

28 marzo 2013

Nota mensile

Intesa Sanpaolo  
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and  
Fixed Income Research

Luca Mezzomo  
Responsabile

Asmara Jamaleh  
Economista – Mercati Valutari

**L'approfondimento del mese**

p. 2

Nell'anno del dollaro: *currency war*... fra più litiganti il dollaro gode.

**EUR**

p. 4

Assenza di spunti rialzisti: euro sotto 1,30 EUR/USD, ma non sotto 1,20 EUR/USD.

**JPY**

p. 6

Deprezzamento ancora in linea con il sentiero di equilibrio.

**GBP**

p. 8

Dopo il crollo si attende il rimbalzo: il ribilanciamento della crescita non passa per il cambio.

**CHF**

p. 11

Nulla di nuovo sul fronte svizzero: la banca centrale mantiene il *floor* e lascia i tassi a zero.

**NOK**

p. 12

La Norges Bank rinvia all'anno prossimo l'avvio del ciclo di rialzi e la corona perde quota.

**SEK**

p. 14

Ulteriore apprezzamento della SEK su dati migliori del previsto: non è tutto oro quel che luccica.

**CAD**

p. 16

La BoC decide che lo stimolo in essere va mantenuto, ma probabilmente alzerà prima della Fed.

**AUD**

p. 18

Il rimbalzo di marzo non è un'inversione rialzista.

**NZD**

p. 20

NZD ancora sopravvalutato, ma qualsiasi azione mirata della banca centrale sarebbe inefficace.

**Tabelle**

p. 22

**Calendario**

p. 23

**In evidenza:**

1. Rimbalzo atteso della sterlina in corso d'anno.
2. Deprezzamento atteso di dollaro australiano e neozelandese quest'anno.

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 28.03.2013

Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

## L'approfondimento del mese

Nell'anno del dollaro: *currency war*... fra più litiganti il dollaro gode.

Il 2013 è iniziato all'insegna di una diffusa euforia (o netto miglioramento di *sentiment*) tra le varie *asset-class*, scaturita da una favorevole combinazione di

- (a) segnali positivi sulla **crescita** mondiale (Cina *in primis*, poi anche USA), e
- (b) rientro della **risk aversion specifica** verso l'area euro (quasi-azzeramento del cosiddetto "rischio-di-coda" relativo alla crisi del debito sovrano).

Sui mercati valutari, (1) il fattore "crescita" ha favorito in particolare un **ampio e protratto** rafforzamento del dollaro USA (Fig. 1), mentre (2) il fattore "rientro della *risk aversion specifica*" ha favorito un **ampio, ma non durevole**, rafforzamento dell'euro (Fig. 2). La fase rialzista dell'euro ha riguardato infatti il solo mese di gennaio, mentre il periodo febbraio-marzo è stato quello della fase correttiva. Il dollaro invece ha continuato a salire anche a febbraio-marzo, grazie al **miglioramento corrente (dati USA) e prospettico ("commitment" della Fed alla crescita) del quadro di crescita USA**.

Fig. 1 – Dollaro: avvio d'anno al rialzo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Euro: ascesa e caduta



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

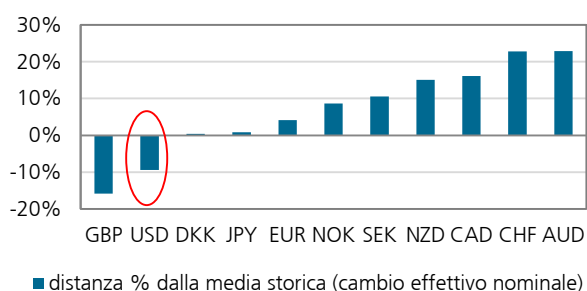
Dopo una simile performance, è lecito chiedersi se si sia trattato soltanto di un fuoco di paglia. **La nostra idea di fondo è che il recente rafforzamento del dollaro sia destinato a proseguire** in corso d'anno, anche se non necessariamente in modo uniforme. Il futuro ridimensionamento del *quantitative easing* dovrebbe rappresentare uno sviluppo favorevole al dollaro indipendentemente dall'essere o meno l'anticamera dell'avvio di un ciclo di rialzi dei tassi.

Nel primo caso (*exit strategy* come preludio dell'avvio di un ciclo di rialzi) l'assunzione di una direzionalità pronunciata della curva dei tassi/rendimenti dopo un periodo lunghissimo di tassi a zero favorirebbe in modo diretto il dollaro contro tutte le valute, sia avanzate sia emergenti. La Fed infatti ha azzerato i tassi (da 1,00% a 0,25%) a dicembre 2008 e da allora non li ha più toccati, mentre altre banche centrali hanno nel frattempo già alzato i tassi, salvo poi fermarsi, oppure – non avendoli azzerati – li hanno tagliati ancora o stanno valutando se effettuare altri tagli.

Nel secondo caso (*exit strategy* seguita da un periodo più o meno lungo di tassi fermi a zero), la condizionalità dell'azione di *policy* al raggiungimento di un "preciso" obiettivo di crescita (e/o di occupazione) consentirebbe comunque di mantenere abbastanza saldamente aspettative di miglioramento della crescita, con effetto di conseguenza positivo sul dollaro. Certo, in questo secondo caso, è possibile che dopo l'ampio apprezzamento recente il biglietto verde possa subire un parziale ritracciamento, ma si tratterebbe di uno sviluppo contenuto nello spazio e nel

tempo, cui seguirebbe un successivo recupero, più o meno rapido e più o meno continuativo, ma fermo restando un *trend* rialzista di fondo.

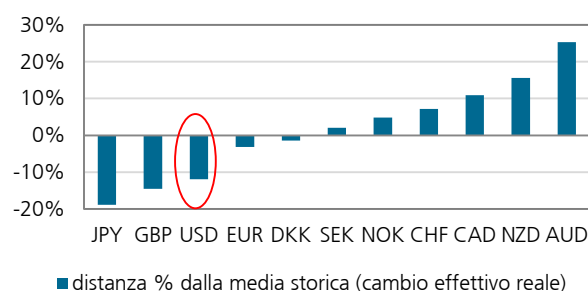
Fig. 3 – Dollaro ancora su livelli molto bassi...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Nota: il riferimento è alla media storica calcolata dal 1999 sui cambi effettivi nominali (di fonte: BRI)

Fig. 4 – ... anche in termini reali



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Nota: il riferimento è alla media storica calcolata dal 1999 sui cambi effettivi reali (di fonte: BRI)

Perché le "sole" aspettative di crescita USA dovrebbero essere sufficienti a favorire il dollaro? Principalmente per tre ragioni:

(1) perché in questa fase, anche al di fuori degli Stati Uniti, la crescita rappresenta ancora un problema o un'incertezza per buona parte delle altre economie, sia avanzate che emergenti, e i segnali recenti negli USA sono stati positivi;

(2) perché nonostante l'ottima partenza d'anno, **il dollaro rimane ancora su livelli molto bassi**, attorno al 10% sotto la propria media storica sia in termini nominali che reali (Fig. 3 e Fig. 4), **laddove quasi tutte le altre valute (G10) sono pressoché allineate alla media o sopra di essa** (con l'unica eccezione della sterlina e, in termini reali, dello yen);

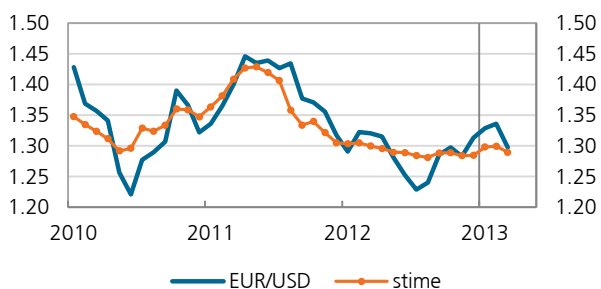
(3) perché i tassi USA sono i più bassi al mondo (dopo il Giappone, restando nei G10), e quindi l'*upside* sui tassi/rendimenti è più elevato.

L'esito dell'ultimo FOMC (20 marzo), offre a nostro avviso **conforto alla prospettiva che il recente rafforzamento del dollaro abbia spazio per continuare** in corso d'anno. Bernanke infatti ha spianato la strada verso l'avvio di un'*exit strategy*, che sarà però attentamente calibrata sugli sviluppi *in fieri* della crescita USA, perché la Fed vuol essere sicura che i miglioramenti cui si assisterà non siano delle evoluzioni transitorie ma siano sostenibili e duraturi. Pertanto potrebbe anche passare molto tempo tra completamento dell'*exit strategy* e avvio del ciclo di rialzi dei tassi, ma questo si presenta come **una sorta di garanzia sulla crescita, che diviene a propria volta la condizione/presupposto per alzare i tassi**. Così il valore del dollaro potrà riflettere non solo (i) la performance ma anche (ii) la qualità della crescita, nonché (iii) offrire un ritorno (tassi/rendimenti) che, partendo da zero, può solo salire.

## EUR – Euro

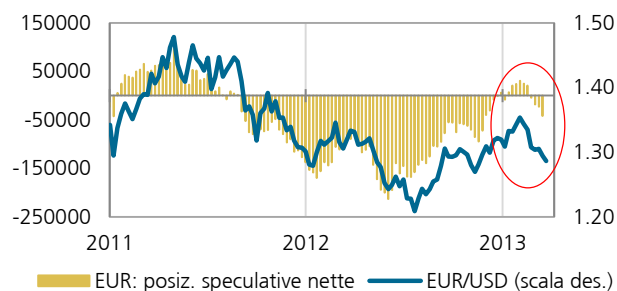
Assenza di spunti rialzisti: euro sotto 1,30 EUR/USD, ma non sotto 1,20 EUR/USD.

Fig. 1 – Cambio di equilibrio stimato a 1,28-1,30 EUR/USD



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Euro non ancora sufficientemente rassicurante



Fonte: CME e Thomson Reuters-Datastream

Il 2013 è iniziato molto bene per l'euro, che in meno di un mese è salito da 1,30 a 1,37 EUR/USD, livello quest'ultimo abbandonato nel novembre del 2011. Il rientro dei cosiddetti *tail risks* relativi alla crisi del debito sovrano ha portato infatti gli investitori internazionali ad alleggerire parte delle posizioni assunte su altre valute - che erano state utilizzate come parcheggio di sicurezza in caso di eventi estremi - rientrando sulla moneta unica. La fiducia è andata consolidandosi dopo la prima riunione BCE dell'anno (10 gennaio) grazie anche alle parole di Draghi, che aveva prospettato l'avvio della ripresa economica nell'area già quest'anno (anche se solo verso la parte finale dell'anno). Un rafforzamento dell'euro poteva essere quindi giustificato, ma un'ascesa e permanenza al di sopra di quota 1,35 configurava a nostro avviso un rafforzamento eccessivo. Infatti, secondo le nostre stime basate sulla relazione con i rendimenti a breve euro e USA il cambio di equilibrio tra gennaio e marzo avrebbe dovuto collocarsi mediamente tra 1,28 e 1,30 EUR/USD (Fig. 1).

La decisa correzione intrapresa già da inizio febbraio (da 1,37 a 1,27 in poco più di un mese) ha suffragato tale considerazione: il flusso di dati ha fornito evidenza di un miglioramento economico in corso negli Stati Uniti e assente invece nell'area euro (in recessione tanto quanto l'anno scorso), e BCE e Fed ne hanno preso atto. L'incertezza generata dall'esito delle elezioni italiane e la crisi di Cipro hanno poi accentuato la tendenza già in atto. Gli speculativi, riposizionatisi lunghi euro a inizio trimestre dopo un anno e mezzo di corto protratto, ultimamente sono tornati corti (Fig. 2). L'esposizione è tuttavia molto contenuta, il che segnala una maggior predisposizione verso ulteriore indebolimento dell'euro piuttosto che disponibilità ad un rimbalzo che possa essere durevole. Sviluppi recenti e quadro prospettico, perlomeno nel breve, presentano ben pochi spunti rialzisti per la moneta unica. Fatte salve sorprese favorevoli dall'area euro o particolari delusioni dagli USA, il dollaro appare preferibile all'euro nel confronto bilaterale diretto.

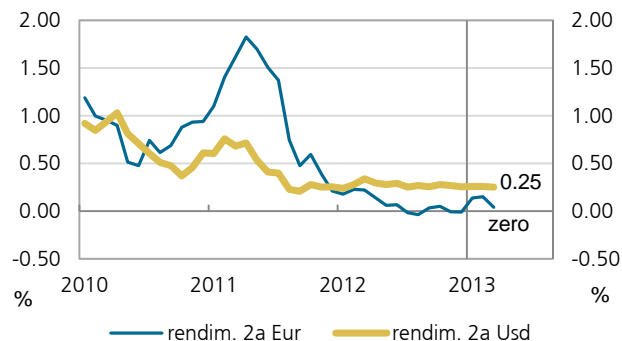
Il range all'interno del quale appare più probabile che l'euro possa muoversi nei prossimi mesi è 1,25-1,35 EUR/USD, con maggiore preferenza per la parte medio/bassa piuttosto che per quella alta. Se prendiamo infatti come riferimento il nostro modello cambio-rendimenti a breve (Fig. 1) possiamo notare che l'attuale combinazione (Fig. 4) di rendimenti area euro-Stati Uniti è approssimativamente 0-0,25%, ben riflettendo il quadro congiunturale di crescita e inflazione, e in corrispondenza di tale combinazione il *fair value* stimato del cambio è 1,28 EUR/USD (Fig. 3).

Fig. 3 – Valori EUR/USD associati alle varie coppie di rendimenti

|                                  |      | rendimenti a breve USA (%) |        |        |        |
|----------------------------------|------|----------------------------|--------|--------|--------|
|                                  |      | 0.00                       | 0.25   | 0.50   | 1.00   |
| rendimenti a breve area euro (%) | 0.00 | 1.3045                     | 1.2859 | 1.2676 | 1.2318 |
|                                  | 0.25 | 1.3280                     | 1.3091 | 1.2905 | 1.2540 |
|                                  | 0.50 | 1.3520                     | 1.3328 | 1.3138 | 1.2767 |
|                                  | 1.00 | 1.4013                     | 1.3814 | 1.3617 | 1.3232 |

Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Combinazione rendimenti a breve area euro-Stati Uniti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fintantoché la Fed nemmeno avvia l'*exit strategy* appare poco probabile che i rendimenti a breve USA salgano sopra 0,25%, mentre quelli europei potrebbero iniziare a salire dal circa-zero attuale se i dati dell'area iniziassero a mostrare segnali di miglioramento. Comunque in corrispondenza della combinazione di rendimenti 0,25%-0,25% si avrebbe un cambio a 1,3091 EUR/USD (Fig. 3), non poi così elevato. Possiamo però immaginare che, fermo restando il quadro nell'area euro, se dagli USA i segnali di miglioramento dovessero proseguire, pur in assenza di un effettivo aumento dei rendimenti (ancora in qualche modo "bloccati" dall'attuale politica monetaria della Fed), è come se comunque i rendimenti USA salissero verso 0,50%, e in corrispondenza di tale livello di rendimenti USA l'euro scenderebbe a 1,2676 EUR/USD fermi restando a zero (Fig. 3) i rendimenti euro.

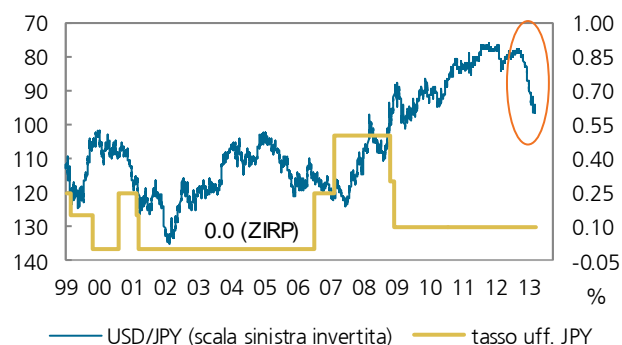
Ragionando in termini di cosa possa essere già prezzato nelle quotazioni di mercato e cosa no, si dovrebbe giungere a conclusioni analoghe. Due sono i principali **scenari di rilievo** ipotizzabili: **(1) caso peggiore per l'area euro** (dati molto negativi e/o complicarsi del caso Cipro o ri-emergere di problemi nei periferici, etc.) e **(2) caso migliore per gli Stati Uniti** (evoluzione del quadro di crescita migliore del previsto). Il caso (1) può trovare facilmente dei punti di riferimento guardando alla dinamica del cambio nel 2012, l'anno in cui più ha pesato il rischio di rottura dell'euro. All'apice della crisi il cambio era precipitato a 1,20 EUR/USD, ma non è mai sceso al di sotto. Tuttavia, il *downside* che appare più verosimile dovrebbe collocarsi intorno a 1,25 EUR/USD, perché questo è il livello dal quale è partita la rimonta dopo la riunione BCE che consentì di far svoltare il *sentiment* nei confronti dell'area euro (6 settembre 2012), quella in cui Draghi dichiarò: "Faremo qualsiasi cosa... per preservare l'euro". Nell'ipotesi più sfavorevole non è esclusa comunque un'eventuale temporanea rottura di 1,25 EUR/USD, ma appare poco probabile che si possa scendere sotto 1,20. Il caso (2) invece non presenta termini di confronto vicini nel tempo, perché lo stato di "emergenza" negli USA sta durando da oltre quattro anni, ovvero da quando la Fed ha quasi-azzerato i tassi e non li ha più toccati. Tale caso potrebbe però essere assimilato a una situazione in cui i rendimenti USA iniziassero a salire arrivando verso 1,00%, livello al quale corrisponde un cambio stimato a 1,2318 o 1,2540 a seconda che i rendimenti euro siano a zero o a 0,25% rispettivamente (Fig. 3): il *downside* quindi verrebbe "confermato" intorno a 1,25 o poco sotto, ma al di sopra di 1,20.

**Il principale scenario di rischio alternativo rispetto a quello centrale è che la performance dell'economia USA deluda significativamente**, complice eventualmente la gestione della politica fiscale. In tal caso l'euro ne beneficerebbe, ma per portarsi stabilmente a 1,35-1,40 EUR/USD il peggioramento USA dovrebbe essere particolarmente pesante (ipotesi riconducibile a una combinazione di rendimenti area euro-USA 0,50%-0% (euro a 1,3520 EUR/USD: Fig. 3) o 1,00%-0% (euro a 1,4013 EUR/USD: Fig. 3). La probabilità di tale evoluzione appare molto bassa, alla luce soprattutto del forte *commitment* alla crescita da parte della Fed di cui si è ampiamente discusso sopra.

## JPY – Yen

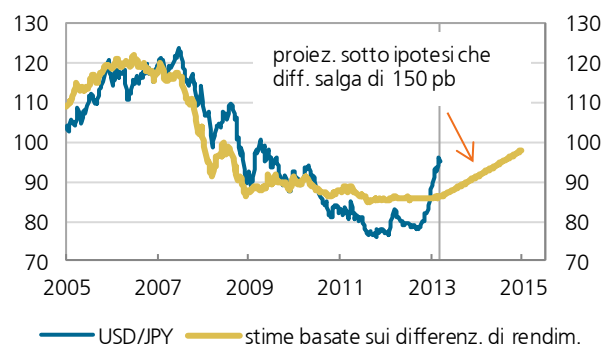
Deprezzamento ancora in linea con il sentiero di equilibrio.

Fig. 1 – Yen: il deprezzamento continua



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Stime della relazione tra cambio e rendimenti



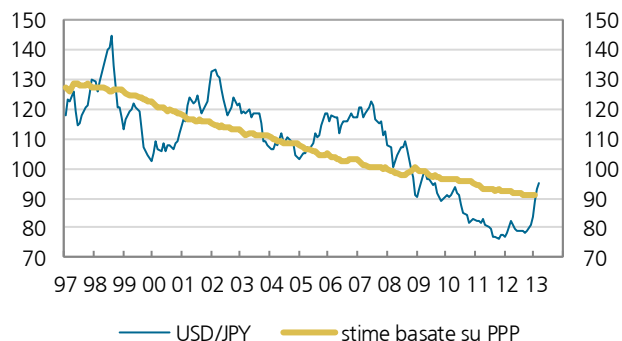
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel 1° trimestre del nuovo anno lo yen ha proseguito linearmente sul sentiero intrapreso già a novembre, ovvero ha continuato a scendere, deprezzandosi anche più delle attese da 85 USD/JPY a fine 2012 fino a 96 USD/JPY. La crescente certezza che il nuovo vertice della BoJ allenterà ulteriormente i termini della politica monetaria, unitamente al deterioramento dei saldi commerciali e al generalizzato rafforzamento del dollaro hanno guidato il cambio nella direzione indicata dai fondamentali sia sulla base dei differenziali di tasso/rendimento (Fig. 2) sia sulla base dei differenziali di inflazione (Fig. 3). Secondo le nostre stime di entrambe le relazioni (cambio-rendimenti e cambio-inflazione differenziale) lo yen sarebbe a *fair value* intorno a 90-95 USD/JPY.

È probabile tuttavia che la valuta nipponica scenda anche oltre, trovandosi in una fase di aggiustamento che giunge dopo anni di divergenza dal sentiero di equilibrio. Il range centrale atteso sul quale dovrebbero insistere in corso d'anno le oscillazioni del cambio è 95-100 USD/JPY, ma non si può escludere un'eventuale temporanea escursione al di sopra di quota 100, soprattutto nel caso in cui i progressi attesi dell'economia USA dovessero rivelarsi migliori del previsto. La prima fase di ulteriore indebolimento dello yen dovrebbe attuarsi in concomitanza di quella delle due riunioni BoJ di aprile in cui verrà annunciato nuovo stimolo monetario.

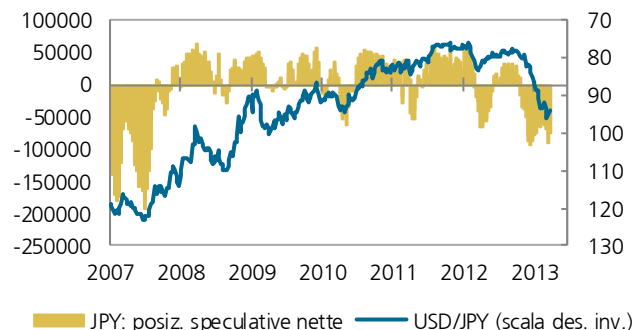
Un rischio che potrebbe sorgere, data la doppia combinazione di squilibrio non solo nei saldi commerciali ma anche e soprattutto nei conti pubblici (deficit e debito), è quello di un deprezzamento che sfugga di mano (come inizierebbe a essere al di sopra di 110-115 USD/JPY, range abbandonato nel 2007), con fuga di capitali, evoluzione che avrebbe ripercussioni negative sull'economia giapponese, e che di certo le Autorità nipponiche non desiderano. Riteniamo tuttavia che nell'ipotesi peggiore BoJ e Governo interverrebbero per arrestare quella che rischierebbe di trasformarsi in una indesiderata svalutazione: il Giappone resta il 2° detentore al mondo di riserve valutarie (10,8% del totale) dopo la Cina (30,2% del totale). Inoltre, per giustificare una fuga di capitali si dovrebbe avere, come minimo, una combinazione molto negativa di perdita di credibilità della Banca centrale (ipotesi troppo forte a nostro avviso) e prospettiva di ritorno in recessione (non prevista nel nostro scenario).

Fig. 3 – Parità dei poteri d'acquisto



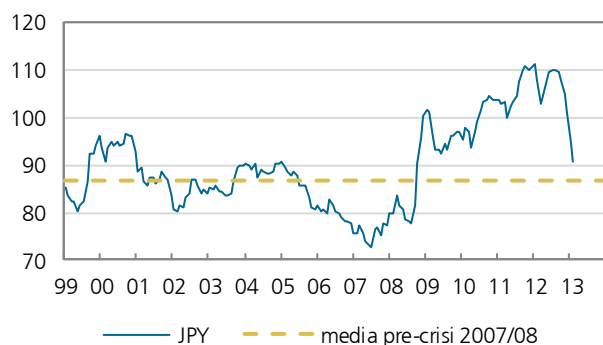
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – JPY: posizioni speculative (CME)



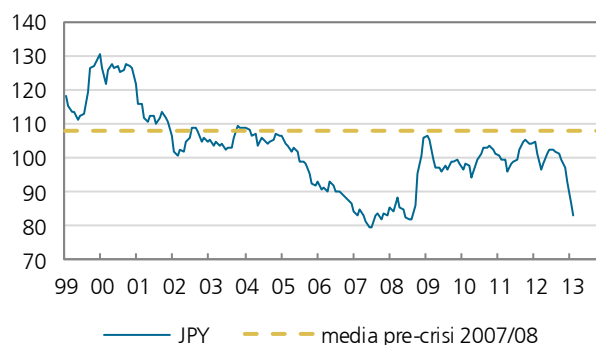
Fonte: CME e Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Cambio effettivo nominale (BRI)



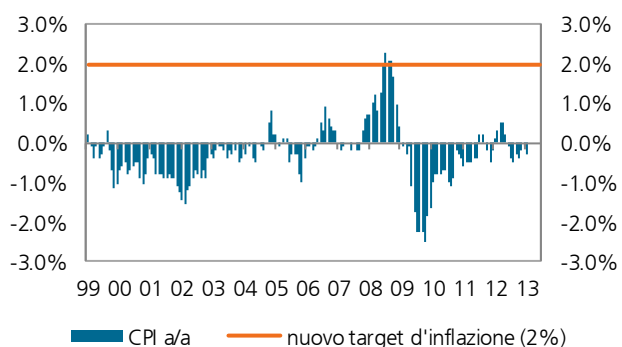
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Cambio effettivo reale (BRI)



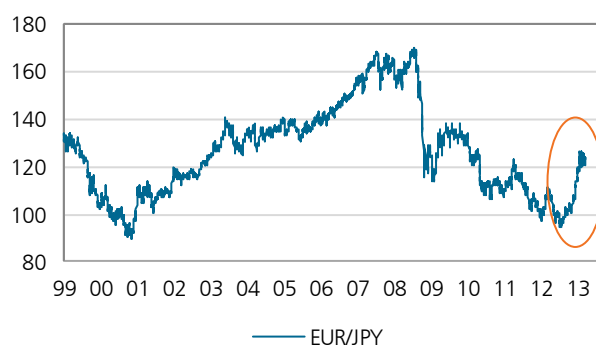
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Inflazione e nuovo target (2%)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – EUR/JPY

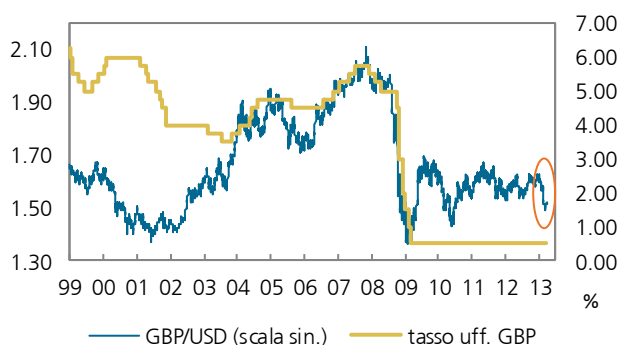


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## GBP – Sterlina

Dopo il crollo si attende il rimbalzo: il ribilanciamento della crescita non passa per il cambio.

Fig. 1 – Cambio e tassi ufficiali



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – EUR/GBP



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

**Per la sterlina è stato un pessimo inizio d'anno:** in poco più di due mesi è crollata del 10% contro dollaro (da 1,64 a 1,48 GBP/USD: Fig. 1) e del 9% contro euro (da 0,80 a 0,88 EUR/GBP: Fig. 2). Responsabile del crollo non è stato un improvviso o grave deterioramento dell'economia britannica, ma una nefasta combinazione di fattori esterni e interni che si sono trovati ad agire contemporaneamente.

Tra i **fattori esterni**: (1) il rientro della *risk aversion* nei confronti dell'area euro con alleggerimento delle posizioni sulle valute che durante la crisi del 2012 erano state impiegate come rifugio alternativo alla moneta unica: la sterlina è stata una di tali valute; (2) il generalizzato rafforzamento del dollaro; (3) il deterioramento del quadro complessivo dell'area euro, principale destinazione dell'export britannico.

Tra i **fattori interni**: (1) l'assenza di segnali di miglioramento (corrente, non prospettico) dell'economia; (2) l'incertezza generata dalla Bank of England alla riunione di inizio febbraio (il *board* si è spaccato, con 3 voti su 9, compreso quello del governatore Mervyn King, a favore di un immediato aumento del QE, spaccatura che è rimasta tale e quale alla riunione di marzo); (3) la revisione in senso peggiorativo dello scenario di inflazione da parte della BoE nell'*inflation report* di febbraio; (4) conseguente aggravarsi del dilemma per la BoE che si è trovata in difficoltà a implementare una politica monetaria più espansiva per aiutare la crescita in presenza di un'inflazione ancora in salita e ininterrottamente sopra *target* da dicembre 2009 (ovvero da più di tre anni: Fig. 3); (5) aspettative di mantenimento dell'*austerità* in occasione della presentazione del Budget 2013 (come infatti è stato) senza alcuna concessione per favorire la ripresa della crescita attraverso misure di politica fiscale; (6) incertezza generata dalla campagna di Cameron a favore di un futuro referendum (da tenersi a metà della prossima legislatura in caso di seconda vittoria dei Conservatori) per l'eventuale uscita del Regno Unito dall'Unione Europea; (7) incertezza generata dal cambio al vertice della BoE tra l'attuale governatore Mervyn King e Mark Carney (attuale governatore della Bank of Canada) che avverrà l'1 luglio, perché Carney ha espresso un approccio di politica monetaria pro-crescita, generando di conseguenza timori di ulteriore ascesa dell'inflazione (già elevata e sopra *target*) in un contesto di crescita pressoché assente; (8) *downgrade* da parte di Moody's con perdita della tripla A.

Tra i numerosi fattori menzionati, quello strutturalmente più critico è la bassa/nulla crescita economica accompagnata da un'inflazione ancora elevata, ma principalmente per cause non



endogene e quindi non gestibili attraverso la politica monetaria. Ciononostante, ci aspettiamo che nel corso dell'anno la sterlina abbia la possibilità di riprendersi, rimbalzando sia contro dollaro sia, soprattutto, contro euro.

Per quanto infatti abbiamo rivisto al ribasso le previsioni di crescita per quest'anno da 1,0% a 0,7% **la revisione del mandato di *policy* della BoE annunciata da Osborne<sup>1</sup> in occasione della presentazione del Budget 2013 (20 marzo) consentirà alla politica monetaria di mantenersi (o diventare più) espansiva per poter aiutare – quanto prima – la ripresa**, pur in un contesto di inflazione sopra *target*.

Infatti, l'*inflation targeting* (*target* a 2%  $\pm$ 1%) è stato mantenuto, ma sono state aggiunte alcune condizioni ulteriori da osservare nella condotta della politica monetaria, tra cui le principali sono le due seguenti:

(1) l'esplicitazione di una *forward guidance* (come già sta facendo la Fed), e

(2) l'obbligo per il governatore BoE di inviare una **lettera al Tesoro** (contestualmente alla pubblicazione dei verbali BoE) ogni volta che l'inflazione si trova sopra *target*, ovvero sopra il 2% (attualmente l'obbligo vige solo per quando l'inflazione sale al di sopra del limite superiore della banda obiettivo, che è 3% o scende sotto il limite inferiore che è 1%). È in particolare l'introduzione della *guidance* a consentire alla BoE di mettere in atto ulteriori misure di stimolo pur in presenza di un'inflazione sopra *target*. Tra l'altro, Osborne ha anche annunciato che Banca centrale e Governo stanno già lavorando a un programma di possibile ampliamento del Funding for Lending Scheme.

In questo modo anche la BoE, in modo simile alla Fed, si trova ad avere un ***commitment sulla crescita***, che, in base ad argomentazioni analoghe a quelle esposte per il dollaro, rappresenta il **principale fattore sui cui basiamo le nostre aspettative di rimbalzo della sterlina** (verso 1,58-1,60 GBP/USD e verso 0,82-0,80 EUR/GBP) in corso d'anno. **Inoltre**, anche più del dollaro, **la sterlina parte da livelli storicamente molto bassi in termini di cambio effettivo sia nominale che reale**, essendo ora del 15% al di sotto della propria media storica (Fig. 3 e Fig. 4 a pag. 3, sotto "L'approfondimento del mese"). Questo infatti suggerisce che – se si escludono *shock* di carattere straordinario o un ulteriore peggioramento, invece che miglioramento, del quadro di crescita – la sterlina ha un *bias* direzionale verso l'alto.

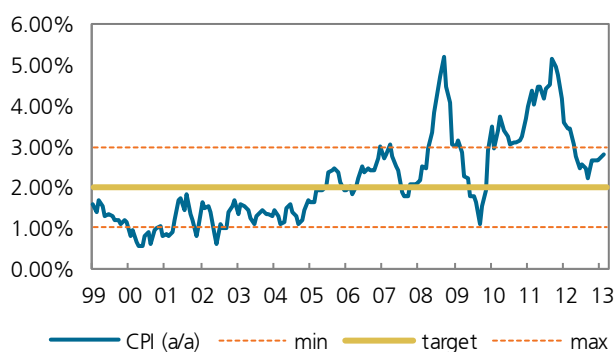
Una delle principali **obiezioni** che possono venire sollevate a uno scenario di rimbalzo della valuta britannica è che (1) il deprezzamento può aiutare la crescita attraverso l'aumento del contributo delle esportazioni nette, (2) il che sarebbe gradito anche alla Bank of England.

A nostro avviso invece (1) un tale deprezzamento sarebbe di aiuto se la sterlina partisse da livelli più elevati e non dai livelli correnti che – come detto – sono già molto bassi in termini di confronto storico (ovvero: il deprezzamento che "doveva" realizzarsi si è già realizzato: Fig. 5 e Fig. 6), mentre (2) per quanto riguarda la BoE questa ha chiarito proprio di recente la propria posizione in merito attraverso le dichiarazioni rilasciate da Mervyn King in un'intervista (la BoE non intende adottare misure finalizzate a indebolire la sterlina) e, in modo ancora più chiaro, attraverso i verbali dell'ultima riunione di politica monetaria del 6-7 marzo (la principale ragione per cui la maggioranza del *board* ha votato contro la proposta di aumentare l'APF è stata, esplicitamente, la preoccupazione che l'annuncio di nuovo stimolo monetario finalizzato ad aiutare la crescita, in un contesto però di inflazione in ulteriore aumento, minasse la credibilità di *inflation fighter* della BoE provocando così un ulteriore deprezzamento della sterlina).

<sup>1</sup> "Review of the monetary policy framework" ([http://cdn.hm-treasury.gov.uk/ukecon\\_mon\\_policy\\_framework.pdf](http://cdn.hm-treasury.gov.uk/ukecon_mon_policy_framework.pdf)).

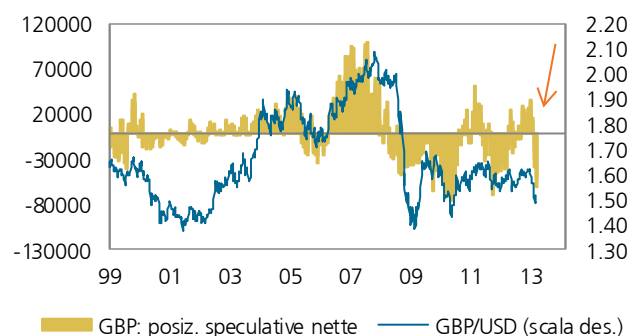
Si aggiunga inoltre che un ulteriore deprezzamento della sterlina dai minimi recentemente raggiunti produrrebbe il duplice – indesiderato – effetto di (i) far salire l’inflazione, già molto elevata, e di (ii) far aumentare il contributo negativo del canale estero, per via di un costo dell’import che salirebbe più dei volumi di *export* (analogamente a quanto accadde negli Stati Uniti nel 2002-2004 quando si pensava di far rientrare il grave disavanzo delle partite correnti USA lasciando deprezzare il dollaro, mentre l’effetto sortito fu l’opposto a causa della scarsa elasticità delle esportazioni USA al cambio). In modo simile agli Stati Uniti, il **ri-bilanciamento** della crescita dell’economia britannica tra la componente interna ed esterna della domanda non può avvenire, se non in piccola parte (opzione però già “utilizzata”), **attraverso** il cambio ma attraverso **un periodo di crescita molto più bassa** se non nulla: riteniamo che buona parte di questo periodo sia già trascorso, perché infatti la crescita media dell’ultimo quinquennio è stata -0,4% contro il +3,1% del quinquennio precedente.

Fig. 3 – Inflazione sopra *target*



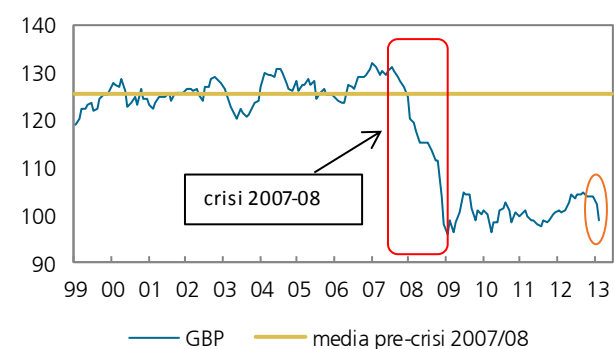
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – GBP: posizioni speculative (CME)



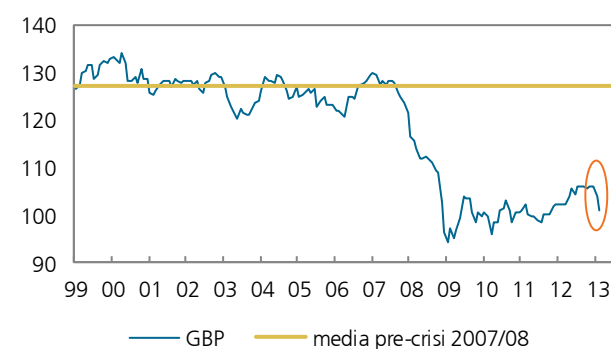
Fonte: CME e Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Cambio effettivo nominale (BRI)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Cambio effettivo reale (BRI)

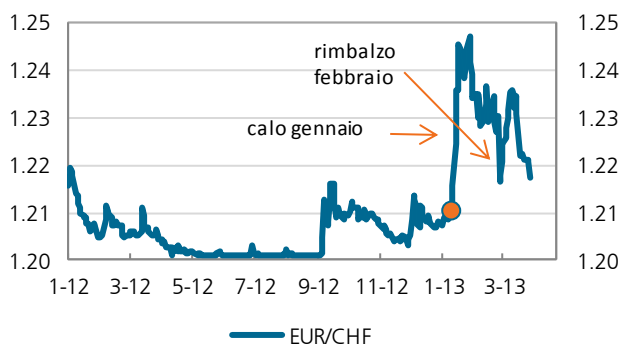


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## CHF – Franco svizzero

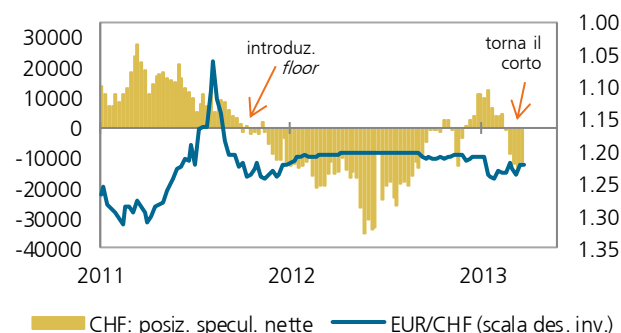
Nulla di nuovo sul fronte svizzero: la banca centrale mantiene il *floor* e lascia i tassi a zero.

Fig. 1 – CHF: discesa e risalita a marzo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – CHF : posizioni speculative (CME)

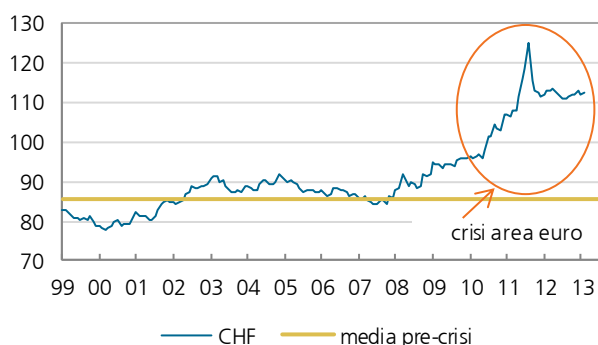


Fonte: CME e Thomson Reuters-Datastream

La reazione rialzista del franco post-risultati elettorali italiani è rientrata a inizio marzo e il cambio, che nel frattempo era arretrato fino a 1,21 EUR/CHF, è così tornato sui livelli di partenza, in prossimità di 1,2400 EUR/CHF (Fig. 1). Da qui però, **con l'indebolimento dell'euro (EUR/USD) e la crisi di Cipro, il franco svizzero ha ripreso ad apprezzarsi nuovamente, tornando a 1,21 EUR/CHF. Fintantoché lo scenario dell'area euro rimane instabile, è difficile per il franco intraprendere un trend (ribassista). Manteniamo tuttavia invariato il profilo atteso di graduale deprezzamento** della valuta elvetica rispetto alla moneta unica.

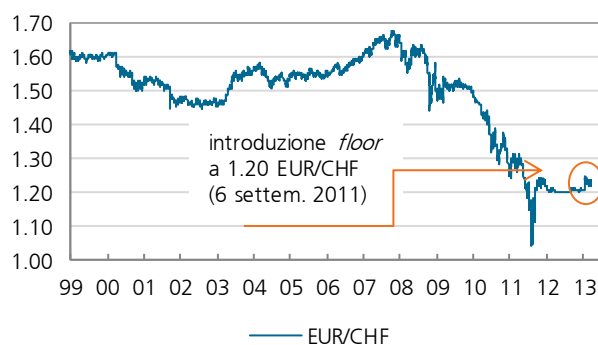
Infatti, alla riunione del 14 marzo la Swiss National Bank ha mantenuto sostanzialmente invariata la valutazione dello scenario domestico e internazionale, con prevalenza di rischi verso il basso, rivedendo al ribasso l'inflazione attesa 2013 e 2014 rispettivamente da -0,1% a -0,2% e da +0,4% a +0,2%. La previsione di crescita quest'anno resta a 1,0%-1,5%. **La SNB ha lasciato invariato anche il target range dei tassi a 0-0,25% nonché il floor a 1,20 EUR/CHF per il cambio**, ribadendo che: **(1)** il franco svizzero è ancora elevato; **(2)** un apprezzamento avrebbe effetti negativi su inflazione e crescita; **(3)** se necessario la banca centrale è pronta ad acquistare valuta estera in quantità illimitata per la salvaguardia del *floor*. I rischi sulla crescita svizzera come effetto della persistente debolezza nell'area euro e la permanenza in deflazione dovrebbero attivare pressioni ribassiste sul franco.

Fig. 3 – Cambio effettivo nominale (BRI)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Primi passi "sopra" il floor

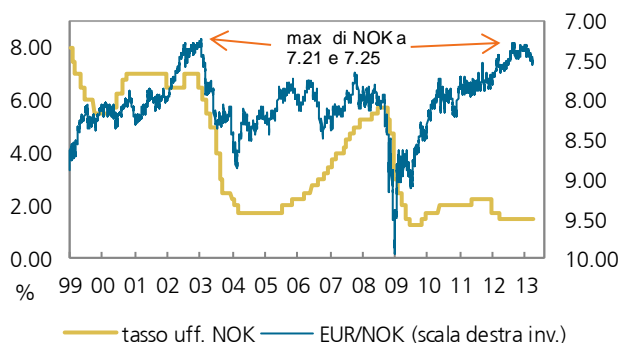


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## NOK – Corona norvegese

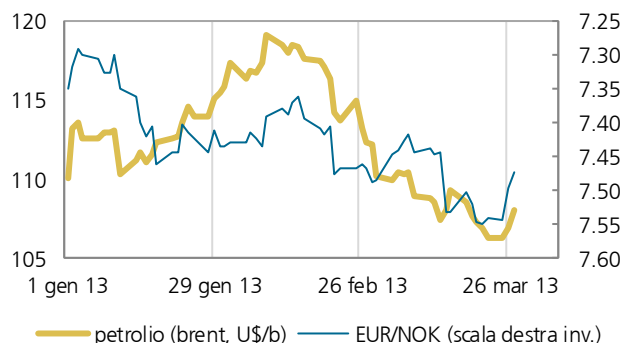
La Norges Bank rinvia all'anno prossimo l'avvio del ciclo di rialzi e la corona perde quota.

Fig. 1 – Cambio e tassi ufficiali



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Cambio e petrolio



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

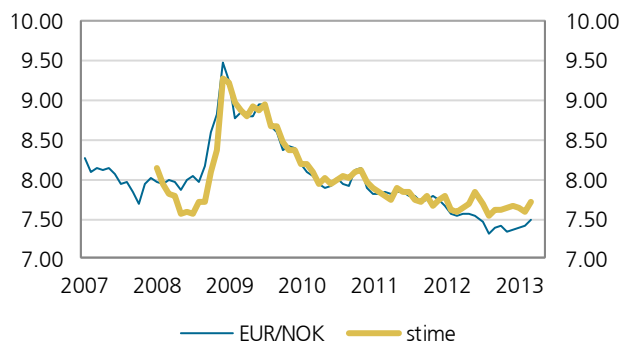
Rivediamo al ribasso le attese per la corona norvegese contro euro a 6m da 7,30 a 7,60 EUR/NOK e al rialzo quelle a 12m da 7,60 a 7,30 EUR/NOK. All'ultima riunione del 14 marzo la Norges Bank ha infatti spostato in avanti nel tempo la previsione del primo rialzo dei tassi, alla primavera dell'anno prossimo anziché nella parte finale di quest'anno. Spostiamo pertanto da 6m a 12m il punto di massimo atteso della corona in funzione del rinvio atteso del primo rialzo dei tassi. Prolunghiamo di converso fino a 6m circa la fase di indebolimento recente della valuta norvegese alla luce del calo atteso delle quotazioni petrolifere. Nella sola giornata dell'annuncio della banca centrale la corona si è deprezzata immediatamente da 7,43 a 7,55 EUR/NOK.

La banca centrale ha anche comunicato che sia la crescita sia l'inflazione si sono rivelate leggermente al di sotto delle attese, ciononostante ha lasciato i tassi invariati anziché tagliarli perché il debito delle famiglie e i prezzi delle case continuano a salire più velocemente del reddito – e questo resta il principale fattore di disequilibrio dell'economia norvegese.

Così, confermando la tendenza emersa recentemente da parte delle principali banche centrali, anche la Norges Bank ha ammesso esplicitamente che "i tassi dovranno essere mantenuti bassi per un periodo di tempo più lungo di quanto previsto in precedenza". La banca centrale ha concluso che i tassi ufficiali verranno tenuti all'interno dell'intervallo 1%-2% (attualmente sono a 1,50%) fino alla pubblicazione del prossimo Monetary Policy Report (MPR) del 20 giugno, a meno di shock imprevisti che colpiscano l'economia norvegese. Questo significa che all'eventuale materializzarsi di importanti rischi verso il basso sulla crescita la Norges Bank avrebbe la possibilità di tagliare i tassi. Riteniamo che la probabilità di tale evento nel breve sia molto bassa e che quindi alla prossima riunione dell'8 maggio i tassi resteranno ancora fermi al livello corrente. Per meglio seguire gli sviluppi ciclico-congiunturali in questa fase ancora critica dello scenario economico-finanziario internazionale, la Norges Bank ha aumentato la frequenza dei MPR, da tre a quattro volte all'anno (marzo-giugno-settembre-dicembre).

Per quanto riguarda il cambio, secondo la Norges Bank la corona è forte, però potrebbe indebolirsi quando le condizioni dei mercati finanziari internazionali miglioreranno e l'avversione al rischio diminuirà, rendendo altre valute più "appetibili". Concordiamo su tale valutazione di massima in merito al minor grado di attrattività della corona norvegese dato che i tassi attuali sono molto bassi, anche per lo standard norvegese, ma soprattutto perché, come detto più volte, la NOK non possiede i requisiti base per poter essere considerata un "safe haven".

Fig. 3 – Stime basate su relazione con petrolio e differenz. tassi



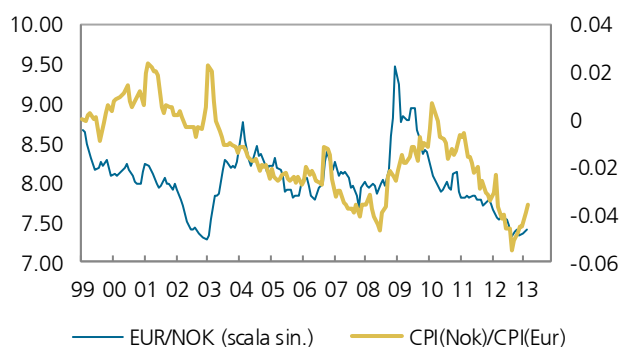
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – NOK vs EUR



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

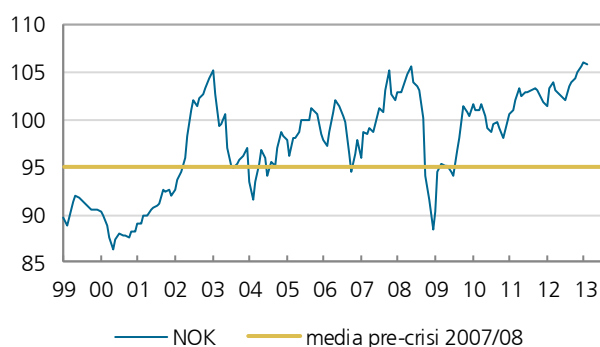
Fig. 5 – Cambio EUR/NOK e differenziale d'inflazione (\*)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

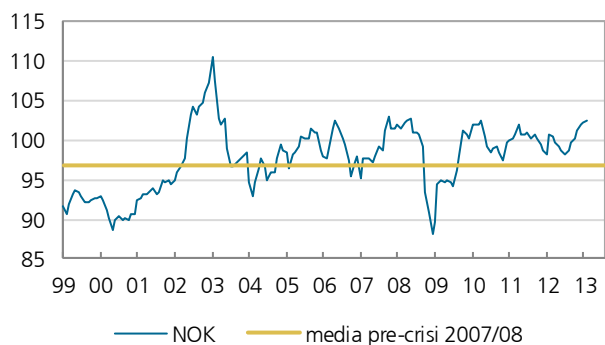
(\*) Proxy del differenziale di inflazione (rapporto tra indici di CPI in diff. logaritmiche)

Fig. 6 – Cambio effettivo nominale (BRI)



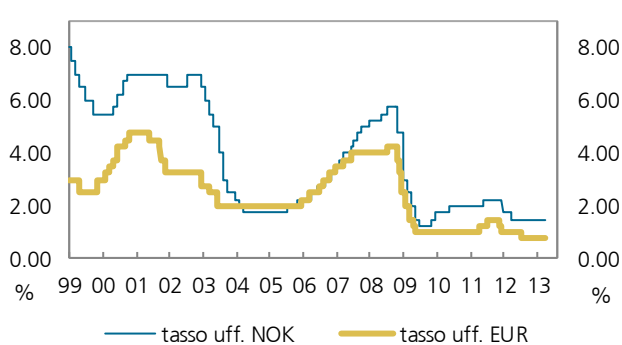
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Cambio effettivo reale (BRI)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Tassi ufficiali: Norges Bank vs BCE

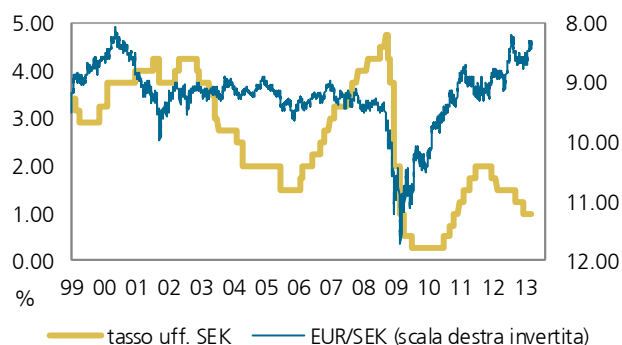


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## SEK – Corona svedese

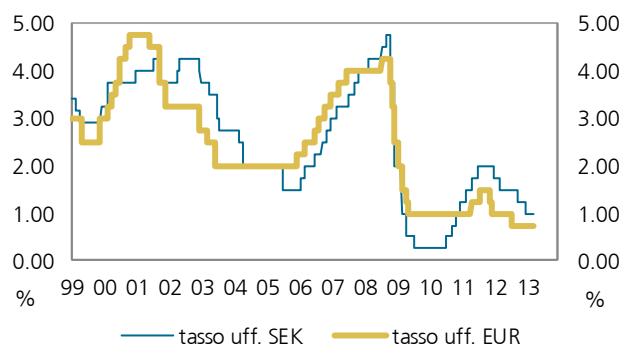
Ulteriore apprezzamento della SEK su dati migliori del previsto: non è tutto oro quel che luccica.

Fig. 1 – Cambio e tassi ufficiali



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Tassi ufficiali: Riksbank vs BCE



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

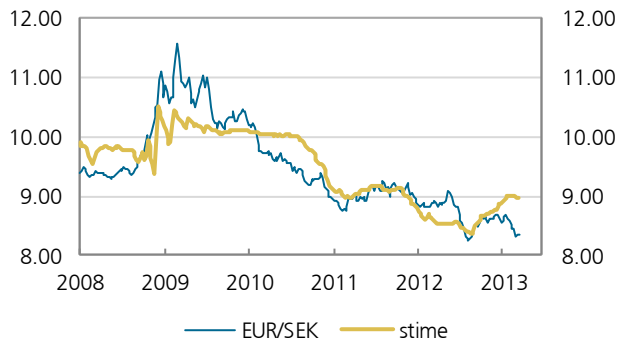
In marzo la corona svedese si è rafforzata ulteriormente, tornando a rivedere massimi abbandonati nell'estate 2012: da 8,40 EUR/SEK dov'era arrivato verso fine febbraio il cambio si è infatti portato fino a 8,25 EUR/SEK nella prima metà di marzo. Il driver principale di quest'altro slancio rialzista è giunto dai dati sull'economia svedese, che nell'ultimo mese sono stati positivi e migliori del previsto, riducendo ulteriormente la probabilità di un eventuale taglio dei tassi.

Se i dati domestici sono stati il driver, i nuovi problemi dell'area euro (incertezza derivante dall'esito delle elezioni italiane, crisi di Cipro) con annesso indebolimento della moneta unica **hanno contribuito a rafforzare la tendenza**. In questo caso si è quindi potuto verificare di nuovo la capacità della corona svedese di fungere da *safe haven* alternativo all'euro in caso di "problemi" dell'area euro. **Ricordiamo però che l'economia svedese è fortemente legata a quella dell'area euro** (che assorbe oltre il 70% dell'export svedese), e poiché a livello domestico è in atto un temporaneo indebolimento, difficilmente una divergenza di performance nella crescita può perdurare. Nel 4° trimestre il Pil svedese ha frenato a zero da un già debole 0,3% nel 3° trimestre. La crescita totale 2012 è stata 1,2% - in frenata dal 3,8% del 2011, principalmente a causa della recessione nell'area euro. La Riksbank prevede (Monetary Policy Report di febbraio) una sostanziale stabilizzazione nel 2013 (1,3%) con un'accelerazione solo nel 2014 (a 2,8%). In particolare, complice anche la protratta forza del cambio, la stessa banca centrale si aspetta in corso d'anno: (1) un deterioramento del mercato del lavoro, con tasso di disoccupazione in salita a 8,1% da 7,7%; (2) investimenti deboli, perché l'incertezza del quadro esterno porta a posticipare ancora la pianificazione di nuovi investimenti, attesi invece in ripresa nel 2014; (3) un peggioramento dei conti pubblici a causa della debolezza della crescita e delle misure fiscali già adottate<sup>2</sup>.

Manteniamo pertanto un **profilo atteso di tendenziale indebolimento della corona svedese** contro euro, **ma per la diminuita probabilità di taglio dei tassi ne rivediamo moderatamente al rialzo i livelli** sugli orizzonti a 1m-3m-6m-12m da 8,55-8,65-8,75-8,55 EUR/SEK a 8,40-8,50-8,65-8,40 EUR/SEK rispettivamente. Manteniamo l'attesa di un punto di massimo della corona a 12m collocando su tale orizzonte temporale la prospettiva di avvio del ciclo di rialzi dei tassi.

<sup>2</sup> Potenzialmente lo spazio per ulteriore stimolo fiscale oltre a quello già adottato esisterebbe, ma con le elezioni politiche in programma l'anno prossimo (settembre 2014) lo spazio "strategico" per fare ulteriore ricorso, adesso, alla leva fiscale è molto ridotto.

Fig. 3 – Stime basate su relazione con differenziale tassi



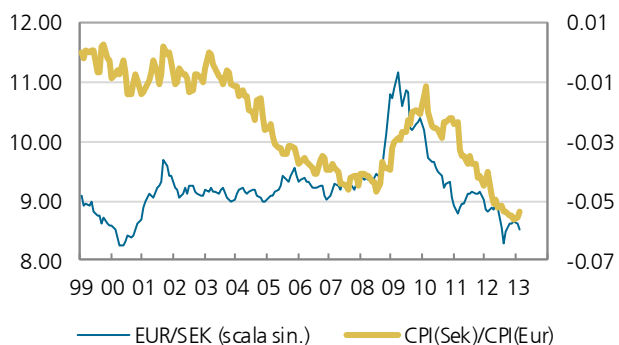
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – SEK vs EUR



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

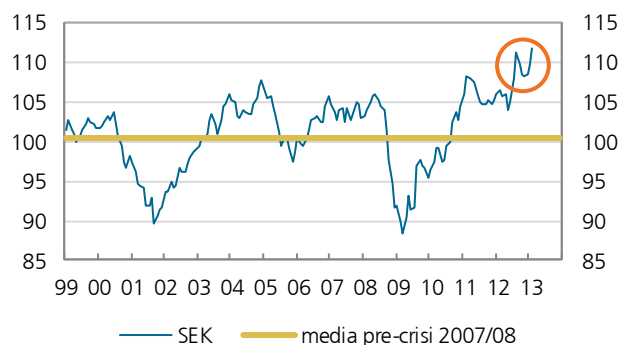
Fig. 5 – Cambio EUR/SEK e differenziale d'inflazione (\*)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

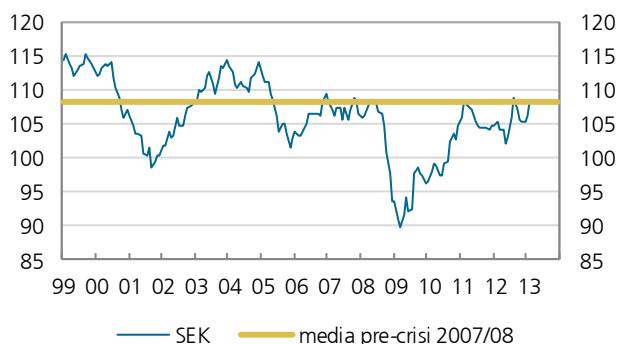
(\*) Proxy del differenziale di inflazione (rapporto tra indici di CPI in diff. logaritmiche)

Fig. 6 – Cambio effettivo nominale (BRI)



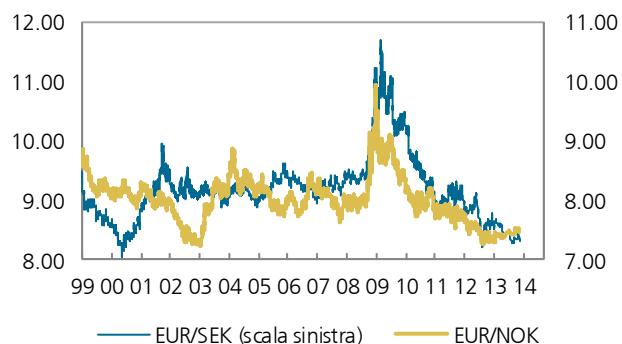
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Cambio effettivo reale (BRI)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – SEK vs NOK

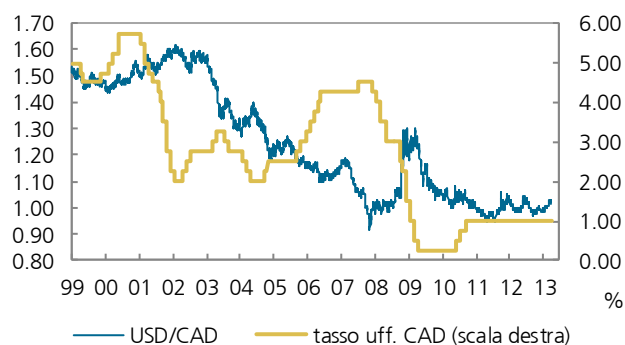


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## CAD – Dollaro canadese

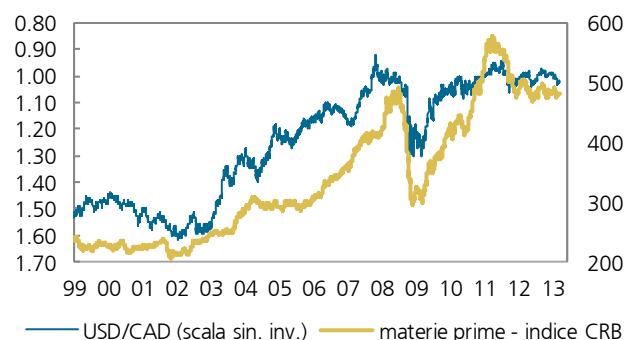
La BoC decide che lo stimolo in essere va mantenuto, ma probabilmente alzerà prima della Fed.

Fig. 1 – Cambio e tassi ufficiali



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Cambio e materie prime



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Dopo il calo di febbraio, il dollaro canadese si è pressoché stabilizzato in marzo, ma su livelli deboli, ovvero nella fascia 1,01-1,03 USD/CAD. Alla riunione del 6 marzo la **Bank of Canada** (BoC) ha accentuato ulteriormente la *stance dovish* assunta all'incontro precedente del 23 gennaio, comunicando che "il considerevole stimolo di politica monetaria attualmente in essere resterà probabilmente appropriato per un certo periodo di tempo, dopodiché sarà verosimilmente necessario un modesto ritiro (dello stimolo, NdR)". La reazione di impatto immediata sul dollaro canadese è stata solo moderatamente ribassista, da 1,02 a 1,03 USD/CAD, e non si è protratta oltre, a nostro avviso perché in parte scontata, in quanto la BoC aveva fatto già in precedenza buona parte della virata in direzione *dovish*. Poco dopo, inoltre, analoga posizione ha manifestato anche la Fed al FOMC del 20 marzo, comunicando che tra *exit strategy* e avvio del ciclo di rialzi dei tassi potrebbe trascorrere un periodo di tempo relativamente lungo. Questo ha indebolito il dollaro USA contro tutte le principali valute, evitando al dollaro canadese di scendere ulteriormente.

L'idea di fondo che ci sembra ancora valida è che comunque, **a nostro avviso, la BoC dovrebbe poter essere in grado di iniziare ad alzare i tassi prima della Fed**. Manteniamo pertanto l'attesa di rafforzamento del dollaro canadese con ritorno del cambio USD/CAD sotto la parità a 6m-12m. Infatti, secondo la BoC, l'economia canadese tornerà a pieno utilizzo della capacità produttiva nella seconda metà del 2014, pertanto i mercati potrebbero cominciare a scontare l'avvio di un ciclo di rialzi dei tassi da parte della BoC tra la fine di quest'anno e l'inizio del prossimo. Questo dovrebbe favorire una ripresa del dollaro canadese rispetto a quello statunitense.

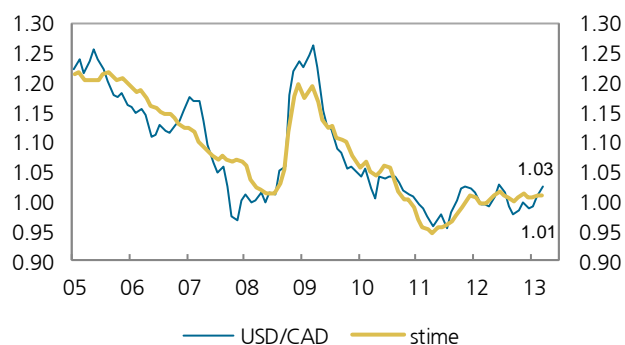
Nei prossimi mesi invece la valuta canadese potrebbe essere più soggetta a spinte ribassiste, che dovrebbero comunque restare contenute entro quota 1,05 USD/CAD. Congiuntura domestica a parte, uno dei fattori ribassisti è rappresentato dall'atteso calo delle quotazioni petrolifere in generale, e del greggio canadese in particolare per le strozzature<sup>3</sup> sui canali di trasporto dovute all'eccesso di offerta per via dello *shale oil* USA.

Importante sarà la **prossima riunione della BoC (17 aprile)**, perché verrà pubblicato il nuovo Monetary Policy Report: nel precedente (gennaio) la BoC prevedeva una crescita dell'economia canadese al 2,0% nel 2013 da 1,8% nel 2012 con forte accelerazione a 2,7% nel 2014.

<sup>3</sup> La BoC nel comunicato dell'ultima riunione (6 marzo 2013) riferisce in particolare che "persistent transportation bottlenecks are leading to continued discounts for Canadian heavy crude oil".

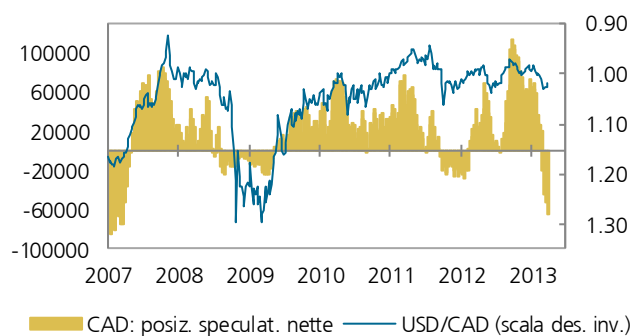


Fig. 3 – Stime basate sulla relazione con le materie prime



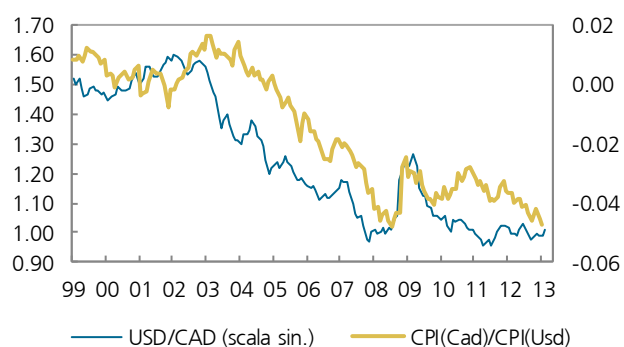
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – CAD: posizioni speculative (CME)



Fonte: CME e Thomson Reuters-Datastream

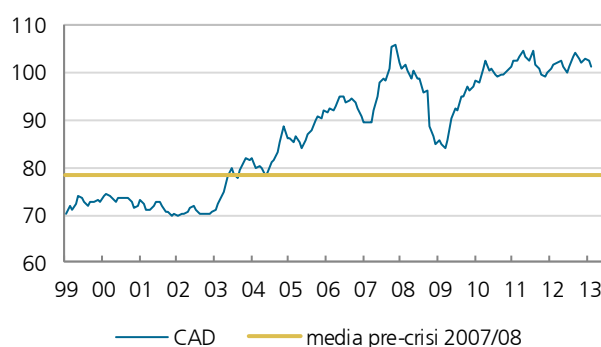
Fig. 5 – Cambio USD/CAD e differenziale d'inflazione (\*)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

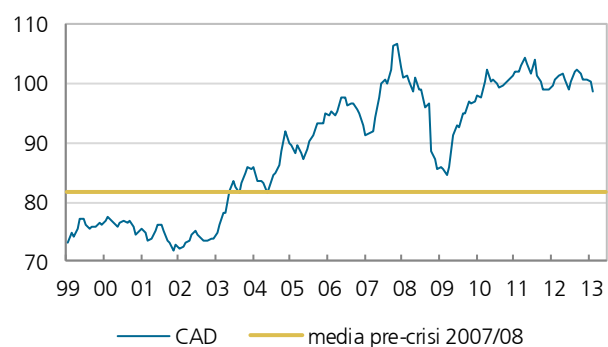
(\*) Proxy del differenziale di inflazione (rapporto tra indici di CPI in diff. logaritmiche)

Fig. 6 – Cambio effettivo nominale (BRI)



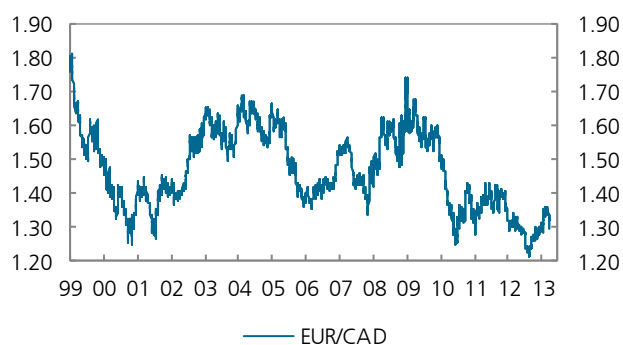
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Cambio effettivo reale (BRI)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – EUR/CAD

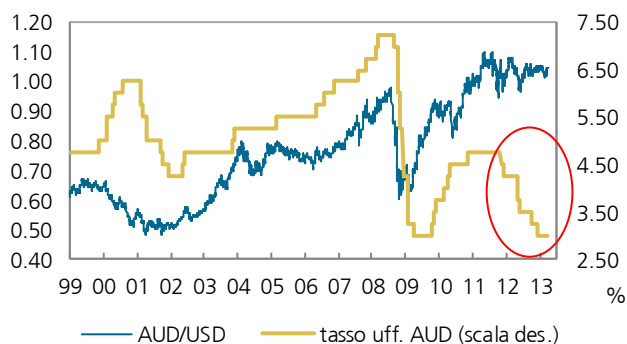


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## AUD – Dollaro australiano

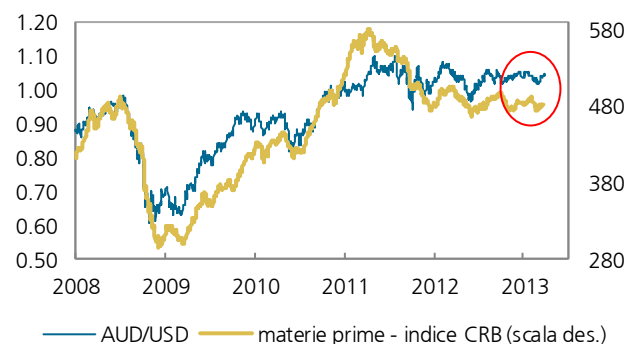
Il rimbalzo di marzo non è un'inversione rialzista.

Fig. 1 – Cambio e tassi ufficiali



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

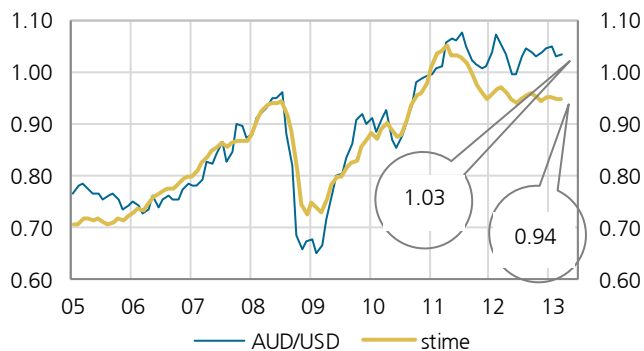
Fig. 2 – Cambio e materie prime



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

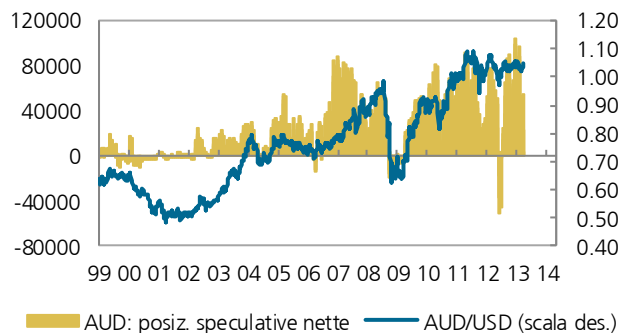
Il dollaro australiano è rimbalzato in marzo da 1,01 a 1,04 AUD/USD, recuperando completamente il calo di febbraio. Il rimbalzo è stato agevolato principalmente da tre fattori: (i) esito della riunione della Reserve Bank of Australia (RBA); (ii) complessivo miglioramento dei dati sull'economia australiana; (iii) risalita delle materie prime dopo la correzione del mese precedente. All'ultima riunione del 5 marzo la banca centrale ha tenuto ancora i tassi fermi, nonostante a febbraio avesse aperto la strada verso eventuali tagli, a causa di un modesto indebolimento dell'economia domestica nei settori diversi da quello minerario e dell'assenza di pressioni inflazionistiche. Non tagliando i tassi a marzo la RBA ha lasciato intendere che le condizioni sia interne sia esterne sono complessivamente migliorate di recente, nonostante rimanga ancora un buon grado di incertezza su entrambi i fronti. Il moderato miglioramento di *sentiment* si coglie nel comunicato emesso al termine della riunione, che fatti salvi alcuni dettagli mantiene lo scenario sostanzialmente identico rispetto al mese precedente. Il messaggio chiave resta invariato: **la RBA dispone dello spazio di manovra per allentare ulteriormente la politica monetaria "qualora questo dovesse risultare necessario per offrire sostegno alla domanda"**. La RBA si è inoltre astenuta dal tagliare i tassi perché gli effetti espansivi dei tagli precedenti (da 4,75% a 3,00% tra novembre 2011 e dicembre 2012) non si sono ancora dispiegati del tutto. Tuttavia dai verbali dell'ultima riunione RBA sono emersi almeno due elementi che inducono a mantenere aperta l'opzione di altri eventuali tagli nei prossimi mesi: (1) la probabilità che le condizioni economiche per le imprese, soprattutto non-minerarie, restino ancora deboli nel breve termine, e (2) la permanenza del cambio su livelli elevati. Riteniamo pertanto che il **rimbalzo del dollaro australiano** in marzo **non** rappresenti l'inizio di un'inversione di tendenza rialzista. L'AUD infatti non solo resta ai massimi storici (Fig. 6 e Fig. 7) ma, a nostro avviso, resta anche sopravvalutato (Fig. 3). Finora infatti il boom del settore minerario ha trainato la crescita consentendo la convivenza con un cambio sempre più forte. La stessa RBA sostiene però che l'espansione del settore abbia quasi raggiunto il picco: se a quel punto gli altri comparti dell'economia non saranno in grado di tenere il passo, l'elevata esposizione dell'economia australiana al ciclo delle materie prime e al ciclo asiatico potrà diventare un fattore di vulnerabilità con ricadute negative sul cambio, complice eventualmente anche ulteriore allentamento monetario. Inoltre, l'atteso avvio dell'*exit strategy* da parte della Fed entro l'estate dovrebbe favorire un rafforzamento generalizzato del dollaro USA. **Manteniamo quindi le attese di deprezzamento dell'AUD** con discesa sotto la parità con il dollaro USA quest'anno.

Fig. 3 – Stime basate sulla relazione con le materie prime



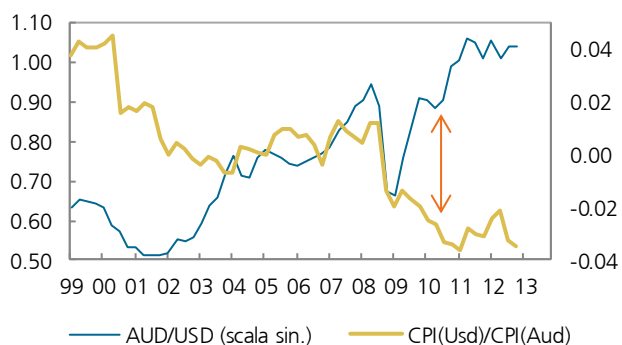
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – AUD: posizioni speculative (CME)



Fonte: CME e Thomson Reuters-Datastream

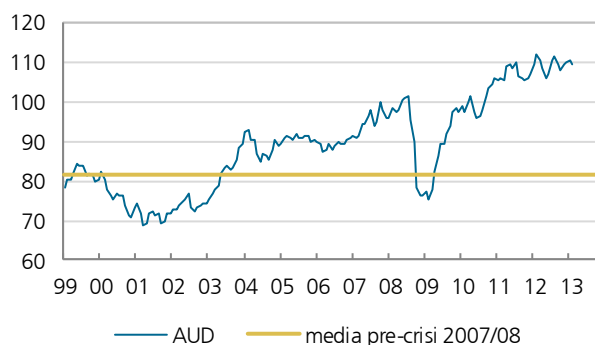
Fig. 5 – Cambio AUD/USD e differenziale d'inflazione (\*)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

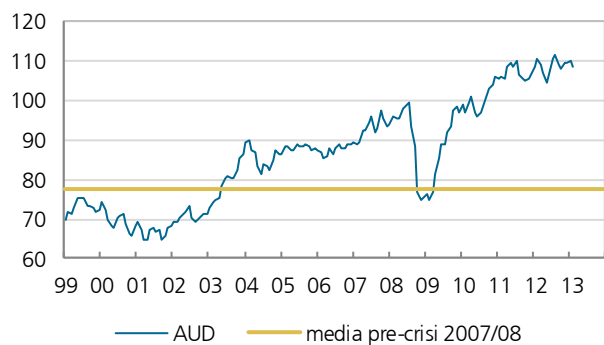
(\*) Proxy del differenziale di inflazione (rapporto tra indici di CPI in diff. logaritmiche)

Fig. 6 – Cambio effettivo nominale (BRI)



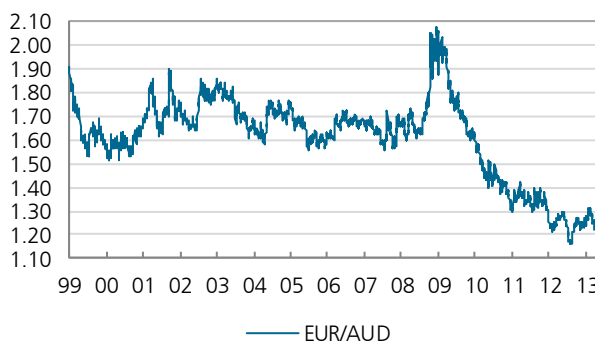
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Cambio effettivo reale (BRI)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – EUR/AUD



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## NZD – Dollaro neozelandese

NZD ancora sopravvalutato, ma qualsiasi azione mirata della banca centrale sarebbe inefficace.

Fig. 1 – Cambio e tassi ufficiali

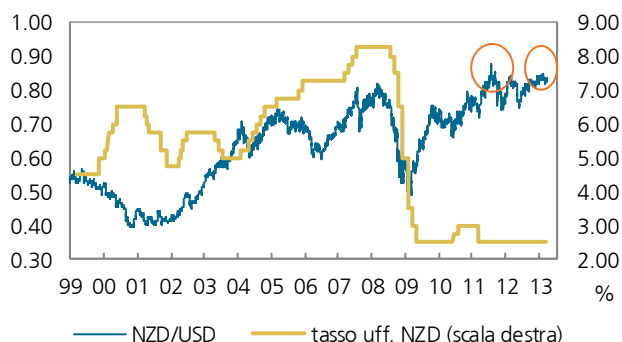
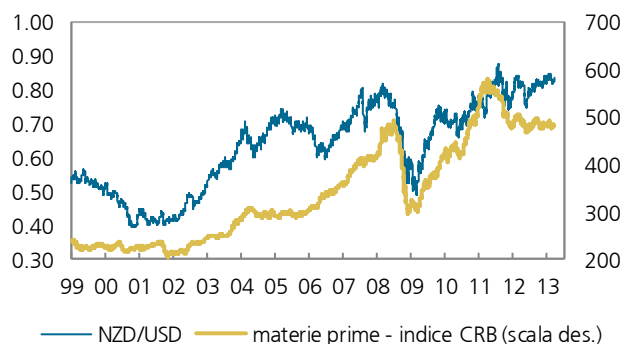


Fig. 2 – Cambio e materie prime



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

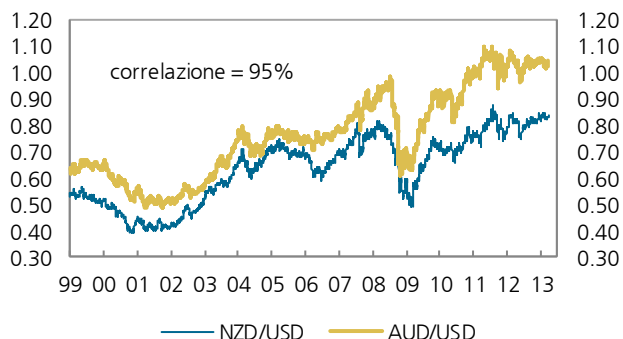
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Anche in marzo la dinamica del dollaro neozelandese si è dissociata da quella del dollaro australiano, soprattutto nella prima metà del mese, dove l'NZD ha continuato a scendere – seppure di poco – portandosi da 0,83 a 0,81 NZD/USD. Da qui però è risalito riportandosi ancora verso 0,84 NZD/USD grazie (1) ad alcuni dati risultati migliori del previsto (Pil del 4° trimestre in primis) e (2) al generalizzato calo post-FOMC del dollaro USA. **L'NZD resta però sopravvalutato, e la banca centrale continua a ripeterlo.** Anche all'ultima riunione del 13 marzo la Reserve Bank of New Zealand ha ribadito che la sopravvalutazione del cambio (a) danneggia il settore *export-oriented* e (b) rischia di far peggiorare ulteriormente il disavanzo delle partite correnti, che si trova già sulla soglia limite del 5% in rapporto al Pil, ed è atteso aumentare al 5,9% quest'anno nelle previsioni del FMI. Per affrontare il problema del cambio forte il 26 marzo è stato organizzato da Tesoro e RBNZ<sup>4</sup> un forum *ad hoc*. La principale conclusione di questa sessione di studio è che **le ragioni per le quali il dollaro neozelandese rimane troppo forte esulano dalla competenza della banca centrale**, per cui l'azione di politica monetaria non sarebbe efficace per ottenere effetti durevoli. Uno degli squilibri domestici da cui deriverebbe la tendenza alla sopravvalutazione dell'NZD è il mis-match tra risparmio (basso) e (domanda di) investimento (elevata). Questo porterebbe infatti a generare ampi afflussi di capitali, attratti da ritorni (tassi) più elevati che altrove: anche in questa fase post-crisi globale in cui i tassi sono quasi a zero nelle principali economie avanzate, i tassi ufficiali neozelandesi sono a 2,50%. Tra le soluzioni proposte sulla base di questa teoria vi è quella di un'azione fiscale consistente nel tassare i redditi da risparmio meno di quelli da lavoro, in modo da incentivare il risparmio privato.

All'ultima riunione la RBNZ ha comunicato di aspettarsi di mantenere il tasso ufficiale fermo al 2,50% tutto l'anno, perché, nonostante i rischi verso il basso sulla crescita globale siano diminuiti, **la ripresa domestica procede in modo irregolare**, per (i) la debolezza del mercato del lavoro, (ii) la crescita eccessiva dei prezzi delle case, (iii) l'effetto restrittivo del consolidamento fiscale. Alla luce (1) di queste criticità dell'economia neozelandese e (2) dell'atteso futuro rafforzamento generalizzato del dollaro USA quando la Fed inizierà a ridurre il QE, **manteniamo il sentiero di deprezzamento atteso dell'NZD** con discesa sotto 0,80 NZD/USD in corso d'anno.

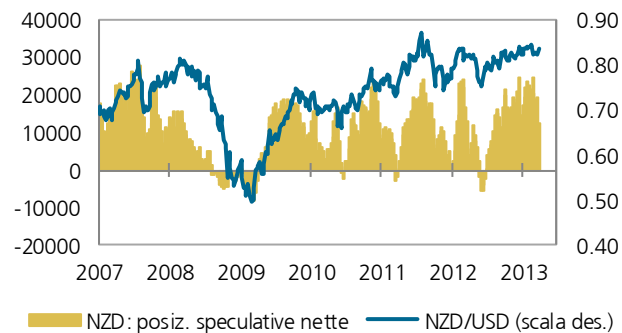
<sup>4</sup> "Bringing it all together: where does this leave us, and where to from here?" John McDermott - Reserve Bank of New Zealand (<http://www.rbnz.govt.nz/research/workshops/Mar2013/5200889.pdf>).

Fig. 3 – NZD vs AUD



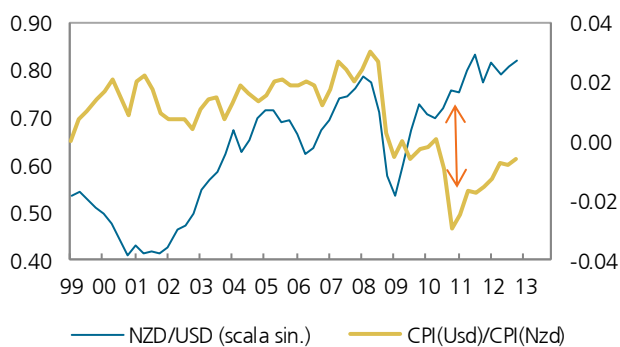
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – NZD: posizioni speculative (CME)



Fonte: CME e Thomson Reuters-Datastream

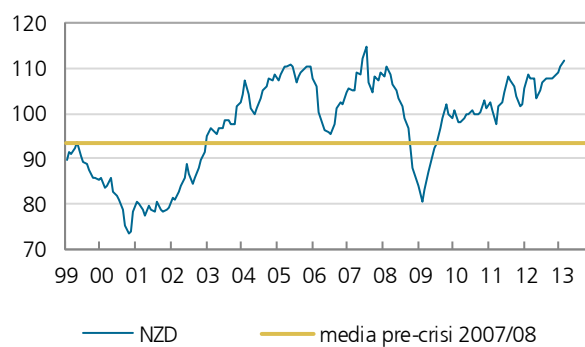
Fig. 5 – Cambio NZD/USD e differenziale d'inflazione (\*)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

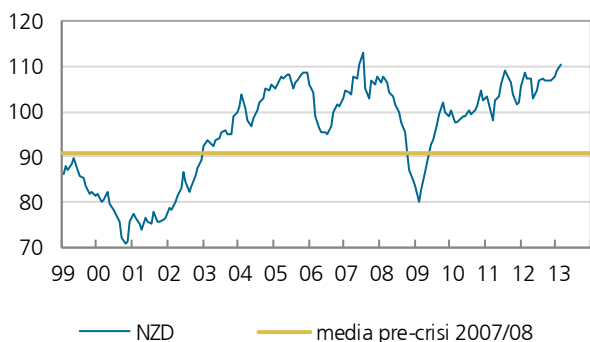
(\*) Proxy del differenziale di inflazione (rapporto tra indici di CPI in diff. logaritmiche)

Fig. 6 – Cambio effettivo nominale (BRI)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Cambio effettivo reale (BRI)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – EUR/NZD



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## Tabella

| Tassi di cambio: proiezioni |            |      |      |      |      |      |
|-----------------------------|------------|------|------|------|------|------|
|                             | 28.03.2013 | 1m   | 3m   | 6m   | 12m  | 24m  |
| EUR/USD                     | 1.2815     | 1.27 | 1.29 | 1.30 | 1.28 | 1.27 |
| USD/JPY                     | 94.09      | 95   | 96   | 97   | 98   | 100  |
| GBP/USD                     | 1.5162     | 1.50 | 1.55 | 1.60 | 1.64 | 1.65 |
| EUR/CHF                     | 1.2164     | 1.23 | 1.24 | 1.25 | 1.28 | 1.32 |
| EUR/SEK                     | 8.3428     | 8.40 | 8.50 | 8.65 | 8.40 | 8.80 |
| EUR/NOK                     | 7.4844     | 7.40 | 7.50 | 7.60 | 7.30 | 7.80 |
| EUR/DKK                     | 7.4550     | 7.46 | 7.46 | 7.46 | 7.46 | 7.46 |
| USD/CAD                     | 1.0170     | 1.01 | 1.04 | 1.00 | 0.95 | 1.00 |
| AUD/USD                     | 1.0410     | 1.01 | 0.98 | 0.96 | 0.94 | 0.92 |
| NZD/USD                     | 0.8367     | 0.80 | 0.78 | 0.75 | 0.72 | 0.69 |
| EUR/JPY                     | 120.57     | 121  | 124  | 126  | 125  | 127  |
| EUR/GBP                     | 0.8450     | 0.85 | 0.83 | 0.81 | 0.78 | 0.77 |
| EUR/CAD                     | 1.3034     | 1.28 | 1.34 | 1.30 | 1.22 | 1.27 |
| EUR/AUD                     | 1.2310     | 1.26 | 1.32 | 1.35 | 1.36 | 1.38 |
| EUR/NZD                     | 1.5310     | 1.59 | 1.65 | 1.73 | 1.78 | 1.84 |

Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

| Proiezioni tassi di cambio: variazioni % |       |       |        |        |        |
|--|-------|-------|--------|--------|--------|
|  | 1m    | 3m    | 6m     | 12m    | 24m    |
| EUR/USD                                  | -0.9% | 0.7%  | 1.4%   | -0.1%  | -0.9%  |
| USD/JPY                                  | 1.0%  | 2.0%  | 3.1%   | 4.2%   | 6.3%   |
| GBP/USD                                  | -1.1% | 2.2%  | 5.5%   | 8.2%   | 9.1%   |
| EUR/CHF                                  | 1.1%  | 1.9%  | 2.8%   | 5.2%   | 8.5%   |
| EUR/SEK                                  | 0.7%  | 1.9%  | 3.7%   | 0.7%   | 5.5%   |
| EUR/NOK                                  | -1.1% | 0.2%  | 1.5%   | -2.5%  | 4.2%   |
| EUR/DKK                                  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   |
| USD/CAD                                  | -0.7% | 2.3%  | -1.7%  | -6.6%  | -1.7%  |
| AUD/USD                                  | -3.0% | -5.9% | -7.8%  | -9.7%  | -11.6% |
| NZD/USD                                  | -4.4% | -6.8% | -10.4% | -13.9% | -17.5% |
| EUR/JPY                                  | 0.1%  | 2.7%  | 4.6%   | 4.0%   | 5.3%   |
| EUR/GBP                                  | 0.2%  | -1.5% | -3.8%  | -7.6%  | -9.2%  |
| EUR/CAD                                  | -1.6% | 2.9%  | -0.3%  | -6.7%  | -2.6%  |
| EUR/AUD                                  | 2.1%  | 6.9%  | 10.0%  | 10.6%  | 12.1%  |
| EUR/NZD                                  | 3.7%  | 8.0%  | 13.2%  | 16.1%  | 20.2%  |

Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

| Tassi di cambio FORWARD |            |        |        |        |        |        |
|-------------------------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                         | 28.03.2013 | 1m     | 3m     | 6m     | 12m    | 24m    |
| EUR/USD                 | 1.2815     | 1.2818 | 1.2823 | 1.2834 | 1.2860 | 1.2912 |
| USD/JPY                 | 94.09      | 94.07  | 94.03  | 93.94  | 93.69  | 92.93  |
| GBP/USD                 | 1.5162     | 1.5159 | 1.5155 | 1.5150 | 1.5148 | 1.5158 |
| EUR/CHF                 | 1.2164     | 1.2162 | 1.2157 | 1.2146 | 1.2121 | 1.2051 |
| EUR/SEK                 | 8.3428     | 8.3494 | 8.3637 | 8.3856 | 8.4341 | 8.5415 |
| EUR/NOK                 | 7.4844     | 7.4946 | 7.5156 | 7.5459 | 7.6038 | 7.7334 |
| EUR/DKK                 | 7.4550     | 7.4532 | 7.4499 | 7.4452 | 7.4379 | 7.4439 |
| USD/CAD                 | 1.0170     | 1.0176 | 1.0191 | 1.0211 | 1.0249 | 1.0329 |
| AUD/USD                 | 1.0410     | 1.0387 | 1.0339 | 1.0269 | 1.0132 | 0.9839 |
| NZD/USD                 | 0.8367     | 0.8350 | 0.8316 | 0.8266 | 0.8162 | 0.7927 |
| EUR/JPY                 | 120.57     | 120.57 | 120.57 | 120.56 | 120.48 | 119.90 |
| EUR/GBP                 | 0.8450     | 0.8453 | 0.8459 | 0.8468 | 0.8486 | 0.8505 |
| EUR/CAD                 | 1.3034     | 1.3045 | 1.3069 | 1.3105 | 1.3180 | 1.3339 |
| EUR/AUD                 | 1.2310     | 1.2340 | 1.2402 | 1.2496 | 1.2690 | 1.3106 |
| EUR/NZD                 | 1.5310     | 1.5343 | 1.5413 | 1.5519 | 1.5742 | 1.6240 |

Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

| Tassi di cambio: punti FORWARD |        |        |         |         |         |
|--------------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
|                                | 1m     | 3m     | 6m      | 12m     | 24m     |
| EUR/USD                        | 2.50   | 8.37   | 18.55   | 44.69   | 96.50   |
| USD/JPY                        | -1.86  | -6.11  | -14.54  | -39.94  | -115.80 |
| GBP/USD                        | -2.52  | -7.15  | -12.10  | -14.28  | -3.90   |
| EUR/CHF                        | -2.33  | -6.87  | -18.05  | -42.52  | -112.60 |
| EUR/SEK                        | 65.84  | 208.63 | 428.23  | 912.73  | 1986.61 |
| EUR/NOK                        | 101.90 | 312.18 | 614.69  | 1193.83 | 2490.00 |
| EUR/DKK                        | -17.75 | -51.02 | -98.28  | -171.03 | -111.45 |
| USD/CAD                        | 6.48   | 20.65  | 40.69   | 79.00   | 159.00  |
| AUD/USD                        | -23.35 | -71.00 | -141.17 | -278.30 | -571.00 |
| NZD/USD                        | -16.73 | -50.60 | -101.50 | -205.00 | -440.00 |
| EUR/JPY                        | -0.03  | 0.11   | -1.21   | -9.32   | -67.44  |
| EUR/GBP                        | 2.99   | 9.39   | 18.32   | 35.92   | 55.17   |
| EUR/CAD                        | 10.87  | 34.87  | 71.29   | 145.90  | 304.70  |
| EUR/AUD                        | 29.70  | 91.89  | 186.25  | 379.50  | 796.00  |
| EUR/NZD                        | 33.14  | 102.50 | 209.00  | 432.00  | 930.49  |

Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

| Tassi di cambio: valori storici |            |      |      |      |      |      |
|---------------------------------|------------|------|------|------|------|------|
|                                 | 28.03.2013 | -1m  | -3m  | -6m  | -12m | -24m |
| EUR/USD                         | 1.2815     | 1.31 | 1.32 | 1.29 | 1.33 | 1.41 |
| USD/JPY                         | 94.09      | 93   | 86   | 78   | 83   | 82   |
| GBP/USD                         | 1.5162     | 1.52 | 1.62 | 1.62 | 1.59 | 1.60 |
| EUR/CHF                         | 1.2164     | 1.22 | 1.21 | 1.21 | 1.21 | 1.29 |
| EUR/SEK                         | 8.3428     | 8.44 | 8.61 | 8.44 | 8.87 | 8.99 |
| EUR/NOK                         | 7.4844     | 7.49 | 7.38 | 7.36 | 7.64 | 7.89 |
| EUR/DKK                         | 7.4550     | 7.46 | 7.46 | 7.46 | 7.44 | 7.46 |
| USD/CAD                         | 1.0170     | 1.03 | 1.00 | 0.98 | 1.00 | 0.98 |
| AUD/USD                         | 1.0410     | 1.02 | 1.04 | 1.04 | 1.04 | 1.02 |
| NZD/USD                         | 0.8367     | 0.82 | 0.82 | 0.83 | 0.82 | 0.75 |
| EUR/JPY                         | 120.57     | 121  | 114  | 100  | 110  | 115  |
| EUR/GBP                         | 0.8450     | 0.86 | 0.82 | 0.80 | 0.84 | 0.88 |
| EUR/CAD                         | 1.3034     | 1.35 | 1.32 | 1.27 | 1.33 | 1.38 |
| EUR/AUD                         | 1.2310     | 1.28 | 1.27 | 1.24 | 1.28 | 1.37 |
| EUR/NZD                         | 1.5310     | 1.58 | 1.61 | 1.55 | 1.63 | 1.87 |

Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

| Tassi di cambio: variazioni % rispetto al passato |       |       |       |       |        |
|---|-------|-------|-------|-------|--------|
|   | -1m   | -3m   | -6m   | -12m  | -24m   |
| EUR/USD   | -1.8% | -3.0% | -0.3% | -3.7% | -9.0%  |
| USD/JPY   | 1.7%  | 9.4%  | 20.8% | 13.6% | 15.2%  |
| GBP/USD   | 0.0%  | -6.2% | -6.2% | -4.6% | -5.2%  |
| EUR/CHF   | -0.5% | 0.8%  | 0.7%  | 0.9%  | -5.8%  |
| EUR/SEK   | -1.1% | -3.1% | -1.2% | -5.9% | -7.2%  |
| EUR/NOK   | -0.1% | 1.4%  | 1.7%  | -2.0% | -5.1%  |
| EUR/DKK   | 0.0%  | -0.1% | 0.0%  | 0.2%  | 0.0%   |
| USD/CAD   | -1.3% | 2.0%  | 3.4%  | 1.9%  | 4.1%   |
| AUD/USD   | 1.9%  | 0.4%  | 0.3%  | 0.2%  | 1.6%   |
| NZD/USD   | 1.5%  | 2.1%  | 0.8%  | 2.4%  | 11.4%  |
| EUR/JPY   | -0.2% | 6.1%  | 20.3% | 9.3%  | 4.8%   |
| EUR/GBP   | -1.8% | 3.4%  | 6.2%  | 0.8%  | -4.0%  |
| EUR/CAD   | -3.1% | -1.0% | 3.0%  | -1.9% | -5.3%  |
| EUR/AUD   | -3.6% | -3.4% | -0.6% | -3.9% | -10.4% |
| EUR/NZD   | -3.2% | -5.0% | -1.1% | -5.9% | -18.3% |

Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Banche centrali (calendario)

| Riunioni di politica monetaria |       |   |
|--------------------------------|-------|---|
| Data (Ora)                     | Paese | Evento  |
| <b>2 aprile</b>                |       |   |
| 05:30                          | AUD   | <b>Reserve Bank of Australia:</b> annuncio tassi ( <i>cash target rate</i> atteso invariato a 3,00%)                                      |
| <b>4 aprile</b>                |       |   |
| -                              | JPY   | <b>BoJ:</b> annuncio tassi ( <i>overnight target rate</i> atteso invariato a 0,10%)   |
| 13:00                          | GBP   | <b>Bank of England:</b> annuncio tassi ( <i>bank rate</i> atteso invariato a 0,50%)   |
| 13:45                          | EUR   | <b>BCE:</b> annuncio tassi ( <i>main refi rate</i> atteso invariato a 0,75%)  |
| <b>17 aprile</b>               |       |   |
| 09:30                          | SEK   | <b>Riksbank:</b> annuncio tassi ( <i>repo rate</i> atteso invariato a 1,00%)  |
| 16:00                          | CAD   | <b>Bank of Canada:</b> annuncio tassi ( <i>overnight lending target rate</i> atteso inv. a 1,00%) – Conf. stampa gov. Mark Carney (17:30) |
| <b>23 aprile</b>               |       |   |
| 23:00                          | NZD   | <b>Reserve Bank of New Zealand:</b> annuncio tassi ( <i>official cash rate</i> atteso invariato a 2,50%)                                  |
| <b>26 aprile</b>               |       |   |
| -                              | JPY   | BoJ: annuncio tassi   |
| <b>1 maggio</b>                |       |   |
| 20:00                          | USD   | <b>Fed:</b> annuncio tassi (Fed Funds attesi invariati a 0-0,25%)   |
| <b>2 maggio</b>                |       |   |
| 13:45                          | EUR   | BCE: annuncio tassi   |
| <b>8 maggio</b>                |       |   |
| 14:00                          | NOK   | <b>Norges Bank:</b> annuncio tassi ( <i>deposit rate</i> atteso invariato a 1,50%)  |
| <b>9 maggio</b>                |       |   |
| 13:00                          | GBP   | Bank of England: annuncio tassi   |
| <b>20 giugno</b>               |       |   |
| 09:30                          | CHF   | <b>SNB:</b> annuncio tassi ( <i>target range per il Libor a 3m</i> atteso invariato a 0,00-0,25%)   |

Fonte: Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

| Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice |       |                                      |
|---|-------|--------------------------------------|
| Tel. 02 879+(6) - 02 8021 + (3)   |       |                                      |
| <b>Macroeconomic &amp; Fixed Income Research</b>                            |       |                                      |
| Luca Mezzomo  | 62170 | luca.mezzomo@intesasanpaolo.com      |
| <b>Fixed Income</b>   |       |                                      |
| Sergio Capaldi  | 62036 | sergio.capaldi@intesasanpaolo.com    |
| Chiara Manenti  | 62107 | chiara.manenti@intesasanpaolo.com    |
| <b>Macroeconomia</b>  |       |                                      |
| Guido Valerio Ceoloni   | 62055 | guido.ceoloni@intesasanpaolo.com     |
| Anna Maria Grimaldi   | 62118 | anna.grimaldi@intesasanpaolo.com     |
| Paolo Mameli  | 62128 | paolo.mameli@intesasanpaolo.com      |
| Giovanna Mossetti   | 62110 | giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com |
| Alessio Tiberi  | 32834 | alessio.tiberi@intesasanpaolo.com    |
| <b>Mercati Valutari</b>   |       |                                      |
| Asmara Jamaleh  | 62111 | asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com    |
| <b>Materie Prime</b>  |       |                                      |
| Daniela Corsini   | 62149 | daniela.corsini@intesasanpaolo.com   |
| <b>Research Assistant</b>   |       |                                      |
| Simonetta Melotto   | 62102 | simonetta.melotto@intesasanpaolo.com |

## Appendice

### Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Comunicazioni importanti

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato possono occasionalmente assumere posizioni lunghe o corte nei summenzionati prodotti finanziari.