

I 10 MOTIVI PER CUI IL DOLLARO RESTERÀ DEBOLE NEL 2018



Adrien Pichoud
Economist



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist



Michalis Ditsas
Investment Specialist Fixed Income

“Il dollaro statunitense continuerà a deprezzarsi nel 2018 e prevediamo che il tasso di cambio contro l’EUR arriverà a 1,30.”

SINTESI

Il dollaro statunitense, la valuta rifugio per eccellenza durante le fasi di volatilità, da tempo si scambia attorno ai minimi degli ultimi anni. Riteniamo che nel resto dell'anno potrebbe continuare a perdere quota e di seguito esponiamo i motivi alla base della nostra tesi.

Ci attendiamo che la parabola discendente del biglietto verde prosegua anche nella seconda parte dell'anno, toccando quota 1,30 contro l'EUR alla fine del 2018. Le basi su cui si fonda questa ipotesi sono le seguenti:

Il ciclo di inasprimento della Federal Reserve (Fed) è ormai già ampiamente scontato dai mercati, mentre al contrario la normalizzazione della politica monetaria da parte della Banca Centrale Europea (BCE), della Banca d'Inghilterra (BoE) e della Banca del Giappone (BoJ) è appena iniziata o deve ancora iniziare (i programmi di QE della BCE e della BoJ non si sono ancora conclusi!).

Il passaggio delle altre banche centrali a un ciclo di graduale aumento dei tassi d'interesse rivestirà un'importanza cruciale per i mercati dei cambi e renderà il dollaro relativamente meno attraente.

Visto il ciclo economico di Europa e Giappone in fase meno avanzata rispetto a quello degli Stati Uniti – nonché l'avanzo delle partite correnti pari al 3% del PIL in entrambi i paesi a fronte del doppio deficit americano (bilancia commerciale e budget federale) – i fondamentali economici segnalano un imminente rafforzamento dell'euro contro il dollaro seguito da una fase di apprezzamento dello yen.

L'avanzata di euro e yen contro il dollaro



Fonte: Bloomberg, SYZ Asset Management
Dati al 15 marzo 2018

Supponendo che la crescita sincronizzata globale e la normalizzazione delle politiche monetarie in Europa e Giappone proseguano, i flussi finanziari che negli ultimi anni hanno sostenuto il dollaro dovrebbero subire un'inversione di tendenza. I rendimenti negativi dei titoli di Stato decennali di Germania e Giappone hanno spinto gli investitori obbligazionari europei e giapponesi in cerca di rendimenti verso i Treasury statunitensi. Ora il costo delle coperture valutarie in EUR/USD e JPY/USD rende questa diversificazione molto meno interessante, anche perché i rendimenti dei Bund (e in futuro forse anche quelli dei JGB) sono ormai entrati in territorio positivo.

Le valutazioni dei mercati azionari europei e giapponesi sono meno elevate di quelle dei mercati statunitensi e il potenziale di crescita appare maggiore dato che le rispettive economie si trovano in una fase meno avanzata del ciclo.

L'annuncio di Donald Trump di nuovi dazi sulle importazioni di acciaio e alluminio rappresenta un ulteriore catalizzatore di questa tendenza, dato che la decisione sembra implicitamente tesa a indebolire il dollaro, accelerando di fatto dinamiche già esistenti. Per di più, la "riforma fiscale" americana prelude a un aumento dei deficit gemelli, un altro fattore con potenziali impatti negativi sul biglietto verde.

Pechino sta ostacolando un deprezzamento del renminbi in quanto teme di essere accusata di manipolazione dei cambi. D'altro canto, gli acquisti di Titoli del tesoro statunitensi da parte della Banca Popolare Cinese sono però scesi rispetto ai consueti livelli.

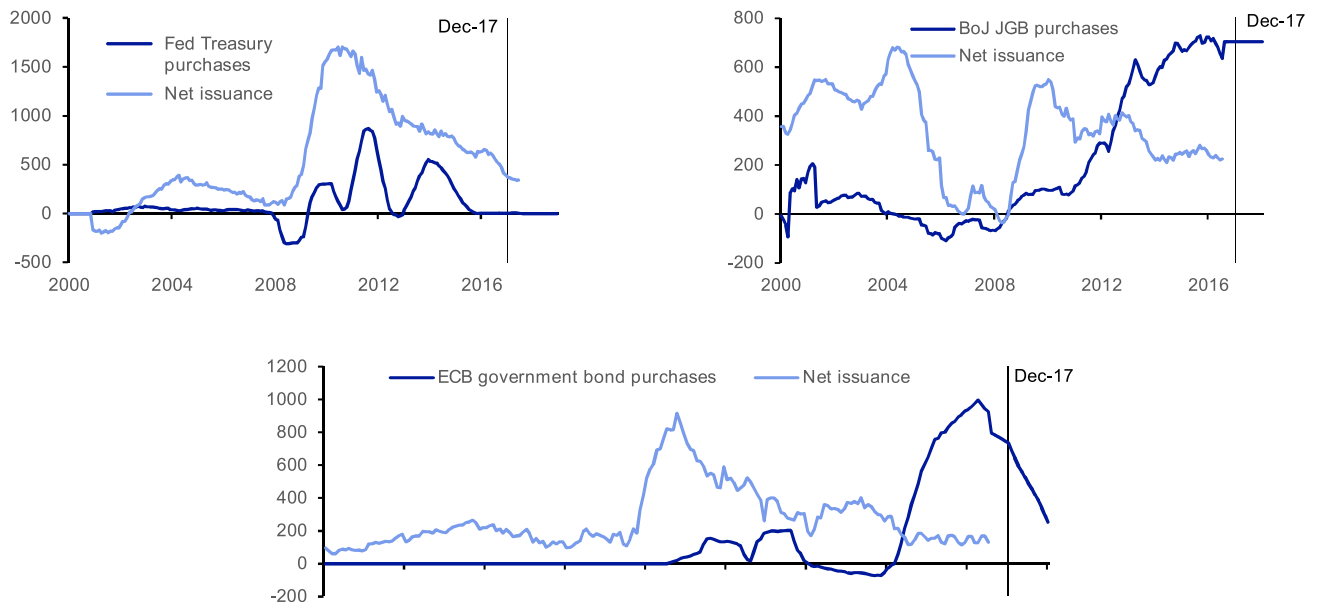
Gli acquisti di obbligazioni della BCE e della Banca del Giappone hanno superato le emissioni nette, mentre al contrario gli acquisti di Treasury della Fed non hanno mai superato l'emissione netta. Questa situazione aveva costretto gli investitori locali in obbligazioni governative, come ad esempio compagnie assicurative e fondi pensione, ad alzare l'esposizione ai titoli di Stato esteri, in sostanza i Treasury USA. Ne consegue che il ciclo di normalizzazione della BCE potrebbe esercitare pressioni al rialzo sui tassi europei, facendo apprezzare la moneta unica.

Il renminbi si rafforza contro il dollaro



Fonte: Bloomberg, SYZ Asset Management
Dati al 5 aprile 2018

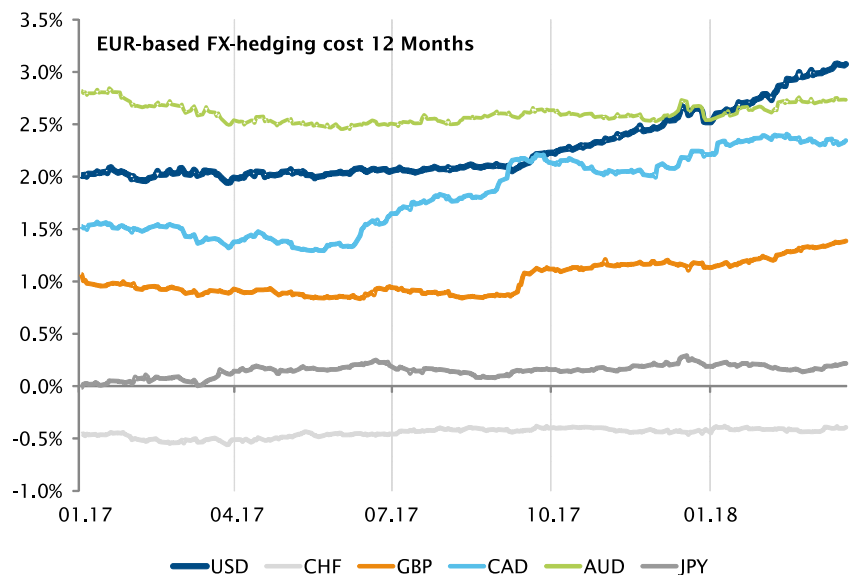
Le emissioni di Treasury sono sempre state superiori agli acquisti del programma di QE, ma le variazioni dei volumi erano sincronizzate. Gli acquisti del QE della BCE hanno nettamente superato le emissioni, ma nel 2018 il divario dovrebbe ridursi drasticamente...



Fonte: Deutsche Bank, Haver, Global Financial Data, Bloomberg, SYZ Asset Management
Dati al 31 dicembre 2017

Per finire, a causa del netto aumento dei costi di copertura contro il rischio di cambio del dollaro rispetto all'ultimo trimestre del 2017, oggi per gli operatori europei e giapponesi investire in Treasury è molto più costoso.

I costi di copertura salgono



Fonte: Bloomberg, SYZ Asset Management
Dati al 12 marzo 2018

Si fa presente che questo tipo di andamento mostra raramente una progressione "in linea retta" e che le fasi di correzione dopo movimenti rapidi e/o interventi di governi o banche centrali possono a volte alimentare rimbalzi di notevole entità. Tuttavia, per i motivi sopra illustrati riteniamo che il dollaro continuerà a perdere valore.