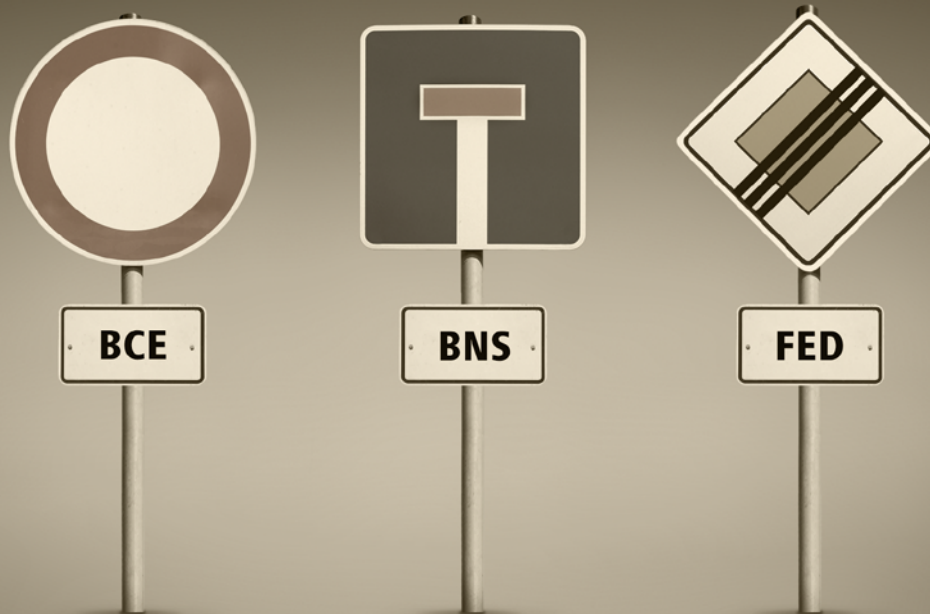


APRILE 2019

Guida agli investimenti



Tassi zero per l'eternità?

La lunga attesa
dell'inversione dei tassi

RAIFFEISEN

La nostra visione dei mercati

IN QUESTA EDIZIONE

- P.3** Tema in focus: Tassi zero per l'eternità? – La lunga attesa dell'inversione dei tassi
- P.5** Le nostre valutazioni:
- Obbligazioni
 - Azioni
 - Investimenti alternativi
 - Valute
- P.8** Le nostre previsioni:
- Congiuntura
 - Inflazione
 - Politica monetaria

Brusca frenata delle Banche centrali: le Banche centrali rinviando ulteriori sforzi di normalizzazione. Per quest'anno la Banca centrale europea lascerà invariato il tasso sui depositi al -0.4%. Il settore bancario europeo intanto verrà supportato con un'ulteriore iniezione di liquidità. La maggioranza dei membri della Fed non prevede ulteriori aumenti dei tassi nel 2019 neanche negli USA. La BNS non può sottrarsi a queste tendenze e proseguirà anch'essa la propria politica monetaria espansiva.

(Ancora) nessuna ripresa congiunturale: continua l'attesa di una svolta nella congiuntura. A marzo, sia i risultati dei sondaggi tra le imprese che i dati oggettivi sono stati ancora perlopiù deludenti. Rimangono deboli in particolare gli indicatori per l'industria. Una nota positiva resta l'andamento relativamente solido nel settore dei servizi. Teniamo conto di questi sviluppi e rivediamo la nostra previsione sulla crescita 2019 per l'EZ all'1.1% (prima 1.5%) e per gli USA al 2.2% (2.4%).

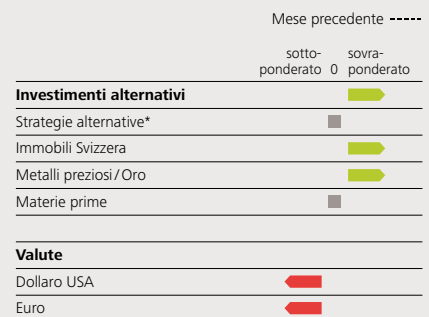
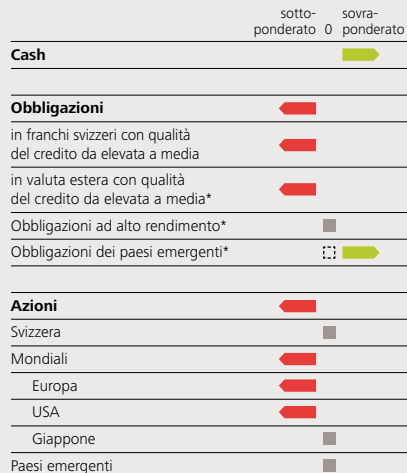
Curva dei tassi USA capovolta: la retorica da colombe delle Banche centrali e i deboli dati macro hanno recentemente portato a un ulteriore calo dei rendimenti obbligazionari in tutto il mondo. Negli USA, i rendimenti per durate fino a dieci anni sono ora quasi costantemente

inferiori ai tassi a breve termine a 3 mesi per cui, per la prima volta dal 2007, la curva dei tassi è ampiamente «invertita». In passato ciò è sempre stato un indicatore affidabile, anche se impreciso in termini di tempo (con un anticipo da 6 a 24 mesi) di recessione imminente. Riteniamo tuttavia che per il 2019 tale rischio sia ridotto.

Necessità di correzione sui mercati azionari: dopo una crescita giunta fino al 15%, i mercati azionari sono ipercomprati. Dato che i profitti aziendali quest'anno dovrebbero perlopiù ristagnare, altri aumenti dei corsi sono possibili solo mediante un'espansione delle valutazioni, per la quale riteniamo manchino gli impulsi. Al livello attuale prevalgono i rischi, e lo scenario più probabile è una correzione.

Preferenza per le obbligazioni dei paesi emergenti: l'inversione di tendenza delle Banche centrali dovrebbe manifestare lo stato di emergenza degli investimenti nel settore del reddito fisso. Gli investitori continueranno a spostarsi su segmenti più rischiosi. Le obbligazioni dei paesi emergenti dovrebbero a breve trarne beneficio. Nella nostra tattica d'investimento preferiamo ora questo segmento rispetto ad altri investimenti obbligazionari (aumento a leggera sovrapponderazione).

IL NOSTRO POSIZIONAMENTO



*con copertura valutaria

La lunga attesa dell'inversione dei tassi



ASPETTI PRINCIPALI IN BREVE

L'inversione dei tassi si fa ancora attendere. Sullo sfondo del raffreddamento globale della congiuntura, si pone la domanda se sia ancora possibile aumentare i tassi in Europa. Gli effetti negativi dei tassi zero risp. negativi, si fanno sempre più evidenti. I risparmiatori e le casse pensioni pagano il conto degli esperimenti delle Banche centrali e la politica monetaria espansiva porta a incentivi fuorvianti e bolle speculative. Inoltre, l'ulteriore margine di manovra in caso di recessione è nettamente ridotto. Le Banche centrali si trovano quindi sempre più in un vicolo cieco e sia in Europa che in Svizzera incombe uno scenario «giapponese».

A marzo, la Fed ha segnalato di non voler procedere a ulteriori aumenti dei tassi nell'anno in corso. Negli ultimi anni è comunque sempre stata avanti rispetto alle altre Banche centrali e dalla fine del 2015, con nove aumenti dei tassi, ha portato il tasso di riferimento verso il livello «neutrale». La BCE si è invece lasciata sfuggire l'opportunità di avviare la normalizzazione dei tassi. Il 2018 sarebbe stato il momento ideale per distanziarsi dai tassi negativi sui depositi. Lo stimolo fiscale negli USA aveva dato una forte spinta alla crescita economica a livello mondiale. La BCE avrebbe potuto sfruttare la ripresa globale sincronizzata per aumentare il tasso di riferimento e portarlo – sulla scia della Banca centrale americana – in settore positivo. Poiché la congiuntura globale si è già nettamente raffreddata, ormai è di nuovo troppo tardi. Il Presidente della BCE Mario Draghi ha infatti già annunciato ai primi di marzo che per il 2019 un aumento dei tassi è escluso. All'ultima riunione della Banca centrale, la previsione di crescita per l'EZ è stata ridotta dall'1.7% all'1.1%, dopo che l'economia europea l'anno precedente era cresciuta dell'1.8%.

L'attesa dell'inversione dei tassi dovrebbe quindi continuare e i tassi bassi, che ormai ci accompagnano da anni, potrebbero diventare una situazione permanente. In seguito alla crisi immobiliare e finanziaria del 2008, la BCE guidata da Jean-Claude Trichet abbassò dapprima il tasso di riferimento da oltre il 4% all'1%.

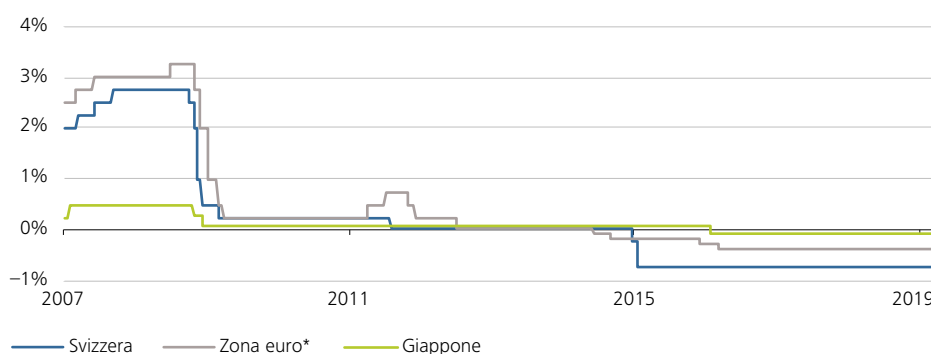
Quello che avvenne dopo è entrato negli annali come errore di politica monetaria: nel mezzo della crisi del debito pubblico europeo, Trichet alzò il tasso di riferimento all'1.5%. Quando in autunno 2011 Mario Draghi prese il timone della BCE cambiò subito rotta virando verso una riduzione dei tassi. Da metà 2014 il tasso di riferimento nell'EZ è fermo allo zero, il tasso sui depositi addirittura in settore negativo. Anche la BNS ha diminuito i tassi sotto la pressione del franco svizzero forte – da gennaio 2015 in Svizzera il tasso sui depositi è addirittura al -0.75% ► **Grafico 1**. Dopo la decisione della BCE, anche in Svizzera sembra allontanarsi l'inversione dei tassi.

Entrambe le Banche centrali seguono quindi lo stesso percorso della Banca centrale giapponese (BoJ). A febbraio di quest'anno, in Giappone la politica dei tassi zero ha «festeggiato» i 20 anni. Per quanto festeggiare sia certo la parola sbagliata. Il debito pubblico ammonta già oggi a oltre il 240% del prodotto interno lordo e aumenta in modo inarrestabile. A sua volta, la BoJ ha in bilancio quasi la metà di tutti i titoli di stato in circolazione e da alcuni anni acquista in grande stile azioni di società giapponesi: «Quantitative Easing» allo stato puro. Malgrado queste grandi misure di politica monetaria e da ultimo anche fiscale, l'economia giapponese ristagna da decenni. La domanda decisiva è: nonostante o a causa di ciò?

1 Tassi sotto lo zero

L'inversione dei tassi è molto lontana

Tassi sui depositi



*Tasso di interesse sui depositi

Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office



IL CIO SPIEGA: COSA SIGNIFICA QUESTO PER GLI INVESTITORI?

I tassi dovrebbero rimanere a minimi storici per cui permane il latente stato di emergenza per gli investimenti. Dato che l'inversione dei tassi è stata una volta ancora rimandata, nei prossimi trimestri non prevediamo forti movimenti dei tassi in Svizzera e in Europa. Anche le obbligazioni quindi – nonostante un contesto di livelli dei tassi molto bassi – devono ancora far parte di un portafoglio diversificato. Azioni e investimenti alternativi dovrebbero continuare a beneficiare di afflussi di capitale. In mancanza di aumenti dei tassi, anche il mercato immobiliare svizzero dovrebbe continuare ad avere un andamento forte. I fondi immobiliari si possono quindi ancora «sovraponderare» nei portafogli. Lo stesso vale per l'oro. Per quanto riguarda il metallo giallo, i costi di opportunità sempre bassi parlano a favore dell'aumento del prezzo.



Matthias Geissbühler
CIO Raiffeisen Svizzera

Nel suo libro «Balance Sheet Recession» uscito nel 2003, l'economista giapponese Richard Koo espone in modo efficace come le misure di politica monetaria non abbiano praticamente effetto quando seguono bolle speculative finanziate dal credito. Ciò accadde in Giappone nel 1990 dopo lo scoppio della bolla immobiliare e in Europa e negli USA nel 2008 con la crisi immobiliare e bancaria. Dopo crisi del genere, le imprese e le famiglie sono costrette a ridurre il proprio indebitamento. In questo caso si parla di «recessione di bilancio». In tale situazione l'aumento delle quote di risparmio è massiccio e del tutto indipendente dal livello dei tassi. Se poi non ci sono beneficiari del credito, una politica monetaria espansiva è inefficace e non può funzionare. Ancor più sorprendente è che sia la BCE che la BNS ignorino (abbiano ignorato) questo dato di fatto e continuino ad attuare le vecchie inadeguate misure.

Come sempre nella vita nulla è gratuito. Nel breve termine gli interventi delle Banche centrali saranno stati anche utili, soprattutto per l'approvvigionamento di liquidità delle banche che dopo il fallimento della banca d'investimento US Lehman Brothers nel 2008 non si fidavano più l'una dell'altra. Anche riduzioni dei tassi in un quadro «normale» sono misure adeguate in fase di recessione. La maggior parte delle Banche centrali ha però decisamente esagerato con interessi negativi e «Quantitative Easing». Il conto lo pagano i risparmiatori.

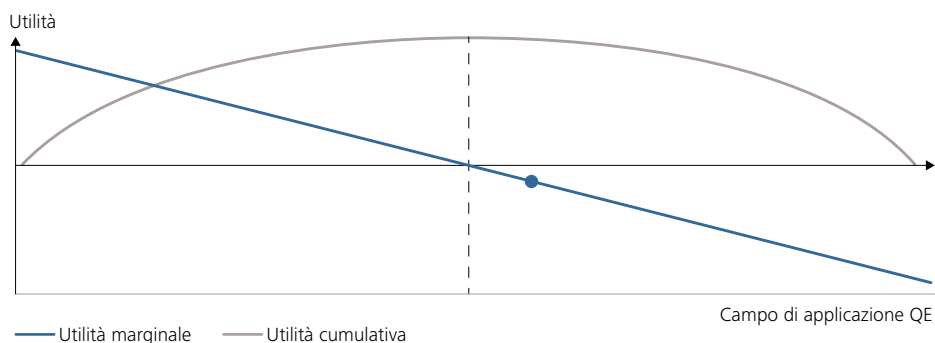
Poiché l'avere di risparmio non dà più interessi (o solo in misura marginale), considerando l'inflazione, è in atto una reale svalutazione del denaro. Lo stesso vale per le casse pensioni e enti previdenziali. Inoltre, i tassi negativi portano a incentivi fuorvianti e favoriscono le bolle finanziarie. I costi (marginali) degli interventi dovrebbero già oggi essere nettamente superiori ai vantaggi ► **Grafico 2**.

Inoltre, non avendo normalizzato i tassi, le Banche centrali in Europa e in Svizzera hanno perso l'opportunità di creare nuovo margine di manovra per interventi futuri. Nel caso di una recessione, le Banche centrali sarebbero de facto incapaci di agire. Se, ad esempio, la BNS dovesse ulteriormente abbassare i tassi in settore negativo, le banche commerciali sarebbero praticamente costrette ad addebitarli ai clienti. In questo scenario dovrebbero essere introdotti in tutta la Svizzera tassi negativi, il che a sua volta porterebbe a massicci prelievi di denaro dalle banche. Perché pagare «interessi penali» sul proprio avere di risparmio quando si può mettere al sicuro il proprio denaro (quasi) gratuitamente in una cassetta di sicurezza? Le Banche centrali si trovano quindi in un vicolo cieco: il margine di manovra è estremamente ridotto e le armi di politica monetaria sono ormai inefficaci. La speranza è che nei prossimi mesi siano evitati shock esogeni e che la congiuntura globale si stabilizzi.

2 Utilità marginale negativa della politica monetaria

Quando i costi superano i vantaggi

Classica funzione di utilità



Fonte: Raiffeisen Svizzera CIO Office



Obbligazioni

Poiché le Banche centrali hanno di nuovo messo in standby la normalizzazione della loro politica monetaria, si allontana un ritorno alla «normalità» anche sui mercati obbligazionari. Lo stato di emergenza per gli investimenti permane.



COSA SIGNIFICA ESATTAMENTE...?

Duration

La duration è una misura della sensibilità delle obbligazioni alle variazioni dei livelli dei tassi. I prezzi delle obbligazioni hanno sempre un andamento speculare rispetto ai tassi: scendono quando i tassi aumentano e salgono quando essi diminuiscono. Più lunga è la duration, maggiore è l'effetto delle variazioni del livello dei tassi (positivo o negativo) sul corso di un'obbligazione. Se un investitore prevede in futuro un aumento dei tassi, dovrebbe ridurre al minimo il rischio di modifica degli interessi e puntare a una duration breve. Se invece si prevedono tassi in calo, gli utili di corso che ne derivano sono maggiori per obbligazioni con duration più elevata.

La brusca frenata delle Banche centrali nei loro sforzi di normalizzazione non è affatto un fenomeno locale europeo che riguardi solo la BCE e la BNS. Al contrario: con la sua inversione di tendenza avviata a gennaio, la Fed ha lanciato un segnale di politica monetaria a livello mondiale. Da allora, le Banche centrali di tutto il mondo hanno usato quasi esclusivamente toni da colombe prolungando a oltranza la loro politica monetaria accomodante. Le aspettative di aumenti dei tassi scontate sui mercati finanziari sono state quindi ulteriormente rinviate. Al contempo, i rendimenti obbligazionari ultimamente hanno continuato a scendere. I rendimenti dei titoli della Confederazione decennali con -40 punti base sono di nuovo vicini ai minimi storici. Ultimamente anche il rendimento dei titoli di stato tedeschi a 10 anni è sceso di nuovo sotto lo zero ► **Grafico 3**. In Europa sono ormai più di una

In una prospettiva un po' più ampia si constata quindi che una vera e propria normalizzazione della politica monetaria è finora avvenuta solo negli USA, dove negli ultimi tre anni la Fed ha alzato il tasso di riferimento avvicinandolo quantomeno al livello considerato «neutrale». Altrove, come ad esempio in

Canada e Norvegia è certo iniziato il commiato al denaro facile, ma la politica monetaria è prevalentemente ancora in modalità di crisi. Contesti monetari ancora molto espansivi fanno sì che gli investitori debbano operare con interessi ridotti. Attualmente il volume delle obbligazioni con rendimento negativo a livello mondiale è pari a circa USD 11 bilioni ► **Grafico 4** e potrebbe ancora aumentare.

4 Rendimenti negativi garantiti

Conseguenze della politica monetaria espansiva

Volume delle obbligazioni in circolazione con rendimento negativo in bilioni di USD

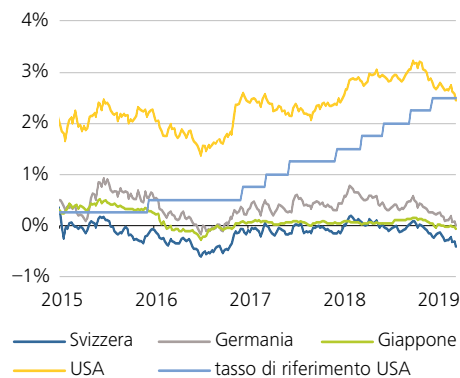


Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

3 La normalizzazione della politica monetaria...

...è ancora in standby

Rendimento dei titoli di stato decennali e tasso di riferimento USA



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

Sono diversi i modi in cui le Banche centrali esercitano pressione sui tassi. Continuano a operare sul mercato obbligazionario come acquirenti, contribuendo così a una riduzione artificiale dell'offerta. Inoltre la loro politica di tassi bassi a oltranza fa sì che gli investitori puntino su un ulteriore calo dei tassi e su utili di corso nelle obbligazioni anche con rendimenti a minimi storici. Lo stato di emergenza per gli investimenti, causato dalle Banche centrali, costringe gli investitori in cerca di rendimenti a salire più in alto sulla scala del rischio, prolungando la **duration** e accettando un maggiore rischio di modifica degli interessi, oppure passando a varianti a reddito fisso con peggiore solvibilità. In questa seconda opzione le opportunità sono limitate rispetto ai rischi, per cui per obbligazioni ad alto rendimento consigliamo (solo) una ponderazione neutrale. Inoltre, varrebbe davvero la pena di optare per una duration più lunga solo se finissimo effettivamente in uno scenario giapponese.

Azioni

Il mercato rialzista delle azioni USA dura ormai da dieci anni. Anche se la sua emivita è stata superata da tempo, l'inversione di tendenza delle Banche centrali potrebbe prolungarla. Il potenziale è comunque limitato.



LO SAPEVATE?

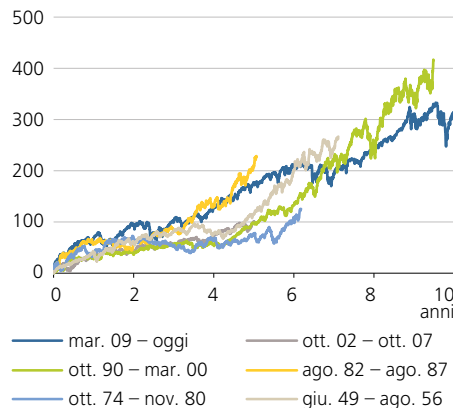
Tra il 2009 e il 2018, gli utili delle aziende europee sono aumentati di circa il 140%. Essi tuttavia sono ultimamente ancora circa il 10% sotto il loro massimo storico del 2007. La situazione in Svizzera è simile. Anche qui non ci sono (ancora) nuovi record di profitto da segnalare. Negli USA i profitti aziendali sono invece triplicati partendo dal minimo toccato dopo la crisi finanziaria, e oggi sono due terzi superiori rispetto alla fine del precedente grande rialzo della borsa.

Il 6 marzo 2009 l'indice S&P500 segnò il punto più basso dopo la crisi finanziaria a 666 punti. L'ultimo mercato ribassista – definito dagli operatori di borsa come crollo dei corsi di almeno il 20% – risale quindi a dieci anni fa. Con una perdita del -19.8%, il crollo registrato alla fine dello scorso anno ha evitato per un pelo la soglia del mercato ribassista. Negli USA abbiamo quindi il «toro» più lungo della storia recente della borsa ► **Grafico 5**. Il mercato azionario svizzero è indietro di due anni rispetto a questo andamento, non solo in termini di tempo ma anche di rendimento. Mentre da noi l'attuale rialzo della borsa fa segnare un aumento di circa il 150%, al di là dell'Atlantico nel picco i corsi sono più che quintuplicati (sempre inclusi i dividendi).

5 10° anniversario di mercato rialzista USA

Il rialzo più lungo della recente storia borsistica

Mercati rialzisti nell'indice S&P500



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

Come si spiega questa outperformance? Un'indicazione importante è data dai profitti aziendali. Questi negli USA crescono infatti già da anni in modo nettamente più forte che altrove. Uno dei principali propulsori degli utili è stato, tra gli altri, il settore tecnologico, che negli ultimi anni ha fortemente incrementato i propri margini di utile. Con una ponderazione del 21% rappresenta ormai il settore più grande. Negli ultimi anni hanno prosperato anche altri settori quali ad esempio le banche USA, diventate vere e proprie macchine da profitti. In Svizzera e nel

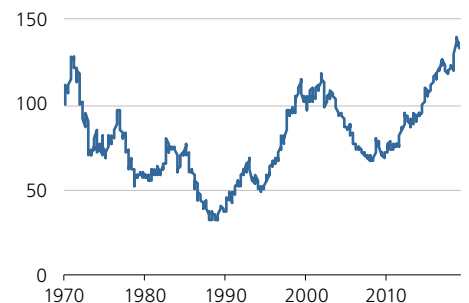
resto d'Europa, invece, negli ultimi dieci anni gli utili hanno avuto una crescita decisamente meno forte. Inoltre la ponderazione dei settori è stata meno vantaggiosa proprio nell'EZ, con una quota elevata di titoli finanziari che al contrario dei concorrenti americani non si sono stabilmente ripresi dalla crisi finanziaria.

A nostro avviso, per il futuro vi sono due cose da tenere presenti. In primo luogo, il mercato rialzista non deve per forza morire di vecchiaia. La recente inversione di tendenza della Fed, che ha già archiviato il ciclo di aumenti dei tassi prima che fosse raggiunto un contesto monetario veramente restrittivo, lascia spazio dal punto di vista della politica monetaria a un prolungamento del rialzo. Una continuazione del rialzo sarebbe tuttavia limitata sull'asse dei prezzi, poiché in futuro i margini di utile dovrebbero trovarsi sotto pressione e le valutazioni non sono più convenienti. In secondo luogo, l'outperformance delle azioni USA dovrebbe lentamente raggiungere i limiti. La prospettiva di lunghissimo termine mostra che l'andamento relativo dei corsi tra le regioni è soggetto a cicli. La debolezza delle altre aree geografiche del mondo dura ormai da dieci anni ► **Grafico 6**. Sul lungo termine, il resto del mondo offre maggiore potenziale, per cui continuiamo a sottoponderare gli USA nella nostra asset allocation tattica.

6 Azioni americane al culmine?

Il «resto del mondo» ha potenziale di ripresa

Andamento relativo dei corsi USA vs. resto del mondo



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

Investimenti alternativi

I fondi immobiliari svizzeri sono i beneficiari della politica monetaria accomodante e di recente hanno segnato nuovi record. Considerando anche gli elevati rendimenti distribuiti, questa classe d'investimento rimane interessante.



COSA SIGNIFICA ESATTAMENTE...?

Aggio

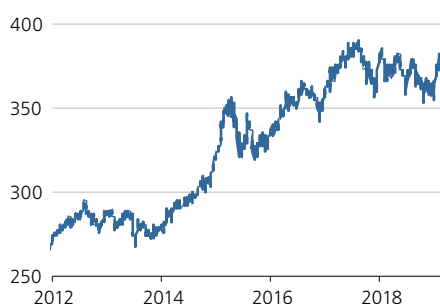
Il termine «aggio» deriva dall'italiano e significa «agio». Per gli aggi, i consumatori sono disposti a pagare un prezzo più alto – anche nel settore finanziario. Nel contesto dei fondi immobiliari quotati in borsa, l'aggio descrive la differenza tra il corso di mercato e il valore d'inventario netto delle quote. La media storica di questa maggiorazione è di circa il 20% e oscilla a seconda del livello dei tassi (tassi più bassi = aggi più elevati). Gli investitori sono quindi fondamentalmente disposti a pagare un premio. Oltre alla componente d'interesse, questo premio rispecchia i vantaggi aggiuntivi dei fondi immobiliari rispetto a investimenti diretti quali ad esempio la ripartizione del rischio e la diversificazione implicite, la maggiore liquidità e la presenza di regolamentazione e protezione degli investitori. Un terzo aspetto dell'aggio è riconducibile alle vigenti prescrizioni sull'allestimento dei conti nonché a effetti fiscali.

Nell'ultimo decennio praticamente nessuna classe d'investimento ha procurato agli investitori un rendimento ponderato in funzione del rischio tanto interessante quanto i fondi immobiliari svizzeri. Tenendo conto delle distribuzioni, il rendimento medio annuo dell'«oro di cemento»

7 «Oro di cemento» svizzero solido

Investimenti immobiliari indiretti sempre richiesti

Indice SXI Real Estate Funds



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

è stato del 6.6%, con una perdita di corso intermedia di al massimo il 10%. Anche guardando al futuro, le prospettive per gli investimenti immobiliari indiretti rimangono buone. Dato il nuovo rinvio dell'inversione dei tassi fino a nuovo avviso, i rendimenti dei titoli decennali della Confederazione non dovrebbero superare in modo duraturo la soglia dello 0%. In questo contesto l'alto rendimento distribuito del 2.8% dei fondi immobiliari svizzeri rimane quindi un importante argomento a favore di questa classe d'investimento. Gli aggi, ultimamente al 20% e quindi vicini alla media pluriennale, indicano una valutazione equa e hanno margini di rialzo in un persistente contesto di tassi bassi. Anche le analisi tecniche danno via libera. Nelle ultime settimane, dopo una fase di consolidamento durata un anno e mezzo, l'indice per i fondi immobiliari svizzeri ha registrato nuovi massimi ► **Grafico 7**. Dopo una prevedibile pausa, la via è libera per ulteriori aumenti dei corsi anche da un punto di vista tecnico. Nella nostra tattica d'investimento rimaniamo sovraperponderati negli immobili svizzeri.

Valute

Attualmente la Norges Bank è l'eccezione tra le Banche centrali, e contro la tendenza globale a una politica monetaria più accomodante ha di recente aumentato i tassi di riferimento. È però improbabile che continui da sola.

In Norvegia sembra che le cose vadano diversamente. Ad ogni modo, a marzo i banchieri centrali norvegesi hanno reiterato, facendo seguire un secondo aumento dei tassi al primo dello scorso autunno. Sono così in netto contrasto con i colleghi delle altre Banche centrali. Con l'1%, il tasso di riferimento in Norvegia è ora al livello più alto degli ultimi 4 anni. Motivo dell'atteggiamento più risoluto dei norvegesi è la solida situazione congiunturale. Spinta dall'elevato prezzo del petrolio, nell'ultimo trimestre 2018 l'economia è cresciuta in modo nettamente superiore al previsto. Il tasso di disoccupazione si è stabilizzato sotto il 3% e l'inflazione è sopra il 2%. Malgrado i buoni dati fondamentali, le scorse settimane la corona norvegese non era particolarmente forte ► **Grafico 8**. La tendenza laterale che si osserva rispetto al franco svizzero potrebbe proseguire. Ulteriori

aumenti dei tassi dovrebbero infatti essere solo gradualmente anche in Norvegia.

8 Gli aumenti dei tassi aiutano solo in parte

Corona norvegese in tendenza laterale

Corona norvegese/franco svizzero



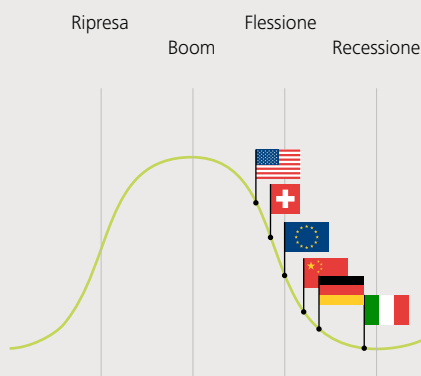
Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

Uno sguardo al futuro

Le Banche centrali hanno rivisto ulteriormente al ribasso le ultime stime su crescita e inflazione e abbandonato i loro sforzi di normalizzazione. Anche noi adeguiamo le nostre previsioni su congiuntura e politica monetaria.



CONGIUNTURA



- Nemmeno la **Svizzera** può sottrarsi al rallentamento globale della crescita. Rispetto all'anno precedente, infatti, nel 2019 la crescita economica si dovrebbe dimezzare. Prevediamo un tasso di crescita dell'1.2 %.
- Nelle scorse settimane, gli indicatori anticipatori congiunturali per l'**EZ** si sono ulteriormente indeboliti. Al momento, l'anello debole della catena è l'industria tedesca. Una nota positiva restano i valori comparativamente solidi dell'indice dei responsabili degli acquisti nel settore dei servizi. Nel complesso, i dati indicano una stagnazione nel primo trimestre. Per l'intero 2019 rivediamo al ribasso la nostra previsione sulla crescita all'1.1 %.
- Ultimamente, anche la locomotiva della crescita **USA** ha perso slancio e quest'anno dovrebbe rallentare ancora (nuova previsione: 2.2%). Lo stimolo del pacchetto di sgravi fiscali si allenta, mentre il mercato immobiliare mostra segni di debolezza. Sono aumentati i timori di un'incombente recessione; non prevediamo però un tale crollo prima del 2020.

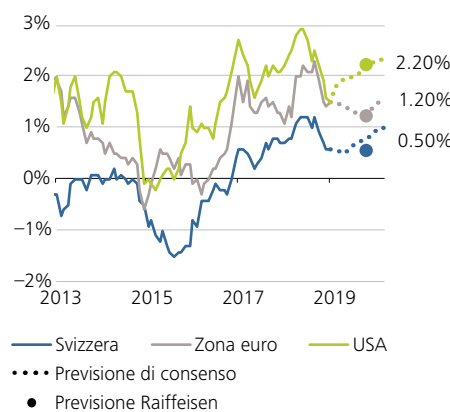


INFLAZIONE

Crescita più debole = inflazione più bassa

Nuove previsioni sull'inflazione per Svizzera e EZ

Inflazione e previsioni



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

- L'inflazione **da noi** ha già nuovamente superato il suo punto massimo. A febbraio, l'inflazione ha registrato una stagnazione allo 0.6%. Nella sua valutazione della situazione politico-monetaria di marzo, la BNS ha nettamente ridotto, allo 0.3%, la previsione sull'inflazione. Anche noi la rivediamo al ribasso (0.5 %).
- Anche nell'**EZ** l'andamento dell'inflazione mostra una tendenza al ribasso. Le previsioni inflazionistiche basate sul consenso del mercato sono scese ultimamente ai minimi dall'autunno 2016. Rivediamo quindi al ribasso all'1.2 % la nostra stima sull'inflazione per l'EZ.
- Ci si deve attendere un aumento della pressione inflazionistica piuttosto negli **USA**, dove attualmente i salari crescono a un tasso di oltre il 3%. Nel frattempo, ultimamente vari beni di consumo di base hanno registrato aumenti di prezzo. Per quest'anno prevediamo un'inflazione del 2.2 %.

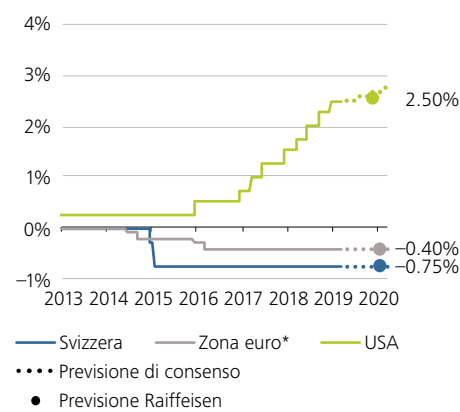


POLITICA MONETARIA

Non più sulla corsia di sorpasso

La Fed segnala una pausa dei tassi

Tassi di riferimento e previsioni



*Tasso di interesse sui depositi
Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

- A marzo, la **BCE** ha segnalato di non voler effettuare ulteriori aumenti dei tassi quest'anno. L'inversione dei tassi è stata quindi una volta ancora rinviata. E non solo: il Presidente della BCE Mario Draghi ha annunciato anche ulteriori iniezioni di liquidità per il settore bancario europeo.
- Nel frattempo, all'ultima riunione la **Fed** ha consolidato in modo inequivocabile la sua radicale inversione di tendenza politico-monetaria. La maggioranza dei partecipanti alla riunione non si aspetta ulteriori aumenti dei tassi quest'anno. Inoltre, a settembre verrà completamente abbandonata la riduzione del bilancio. Teniamo conto della retorica «da colombe» della Fed e prevediamo a nostra volta una più lunga pausa dagli aumenti dei tassi.
- La **BNS**, volente o nolente, deve seguire le tendenze della politica monetaria globale. Ultimamente ha quindi confermato la propria politica monetaria molto espansiva. Nei prossimi dodici mesi dovremmo continuare ad avere tassi negativi in Svizzera.

CONTATTO E AVVERTENZE LEGALI

Editore

Raiffeisen Svizzera CIO Office
Raiffeisenplatz
9001 San Gallo
ciooffice@raiffeisen.ch

Internet

www.raiffeisen.ch/investire

Consulenza

Vogliate mettervi in contatto con il Vostro consulente agli investimenti oppure con la Vostra Banca Raiffeisen locale:
www.raiffeisen.ch/web/la+mia+banca

Ulteriori pubblicazioni

Qui potete consultare questa pubblicazione e anche abbonarvi per ricevere ulteriori pubblicazioni di Raiffeisen: www.raiffeisen.ch/rch/it/clientela-privata/investire/mercati-opinioni/pubblicazioni-research-macro.html

Nota legale

Esclusione di offerta

I contenuti della presente pubblicazione sono forniti esclusivamente a titolo informativo. Essi non costituiscono pertanto né un'offerta agli effetti di legge né un invito o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di strumenti d'investimento. La pubblicazione non rappresenta né un annuncio di quotazione né un prospetto di emissione ai sensi dell'art. 652a e dell'art. 1156 CO. Le condizioni complete applicabili e le avvertenze dettagliate sui rischi relative a questi prodotti sono contenute nei rispettivi documenti di vendita giuridicamente vincolanti (ad es. prospetto, contratto del fondo). A causa delle restrizioni legali in singoli paesi, tali informazioni non sono rivolte alle persone la cui nazionalità o il cui domicilio si trovi in un paese in cui l'autorizzazione dei prodotti descritti nella presente pubblicazione è soggetta a limitazioni. La presente pubblicazione non ha lo scopo di offrire all'investitore una consulenza agli investimenti e non deve essere intesa quale supporto per le decisioni d'investimento. Gli investimenti qui descritti dovrebbero essere effettuati soltanto dopo un'adeguata consulenza alla clientela e/o dopo l'analisi dei documenti di vendita giuridicamente vincolanti. Decisioni prese in base ai presenti documenti avvengono a rischio esclusivo dell'investitore. Per ulteriori informazioni rimandiamo all'opuscolo «Rischi particolari nel commercio di valori mobiliari». Per quanto riguarda la performance indicata si tratta di dati storici, da cui non si può ricavare l'andamento del valore attuale o futuro. Ai fini del calcolo dei dati relativi alla performance non sono stati considerati le commissioni e i costi richiesti al momento dell'emissione e in caso di eventuale riscatto delle quote.

Esclusione di responsabilità

Raiffeisen Svizzera intraprenderà tutte le azioni opportune atte a garantire l'affidabilità dei dati presentati. Raiffeisen Svizzera non fornisce tuttavia alcuna garanzia relativamente all'attualità, all'esattezza e alla completezza delle informazioni contenute in questa pubblicazione. Raiffeisen Svizzera non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti, indiretti e consecutivi) causati dalla distribuzione della presente pubblicazione, dal suo contenuto oppure legati alla sua distribuzione. In particolare, non si assume alcuna responsabilità per le perdite derivanti dai rischi intrinseci ai mercati finanziari. Spetta al cliente informarsi su eventuali conseguenze fiscali. A seconda dello stato di domicilio, si possono verificare differenti conseguenze fiscali. Per quanto riguarda eventuali conseguenze fiscali derivanti dall'acquisto dei titoli, Raiffeisen Svizzera e le Banche Raiffeisen rispondono qualsivoglia responsabilità.

Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria

La pubblicazione è stata redatta da Raiffeisen Svizzera e non è il risultato di un'analisi finanziaria. Le «Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria» dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) non si applicano pertanto a questa pubblicazione.



I NOSTRI AUTORI



Matthias Geissbühler, CFA, CMT

CIO Raiffeisen Svizzera
matthias.geissbuehler@raiffeisen.ch

Matthias Geissbühler è Chief Investment Officer di Raiffeisen Svizzera e il vostro specialista per tutte le questioni riguardanti il tema investimenti. Insieme al suo team analizza costantemente quanto accade sui mercati finanziari di tutto il mondo, sviluppa la strategia d'investimento della Banca e fornisce raccomandazioni per voi quali investitori.



Oliver Hackel, CFA

Responsabile Macro & Investment Strategy
oliver.hackel@raiffeisen.ch

Oliver Hackel è Responsabile Macro & Investment Strategy presso Raiffeisen Svizzera. Analizza quotidianamente il contesto macroeconomico, gli sviluppi sui mercati finanziari e le implicazioni per voi come investitori. Le informazioni ricavate confluiscono nell'opinione di mercato della Banca.