

VALUTE, LA SFIDA È TRA BCE E FED

a cura della redazione

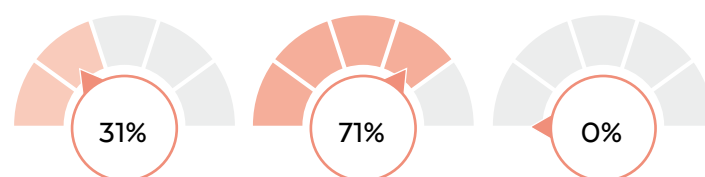
L'incertezza globale inciderà anche sul rapporto euro/dollaro, anche se i fattori da tenere in considerazione sono molti. Da una parte le banche centrali sembrano aver inaugurato una sorta di competizione non ufficiale per cercare di creare condizioni per indebolire le proprie valute e creare situazioni più favorevoli all'economia. Ma anche le tensioni internazionali e il continuo clima di surriscaldamento - raffreddamento da guerra commerciale rendono lo scenario di fondo alquanto instabile. Cosa prevedono quindi i gestori per le due monete? Secondo alcuni esperti l'euro si trova in una posizione di forza non solo nei confronti del dollaro, ma anche della sterlina. Ma ci sono buone prospettive anche per lo yen, attualmente sottovalutato, perché aiuterebbe a mitigare la volatilità.

AMBROSETTI ASSET MANAGEMENT SIM

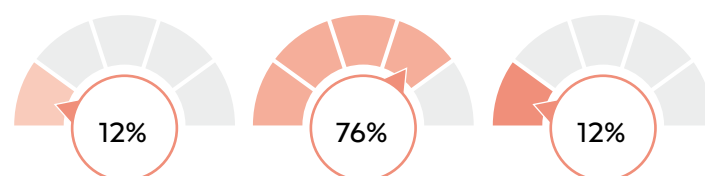
Il Vecchio Continente, nonostante il quadro generale di fondo rimanga stabile, sta vivendo, in questo periodo, un momento di maggior tensione dovuto in particolare a questioni di carattere meramente politico, quali gli strascichi dopo l'esito delle elezioni europee, le incertezze del "paese Italia" e la continua mancata risoluzione del tema Brexit. Tutti argomenti che stanno contribuendo a mantenere alta l'attenzione degli operatori sulle sorti delle principali borse. Le tensioni internazionali e il continuo clima di surriscaldamento - raffreddamento da guerra commerciale si aggiungono rendendo non semplice l'attività di allocazione nella prominente fase estiva. La naturale evoluzione di questa incertezza a livello globale non si sta scaricando tuttavia come molti si attendevano sui rapporti valutari. In generale, infatti, a livello di rapporti di cambio, ci troviamo in un regime che si sta dimostrando decisamente di bassa volatilità con le principali monete sostanzialmente in controllo e con i movimenti in atto che risultano dunque essere generalmente limitati se confrontati con le tipiche oscillazioni a cui i tassi di cambio ci hanno abituato nel corso degli anni. In particolare, l'euro, risulta essere, in questo frangente, in una condizione di forza nei confronti soprattutto della sterlina che, al momento, è la moneta più debole del sistema, mentre rispetto al dollaro la situazione ri-

sulta essere sostanzialmente stabile con la moneta unica che sta recuperando un po' di forza in più soprattutto dopo le recenti decisioni prese da parte delle rispettive banche centrali a livello di politica monetaria sui tassi.

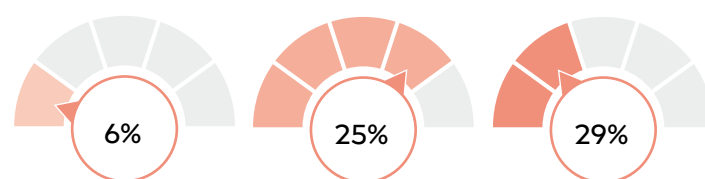
AZIONARIO ITALIA



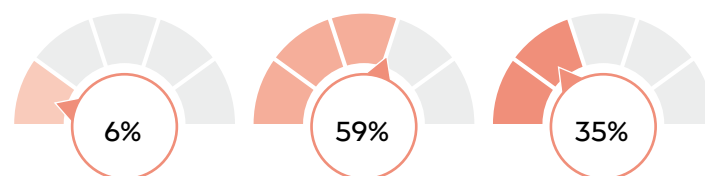
AZIONARIO EUROPA



AZIONARIO USA



AZIONARIO EMERGENTI



● Ribasso ● Stabile ● Rialzo

ANIMA HOLDING

Da oltre sei mesi l'eurodollaro è confinato in un range relativamente stretto e la volatilità è crollata ai minimi dal 2014. La drastica inversione di rotta della Fed, il posizionamento sbilanciato degli investitori (forte sovrappeso sul biglietto verde) e le valutazioni (marcata sopravvalutazione del dollaro) avrebbero giustificato un rafforzamento dell'euro, ma le incessanti delusioni sul fronte della crescita europea, i rischi derivanti dall'escalation delle tensioni commerciali (dazi sulle auto, rallentamento della crescita cinese) e le perduranti criticità sulla scena politica (Brexit, Italia) hanno pesato sulla divisa comune. Questa fase di assenza di direzionalità potrebbe protrarsi nel breve termine, ma nel medio-lungo termine ci aspettiamo che l'euro si rafforzi, complice la prospettiva di una BCE meno accomodante nell'era post-Draghi e il supporto dei fondamentali (gli ultimi dati sulla bilancia dei pagamenti hanno mostrato un surplus delle partite correnti robusto, deflussi di capitali in rallentamento e, per la prima volta dal 2014, un saldo positivo degli investimenti diretti degli esteri). Per quanto riguarda le altre divise, sviluppi politici difficilmente prevedibili condizioneranno l'andamento del rapporto di cambio fra euro e sterlina (Brexit), euro e franco svizzero/yen (rischio geopolitico).

CANDRIAM

Il ciclo economico globale è fragile ma i driver dell'attività economica nell'Eurozona e negli Stati Uniti mostrano capacità di recupero. Abbiamo di recente avuto la conferma che le banche centrali probabilmente torneranno ad assumere di concerto un ruolo di guida. Siamo ben consapevoli dei rischi politici, a livello globale (Trade war, prezzo del petrolio), e ancor più precisamente in Europa (Brexit, conti pubblici italiani, cambi di leadership nell'Ue e nella Bce).

Questi rischi non sono nuovi per noi, ma l'incertezza prolungata pesa sulla fiducia dei consumatori, in questo contesto, non ci aspettiamo grandi movimenti sui mercati valutari. Guardando al ciclo economico, il rallentamento nel ciclo di

LE DUE BANCHE CENTRALI TORNERANNO AD ASSUMERE UN RUOLO DI CONCERTO E DI GUIDA, GIOCANDO A RENDERE LA MONETA PIÙ DEBOLE PER FAVORIRE L'ECONOMIA.

crescita europea è iniziato alla fine del 2017 e sta iniziando a stabilizzarsi adesso. Vediamo a questo punto possibile un punto di svolta a favore della moneta unica europea rispetto al dollaro e alle altre principali valute.

Il rafforzamento dell'euro dipenderà dal vigore della ripresa congiunturale; una nuova flessione a seguito della materializzazione dei rischi su menzionati spingerebbe l'euro più in basso dei livelli attuali. Da un punto di vista tecnico, un percorso rialzista dell'euro ha preso forma per il supporto ricevuto all'inizio di questa primavera.

CASSA LOMBARDA

L'euro è moderatamente cheap contro il dollaro, per lo più expensive nei cross principali e misto contro emergenti. Anche l'evoluzione del differenziale dei tassi, prevista nell'ultimo scenario dovish delineato dalla banche centrali, dovrebbe teoricamente favorirlo, ma in uno scenario recessivo e di tensioni il dollaro sarebbe sostenuto dal suo status di valuta rifugio mentre l'euro sarebbe invece penalizzato dalle debolezze strutturali dell'Eurozona. Ciò limita gli spazi di apprezzamento per l'euro.



EURIZON

Il risultato pro-europeista delle elezioni europee può rappresentare un elemento di sostegno all'euro, ma il suo andamento rispetto al dollaro sarà influenzato più dalle decisioni di Fed e BCE che dalla politica europea.

Tanto la Fed quanto la BCE hanno recentemente espresso l'intenzione di adottare nuove misure accomodanti, l'impatto sul cambio dipenderà dall'intensità delle due manovre di allentamento. Se la Fed taglierà effettivamente i tassi di interesse in linea con quanto attualmente ipotizzato dai futures sui Fed Funds, ovvero 75/100 pb nei prossimi 12/ 8 mesi, questo tenderà ad indebolire il dollaro.

La BCE sembrerebbe avere minori margini di manovra, avendo tassi già negativi, ma le parole di Draghi espresse a Sintra sono sembrate un gioco d'anticipo rispetto alle mosse della Fed. Certamente la BCE è ben conscia dei rischi, al ribasso, che un euro forte potrebbe comportare tanto per la crescita quanto per l'inflazione. È quindi probabile che, a fronte di una Fed accomodante, anche la BCE adotterà nuove misure di stimolo, eventualmente di tipo non convenzionale.

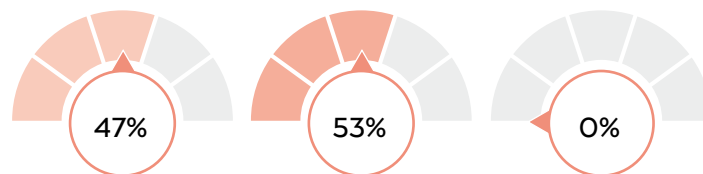
JP MORGAN AM

Le elezioni del parlamento europeo si sono dimostrate più favorevoli delle attese e l'esito ha depotenziato i rischi politici. Infatti la temuta ascesa di partiti euroscettici o populistici o sovranisti c'è stata ma è stata minore delle attese. Per contro i partiti tradizionali come EPP, S&P e ALDE che include anche il partito di Macron, La République en Marche, tradizionalmente europeisti continuano a detenere la maggioranza. L'Europa continua ad essere un progetto convincente e non si sono troppe spinte euroscettiche. Al momento si sta decidendo la spartizione delle posizioni apicali delle varie istituzioni europee e la maggiore preoccupazione riguarda chi sostituirà Draghi alla BCE. Nel frattempo la BCE stessa ha rafforzato la forward guidance dicendo ai mercati che un nuovo round dei tagli tassi o di allentamento quantitativo non va escluso. Tuttavia abbiamo visto che anche la FED ha ancora cambiato tono diventando ancora più espansiva e aprendo la strada a un prossimo imminente taglio dei tassi che potrebbe arrivare a luglio. Le banche centrali sembrano aver inaugurato una sorta di competizione non ufficiale per cercare di creare condizioni per indebolire le proprie valute e creare situazioni più favorevoli all'economia. Alcune banche centrali del mondo emergente hanno cominciato a varare tagli dei tassi e si aspettano minore tensione dal fronte dollaro. Prevediamo che il dollaro possa mostrare un trend di debolezza verso l'euro a seguito delle nuove attese di taglio dei tassi. Tuttavia la maggiore crescita in USA rispetto a Europa potrebbe limitare questo andamento. Anche verso le valute emergenti il dollaro potrebbe mostrarsi più benigno, limitando gli effetti negativi di un dollaro forte sulle principali classi del mondo emergente.

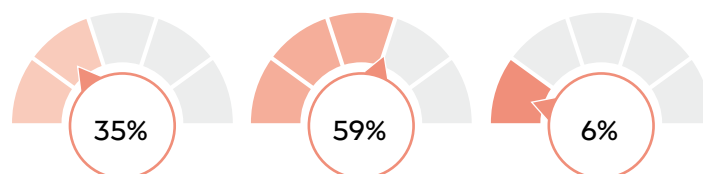
LA FRANÇAISE AM

Al momento abbiamo una view costruttiva sul rapporto euro/dollaro. L'euro è sottovalutato rispetto al dollaro, il modello fair

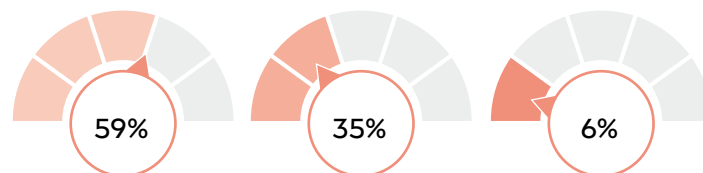
OBBLIGAZIONARIO ITALIA



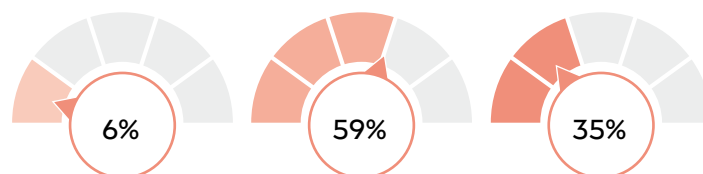
OBBLIGAZIONARIO EUROPA



OBBLIGAZIONARIO USA



OBBLIGAZIONARIO EMERGENTI



● Ribasso ● Stabile ● Rialzo

value sul lungo termine aggiustato all'inflazione è prossimo al livello 1,27. Inoltre, l'Eurozona ha un surplus delle partite correnti molto elevato, del 2,77% del PIL, mentre gli Stati Uniti hanno un deficit del 2,41%. Ciò significa che al netto di ogni speculazione, ogni giorno gli investitori comprano euro piuttosto che dollari. Come se non bastasse, gli investitori hanno posizioni future lunghe pari a 12,5 miliardi di dollari contro l'euro. Si tratta di posizioni per lo più a breve e medio termine e ad un certo punto verranno abbandonate, spingendo l'euro ancora più in su. Anche la stagionalità rappresenta una caratteristica positiva, con il rapporto euro/dollaro in crescita in media dello 0,52% a giugno e dello 0,31% a luglio. Ciò detto, il carry negativo per chi detiene posizioni short euro/dollaro è elevato (oggi 2,7%) e rende questa posizione piuttosto costosa da mantenere. In breve, siamo rialzisti sull'euro/dollaro e ci sentiamo più sicuri poiché il cambio ha retto molto bene anche dopo l'annuncio che Draghi ha fatto, a Sintra, di un nuovo allentamento della politica monetaria. Confrontandoci con altre valute, la situazione è meno chiara. Abbiamo una leggera preferenza per lo yen poiché la divisa è anch'essa sottovalutata e tende ad apprezzarsi quando il sentiment di rischio

TRADE WAR, PREZZO DEL PETROLIO, BREXIT, CONTI PUBBLICI ITALIANI, CAMBI DI LEADERSHIP NELLA UE E ANCHE NELLA BANCA CENTRALE EUROPEA SONO TRA I RISCHI A LIVELLO GLOBALE ED EUROPEI CHE PESERANNO ANCHE...

si inasprisce. Questo aiuta il portafoglio a mitigare la volatilità. Le prospettive per la sterlina al momento sono molto confuse, a causa dell'avvicendamento del nuovo governo, un aumento del rischio di una hard Brexit e valutazioni che restano basse.

MEDIOBANCA SGR

Il 2019 è sempre più condizionato dall'evoluzione della "Trade War" e relativi impatti diretti ed indiretti sulla confidence degli operatori. Tuttavia, al crescere dei rischi abbiamo assistito ad una svolta dovish da parte delle banche centrali. Così, sulla sponda statunitense dell'Atlantico da una aspettativa di 3 ulteriori rialzi dei tassi nel corso del 2019, il mercato si è già riposizionato arrivando a prezzare 2 tagli della Fed, mentre in Europa una BCE

accomodante ha modificato la forward guidance, annunciato nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine e rassicurato i mercati sulle sue intenzioni future, anche grazie a pressioni inflattive praticamente assenti. Se da un lato quindi la fine della "normalizzazione" dei tassi negli USA si pone come elemento di debolezza per il dollaro, dall'altro la generale perdita di momentum della crescita globale e le difficoltà specifiche europee impongono anche alla BCE ed alle altre autorità monetarie di seguire il nuovo corso. La maggior rapidità di reazione della Fed potrebbe enfatizzare fasi di debolezza dell'USD e rafforzamento dell'EUR ma nel medio lungo termine ed in assenza di soluzioni strutturali in Europa, la minor forza economica dovrà riflettersi anche sul rapporto di cambio della moneta unica.

NN INVESTMENT PARTNERS

Nel complesso, non ci aspettiamo grandi movimenti nel tasso di cambio euro/dollaro. Tuttalpiù si potrebbe deprezzare un po' dato l'inaspettato spostamento espresso a Sintra, nella direzione di una politica monetaria più espansiva da parte della BCE. Draghi ha sottolineato che gli strumenti monetari non sono finiti e che la BCE è disposta ad agire se il contesto non migliora. Con anche la Fed che probabilmente manterrà un atteggiamento espansivo, è improbabile che l'orientamento di politica monetaria si sposti di molto. L'euro potrebbe rafforzarsi rispetto alla sterlina, soprattutto se dovesse aumentare la probabilità di una hard Brexit o nel caso in cui fossero indette nuove elezioni nel Regno Unito, che potrebbero portare ad un governo a guida Labour. Nel complesso, l'incertezza macroeconomica e politica rimane elevata, con il rischio maggiore per l'outlook rappresentato da una escalation della guerra commerciale. La politica monetaria e fiscale cercherà di limitare le ripercussioni negative sull'economia reale. Si tratta di un equilibrio che può durare per un certo periodo di tempo, anche se per molti investitori è un equilibrio indesiderato. Questo



sembra essere un contesto in cui la ricerca del rendimento rimane il tema generale dell'investimento.

PRAMERICA SGR

Il fenomeno da cui partire nella nostra analisi è la compressione del cambio euro/dollaro che si è verificata tra aprile e agosto 2018, che interpretiamo come riequilibrio di tutta la fase di indebolimento del Dollaro USA iniziata nei primi mesi del 2016 (da 1,05 a 1,255). Da quel momento in poi abbiamo vissuto in un mercato laterale, in cui il cambio ha scontato moltissimi fattori positivi a favore del dollaro: divergenze di politica monetaria, tensioni politiche e Trade war, delusioni sul PIL dell' Area Euro. In questo contesto, l'incomprimibilità del cambio al di sotto dell'area 1,11/1,12 porta a considerare un'imminente inversione della price-action che apre la porta a una nuova fase di indebolimento del dollaro e di risalita dell'euro per i mesi a venire. Le motivazioni oggettive di peggioramento del deficit commerciale USA rispetto a quello europeo costituiranno invece l'ossatura di tenuta del nuovo trend verso 1,25.

Coerentemente, assisteremo a un coinvolgimento anche delle altre principali valute nella stessa direzione, in quanto l'euro attraversa un periodo di ipervenduto che ha bisogno di essere riequilibrato: il che ci porterà a cambi EUR/GBP, EUR/JPY ed EUR/CHF più alti dei livelli attuali.

UNION BANCAIRE PRIVÉE

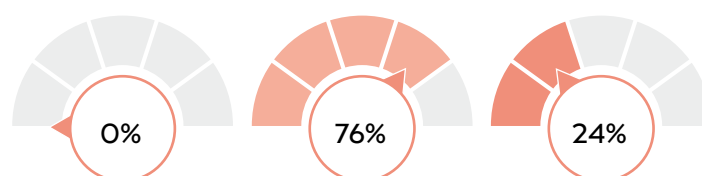
Prevediamo che il cambio euro/dollaro si innalzerà nel resto dell'anno, a causa del rallentamento della crescita negli Stati Uniti e dei potenziali tagli dei tassi del FOMC. Il movimento verso l'alto dell'euro/dollaro sarà una conseguenza della debolezza del dollaro piuttosto che dell'apprezzamento dell'euro. In effetti, ci aspettiamo un deprezzamento della valuta statunitense ponderato per gli scambi commerciali di ampia portata. Vi è il rischio che l'euro possa indebolirsi brevemente se la BCE dovesse ridurre nuovamente i tassi dei depositi, ma i tassi negativi sui depositi hanno solo un effetto un tantum sulle valute attraverso decisioni di allocazione del portafoglio. Anche questo effetto sarà limitato, in quanto i costi di copertura per le posizioni a reddito fisso statunitensi sono ora superiori ai rendimenti obbligazionari decennali USA, il che significa che gli investitori non statunitensi hanno poche ragioni per acquistare posizioni nell'obbligazionario USA coperte in valuta estera.

WISDOMTREE

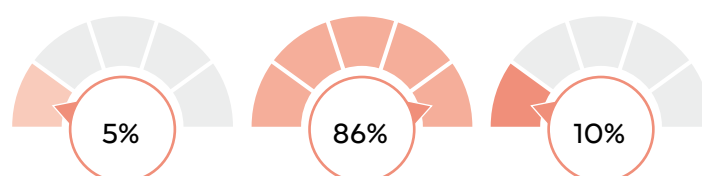
Il mercato è chiaramente molto focalizzato sull'eventualità di un qualsiasi annuncio positivo sul fronte del commercio. Forse, verso la fine di giugno 2019 durante la riunione del G20 in Giappone potrebbe succedere qualcosa in tal senso. Tuttavia, non riteniamo che ciò avverrà e, sul fronte del commercio, siamo quindi più

preparati alle tensioni attualmente in corso. Se così sarà, l'aspetto più difficile è che ciò che realmente causa è la volatilità. Ad esempio, la questione commerciale non è attualmente risolta, ma al momento della stesura di questo testo (28 giugno, ndr) l'indice S&P 500 sta premendo verso il livello 2900. Alla fine di maggio, il mercato ha percepito piuttosto negativamente tale situazione, ma fino a metà giugno le azioni statunitensi sono cresciute. È anche da notare che i mercati Fed Funds Futures prevedono, al momento della stesura del commento, una probabilità di quasi il 98% di un taglio dei tassi nel settembre 2019. Si tratta di un altro massiccio cambiamento rispetto all'anno scorso, che è molto importante per valutare le aspettative future. Se gli Stati Uniti rientrano in un programma di Quantitative Easing, si tratterebbe di un massiccio cambiamento per i mercati globali di tutti i tipi di asset.

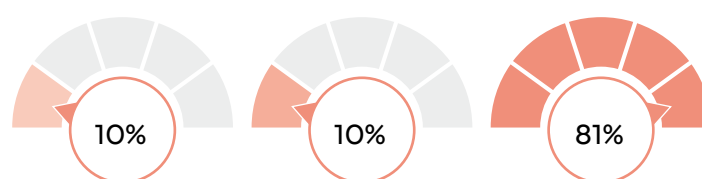
MATERIE PRIME



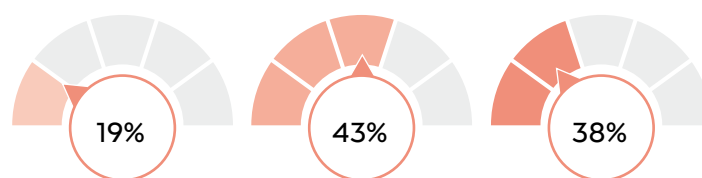
TASSI BCE



TASSI FED



CAMBIO EURO/DOLLARO



● Ribasso ● Stabile ● Rialzo

Fonte: dati raccolti dalla redazione di ADVISOR. Società partecipanti: Ambrosetti Asset Management, Amundi, Anima Holding, Candriam, Carmignac, Cassa Lombarda, ColumbiaThreadneedle, Edmond De Rothschild Asset Management, Eurizon, JP Morgan AM, La Française AM, Mediobanca SGR, NN Investment Partners, Pramerica SGR, Union Bancaire Privée, Vontobel, Wisdom Tree.

Legenda: in ogni categoria (ad esempio Azionario Italia) viene rappresentata la media dei sentiment espressi delle società partecipanti divisa nelle tre previsioni (ribasso, stabile e rialzo). Sondaggio chiuso il 28 giugno 2019.