



## Valute sotto osservazione



Non accade spesso che i movimenti sui mercati valutari attirino così grande attenzione come accaduto in queste ultime settimane. A tenere banco è l'eccessiva debolezza del dollaro che sta sollevando i timori di una possibile «guerra valutaria» in corso. Da inizio anno la moneta americana ha perso il 3% nei confronti dell'euro. Sui 12 mesi il calo è decisamente più ampio e arriva al 20%. Di riflesso, l'euro è arrivato a toccare picchi che l'hanno portato ai massimi degli ultimi tre anni (1,25 dollari).

Le ricadute pesano soprattutto sul commercio e sull'export. A preoccupare non c'è soltanto la debolezza del biglietto verde. Un altro motivo di timore è dato dal nuovo atteggiamento americano in materia di protezionismo. Si tratta di una strategia che è ancora difficile da decifrare, certo è che le misure proposte finora

dall'amministrazione Usa puntano più che altro a soddisfare le promesse fatte da Trump durante la campagna elettorale. Per ora le proposte formulate sono piuttosto deboli e poco incisive. Ben più ampio sarebbe, invece, l'effetto di una «guerra commerciale» vera e propria condotta contro la Cina o contro la Corea del Sud, così come una significativa revisione del Nafta, l'accordo nordamericano per il libero scambio tra Usa, Canada e Messico (North American Free Trade Agreement).

Il tema della «guerra commerciale» e quello della «guerra valutaria» sono in primo piano. In particolare, l'argomento del dollaro debole è stato ripreso ampiamente durante la riunione della Banca centrale europea (Bce) di fine gennaio, così come pure nel corso del World Economic Forum di Davos. Ad alimentare le paure di una «guerra valutaria» sono state le parole del segretario al Tesoro Usa, Steven Mnuchin, che a Davos si è espresso a favore di un biglietto verde più debole, spiegando che rappresenta un fattore positivo per il commercio americano. La reazione di Francoforte non si è fatta attendere. A stretto giro, il presidente della Bce, Mario Draghi, ha puntualizzato che il recente apprezzamento



dell'euro sul dollaro non riflette i patti concordati internazionalmente di non creare vantaggi attraverso le valute deboli. Quella di Draghi è stata una dichiarazione inusuale tanto che il New York Times l'ha definita come una «critica insolitamente dura». A poco sono servite le successive virate di Mnuchin e dello stesso presidente Donald Trump che hanno spiegato di essere stati fraintesi e di volere in realtà un dollaro più forte. Sui mercati il nervosismo rimane alto e a soffrirne sono le Borse. Anche perché un euro forte rischia di vanificare gli effetti della politica monetaria espansiva della Bce. Per ora le turbolenze dell'euro sono controbilanciate dalla solida ripresa economica in corso. Se però la moneta unica dovesse diventare ancora più cara, finirebbe con il pesare su una piena e stabile ripartenza.

**L'economia prosegue lungo un percorso ben definito di crescita**, ormai dato per assodato dalla gran parte degli investitori. Rispetto allo scorso mese non si segnalano novità di rilievo riguardo allo scenario macroeconomico da noi delineato. Osservato speciale è il tasso d'inflazione dell'area euro. I dati preliminari di gennaio vedono il saggio attestarsi all'1,3% annuo, dall'1,4% precedente. Il livello dei prezzi è ancora al di

sotto dell'obiettivo del 2% fissato dalla Bce. In presenza di segnali convincenti di una risalita dei prezzi, le Banche centrali potrebbero agire con più convinzione nel processo di normalizzazione della politica monetaria. Tre sono gli ambiti che risentirebbero maggiormente di questa nuova rotta: quello delle obbligazioni, il mercato dei cambi (con un apprezzamento delle valute oggetto di rialzi da parte delle rispettive Banche centrali) e, in parte, anche quello delle Borse (attraverso una contrazione dei multipli). In questo caso, l'effetto complessivo sugli indici azionari potrebbe però essere compensato dagli utili societari che sono attesi in crescita.

**Gli asset a maggior rischio**, come le azioni, hanno chiuso il periodo con solidi rialzi. A spingere sulla performance positiva è stato, ancora una volta, il contesto macroeconomico favorevole. Al trend ha contribuito anche il buon andamento degli utili aziendali, associato al beneficio apportato dalle politiche monetarie ancora accomodanti. **In evidenza si è messa la Borsa americana** che è stata favorita dall'avvio della nuova riforma fiscale voluta da Trump. Grazie alle nuove misure, adesso le attese di crescita degli utili aziendali Usa sono salite di cinque punti percentuali sul 2018, arrivando così a quota +20%.



I settori che hanno guidato la salita delle Borse sono stati quelli promossi nel corso del 2017, vale a dire i comparti della finanza, quelli dell'energia e quello della tecnologia. Le prospettive più interessanti arrivano dal comparto della finanza dopo l'archiviazione della pesante fase di ricapitalizzazioni e grazie ai margini che sono di nuovo in ripresa.

Nonostante il quadro di fondo sia positivo, in generale, per il mercato azionario è difficile prevedere performance ancora in linea con quelle registrate negli ultimi anni e nel corso del 2017.

**In Europa il mercato azionario** sembra perdere tonicità in termini fondamentali. A tenere alto il livello di performance non basta il sostegno che è in arrivo dai dati macroeconomici favorevoli. Né giovano gli annunci della Bce su una politica monetaria attenta e ancora favorevole. A pesare sull'andamento dei listini europei è soprattutto la parte dei Paesi dell'area euro, in particolare quella di Francia e Germania.

A livello settoriale non emergono temi da privilegiare. Rimane in primo piano il comparto dei titoli finanziari che nella generale perdita di tonicità, sembra offrire ancora promesse di performance più interessanti; condizione necessaria è che il differenziale di rendimento

tra tassi attivi e passivi per le banche si mantenga sui livelli attuali.

**In luce si è messo il mercato azionario del Giappone.** Le imprese del Paese sono di nuovo in crescita e, tra dicembre e gennaio, hanno comunicato un rialzo delle previsioni sugli utili. E' la revisione al rialzo più alta nel panorama globale. A contribuire di più allo slancio in corso sono i settori che pesano maggiormente sull'indice di Tokyo: dagli industriali, ai consumi direzionali. Si tratta di comparti che sono storicamente esposti all'andamento della valuta locale, lo yen, e ai numeri dell'export. Il buon andamento, messo a segno dall'azionario giapponese nell'ultimo periodo, è particolarmente rilevante anche perché è stato registrato in un momento di stabilità dell'economia del Paese, e addirittura in presenza di una rivalutazione dello yen.

**I mercati emergenti** hanno dimostrato di riuscire a offrire ottime performance. Il 2017 è stato, infatti, un anno d'oro per questo tipo di investimenti. A spingere sui rialzi è stata sia la ripresa degli utili aziendali, sia la componente valutaria. Tuttavia i titoli di alcuni settori dell'area hanno raggiunto valutazioni elevate e non sono più a buon mercato come accaduto per lungo tempo. Nel corso del mese di



gennaio, le banche cinesi hanno guidato la corsa dell'area emergente. Quello delle banche cinesi è uno dei settori che offre un premio al rischio che storicamente è tra i più elevati e che tuttora è trascurato dalla maggior parte degli investitori globali.

**Il mercato obbligazionario** rimane focalizzato sul progressivo rialzo dei tassi d'interesse che è in arrivo sia dalla Fed americana, sia dalla Bce europea. La riunione della Bce del 25 gennaio ha confermato questo percorso e ha ancora una volta sottolineato che sarà graduale. L'Eurotower ha anche posto la questione dell'incertezza creata dalla volatilità sui cambi. A preoccupare, come detto, è l'eccessiva debolezza del dollaro che si riflette in una forza preoccupante dell'euro. In questo senso sono stati smentiti i «dollar bulls», i teorici che vedevano nell'allargamento del differenziale dei tassi uno dei principali elementi a favore della valuta Usa. Il mercato non ha reagito alla solita maniera in presenza di uno scarto tra tassi Usa e tassi europei. Il movimento sia su dollaro/euro, sia su yen/dollaro è stato opposto a quello sul differenziale. A essere premiate sono state le valute dei Paesi le cui Banche centrali hanno in previsione di rivedere le proprie politiche monetarie («buy the exiters»).