

Aggiornamento sui mercati valutari

Diversificazione valutaria e Banche Centrali

Le economie globali sembrano dare dei segnali di crescita molto incoraggianti e, per la prima volta nell'ultimo decennio, gli indicatori macroeconomici delle quattro aree principali (Stati Uniti, Europa, Giappone ed paesi emergenti) puntano nella stessa direzione, rendendo possibile uno scenario di crescita soddisfacente caratterizzata da inflazione sotto controllo. Sebbene la normalizzazione delle politiche monetarie crei una certa apprensione nella comunità degli investitori, è ragionevole aspettarsi un atteggiamento cauto da parte delle Banche Centrali onde evitare effetti macroeconomici indesiderati.

L'euro continua il suo rafforzamento facilitato da dati europei forti, da flussi d'investimento che si stanno lentamente spostando dagli Stati Uniti all'Europa e dal perdurare dello stallo dell'amministrazione americana. Una eccessiva forza dell'euro potrebbe complicare il lavoro del presidente della Banca Centrale Europea (BCE), Mario Draghi, a causa delle forze disinflazionistiche intrinseche nel rafforzamento della divisa; tuttavia, il temporaneo recupero del prezzo del petrolio dovrebbe parzialmente mitigare gli effetti sui prezzi al consumo.

Gli investitori rimangono preoccupati dei possibili effetti negativi sui paesi emergenti causati dal rialzo dei tassi nelle economie sviluppate. Confermiamo che un rialzo repentino dei rendimenti dei titoli obbligazionari americani è, storicamente, associato a periodi di debolezza delle divise emergenti, tuttavia vogliamo sottolineare due differenze fondamentali con il passato:

- 1) Il polo più forte di normalizzazione delle politiche monetarie è l'Europa, non gli Stati Uniti, e le sorti dei mercati emergenti sono meno correlate ai rendimenti del continente europeo;
- 2) La forza intrinseca dell'euro dovrebbe tenere sotto pressione il dollaro, evitando un brusco peggioramento delle dinamiche del debito emesso dai paesi emergenti nella divisa americana

I rendimenti dei titoli di stato e la forza relativa del dollaro statunitensi rappresentano due fattori chiave delle condizioni di finanziamento delle economie emergenti. La combinazione di inflazione globale sotto controllo e debolezza strutturale del dollaro dovrebbe continuare a supportare sia le economie sia le divise dei paesi emergenti. In aggiunta, la necessità di maggiore diversificazione di portafoglio associata ad un potenziale di rendimento più attraente sembra puntare ad un consistente afflusso di risparmio nel segmento emergente.



Riconosciamo che bassa inflazione potrebbe degenerare in deflazione, ma consideriamo questo rischio molto ridotto e ci focalizziamo sul fatto che un livello di crescita sostenuto accompagnato da bassa inflazione dovrebbe allungare la longevità del corrente ciclo economico, favorendo investimenti finanziari meno difensivi. **Confermiamo la nostra preferenza per portafogli valutari diversificati con crescenti esposizioni alle divise emergenti.**

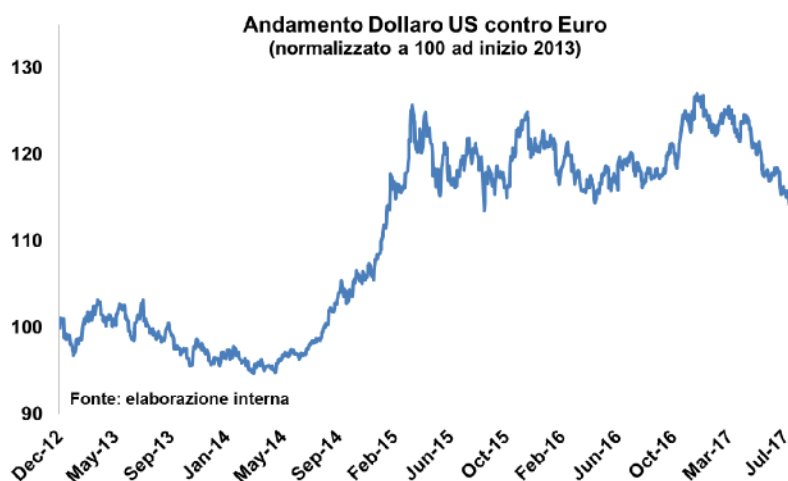
Opportunità d'investimento: nel comparto delle divise dei paesi sviluppati riteniamo che il dollaro statunitense rimarrà debole, mentre **l'euro dovrebbe dimostrare una forza relativa.** Data la forza dell'euro, probabilmente solo l'area scandinava riuscirà ad avere andamenti soddisfacenti, nelle prossime settimane.

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 introduciamo un elemento di **cautela sul real brasiliano e rublo russo.**

Dollaro USA

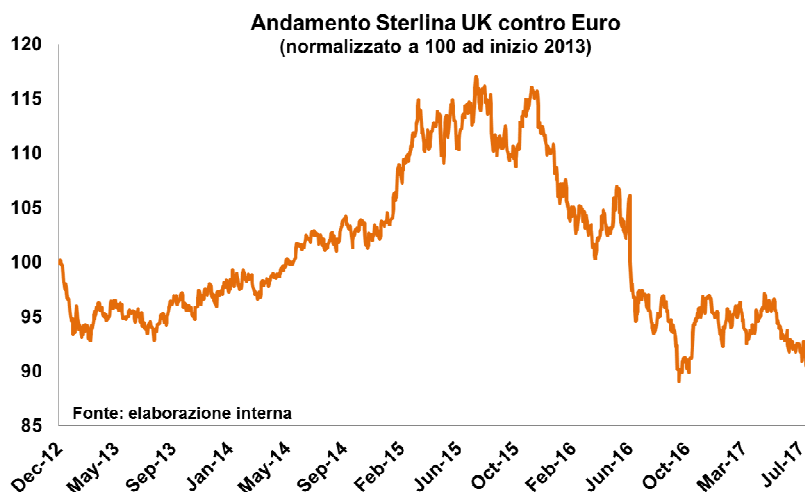
Il **dollaro** statunitense continua a soffrire a causa di una situazione politica poco chiara. Sebbene i dati macroeconomici rimangano incoraggianti, continuano a deludere sia rispetto alle aspettative sia in confronto alla controparte europea. Dati macroeconomici migliori nel continente europeo, l'inizio di una normalizzazione della politica monetaria da parte della Banca Centrale Europea ed il fatto che gli investitori internazionali rimangono sotto esposti al complesso europeo, dovrebbe continuare ad alimentare le recenti forze di rafforzamento dell'euro verso il dollaro; più in generale, l'incertezza politica introdotta dall'amministrazione

Trump dovrebbe continuare a pesare sul dollaro contro la maggior parte delle divise. Confermiamo una **posizione cauta.**



Sterlina Britannica

La sterlina britannica sembra essere destinata a rimanere sotto pressione a causa delle incertezze relative alla Brexit. Nonostante le negoziazioni relative al divorzio dall'Unione Europea restino ancora piene di pericoli, l'andamento della sterlina è rimasto relativamente stabile, soprattutto grazie all'atteggiamento vigile della Banca Centrale. Anche se gli investitori hanno scontato una certa probabilità di un rialzo dei tassi a supporto della sterlina, tale scenario ci sembra improbabile. Pertanto, rimaniamo molto cauti sulla sterlina nel breve termine, è, comunque, importante monitorare molto attentamente le negoziazioni; infatti, un ulteriore ammorbidimento delle posizioni da parte del governo britannico potrebbe implicare un recupero della divisa.



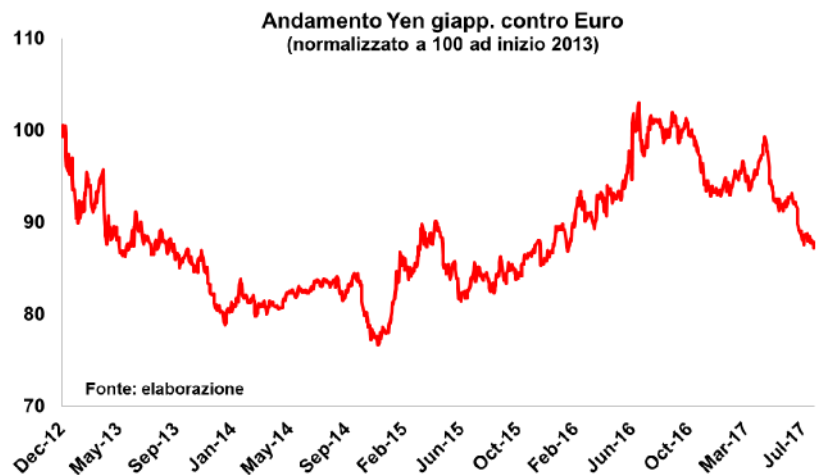
Franco Svizzero

Il Franco svizzero ha mostrato un andamento deludente, particolarmente rispetto all'euro. Un andamento divergente delle politiche monetarie – la BCE più incline a schiacciare il freno monetario – ed un andamento poco favorevole in termini di flussi di capitale sembrano essere le cause principali. La Banca Centrale ha confermato la volontà di contenere lo strutturale rafforzamento della divisa e sembra favorire il recente indebolimento. Siamo **cauti sul franco svizzero**.



Yen Giapponese

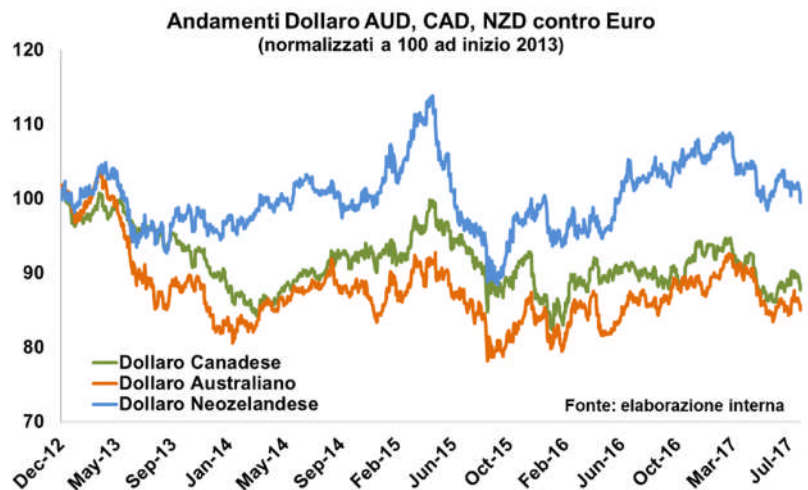
La Banca Centrale del Giappone ha prolungato, per la sesta volta dall'inizio delle politiche monetarie espansive, l'azione di stimolo nella speranza di generare pressioni inflattive soddisfacenti. Questo ha causato una debolezza della divisa che ha subito particolarmente contro euro. Politiche monetarie divergenti – la banca del Giappone ancora in piena azione di stimolo contro una Fed e una BCE pronte a tirare il freno monetario – ed una sostenuta propensione al rischio da parte degli investitori dovrebbe indebolire la divisa. Assumiamo una **posizione di cautela nello Yen giapponese**.



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

Le divise dei paesi del blocco hanno dato segni di rafforzamento nelle ultime settimane, beneficiando del recupero dei prezzi delle materie prime. Il dato del prodotto interno lordo del Canada ha sorpreso positivamente e unendo questo fatto ad un prezzo del petrolio più alto ed una politica monetaria maggiormente restrittiva, assumiamo una **posizione costruttiva sul dollaro canadese**. Per quanto riguarda l'Australia, si nota che la Banca Centrale ha fatto una interessante osservazione sull'impatto negativo sull'economia causato da una divisa forte,

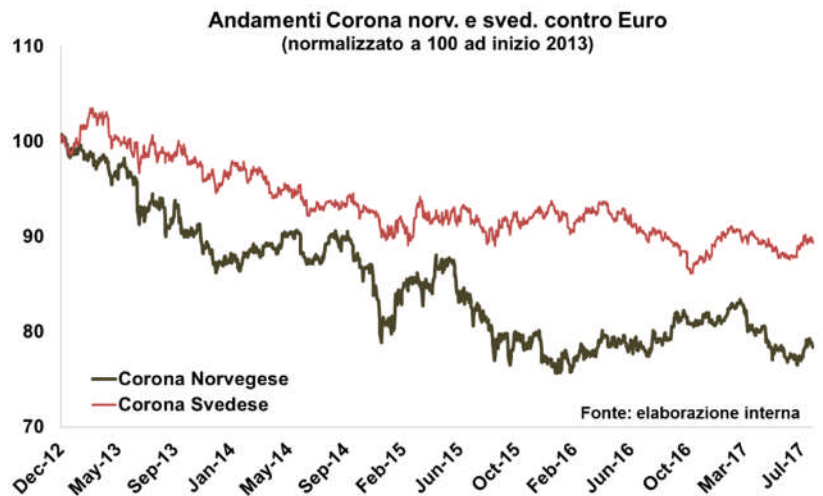
mentre la Banca Centrale neozelandese molto probabilmente non ha apprezzato la debolezza dell'ultimo dato sui prezzi al consumo. È probabile il persistere di politiche monetarie accomodanti, pertanto, **rimaniamo cauti sui dollari sia australiano sia neozelandese**.



Divise dell'area scandinava (Corona Svedese e Norvegese)

La crescita in Svezia ha dato un forte segnale di accelerazione nel secondo trimestre (Prodotto Interno Lordo del 1.7% verso una attesa del 0.9%) portando le stime al 4% su base annua. Anche se il motore economico sembra molto forte, la Banca Centrale ha continuato a preferire politiche monetarie estremamente accomodanti, mirando alla creazione di una inflazione sostenuta. Una possibile ribilanciamento della politica monetaria dovrebbe dare forza alla divisa. Abbiamo un **approccio positivo sulla corona svedese**. Per

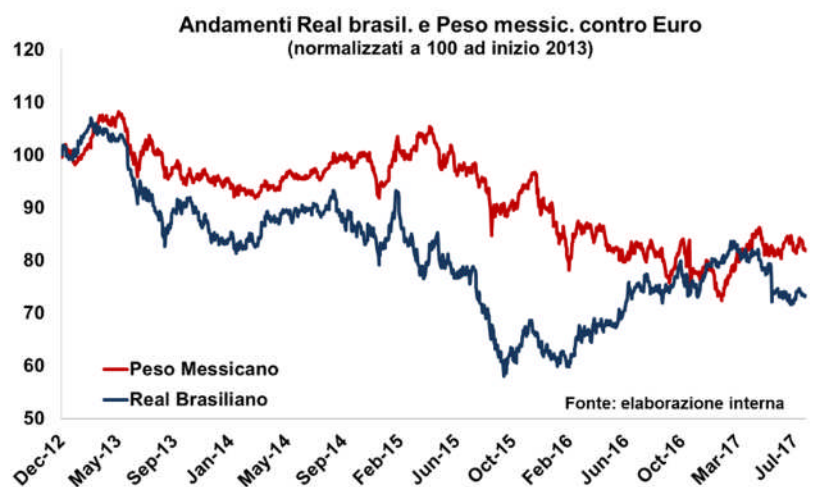
quanto riguarda la controparte norvegese, si sottolinea la forte influenza del prezzo del petrolio. Una conferma del recente recupero del prezzo dell'oro nero ci porta ad avere una **posizione positiva nella corona norvegese**.



Divise dell'America Latina

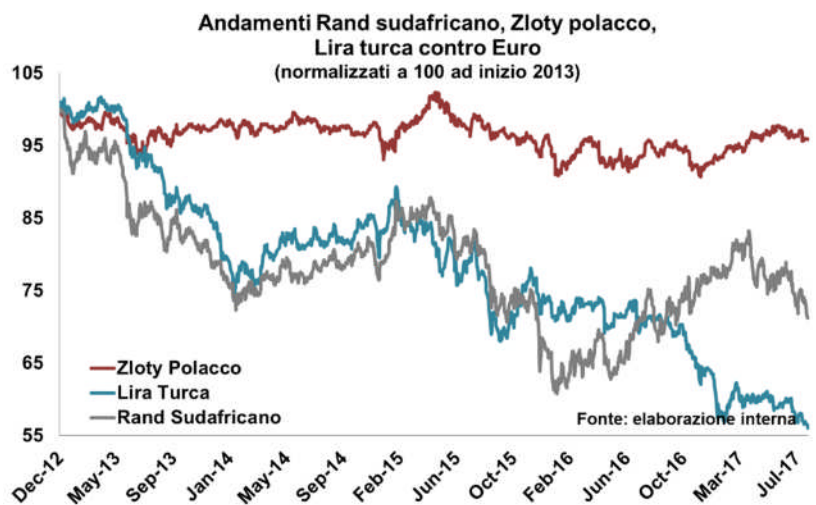
Il **Real brasiliano** offre rendimenti sia reali sia nominali molto elevati e le tendenze disinflattive sembrano puntare ad un buon andamento del mercato obbligazionario in divisa locale. La crescita economica, sebbene in ripresa, appare ancora anemica e ciò richiederà la continuazione della recente politica monetaria accomodante. Nonostante la situazione politica rimanga complessa, a causa del coinvolgimento del presidente Tamer in possibili situazione di corruzione, il processo di riforme sembra non aver perso la forza progressista. Riteniamo la divisa sempre meno attraente sia in termini assoluti che relativi (ad esempio, rispetto al Peso messicano) e manteniamo una **posizione cauta**.

Il **Peso messicano** ha recuperato gran parte delle perdite causate dalla campagna elettorale di Trump, ma continua a rappresentare una opportunità d'investimento molto interessante. La crescita economica risente parzialmente degli effetti negativi della politica monetaria restrittiva che è stata necessaria per tenere la divisa stabile negli ultimi mesi. Le pressioni inflattive sembrano destinate a dare segni di miglioramento, dato il recente rafforzamento della divisa, mettendo la Banca Centrale in posizione di attesa e, possibilmente, aprendo la porta a futuri tagli dei tassi ufficiali. Rimaniamo **strutturalmente positivi** sulla divisa.



Divise dell'Europa Centrale, Medio Oriente ed Africa

La **Lira turca** rimane volatile a causa dell'incertezza che si è spostata dalla politica interna alla geopolitica in medio oriente. La situazione macroeconomica rimane critica in quanto la crescita pare essere soprattutto basata sull'aumento del credito. Comunque è doveroso evidenziare una certa ripresa dell'attività economica. Una divisa più stabile, unita alla debolezza del prezzo del petrolio, permetterebbe una lenta ma costante riduzione delle pressioni inflattive, creando i presupposti per una politica monetaria più favorevole alla crescita. Manteniamo un **approccio positivo**.



Il **Rand sudafricano** ha sofferto di un andamento economico debole che sembra evidenziare il rischio di una crescita inferiore alle aspettative nel 2017 e 2018. La debolezza del prezzo delle materie prime rappresenta un ulteriore rischio da monitorare. Dal lato dell'inflazione rimane confermata la tendenza al miglioramento con livello assoluto ben al di sotto della soglia massima della banda accettata dalla Banca Centrale; ciò dovrebbe tenere, a nostro avviso, la porta aperta ad ulteriori tagli dei tassi. Alla luce di quanto sopra e, soprattutto, del recente inasprimento della situazione politica manteniamo una **posizione negativa**. In termini relativi si preferisce la lira turca.

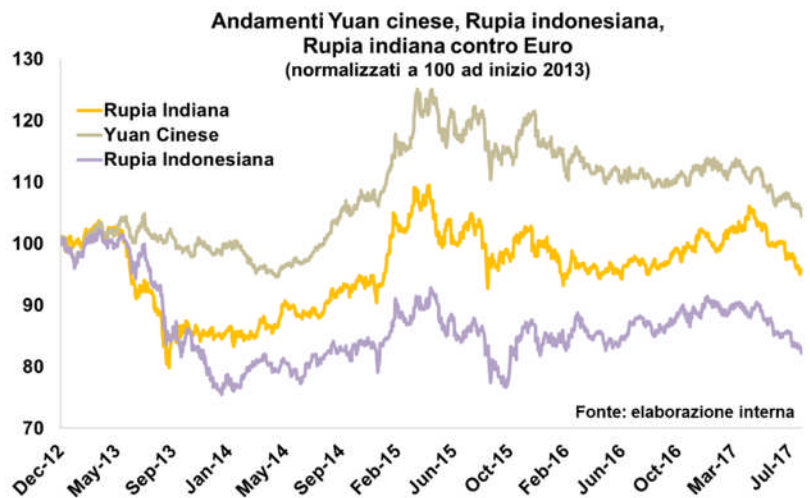
Lo **Zloty polacco** continua a beneficiare di una situazione macroeconomica molto solida sebbene la situazione politica sembri creare incertezza a riguardo delle relazioni pan-europee. La crescita economica rimane forte grazie al collegamento con il motore economico europeo e ad una spinta costante della domanda interna polacca, sia del consumo che degli investimenti. Nonostante il mercato del lavoro sia molto forte, la pressione salariale rimane contenuta e l'inflazione al consumo si attesta sulla parte bassa della fascia di riferimento della Banca Centrale. Le valutazioni attraenti e la combinazione di crescita solida con inflazione contenuta giustificano un **approccio positivo** sulla divisa in questione. Il reddito fisso polacco dovrebbe anche beneficiare dei flussi da parte di investitori non specializzati in paesi emergenti, dato che la Polonia è percepita come un paese a basso rischio.

Il **Rublo russo** ha sofferto della recente volatilità del prezzo del petrolio e, soprattutto, dell'inasprimento degli Stati Uniti verso la Russia che ha portato all'introduzione di nuove sanzioni. L'incertezza politica e la strutturale debolezza del prezzo del petrolio (debolezza causata da fonti alternative di energia e, soprattutto, dalle tecniche alternative di estrazione dello stesso) rendono il rublo soggetto ad un possibile indebolimento strutturale. Anche se le valutazioni sono migliorate grazie alla recente correzione delle quotazioni, preferiamo mantenere una **posizione cauta**.



Divise asiatiche

Il tessuto economico tradizionale della Cina, ovvero i settori legati alle materie prime ed all'esportazione dei beni di consumo, rimane sotto pressione a causa delle politiche restrittive mirate a ridurre l'eccesso di capacità produttiva accumulata nel corso degli decenni passati. Però, il nascente settore dei servizi sta continuando a dare forti segnali di forza, uniti al buon andamento del meno stabile settore immobiliare. La debolezza del dollaro statunitense e le politiche monetarie restrittive hanno causato un considerevole e, per certi



aspetti inatteso, rafforzamento della divisa. Nonostante posso apparire che ci siano meno fattori che puntino ad un indebolimento fuori controllo, manteniamo la nostra posizione **negativa sullo Yuan**. A nostro avviso, la divisa cinese è destinata a navigare acque più insidiose nell'ultima parte dell'anno, dopo congresso di partito quinquennale.

La **Rupia Indiana** rimane una opportunità d'investimento attraente, dato che la forza della economia reale è associata ad un andamento inflattivo molto contenuto (giugno appena sotto il 2%). Una importante riforma del sistema fiscale è stata appena tramutata in legge, confermando la lungimiranza della classe politica. Pertanto, la situazione politica e, soprattutto, macroeconomica rimane solida e l'atteggiamento vigile della Banca Centrale dovrebbe puntare ad una tendenza al rafforzamento della divisa. 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** sembra rimanere in una traiettoria macroeconomica molto incoraggiante con una crescita appena sopra il 5%, grazie alla spesa per investimenti ed esportazioni, e ad un'inflazione sotto controllo. La bilancia dei pagamenti ha confermato una forza intrinseca grazie alle esportazioni, anche se è probabile registrare una flessione quest'anno, rispetto all'avanzo del 2016. Nonostante l'andamento dei prezzi delle materie prime e la possibile volatilità dei tassi americani rappresentino un rischio, **rimaniamo positivi** sulla divisa indonesiana.

