

# Analisi Settimanale

23 - 29 Marzo 2015

**ANALISI SETTIMANALE - Sommario**

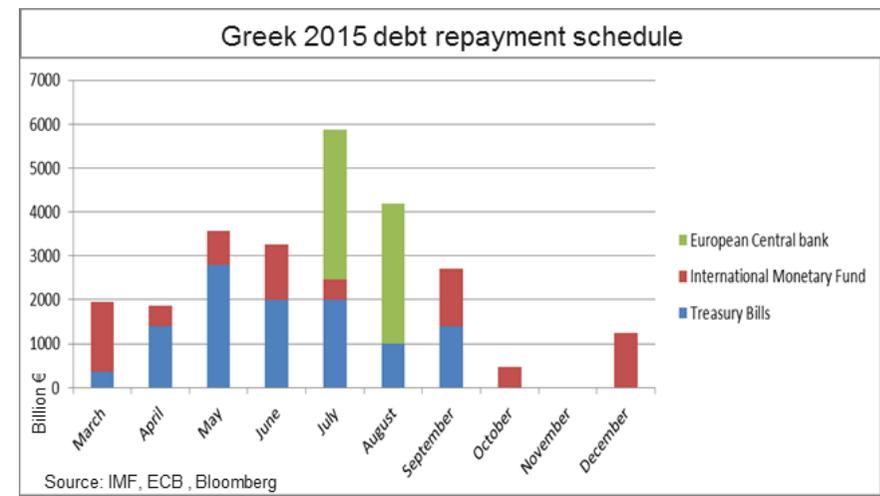
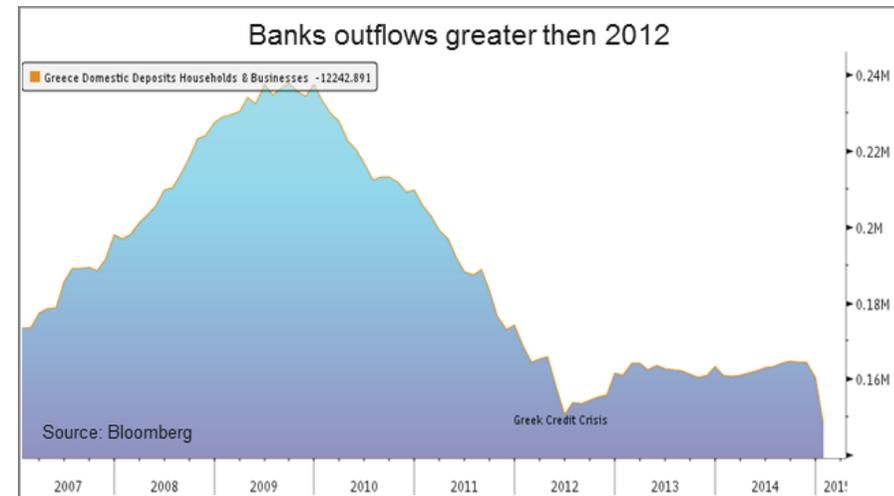
p3	<b>Economia</b>	Il dramma greco prosegue - Peter Rosenstreich
p4	<b>Mercati FX</b>	La SNB tiene i tassi invariati e gli investitori restano cauti - Ipek Ozkardeskaya
p5	<b>Mercati FX</b>	Forti vendite di BRL dopo gli scandali ed i dati economici - Ipek Ozkardeskaya
p6	<b>Economia</b>	La Fed rende più difficile un rialzo dei tassi a Giugno - Luc Luyet
p7	<b>Mercati FX</b>	Intervento vocale della BoE sulla forza della sterlina - Luc Luyet
p8	<b>Mercati FX</b>	Rimbalzo su EUR/USD favorito dall'ipervenduto - Luc Luyet
p9	<b>Termini Legali</b>	

**Economia**
**Il dramma greco prosegue**

Restiamo molto scettici sulla strategia di negoziazione utilizzata dalla Grecia; i rendimenti dei titoli a 2 anni sono infatti saliti al 22%. L'obiettivo è trovare un punto di intesa "last minute", ma la situazione si sta deteriorando rapidamente. Le pretese di Tsipras sono state provocatorie, ignorando di fatto le richieste di aggiornamenti sulle riforme economiche e fiscali. Dopo diversi incontri con i leader europei, la Grecia ha nuovamente promesso un piano di riforme per evitare che i fondi concessi si perdano nella bancarotta del paese.

La situazione greca sembra peggiorare ogni giorno, e nuovi fondi sono necessari per evitare il collasso del sistema. I media riportano che la BCE sta considerando di permettere ad alcune banche greche di acquistare debito, appena pochi giorni l'aumento di 500 milioni dei fondi ELA. Vi sono lievi miglioramenti sul piano della crescita, ma molti problemi restano, tra cui l'incertezza politica che influisce sugli agenti economici e sui mercati. Gli investimenti domestici ed esteri sono crollati ad un tasso allarmante (circa 2-3 miliardi al giorno!), e i depositi sono al di sotto dei minimi del 2012. Inoltre l'evasione fiscale, fattore chiave nelle riforme fiscali di Tsipras, continua a flagellare le casse del governo (anche se diminuita rispetto ai dati di Gennaio).

Tsipras continua a temporeggiare sulle riforme concordate nel meeting di Febbraio, ed il contesto politico che accompagna questa fase pone il governo in una situazione difficile. I cittadini greci che hanno eletto Syriza l'hanno fatto per non piegarsi ai creditori, e non per approvare questo tipo di riforme. Qualsiasi programma di riforme che dovesse avere l'approvazione della Germania, incontrerebbe forti resistenze in Parlamento e non solo. A questa pressione crescente si accompagna l'obbligo di rimborsare 1.4 miliardi di € a Giugno a 3.5 miliardi a Luglio. Il tempo per trovare le soluzioni necessarie con il FMI, la BCE e l'Eurogruppo sta ormai scadendo.



## Mercati FX

## La SNB tiene i tassi invariati e gli investitori restano cauti

### **Il valore del CHF si riflette su crescita, inflazione e bilancia commerciale**

La SNB come atteso ha mantenuto invariata la propria politica monetaria. L'impatto negativo dell'apprezzamento del Franco post 15 Gennaio si sta facendo sentire sull'economia. Il surplus commerciale è sceso a 2.47 miliardi a Febbraio (minimi dal 2010) in quanto le esportazioni si sono ridotte del 2.8% (vs +2.9% il mese scorso) e le importazioni sono aumentate del 3.1% (vs -2.2%). Questo trend dovrebbe proseguire a causa della forza della valuta e della debolezza economica nell'Eurozona. Le stime su crescita e inflazione sono state riviste significativamente al ribasso. La deflazione dovrebbe raggiungere -1.0% dall'ultima stima dello 0.2%, mentre la crescita dovrebbe ridursi al 0.9% nel 2015 vs la precedente stima del 3.1%. Data la condizione dell'Eurozona, una crescita che sfiora l'1% è da considerarsi una previsione ottimistica. Vi è una probabilità crescente di ottenere una crescita negativa nella prima parte del 2015, in quanto l'economia necessita di almeno due semestre per assorbire il nuovo valore della valuta dopo la rimozione della soglia. La ripresa a partire dal Q3 è comunque soggetta a rischi, in parte correlati al miglioramento dell'attività economica nell'Eurozona.

### **Mercati in correzione**

Dopo la SNB, i futures eurosvizzeri hanno raggiunto 110.92 prima di tornare a 110.79 (in linea con il tasso ufficiale a -75bp), con nuove posizioni oltre una volta e mezza rispetto alla media. La possibilità di tassi ancor più negativi rimane, in quanto la pressione in vendita sull'Euro non sembra placarsi. Data la situazione globale, la SNB potrebbe spingere i tassi ancor più in basso in caso di emergenza. Se i rischi relativi all'Euro dovessero materializzarsi (Grexit, insolvenza della Grecia, proteste contro austerità e BCE), il mercato potrebbe tranquillamente assorbire un taglio dei tassi di 15-25 punti base. Si pensa che la SNB stia acquistando significative quantità di Euro per mantenere EUR/CHF all'interno del

range 1.05/1.10. Il rimbalzo dell'Euro Post-FOMC potrebbe bloccare la discesa dell'Euro in area 1.0458/1.0870 (minimo del 16 Marzo / 38.2% sulla discesa Feb-Mar) nel breve termine, permettendo alla SNB di tirare il fiato prima di nuove azioni.

**Mercati FX****Forti vendite di BRL dopo gli scandali ed i dati economici****Tensioni politiche ed elevata inflazione, flussi di denaro in uscita dal Brasile**

Le incertezze politiche in Brasile hanno contribuito a spingere il real brasiliano verso nuovi minimi a 10 anni. Il ritracciamento post-FOMC si è al momento fermato a 3.1910. Le dimissioni del Ministro dell'Educazione Comes aggiungono pressioni al paese, il cui governo del Presidente Rousseff è già sotto pressione per gli scandali di corruzione (Petrobras). Una proposta di legge verrà presentata nei prossimi giorni, ma ciò potrebbe non bastare a placare le ire della folla delusa. Difficilmente i trader terranno posizioni long sul real durante il fine settimana, e una loro chiusura potrebbe continuare a sostenerne la discesa.

Con il montare degli scandali, il rischio di un taglio del rating preoccupa coloro che hanno investito in attività denominate in BRL. I credit default swap a 5 anni sono saliti ai massimi da 6 anni (306.340 bp). Una riduzione del rating provocherebbe una fuoriuscita di capitali ancor più intensa, indebolendo il real e causando un'ulteriore accelerazione dell'inflazione. Come atteso, l'IPCA-15 (indice dei prezzi al consumo nazionale esteso, calcolato il 15 di ogni mese) ha registrato una crescita mensile dell'1.24% a Marzo, portando l'inflazione annuale al 7.90%, livello visto per l'ultima volta nel 2005. Con la riduzione delle restrizioni sui prezzi, la spinta dell'inflazione dovrebbe restare costante, nonostante i bassi prezzi del settore energetico (effetto compensato dalla svalutazione del real). Ciò dovrebbe portare ad un rialzo del tasso Selic nel meeting del 29 Aprile. La forte inflazione potrebbe quindi risvegliare l'interesse dei compratori, causando una correzione sulla valuta brasiliana. Dal punto di vista fondamentale però gli investitori dovrebbero continuare a preferire altri asset rischiosi, con un minor differenziale sui tassi. E' importante ricordare anche che un rating inferiore riduce il valore collaterale del real e delle attività denominate in real, incidendo indirettamente sul rendimento complessivo del portafoglio. Ecco perchè rendimenti più elevati non giustificano sempre una maggiore allocazione.

**Settimana piena di dati economici: l'ora della verità per il Brasile**

Il real brasiliano è atteso da una settimana piena di dati: investimenti esteri, bilancia delle partite correnti, disoccupazione e GDP del Q4. Questi indicatori determineranno la direzione del mercato durante i prossimi giorni. Miglioramenti poco consistenti del deficit delle partite correnti, la scarsa voglia di investire in questa fase segnata dagli scandali petrobras e dalla rabbia della gente contro il Presidente Rousseff, insieme al fragile consolidamento fiscale, porta l'economia brasiliana alle soglie della stagflazione. I dati della prossima settimana ci forniranno una visione d'insieme della situazione economica determinando un'eventuale ulteriore deprezzamento del real.

La debolezza nell'Eurozona non ha avuto un impatto significativo rispetto al real. EUR/BRL è salito oltre 3.50, e non importa quanto bassi siano i rendimenti in euro. EUR/BRL è stato eccessivamente acquistato secondo la nostra visione: i flussi in uscita dal Brasile non giustificano il loro ritorno verso l'euro, dato che la condizione economica e politica non è molto migliore.

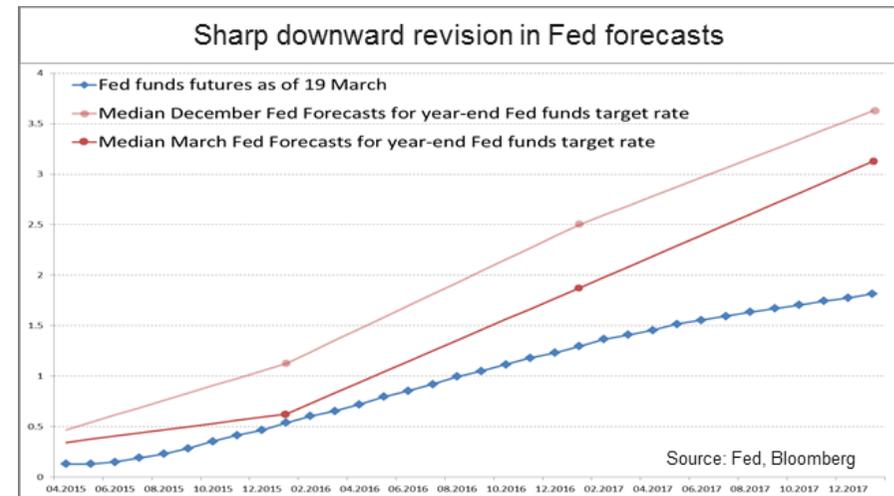
Dato l'ipervenduto del BRL rispetto alla sterlina, al franco svizzero, e il posizionamento negativo sui futures (-8550 contratti il 10 Marzo), vi è la possibilità di un ritracciamento. Tuttavia è abbastanza improbabile che ciò accada durante la prossima settimana.

**Economia**
**La Fed rende più difficile un rialzo dei tassi a Giugno**
**Proiezioni economiche della Fed riviste al ribasso**

Come atteso, lo statement del FOMC ha rimosso il termine "paziente", indicando un possibile rialzo dei tassi nei prossimi due meeting. Tuttavia le proiezioni economiche sono state generalmente riviste al ribasso, soprattutto il tasso di disoccupazione di lungo termine e le stime sull'inflazione nel breve, e ciò lascia pensare ad un rialzo dei tassi in una data successiva a Giugno. Infatti, spingendo al ribasso il tasso di disoccupazione "obiettivo" (da 5.2%-5.5% a 5.0%-5.2%), la Fed ha incrementato i requisiti necessari ad un rialzo dei tassi. Inoltre, la Yellen ha menzionato la forza del dollaro come un fattore disincentivante, per l'effetto dei più bassi prezzi dei prodotti importati sull'inflazione. Sembra quindi che la Fed voglia evitare un eccessivo apprezzamento del dollaro.

**Ritracciamento del dollaro ma outlook di lungo termine invariato**

Il risultato si nota nella differenza delle stima mediana sui tassi: da 1.125% a 0.625% per fine 2015, da 2.50% a 1.875% per fine 2016, e da 3.625% a 3.125% per fine 2017. Nonostante il probabile ritardo nel rialzo dei tassi, la Fed non ha modificato il ritmo dei successivi rialzi. Questi cambiamenti hanno indebolito il dollaro, anche a causa dell'ipercomprato (pag.8). Sospettiamo che la Fed stia sovrastimando l'indebolimento della crescita, in quanto un lieve peggioramento dei dati è stato accompagnato da un notevole abbassamento delle previsioni sui tassi. Infatti, continuiamo ad aspettarci ulteriori miglioramenti nel mercato del lavoro, e ciò dovrebbe tradursi in una buona crescita dei salari. La debolezza del settore di immobiliare è in gran parte relativa al meteo avverso. Di conseguenza, nonostante un rialzo dei tassi a settembre sia ora l'opzione più probabile, vi è spazio per possibili sorprese favorevoli al dollaro. Riassumendo, la debolezza post-FOMC del biglietto verde non dovrebbe mettere a rischio il trend rialzista sottostante, continuando a favorire le strategie di vendita sui ritracciamenti.

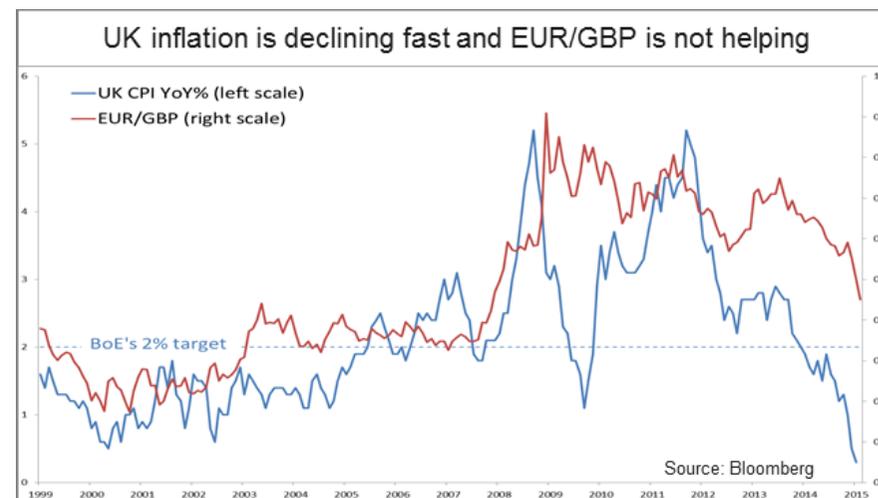


**Mercati FX**
**Intervento vocale della BoE sulla forza della sterlina**
**Incertezze sulla sterlina**

In un contesto di incertezza relativo alle prossime elezioni generali nel Regno Unito, la Bank of England ha manifestato timori riguardo l'effetto di un eccessivo apprezzamento della sterlina sull'inflazione. Infatti il 12 Marzo il Governatore della BoE Carney ha affermato che "bisogna tenere conto delle forze deflazionistiche di origine esterna, ossia la debole inflazione su scala globale e l'effetto della forza della sterlina". Inoltre, una valuta forte difficilmente permetterebbe di ridurre l'ampio deficit del Regno Unito. Le aziende britanniche sono state danneggiate dai recenti sviluppi del mercato FX, in quanto tendono ad importare materie prima denominate in dollari rivendendo poi i prodotti nell'Eurozona, Martin Wheale ha posto un warning riguardo i rischi provocati da un elevato tasso di cambio.

**Opzioni limitate a disposizione della BoE**

Parte delle ragioni che spiegano la forza della sterlina da inizio anno derivano dalle scelte di portafoglio: dato che la maggior parte delle banche centrali hanno tassi a zero o negativi, la divergenza di politiche monetarie ha supportato gli acquisti di GBP. Mentre le altre banche centrali possono tagliare i tassi o espandere il QE, la Bank of England non può far altro che posticipare le aspettative sul primo rialzo dei tassi. Data l'estrema importanza di EUR/GBP sull'inflazione del Regno Unito, la BoE potrebbe attendere ancora a lungo prima di alzare i tassi, addirittura fino alla fine del QE europeo, per ridurre gli acquisti di sterlina. Riassumendo, l'evoluzione della sterlina dovrebbe ora essere più influenzata dalla debole inflazione che dalla solida crescita. Di conseguenza, riteniamo vi sia spazio per un'ulteriore discesa della valuta britannica. GBP/USD dovrebbe raggiungere il supporto 1.4231 (minimo di Maggio 2010), mentre EUR/GBP dovrebbe consolidare al di sopra di area 0.7000, con forti resistenze posizionate a 0.7455 (12/02/2015 max) e 0.7592 (03/02/2015 max).



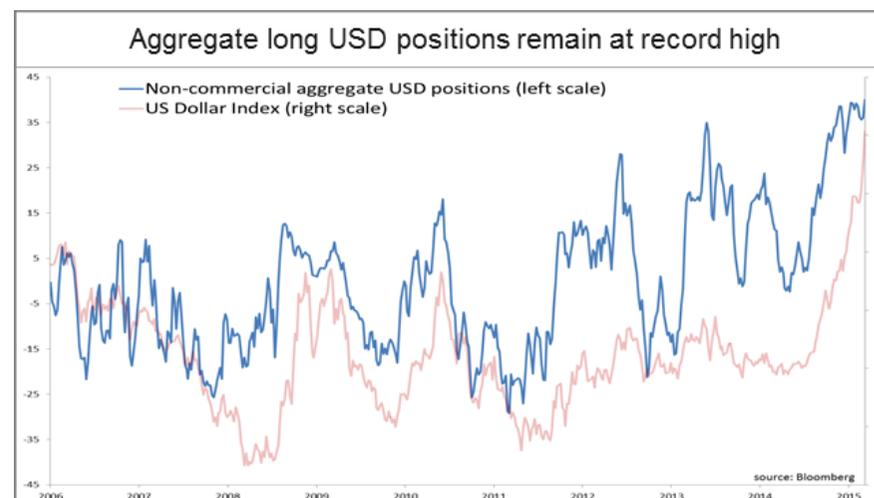
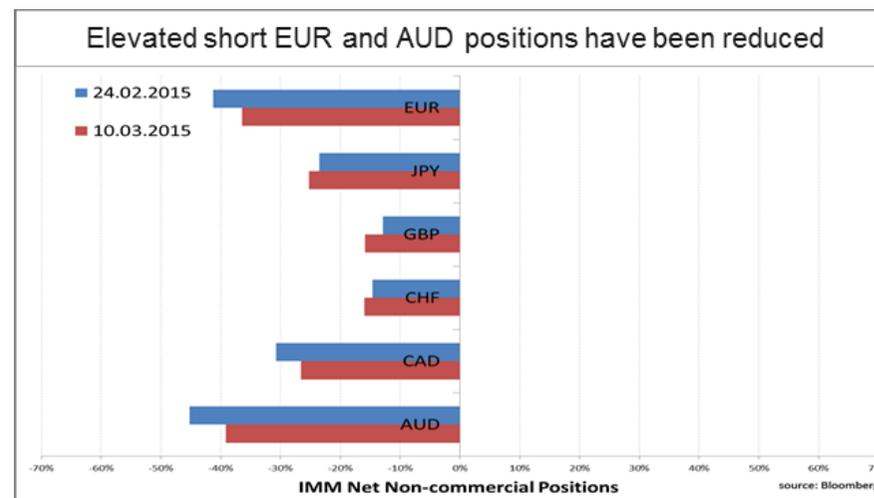
**Mercati FX**
**Rimbalzo su EUR/USD favorito dall'ipervenduto**

**L'indicatore International Monetary Market (IMM) sul posizionamento dei non-commercial viene utilizzato per visualizzare i flussi da una valuta all'altra. E' generalmente interpretato come un'indicazione contraria quando assume valori estremi.**

I dati IMM coprono le posizioni per la settimana terminata il 10 Marzo 2015.

La divergenza relativa alla riduzione delle vendite di EUR, CAD e AUD, e i massimi acquisti di dollari, richiede una spiegazione. Infatti, i dati sul dollaro non tengono in conto le posizioni aperte, a differenza delle altre valute. Le posizioni aperte tengono conto delle operazioni dei commercial (ad esempio per hedging), che sono su livelli elevati. Di conseguenza, la riduzione delle vendite di EUR, AUD e CAD è principalmente causata dall'aumento delle nuove posizioni aperte. In altre parole, l'ipervenduto ancora presente sull'Euro potrebbe favorire dei ritracciamenti su EUR/USD, come osservato dopo il meeting del FOMC. Tuttavia ciò non dovrebbe alterare il trend ribassista di EUR/USD.

La recente rottura del supporto 1.4814 su GBP/USD, insieme alle vendite di sterline in aumento, non fanno ben sperare per la valuta britannica. Riteniamo probabili ulteriori ribassi della sterlina nei prossimi mesi.



## TERMINI LEGALI

Nonostante l'impegno a verifica della validità e della qualità dei dati utilizzati per la ricerca, non vi è garanzia che questi siano corretti ed accurati. Swissquote Bank e le sue consociate non si assumono alcuna responsabilità riguardo errori ed omissioni, né relativamente all'accuratezza e alla validità delle informazioni e delle analisi sopra contenute. Questo documento non costituisce un'esortazione a vendere e/o comprare alcuno strumento finanziario, né può essere considerato una sollecitazione e/o un'offerta a prendere parte in alcuna transazione. Questo documento rappresenta una ricerca economica e non intende costituire una consulenza a fini di investimento, né a sollecitare alcuno scambio di beni o servizi finanziari.

Pur rappresentando una componente inevitabile in ogni investimento finanziario, il rischio derivante dallo scambio di valute nel Forex può risultare particolarmente consistente. Quindi, nel considerare l'operatività nel mercato dei cambi, è necessario essere coscienti dei rischi associati a tali prodotti finanziari in modo da decidere in maniera informata e consapevole. Il materiale qui presente non è stato redatto a fini di consigliare o suggerire alcun investimento. Swissquote Bank si adopera per l'utilizzo di informazioni ampiamente credibili, ma non può in alcun modo assicurare riguardo la loro completezza ed accuratezza. Inoltre, non ci riteniamo obbligati ad informare nel caso di cambiamento delle opinioni o dei dati in questo documento. Ogni prezzo è inserito in questo report a finalità informativa, e non rappresenta una valutazione dei sottostanti indicati.

Questo documento viene distribuito nel rispetto della legge ivi applicabile. Nulla all'interno di questo contenuto può definire alcuna strategia o consiglio di investimento come adatto ed appropriato alle caratteristiche del recipiente, piuttosto che come consulenza a fini di investimento personale. La pubblicazione presenta l'unica finalità informativa, non costituisce pubblicità e rappresenta un'esortazione a vendere e/o comprare alcuno strumento finanziario in alcuna giurisdizione. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita riguardo l'accuratezza, la completezza e l'affidabilità delle informazioni qui contenute, con l'eccezione delle informazioni riguardanti Swissquote Bank, le sue consociate ed affiliate. Questo documento non è da intendersi come dichiarazione o valutazione completa degli strumenti finanziari contenuti. Swissquote Bank non garantisce che gli investitori possano ottenere dei profitti, né condividerà con essi eventuali risultati operativi, né è disposta ad accettare alcuna responsabilità in caso di perdite da investimento. Gli investimenti comportano un rischio e le decisioni di investimento richiedono prudenza. Questo documento non deve assumere una forma sostitutiva dell'esercizio della propria facoltà di giudizio. Qualsiasi opinione espressa in questo documento presenta una finalità esclusivamente informativa, e potrebbe subire delle modifiche senza alcun obbligo di notifica, e potrebbe essere diversa o contraria ad opinioni espressa da altre aree e gruppi di Swissquote Bank, come risultato di diversi criteri di valutazione. Swissquote Bank non può essere considerata responsabile di alcun risultato, positivo o negativo, che sia stato determinato totalmente o parzialmente dalle informazioni sopra contenute.

Il servizio verrà avviato, aggiornato, ed eventualmente cessato, ad esclusiva discrezione dello Swissquote Bank Strategy Desk. Le analisi sopra contenute si basano su diversi metodi di valutazione. Diversi criteri di valutazione possono risultare in risultati e decisioni differenti. Gli analisti responsabili della redazione di questo documento potrebbero interagire con il dipartimento dedicato al trading, con il personale addetto alle vendite o altri dipartimenti, con la finalità di raccogliere, sintetizzare ed interpretare le informazioni di mercato. Swissquote Bank non è obbligata ad aggiornare continuamente le informazioni qui contenute, e non può essere considerata responsabile di alcun risultato, positivo o negativo, che sia stato determinato totalmente o parzialmente dalle informazioni sopra contenute.

Swissquote Bank proibisce la distribuzione di questo materiale informativo a soggetti terzi, senza il consenso scritto di Swissquote Bank. Swissquote Bank non accetta alcuna responsabilità riguardo le azioni di terze parti che abbiano a riferimento il contenuto in oggetto.  
© Swissquote Bank 2014. Tutti i diritti riservati.