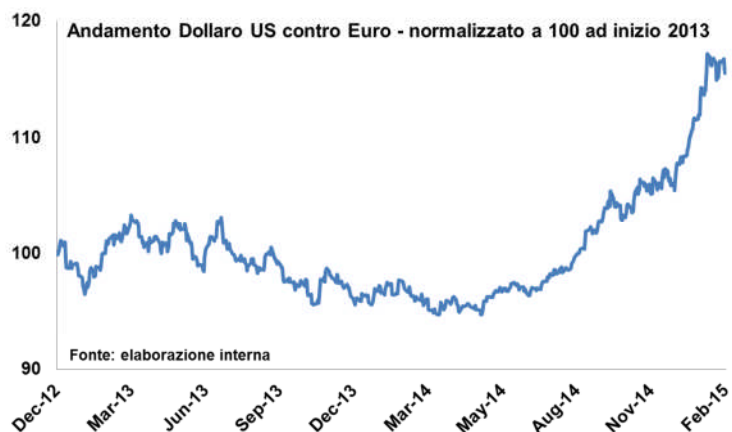
Nell'ultimo periodo le divise dei paesi emergenti hanno prestato ancora il fianco alle difficoltà già evidenti nei mesi precedenti. I cambi rappresentano spesso nel quadro attuale un importante strumento di politica economica. Attraverso il deprezzamento della divisa, infatti, molte autorità finanziarie locali contrastano i problemi che attualmente affliggono le economie domestiche: bassa crescita, sbilanci con l'estero e pressioni al ribasso sui prezzi.



## Dollaro USA

Anche nei verbali della Fed la forza dell'economia statunitense ha un rilievo sempre maggiore, in contrapposizione con l'incertezza internazionale. La banca centrale sembra voler confermare l'intenzione di procedere con il primo rialzo dei tassi verso la metà dell'anno, quindi qualche mese prima di quanto gli operatori si attendano. La velocità di crescita dell'economia è ora reputata solida e non più moderata, il mercato del lavoro è forte ed il minore costo del carburante sta diventando maggior reddito disponibile per i consumatori. Sempre secondo la Fed, la bassa inflazione sarà passeggera e lascerà il posto ad una dinamica più normale quando i prezzi

delle materie prime si saranno stabilizzati per un tempo sufficientemente lungo. Sebbene qualche dato sia stato più debole delle attese, **la forza dell'economia domestica ed una Fed risoluta dovrebbero continuare a sostenere il dollaro**, unica divisa che non partecipa alla guerra valutaria che imperversa in quasi tutte le altre aree economiche. Una fonte di rischio è rappresentata dal posizionamento già molto lungo sulla divisa americana, che potrebbe renderla fragile nel breve termine.



## Sterlina Britannica

Nonostante dati economici in indebolimento ed un approccio al margine meno duro sulla futura politica monetaria da parte della Bank of England, **la sterlina è rimasta forte ed in apprezzamento**. I verbali della banca centrale hanno dimostrato che tutti i membri votanti dell'istituto sono stati concordi nel lasciare i tassi invariati, mentre due su nove avevano chiesto rialzi dei tassi nella riunione precedente. Il primo rialzo è ormai prezzato per il 2016, molto più in là nel tempo rispetto anche a pochi mesi fa. Nonostante il Regno Unito rimanga una delle aree comparativamente più forti nel panorama globale, l'approssimarsi delle elezioni generali di maggio consiglia **un approccio più cauto**.



## Yen Giapponese

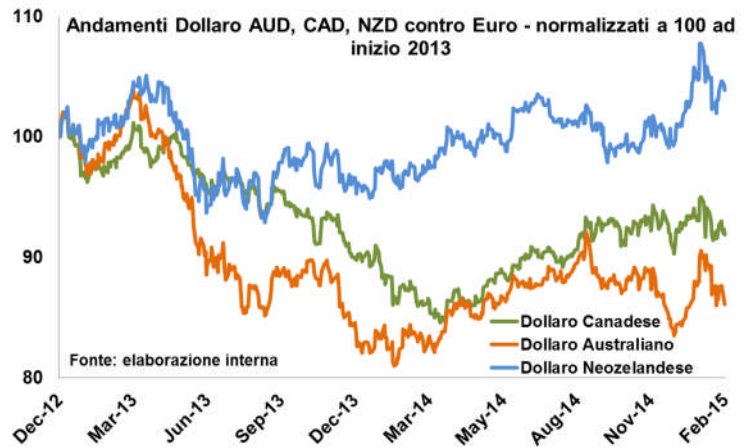
Dopo i violenti movimenti di indebolimento dei due anni precedenti, lo yen giapponese ha negli ultimi mesi avuto un andamento laterale. In una banda piuttosto compressa, il cambio ha riflesso più spunti di natura esogena e globale che vicende interne. Solo nelle ultime sedute il rialzo dei differenziali di rendimento della parte a breve USA rispetto al Giappone



ha conferito una certa debolezza al cambio. Tra gli operatori prevale l'idea di consenso che lo yen si indebolirà nel corso dell'anno, poiché l'inflazione è sempre più lontana dall'obiettivo della Bank of Japan al 2%, e l'istituto potrebbe essere presto o tardi costretto ad un nuovo pacchetto di interventi accomodanti. La retorica ufficiale della banca centrale rimane tuttavia che ulteriori stimoli potrebbero al momento essere contro-produttivi. **È plausibile pertanto uno stallo nel breve termine, in cui il cambio rimane poco direzionale**, come recentemente osservato.

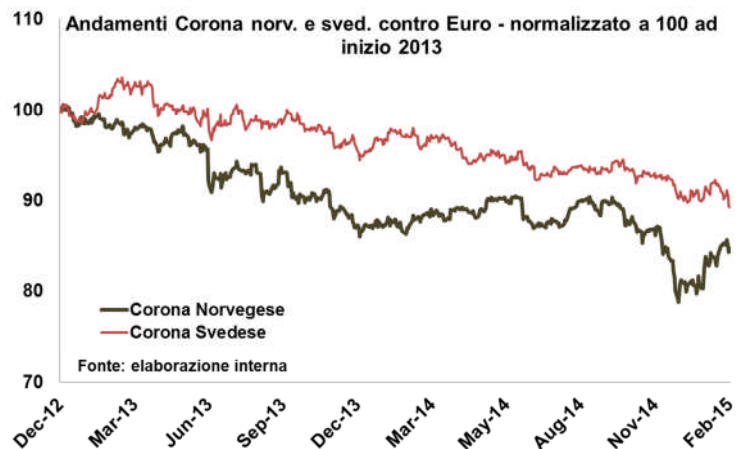
## Divise legate alle materie prime (Dollaro Australiano, Neozelandese e Canadese)

La drammatica discesa dei prezzi del petrolio, ha, alla fine, costretto la banca centrale canadese ad un taglio di 25 punti base. L'istituto ha segnalato i rischi di un'inflazione in continua discesa e quelli di instabilità finanziaria per un paese così dipendente dalle esportazioni energetiche come il Canada. Piuttosto secca è stata, prevedibilmente, la reazione del cambio. Simile è stato il quadro in Australia. La Royal Bank of Australia ha tagliato i tassi di 25 punti base dopo dati deboli di inflazione, portandoli al loro minimo storico. Un tono molto accomodante ed il riferimento alla divisa domestica come sopravvalutata hanno spinto il **dollaro australiano al ribasso**, almeno contro dollaro americano. Sebbene la banca centrale della Nuova Zelanda non abbia tagliato i tassi, ha ripetuto quanto la propria divisa rimanga sopravvalutata in modo ingiustificabile ed insostenibile. Il quadro delle materie prime ancora in faticosa stabilizzazione e le politiche monetarie così espansive mantengono **pressione sulle divise di quest'area**.



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

L'azione della BCE ha spinto la banca centrale danese a ben quattro tagli dei tassi di riferimento dall'inizio dell'anno. Anche in Svezia la Riksbank ha tagliato i tassi in territorio negativo ed ha intrapreso un programma di Quantitative Easing. La Norvegia ha registrato un dato di PIL piuttosto forte, nonostante abbia manifestato l'inclinazione a tagliare i tassi nel futuro. Il dato potrebbe non riflettere ancora l'impatto del crollo del petrolio sull'economia domestica. **Alla luce del taglio espansivo delle politiche monetarie in quest'area, è difficile nutrire aspettative particolarmente positive sulle relative divise.**



## Divise dell'America Latina

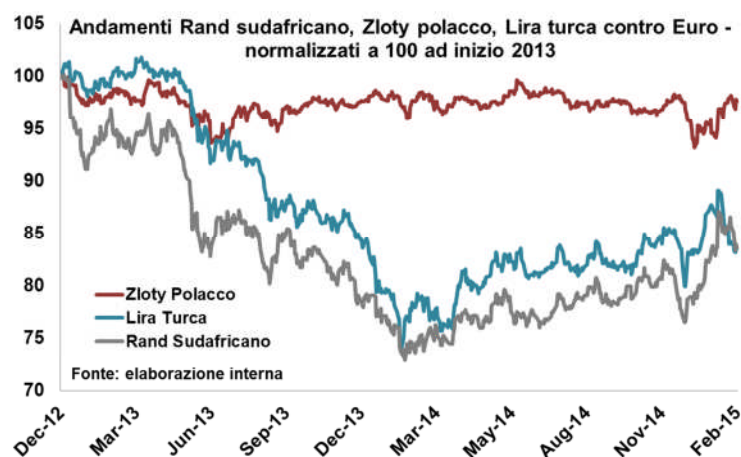
**Il peso messicano rappresenta, nel medio periodo, una delle divise dei paesi emergenti di maggior interesse.** Tuttavia nel breve periodo, nonostante le valutazioni favorevoli ed il benigno contesto economico, la divisa resta sotto pressione per la debolezza del petrolio e la generale forza del dollaro verso l'universo delle divise emergenti. Inoltre, il quadro tecnico, ancora caratterizzato da una prevalenza di posizioni lunghe, non aiuta una rapida ripresa.

**Per il real brasiliano le prospettive sono piuttosto incerte.** La politica monetaria e fiscale, con ogni probabilità, saranno restrittive e la debolezza del cambio rappresenta l'unica leva spendibile per rivitalizzare la crescita. I problemi di competitività del sistema brasiliano, generati in anni di indolenza sul fronte delle riforme, sono infatti una delle cause della stagnazione. È molto improbabile, conseguentemente, che le autorità finanziarie siano disposte, al momento, a tollerare un cambio più forte. Alla luce di tali considerazioni è preferito un **approccio cauto**.



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

La **lira turca** ha recentemente sofferto per il rischio percepito di una politica monetaria troppo accomodante rispetto a quanto il paese possa permettersi secondo gli investitori, visto anche il passato recente di elevata inflazione. Tale preoccupazione è stata inoltre accentuata dalle dichiarazioni di vari rappresentanti di governo, che hanno apertamente criticato l'operato della banca centrale, criticandone l'eccessiva prudenza nel tagliare i tassi. Il contesto politico rappresenta un ulteriore elemento di incertezza. Nonostante le incoraggianti prospettive economiche e le interessanti valutazioni preferiamo un **approccio neutrale**.



Per il **rand sudafricano**, i fondamentali del paese rimangono strutturalmente problematici, a causa della lenta ripresa economica e dell'eccessiva dipendenza dai flussi di capitali esteri. Tuttavia, il contesto attuale potrebbe, nel breve termine, favorire il cambio: prezzo contenuto del petrolio, tassi globali bassi e disinflazione sono tutti aspetti favorevoli; le interessanti valutazioni ed un posizionamento ancora corto degli operatori sono ulteriori fattori che giustificano un **approccio più costruttivo** sulla **divisa sudafricana**.

**Per quanto concerne lo zloty polacco, il quadro rimane** positivo nel medio periodo. L'atteggiamento di neutralità della banca centrale rispetto a quello molto più accomodante della BCE favorisce la divisa locale; tuttavia **le recenti dinamiche deflative dovrebbero scoraggiare un eccessivo apprezzamento**.

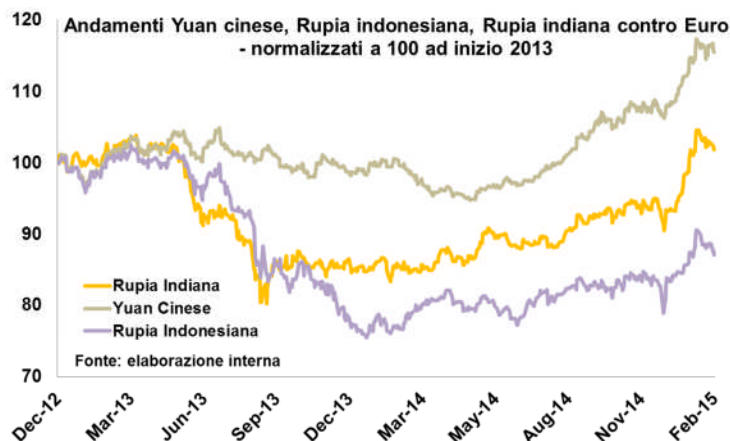
Il **rublo** sembra aver temporaneamente trovato un livello di supporto, dopo mesi di violento deprezzamento. La banca centrale ha recentemente iniziato un ciclo di tagli di tassi di interesse, facendo intendere la volontà di non avere più l'inflazione come obiettivo primario. È difficile immaginare una sostenuta ripresa del cambio senza un recupero del prezzo del petrolio ed una riduzione delle sanzioni imposte dall'Europa e dalla America. Un **approccio cauto** rimane preferito.

## Divise asiatiche

Per lo yuan cinese le prospettive rimangono stabili ma con una crescente probabilità di indebolimento. I flussi di capitali in uscita rimangono elevati e la forza del dollaro, rispetto alle divise asiatiche, comporta un problema di competitività per la divisa cinese. Ci aspettiamo una politica fiscale più restrittiva rispetto agli anni precedenti; un eventuale rallentamento della crescita sotto i target previsti potrebbe essere gestito con una politica monetaria più accomodante ed un cambio più flessibile e più debole.

In India **rimaniamo costruttivi sulla rupia**.

L'elevato rendimento implicito, unito alle buone prospettive economiche innescate dalle politiche del governo, dovrebbero garantire un sostegno stabile per il cambio, che rappresenta ancora una delle storie più virtuose nella regione.



Elaborazione del **team Gestione Mercati Obbligazionari e Divise** di Fideuram Asset Management Ireland.

Documento a cura del team Comunicazione e Supporto Commerciale di Fideuram Investimenti SGR.

Per ogni richiesta di informazioni si prega di contattare il team **Comunicazione e Supporto Commerciale**

**e-mail: [FIComunicazione@fideuramsgr.it](mailto:FIComunicazione@fideuramsgr.it)**

**Fideuram Investimenti SGR**

Il presente documento è uno strumento di supporto ad uso esclusivo dei Private Banker di Banca Fideuram S.p.A. e di Sanpaolo Invest SIM S.p.A. e non può essere consegnato alla clientela. Esso 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.