

VALUTE

Quelle divise così emergenti

Con uno scenario sfavorevole per i bond e incerto per l'azionario, l'asset class valutaria può aiutare a ottenere buoni rendimenti. Ecco come si stanno muovendo i gestori

di Fausto Tenini

La volatilità sta tornando ad affacciarsi in modo evidente sull'asset class azionaria, e il mondo dei bond internazionali rimane esposto a venti contrari, per via della tendenza di tassi e rendimenti al rialzo. Gli investitori sono quindi alla ricerca di **prodotti decorrelati** dalle precedenti dinamiche, in grado di offrire una vera fonte di diversificazione ai portafogli. Una possibilità è offerta dal mercato valutario, che sappiamo poter offrire notevoli potenzialità di guadagno giustamente bilanciate da una **rischiosità non contenuta**, a seconda dei sottostanti identificati. Se ad esempio una posizione lunga di dollari comporta una volatilità annua inferiore al 10%, scegliendo il real brasiliano il rischio viene triplicato.

L'anno del risveglio delle valute emergenti è stato senza dubbio il 2016, grazie all'inversione del petrolio, e la successiva **stabilizzazione dei cambi** dei Paesi emergenti ha portato a importanti movimenti in termini di flussi sui prodotti di investimento. Le valute continuano quindi a offrire alte oppor-

tunità e notevoli rischi, a differenza del mercato obbligazionario, in particolare area euro che ingloba solo rischi e non rendimenti. Per chi non è in grado di puntare sul fai da te, anche in Italia sono da tempo disponibili una serie di prodotti del risparmio gestito che permettono agli investitori non istituzionali di posizionare una parte del portafoglio su questa asset class. L'offerta è come sempre diversificata, con alcuni fondi che puntano al controllo della volatilità e altri, invece, molto più pepati che guardano principalmente ai rendimenti potenziali.

Alcuni gestori di fondi ci aiutano a identificare i fattori su cui stanno puntando per dare soddisfazioni nel corso del 2018. **Francesc Balcells**, gestore per i mercati emergenti di Pimco, vede ancora un contesto esterno reflazionario favorevole per i produttori di **materie prime**. «Fondamentalmente, e per la prima volta da anni, la maggior parte dei crediti dei mercati emergenti non presenta squilibri macroeconomici evidenti, i disavanzi di conto corrente sono lievi e i tassi di inflazione sono ai minimi da anni. Allo



Francesco Balcells,
gestore
per i mercati
emergenti
di Pimco

stesso tempo, le valutazioni a livello locale nei mercati emergenti continuano a essere interessanti, con **rendimenti in media del 5-6%** rispetto ai tassi di inflazione del 2-3%. Abbiamo una preferenza per le valute ad alto rendimento/alta qualità che appaiono a buon mercato nel nostro quadro di valutazione. In merito alle divise major, riteniamo che il **dollaro** si troverà ad affrontare i problemi di un deficit crescente dei conti correnti, a causa di un'espansione fiscale a fine ciclo, e che la normalizzazione della politica monetaria sia più avanzata negli Stati Uniti rispetto all'Eurozona o al Giappone. Ci aspetteremmo occasionali periodi di forza per il dollaro, guidati dal posizionamento e dalle comunicazioni della Fed».

sulle valute più vulnerabili all'andamento delle commodity. Un esempio calzante è quello del **Sudafrica** che potrebbe incorrere in un'altra revisione al ribasso del rating nonostante l'avvicendamento alla guida del Paese, con la conseguente eliminazione dall'indice Citi Wgbi. Il **peso messicano** rappresenta un'altra fonte di preoccupazione per via delle imminenti elezioni, delle negoziazioni sul Nafta e della modesta produzione industriale. Tuttavia, eventuali notizie positive potrebbero provocare un'inversione a sorpresa. La **Russia** è un'eccezione dato che i toni tuttora accomodanti potrebbero costituire un'opportunità per passare al sovrappeso sui tassi locali. Intravediamo opportunità sui mercati di frontiera off-benchmark come la **Nigeria**, in risalita da livelli molto bassi, e l'**Egitto**, che presenta rendimenti a due cifre, un deficit delle partite correnti in calo e un miglioramento della crescita.



Mary-Therese Barton, Head of Emerging Debt di Pictet Asset Management

crescita, bassa inflazione e segnali di ripresa dell'economia domestica tramite fattori come le vendite al dettaglio. Vi saranno pertanto sorprese positive». Balcells a sua volta dice di privilegiare le valute ad alto rendimento con fondamentali sani. «Il peso messicano ne è un buon esempio. È molto raro trovare un credito con rating single-A/tripla B come il Messico con **rendimenti nominali**

dell'8%, rendimenti reali ex-ante a più del 4% e una sana posizione di bilancia dei pagamenti. Questo è in parte spiegato dal Nafta

LE PRINCIPALI ECONOMIE DEI MERCATI EMERGENTI STANNO RIPRENDENDO SLANCIO

La correlazione storica mostra che questo contesto è favorevole sia per un **rally** delle monete locali sia per le obbligazioni. Preferiamo le monete dei Paesi con fondamentali in miglioramento, come il **ringgit malese** e il **real brasiliano**. Quest'ultimo ad esempio è caratterizzato da accelerazione della

e dai rischi legati alle elezioni (il Nafta sta venendo rinegoziato con pressioni da parte dell'amministrazione Trump e le elezioni presidenziali saranno a luglio), ma crediamo che questi rischi siano o sovrastimati o perlomeno il mercato paga gli investitori abbastanza bene per guidarli. Oltre al Messico, ci piacciono le valute meno tradizionali, come la **sterlina egiziana** o la **naira nigeriana**, che sono molto ben supportate dai programmi di stabilizzazione (nel quadro del Fondo monetario) ➤

Mary-Therese Barton, Head of Emerging Debt di Pictet Asset Management, preferisce mantenere un cauto sovrappeso sulle valute dei mercati emergenti e un assetto sottopesato sui tassi locali. «In particolare sovrappeseremo le divise asiatiche, e si adotta ancora prudenza

FONDI VALUTARI

NOME	Isin	Vol.	Tanno %	3 anni %	5 anni %
RWC Core Plus Fund - A EUR	LU0281101039	EUR 3,03	1,8	1,3	1,0
Amundi Funds - Global Macro Forex AE-C	LU0568619638	EUR 2,17	0,3	1,3	0,6
Pictet-Short-Term Emerging Local Currency Debt HI EUR	LU0368003488	EUR 5,07	1,5	0,8	-1,7
Neuberger Berman Diversified Currency Fund EUR A Acc	IE0083L3LY94	EUR 2,11	0,2	-0,1	-0,3
Base Investments SICAV - Bonds Multicurrency EUR	LU0492099162	EUR 2,73	0,2	-0,2	-3,5
Amundi Funds II - Absolute Return Currencies E EUR ND	LU0271667254	EUR 3,91	-4,2	-0,5	0,2
PIMCO Emerging Markets Short-Term Local Ccy EUR UnHdg Acc	IE008600QL41	EUR 6,83	-4,8	-1,3	0,4
Goldman Sachs Global Currency Plus Portfolio A Acc EUR-Hedged	LU0378967565	EUR 4,53	-2,4	-2,2	-2,2
Core Series - Core Global Currency E EUR ND	LU0967516724	EUR 4,44	-7,6	-4,1	-
AZ Fund 1 Global Currencies & Rates A-AZ Fund Acc	LU0795844876	EUR 5,97	-9,0	-4,1	-2,7
Absolute Insight Currency Fund Class Ap Euro Shares	IE0083CLDJ10	EUR 3,31	-5,9	-4,3	-1,6
ANIMA Global Currencies Prestige	IE0032466074	EUR 3,76	-8,2	-4,9	-2,1
GAM Star Fund plc - GAM Star Discretionary FX Class EUR Acc	IE0085983B16	EUR 9,95	-15,4	-8,7	-3,5

dati Morningstar aggiornati al 1-5-2018

VALUTE



James Kwok,
deputy head
of global FX
di Amundi

internazionale nel caso dell'Egitto) o dal miglioramento delle dinamiche della bilancia dei pagamenti. In generale, mentre questo è un buon ambiente per gli Em Fx, c'è una grande differenziazione tra i nomi buoni e cattivi, e quindi è molto **importante essere selettivi** su quali valute scegliere».

Per Mary-Therese Barton inoltre i rendimenti dei Treasury Usa potrebbero aumentare più velocemente del previsto, con conseguenti pressioni sui prezzi delle obbligazioni locali emergenti. «Riteniamo che circa metà delle banche centrali dei Paesi emergenti potrebbe optare per una **linea più intransigente** nel 2018. Di conseguenza, monitoreremo con attenzione i tassi locali. Dato il vigore delle valute emergenti, ci chiediamo quando il ciclo raggiungerà il culmine e si assisterà a una battuta d'arresto, almeno temporanea. Il tema centrale del nuovo anno sarà comunque la crescita che, per le valute emergenti, a nostro avviso tuttora sottovalutate, dovrebbe confermarsi positiva. **L'economia asiatica** è più dipendente da attività manifatturiera ed esportazioni e beneficia del basso prezzo del petrolio che potrebbe consentirle di far segnare una sovraperformance in ambito valutario nel 2018. Nel corso del primo trimestre il comparto ha sottoperformato l'indice, penalizzato principalmente dalle posizioni attive sulle valute, mentre quelle sui tassi locali hanno offerto performance più eterogenee. Nel periodo in esame il contributo peggiore è giunto dal **sottopeso del rand** e dei **tassi locali sudafricani**. Tali posizioni si basavano sui nostri timori sull'economia, sulle revisioni al ribasso dei rating e sui potenziali flussi in uscita da parte di una ampia base di investitori esteri alla luce dell'aumento dei rendimenti dei titoli core globali. Tuttavia, le obbligazioni e la valuta sudafricana hanno registrato un rally grazie alla sostituzione del presidente Zuma e alla revisione dell'outlook da negativo a stabile da parte di Moody's. La per-



formance è stata inoltre frenata dalla sottoesposizione ai tassi locali messicani. Il sentiment globale positivo e i progressi nei negoziati sul Nafta hanno fatto passare in secondo piano il ciclo di rialzo dei tassi e la debolezza dei dati economici. Mentre in gennaio il sovrappeso del real brasiliano ha offerto un contributo positivo, in febbraio ha eroso il risultato, penalizzando la performance trimestrale complessiva. Tra le isole

LE ATTESE SONO PER UN APPREZZAMENTO DELL'EURO CON LA FINE DEL QE

felici segnaliamo la **sovraesposizione al ringgit malese** (+4,6% nel corso del trimestre grazie al miglioramento della crescita e al rialzo dei tassi). Siamo stati inoltre favoriti dalla posizione lunga off-benchmark sul renminbi cinese e sui tassi locali nigeriani». **James Kwok**, deputy head of global Fx di Amundi, punta per la generazione di guadagni a un mix di quattro diverse strategie: «Fondamentale, carry, in base ai trend di mercato e in opzioni. «La strategia fondamentale ha fornito un contributo significativo alla performance registrata recentemente e crediamo che ciò rimarrà invariato anche nei prossimi mesi considerato che i fattori macroeconomici stanno guidando il mercato valutario. Ci si aspetta un rallentamento dell'economia dell'Eurozona a causa delle **dispute commerciali** tra Stati Uniti e Cina, del forte apprezzamento registrato dall'euro e anche la persistente debolezza strutturale nella zona potrebbe farsi avanti. Prevediamo un **deprezzamento dell'euro** rispetto al

dollaro e allo yen nel corso dell'anno. Riteniamo che alcune valute quali la **lira turca** e il **rublo russo**, dopo i forti deprezzamenti subiti negli ultimi mesi, possano sovraperformare nei prossimi mesi poiché la componente carry è diventata più attraente dopo la recente debolezza».

Interessante anche la view dei gestori in merito al mondo occidentale e ai movimenti attesi di euro e dollaro. Per quanto riguarda l'ambito delle divise dei Paesi sviluppati, Balcells si aspetta un apprezzamento dell'euro con la fine del Qe e con la Bce che normalizza gradualmente le politiche sui tassi di interesse. Per il gestore «l'ampio avanzo delle partite correnti è un forte driver per l'apprezzamento strutturale. Gli acquisti di asset della Bce hanno contribuito a riciclare tali eccedenze all'estero, pertanto la fine degli acquisti di asset dovrebbe rendere più difficile il riciclo delle partite correnti. Prevediamo inoltre che i gestori delle riserve inizieranno ad aggiungere nuovamente euro ai loro portafogli una volta che la Bce sarà uscita dalla politica del tasso di interesse negativo. Il principale rischio per questa visione riguarda la crescita europea. Se la crescita dovesse **indebolirsi inaspettatamente**, potremmo vedere la Bce non normalizzarsi per un lungo periodo, tassi molto bassi e capitali che fuggono dall'Eurozona alla ricerca di migliori opportunità di crescita». Mentre per Mary-Therese Barton «il dollar index si è mantenuto in una banda dell'1% e l'euro è rimasto stabilmente tra 1,2-1,25. In questo contesto, i **tassi d'interesse** continueranno a essere il principale fattore guida per i rendimenti e non vi sono segnali immediati di una rottura di questo range».