

MAGGIO 2019

# Guida agli investimenti



## **Gli unicorni vanno in borsa**

L'ultima opportunità per fare cassa?

**RAIFFEISEN**

## IN SINTESI

# La nostra visione dei mercati

### IN QUESTA EDIZIONE

**P.3** Tema in focus: Gli unicorni vanno in borsa – L'ultima opportunità per fare cassa?

**P.5** Le nostre valutazioni:

- Obbligazioni
- Azioni
- Investimenti alternativi
- Valute

**P.8** Le nostre previsioni:

- Congiuntura
- Inflazione
- Politica monetaria

**Atterraggio morbido per gli utili:** nella stagione delle comunicazioni relative al primo trimestre dell'anno, circa i tre quarti delle aziende negli USA sono riuscite a superare le previsioni. Grazie alle tante sorprese positive in fatto di utili si eviterà lo scivolamento in territorio negativo della crescita dei profitti atteso dagli analisti. In Europa i risultati sono leggermente più deboli rispetto alle previsioni, ma la crescita dei fatturati è comunque solida. Aumenta tuttavia la pressione sui margini in entrambe le regioni.

**Atterraggio morbido anche in Cina:** le misure di stimolo introdotte dal governo cinese stanno lentamente dando i loro frutti. I dati macro delle scorse settimane mostrano che la crescita nel Regno di Mezzo si sta stabilizzando. Tuttavia, per il momento questi segnali non sono ancora arrivati in altre regioni. Soprattutto nell'industria europea l'umore rimane negativo. Nel secondo semestre, però, anche qui la dinamica dovrebbe nuovamente migliorare. I dati di crescita sorprendentemente positivi registrati nel primo trimestre negli USA sono, nel frattempo, distorti da effetti straordinari, e nel prossimo trimestre vi è il rischio di una correzione.

**Alla ricerca di opzioni di politica monetaria:** vista la debole dinamica economica (in Europa) e l'inflazione (troppo) bassa (negli

USA), i governatori delle banche centrali sulle due sponde dell'Atlantico stanno studiando i loro repertori di politica monetaria. Almeno verbalmente, anche la BNS ha già accennato alla possibilità di aumentare ancora i tassi negativi. Fino a nuovo ordine, la politica monetaria globale resterà accomodante.

**Si sono surriscaldati gli investimenti rischiosi:** il mese scorso, quasi tutte le classi d'investimento hanno registrato ulteriori aumenti. Rispetto all'inizio dell'anno i corsi azionari sono, nel frattempo, saliti di quasi il 20%, il prezzo del greggio addirittura del 40%. Dopo che sia lo Swiss Market Index (SMI) sia l'indice americano S&P 500 hanno segnato nuovi massimi storici, nel breve periodo, tuttavia, l'aria diventa più rarefatta. Riteniamo molto probabile un consolidamento imminente.

**Latenti rischi geopolitici:** anche se, considerando l'impressionante rally sui mercati, il bicchiere per gli operatori sembra attualmente essere mezzo pieno, vediamo ancora determinati focolai di rischio. Prevale pertanto il potenziale di delusione per quanto riguarda l'imminente «deal» nella controversia commerciale USA-Cina. Ma anche se si raggiungesse una larga intesa, è già in programma il prossimo conflitto: Trump contro l'UE. Manteniamo il nostro orientamento tattico con un posizionamento leggermente difensivo nelle azioni.

## IL NOSTRO POSIZIONAMENTO

Mese precedente -----

### Liquidità



### Obbligazioni

in franchi svizzeri con qualità del credito da elevata a media	
in valuta estera con qualità del credito da elevata a media*	
Obbligazioni ad alto rendimento*	
Obbligazioni dei paesi emergenti*	

### Azioni

Svizzera	
Mondiali	
Europa	
USA	
Giappone	
Paesi emergenti	

### Investimenti alternativi

Strategie alternative*	
Immobili Svizzera	
Metalli preziosi/Oro	
Materie prime	

### Valute

Dollaro USA	
Euro	

neutrale

leggermente sotto-/sovraponderato

fortemente sotto-/sovraponderato

\*con copertura valutaria

# Gli unicorni vanno in borsa



## ASPETTI PRINCIPALI IN BREVE

Le attività legate alle IPO sono attualmente di nuovo in ripresa. Quest'anno negli USA si prevede addirittura un volume record di offerte pubbliche iniziali. L'interesse degli investitori è rivolto in particolare ad aziende legate al settore della tecnologia con nomi quali Uber, Slack, Zoom o Palantir, che sbarcano in borsa con una capitalizzazione di mercato miliardaria e vengono anche dette «unicorni». Queste tuttavia non sono rare come le creature fiabesche. Anzi, al momento ne appaiono a dozzine. Dal punto di vista degli investitori bisogna comunque avere anche un po' di fantasia. Al momento, infatti, la maggior parte di queste aziende è ancora in perdita. Le azioni «care» degli unicorni sono perciò una scommessa sul futuro. Una situazione del genere si è vista spesso nella storia borsistica, soprattutto al termine di una fase di rialzo. Resta ancora da vedere se questa volta le aspettative fantastiche verranno soddisfatte.

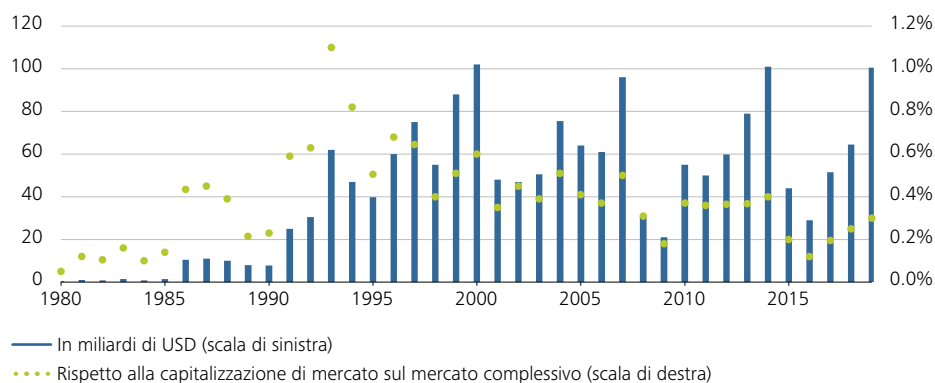
Gli ingressi in borsa sono tornati di moda, soprattutto negli USA. Nelle prime settimane dell'anno, le nuove offerte pubbliche iniziali negli USA – in inglese IPO (initial public offering) – erano ancora del tutto congelate, poiché l'autorità di vigilanza competente non poteva lavorare come di consueto a seguito dello shutdown imposto dal Presidente Trump. Nel frattempo l'attività prosegue a pieno regime e la pipeline dei nuovi candidati allo sbarco sulle borse è abbondantemente colma. Se il contesto rimane positivo, il 2019 potrebbe far segnare nuovi record. Al di là dell'Atlantico sono in totale circa 300 le aziende ai nastri di partenza. Secondo stime ottimistiche l'emissione di azioni potrebbe portare nelle loro casse complessivamente fino a USD 100 miliardi, una somma raggiunta finora solo nel 2007 e nel 2014. Per le vecchie volpi (di borsa), un boom di IPO di questo genere in realtà non è niente di nuovo. Il settore delle nuove emissioni è molto legato al sentiment degli investitori e altrettanto soggetto a oscillazioni. Come il mercato azionario stesso, infatti, segue cicli di rialzo e di ribasso. I pessimisti interpretano le potenziali nuove cifre record come segni dell'avvicinarsi della fine del mercato azionario rialzista. Gli ottimisti ribattono che sul mercato complessivo siamo ben distanti da livelli record, sia al netto dell'inflazione sia per quanto riguarda la capitalizzazione di mercato delle IPO **► Grafico 1** e che l'ondata di IPO del 2014 non ha ancora rappresentato il punto finale.

Nella fase attuale c'è tuttavia un dato, che richiama l'attenzione e che senza dubbio può essere interpretato come segnale d'allarme ed è l'accumularsi di aziende relativamente giovani, e in rapida crescita, che hanno già raggiunto una valutazione di oltre USD 1 miliardo prima di andare in borsa. Un prezzo così elevato dovrebbe essere una rarità per le «start-up», e anche per questo nel mondo della finanza si parla spesso di «unicorni». Questi animali fiabeschi, però, appaiono nel frattempo a dozzine, il che va contro la loro stessa essenza. Ultimamente, con grandi squilli di tromba, un'azienda dopo l'altra tenta la via della borsa. E più che mai le due grandi piazze borsistiche USA – la borsa azionaria di New York (NYSE) da un lato e la borsa tecnologica NASDAQ dall'altro – si sfidano per accaparrarsi i nuovi arrivi più singolari e il maggior numero di collocamenti di azioni. Airbnb (intermediazione di case vacanza), Slack (servizio di messaggistica), Zoom (videoconferenze) o Palantir (specialista di dati). Questi sono solo alcuni dei nomi, più o meno conosciuti, di unicorni nella lista d'attesa per debuttare in borsa. In comune non hanno solo la denominazione fiabesca ma anche il fatto di aver ottenuto sinora il denaro per gli investimenti e la crescita in vari round di finanziamenti privati, in gran parte da società di venture capital o da investitori molto ricchi. Questi finanziatori puntano ora a un'uscita, almeno parziale, dai loro investimenti. Negli ultimi tempi, il sentiment delle borse

### 1 La prospettiva fa la differenza

Termini assoluti = sospetto record, termini relativi = meno impressionante

Capitale raccolto dalle aziende USA con lo sbarco in borsa (2019 = stima)



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office



## IL CIO SPIEGA: COSA SIGNIFICA QUESTO PER LA SVIZZERA?

Dopo che nel primo trimestre di quest'anno non vi sono praticamente state nuove emissioni azionarie nell'Europa occidentale, di recente qualcosa è tornato a muoversi. Nel frattempo, infatti, con Medacta e Stadler sono due le aziende che anche in Svizzera hanno tentato la via della borsa. A differenza degli «unicorni» statunitensi queste nuove arrivate in borsa realizzano da tempo utili e la loro valutazione è certamente ambiziosa ma non del tutto esagerata. Considerando i loro modelli aziendali relativamente «noiosi», i corsi azionari di questi titoli non dovrebbero salire alle stelle. In compenso, agli investitori serve meno fantasia e il potenziale di delusioni è minore.



**Matthias Geissbühler**  
CIO Raiffeisen Svizzera

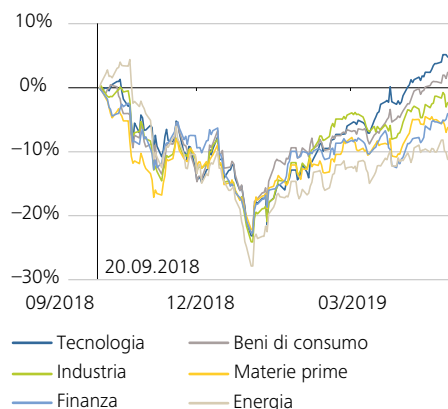
## PRIMO PIANO

è notevolmente migliorato, soprattutto nel settore della tecnologia che nella ripresa a cui si assiste da inizio anno ha scalzato gli altri settori ed è tornato a registrare nuovi massimi ► **Grafico 2**. In questo modo è possibile «fare cassa» quando i prezzi sono alti.

### 2 Il ritorno dei titoli tecnologici

Le azioni tecnologiche hanno già ripreso a segnare nuovi massimi

Andamento degli indici di settore USA dal 20 settembre 2018 (massimo annuale 2018 dell'indice S&P 500)



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

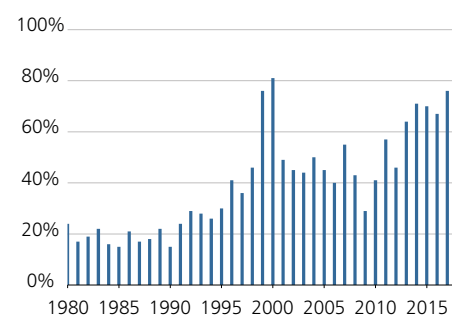
Un'altra caratteristica comune di tutti gli unicorni sono dati di bilancio che suscitano perlo meno qualche perplessità tra gli osservatori più critici: spesso i fatturati crescono con percentuali a doppia cifra alta, ma i risultati aziendali sono quasi sempre negativi. Effettivamente oggi è quasi normale che le aziende non siano ancora redditizie nel momento in cui vanno in borsa. La percentuale di IPO con dati negativi (sugli utili) cresce da anni ► **Grafico 3**. Nel 2018 erano l'81%, quest'anno potrebbero essere ancora di più. Vi sono unicorni che evidenziano cifre molto sproporzionate, come dimostra in maniera esemplare il più grande tra loro, l'azienda di servizi di trasporto Uber. Lo scorso anno i suoi proventi sono aumentati del 43% arrivando a USD 11.3 miliardi, ma allo stesso tempo ha riportato una clamorosa

perdita di USD 3 miliardi. Per l'IPO in programma a inizio maggio gli analisti prevedono comunque una valutazione, che sembrerebbe quasi fantastica, fino a USD 90 miliardi. Uber sarebbe così una delle cinque più grandi IPO della storia di Wall Street.

### 3 Una scommessa sul futuro

La maggior parte delle nuove arrivate in borsa è in rosso

Percentuale delle IPO negli Stati Uniti con profitti aziendali negativi



Fonte: University of Florida, Raiffeisen Svizzera CIO Office

Gli investitori che scommettono sugli unicorni al livello dei prezzi attuale puntano sul fatto che i molti elogi anticipati siano giustificati e che in futuro le aziende cresceranno e saranno all'altezza delle valutazioni elevate. Non si possono tuttavia escludere delusioni lungo il percorso. Il concorrente di Uber, Lyft, ha debuttato in borsa già a fine marzo, laddove la quotazione di apertura ha fatto registrare un piccolo salto di gioia del 20%, ma nel frattempo il corso azionario è di circa il 10% sotto il prezzo di emissione. Come tutte le medaglie, anche questa ha due facce. Le IPO evidentemente gonfiate possono offrire opportunità a investitori che speculano sul calo dei corsi. Non sorprende che nelle scorse settimane le azioni di Lyft siano state tra i titoli preferiti per i cosiddetti «short selling» (vendite allo scoperto).

# Obbligazioni

A fine marzo, per alcuni giorni la curva dei tassi negli USA è rimasta invertita. In passato questo segnale è sempre stato un affidabile indicatore anticipatore di un'imminente recessione. Stavolta potrebbe essere diverso?

## COSA SIGNIFICA ESATTAMENTE...?

### Recessione

Negli ultimi mesi si è tornati a sentire spesso dai media la temuta parola con la «R». Non c'è da meravigliarsi: in Europa, infatti, la congiuntura dà chiari segnali di indebolimento e dopo dieci anni di ripresa la locomotiva della crescita USA rischia di perdere slancio. L'ultima recessione, causata dalla crisi finanziaria del 2007/2008, è stata la peggiore dagli Anni '30 e i suoi effetti si fanno sentire ancora oggi. Non è detto, comunque, che la prossima volta andrà così male. Per l'esattezza, si parla di recessione quando l'economia di un paese fa segnare una crescita negativa per due trimestri di seguito. Basta un leggero ribasso: l'Italia, ad esempio, con un tasso di crescita del -0.1% per due volte nel terzo e nel quarto trimestre 2018, si è trovata brevemente in una recessione «tecnica».

«*This time is different*» (stavolta è diverso): nel mondo della finanza questo modo di dire può avere strascichi pericolosi. Il più delle volte lo si sente pronunciare quando gli sguardi degli investitori sono completamente annebbiati dall'euforia. All'improvviso, i nessi causali osservati in passato non dovrebbero più valere. Sono tuttavia poche le regolarità sui mercati finanziari. Bisogna quindi osservare nel modo più obiettivo possibile anche la curva (della struttura) dei tassi USA invertita per alcuni giorni a fine marzo. Normalmente un'inversione della curva dei tassi si verifica quando la banca centrale aumenta (molto) i tassi a breve termine a causa di un'economia surriscaldata e i tassi a lungo termine scendono in previsione di un'imminente indebolimento dell'economia. Negli ultimi 60 anni, un'inversione della curva dei tassi USA ha predetto una recessione imminente con una quota di risultati dell'87.5%.

Ma forse stavolta potrebbe essere diverso? Vi sono almeno alcuni punti che contribuiscono a relativizzare un po' questo indicatore di recessione, negli ultimi tempi l'osservato speciale. La curva, ad esempio, dovrebbe rimanere invertita per un arco di tempo più lungo e non solo per pochi giorni. E in realtà anche un segnale valido non è molto utile se preso isolatamente. In

passato, infatti, il «periodo di preallarme» era tra i sei mesi e i due anni, quindi molto impreciso. A ciò si aggiunge il fatto che la differenza d'interesse davvero importante, quella tra i tassi a dieci e a due anni, è di recente ancora in territorio positivo con 20 punti base circa

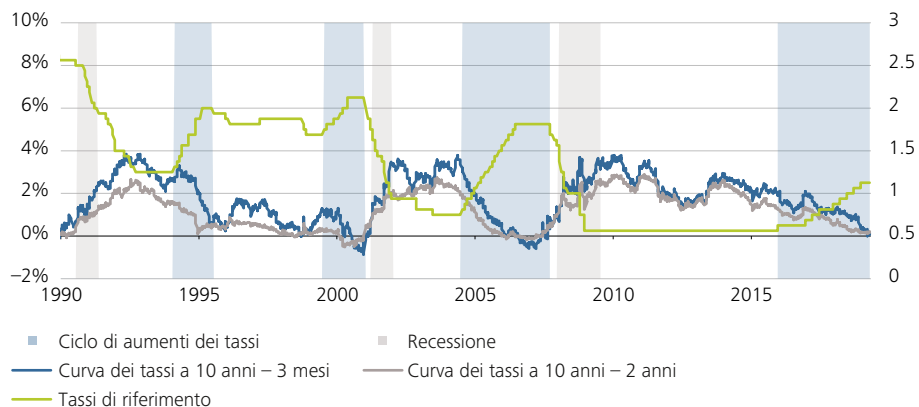
► **Grafico 4**

Non si possono inoltre negare alcune distorsioni dovute alla politica monetaria. A causa dei programmi di acquisto di titoli delle banche centrali, infatti, i rendimenti obbligazionari in tutto il mondo sono oggi generalmente più bassi rispetto a episodi precedenti. La pressione sui tassi USA in particolare è poi dovuta al fatto che tutte le più importanti banche centrali tranne la Fed sono ancora in modalità crisi. In fin dei conti, l'inversione della curva dei tassi ha sempre indicato, almeno fino ad oggi, un contesto monetario teso che soffoca la crescita economica. Considerando però altri indicatori come ad esempio il livello dei tassi reali o i premi per il rischio di credito di obbligazioni ad alto rendimento, non si può parlare ora di una situazione del genere. Riassumendo, forse alla fine nulla sarà diverso. Tuttavia, il prossimo crollo economico potrebbe richiedere più tempo di quanto la curva dei tassi ci farebbe credere.

### 4 Famigerato indicatore di recessione...

...non dà segnali chiari

Curve della struttura degli interessi & Tassi di riferimento USA



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

# Azioni

La struttura della curva dei tassi è di un certo interesse anche per gli investitori azionari. Nel breve periodo non dà un buon segnale (di vendita). Dal punto di vista statistico, però, dopo un'inversione il quadro di medio termine si fa decisamente più fosco.

## LO SAPEVATE?

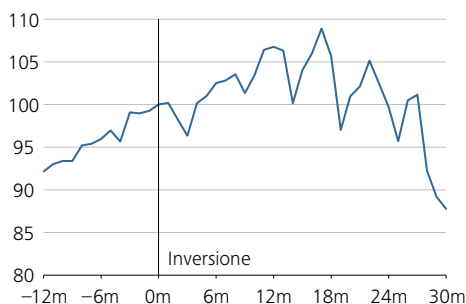
«Sell in May and go away...»: la regola per cui le azioni si dovrebbero vendere in primavera per poi tornare in borsa in autunno è uno dei detti più antichi di Wall Street. Cercando le radici statistiche di questo proverbio si scopre che ha senza dubbio una sua fondatezza: in passato, infatti, sulla maggior parte dei mercati i proventi azionari erano più alti nel semestre invernale (da novembre ad aprile) rispetto ai mesi estivi (da maggio a ottobre). Per quanto riguarda lo Swiss Market Index, il rendimento invernale delle azioni svizzere dal 1987 è in media dell'8.1%, il rendimento estivo invece solo dell'1.5%. Analogamente, anche l'indice americano S&P 500 evidenzia dal 1970 un rendimento superiore del 6.2% nel semestre invernale. Ciò non vuol dire però che d'estate convenga effettivamente nascondere la testa sotto la sabbia, ovvero il nostro denaro sotto il materasso. Queste cifre mostrano infatti anche che, al ritorno in borsa a inizio novembre, si è dovuto ri(comprare) a prezzi in media più alti.

Uno sguardo alla storia della borsa insegna che non vi è recessione senza (netta) correzione del mercato azionario. Negli anni si è dimostrato che la curva dei tassi USA preannuncia un'imminente flessione dell'economia. È per questo che ogni sua variazione richiama sempre all'ordine del giorno gli appassionati di statistiche azionarie. Dalle analisi della curva dei tassi emergono fatti senza dubbio interessanti. Nel breve periodo, infatti, una struttura dei tassi invertita non è del tutto negativa. Considerando l'andamento dalla fine degli anni '60, dodici mesi dopo un'inversione il mercato azionario USA ha fatto registrare un aumento medio di oltre il 5% ► **Grafico 5**. Solo in due casi su sei i corsi hanno avuto un andamento negativo dopo un anno. In regime di curva dei tassi leggermente positiva tra zero e 30 punti base, come nella situazione attuale, la performance su base annua è stata addirittura del 12%.

### 5 Segnale di allarme anticipato

Perlopiù, le azioni proseguono dopo un'inversione della curva dei tassi

Andamento medio dei corsi dell'indice S&P 500 prima e dopo un'inversione della curva dei tassi (dal 1960)



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

Scegliendo un periodo di osservazione più lungo, il quadro però cambia nettamente. Tre anni dopo l'inversione della curva, infatti, dal punto di vista statistico le azioni segnano un rialzo solo marginale, il che a fronte di una performance normalizzata annua del mercato

azionario USA dell'8%, rappresenta un rendimento decisamente inferiore. Ma non solo: nel momento peggiore di questi tre anni, la performance è inferiore di ben il 40% rispetto all'andamento medio dei corsi. Resta da vedere se anche con la prossima inversione «vera e propria» lo scenario sarà così disastroso. Ciò non dipende innanzitutto dalla curva dei tassi, ma dall'entità della prossima recessione.

Fin qui l'analisi storica, che sul breve periodo non è di grande aiuto. Più utile per questioni tattiche è uno sguardo ai grafici dei prezzi sui mercati azionari. Questa prospettiva tecnica mostra che recentemente sia l'indice americano S&P 500 sia lo Swiss Market Index (SMI) hanno superato di pochi punti i massimi storici raggiunti lo scorso anno ► **Grafico 6**. Anche gli investitori entrati in questi mercati nel peggior momento possibile del 2018 potrebbero ora di nuovo uscire senza subire perdite. Questa finestra stagionale positiva per le azioni sta però volgendo al termine. Dopo che i primi quattro mesi dell'anno sono stati positivi, un «sell in May» non sarebbe affatto insolito. Manteniamo perciò la nostra quota azionaria tattica leggermente sottoponderata.

### 6 Completata la ripresa a V

Andamento record per gli indici di riferimento

Andamento dei corsi SMI e S&P 500, indicizzato dal 1.1. 2017



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office



# Investimenti alternativi

Dall'inizio dell'anno il greggio ha registrato un netto rincaro. Al livello attuale dei prezzi vediamo ormai solo un limitato potenziale di aumento dei corsi. I rischi geopolitici fanno comunque prevedere un andamento volatile.

## COSA SIGNIFICA ESATTAMENTE...?

### Mercato a termine

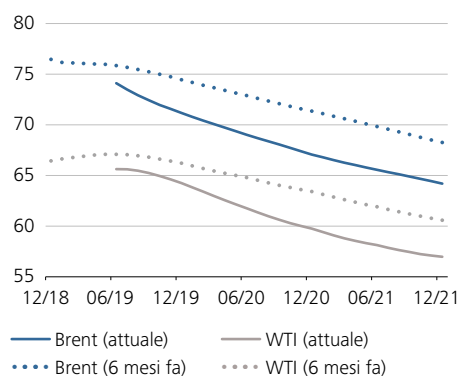
Il mercato a termine non è un luogo nel vero senso della parola, come ad esempio la borsa svizzera a Zurigo. È piuttosto un concetto generale, che definisce operazioni finanziarie che verranno effettuate solo in una data futura. Si possono quindi acquistare «a termine» ad esempio azioni, obbligazioni o materie prime a un prezzo e a una data definiti in precedenza. La negoziazione a termine è particolarmente importante nel settore delle materie prime, dove ad esempio greggio, zucchero, cereali, carne di maiale e succo d'arancia concentrato vengono scambiati in quantità standard. A seconda della domanda e dell'offerta, nonché delle aspettative sui prezzi da parte degli operatori di mercato, i prezzi sono più o meno in alto sulla «curva a termine». Se i prezzi per la fornitura a breve termine di una materia prima sono più alti di quelli per una fornitura successiva, significa che vi è una certa scarsità di tale materia prima.

Nei mesi scorsi il prezzo del petrolio è sensibilmente aumentato di pari passo con i mercati azionari. L'aumento di prezzo da inizio anno è di oltre il 40%. Con l'ultimo incremento delle quotazioni il prezzo del greggio Brent è risalito, per la prima volta dall'autunno dello scorso anno,

### 7 Maggiore pressione petrolifera sull'Iran

Le sanzioni USA aggravano la situazione dell'offerta

Curve a termine greggio Brent e WTI



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

oltre la soglia di USD 75. La causa, e non è una novità, è la politica estera statunitense: a fine aprile il ministro degli esteri USA, Mike Pompeo, ha annunciato il blocco totale delle esportazioni di gas e petrolio dall'Iran. Ha inoltre comunicato di non voler rinnovare le esenzioni concesse finora a otto paesi tra cui Cina, India e Turchia. Una (brutta) sorpresa per gli attori del mercato del greggio. Resta da vedere fino a che punto ad esempio la Cina si piegherà alle pressioni degli Stati Uniti. Riteniamo comunque che le esportazioni di petrolio dall'Iran, ultimamente pari a 1.3 milioni di barili al giorno, potrebbero scendere della metà circa. Le previsioni di una scarsità di petrolio nel breve termine si riflettono anche sui **mercati a termine**, dove i prezzi delle forniture di petrolio a breve termine hanno di recente registrato un netto aumento ► **Illustration 7**. Ciononostante, in caso di bisogno, il cartello petrolifero OPEC ha abbastanza capacità produttive libere per evitare che si verifichi una situazione di carenza di petrolio, e potrebbe aumentare la produzione. In tale contesto riteniamo che l'attuale prezzo del greggio si trovi nella parte superiore di una potenziale fascia di negoziazione compresa tra USD 65 e 75.

## Valute

Nelle ultime settimane, il franco svizzero si è indebolito. Allo stesso tempo, la Banca nazionale svizzera (BNS) annuncia un utile miliardario. Non prevediamo però una continuazione di queste tendenze.

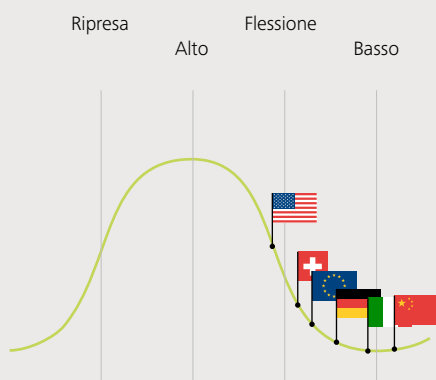
Nella stagione delle comunicazioni attualmente in corso sul primo trimestre 2019, con un utile trimestrale di ben CHF 30.7 miliardi, la Banca nazionale svizzera (BNS) riesce a mettere in ombra quasi tutto il resto. Naturalmente, anche se le sue azioni sono quotate alla borsa svizzera, la BNS non è un'«azienda» nel senso stretto del termine. E anche nel caso di questo notevole risultato si tratta solo di utili contabili basati sul gigantesco bilancio della Banca centrale, che nel frattempo ammonta a CHF 822.3 miliardi. Per questo motivo la BNS viene anche definita in modo poco lusinghiero come uno dei più grandi hedge fund del mondo. Considerata la forte performance di quasi tutte le classi d'investimento, l'utile di rivalutazione non è poi una sorpresa. I risultati della Banca nazionale oscillano però da un trimestre all'altro, a volte

in maniera netta. Lo scorso anno, ad esempio, la BNS ha contabilizzato una perdita annua di CHF 14.9 miliardi. Ad aprile, gli utili contabili della BNS dovrebbero aver registrato un ulteriore aumento. Ultimamente vi sono stati movimenti soprattutto anche sul fronte valutario. Nelle scorse settimane, infatti, sia l'euro sia il dollaro statunitense si sono nettamente rivalutati rispetto al franco svizzero. Quali sono adesso le prospettive del franco? Nei prossimi mesi ci aspettiamo un'inversione dell'andamento recente e prevediamo un nuovo rafforzamento della valuta nazionale. L'ecedenza della bilancia commerciale sempre elevata, le basse attese inflazionistiche e le persistenti incertezze geopolitiche ed economiche sono favorevoli al franco svizzero considerato un bene rifugio.

# Uno sguardo al futuro

La ripresa primaverile osservata in Cina non arriva (ancora) nell'Eurozona. Complessivamente, la dinamica di crescita globale rimane per ora contenuta. Le banche centrali stanno vagliando ulteriori opzioni di politica monetaria.

## CONGIUNTURA



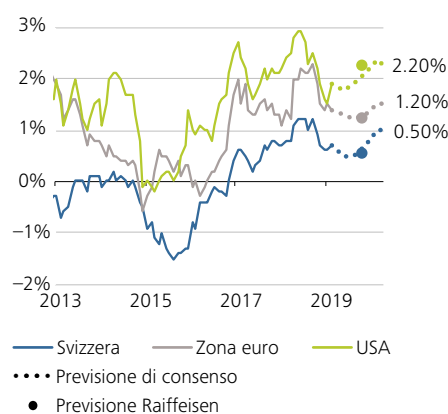
- La **Svizzera** non si può sottrarre agli sviluppi globali. Di conseguenza, anche da noi gli indicatori anticipatori congiunturali si sono nettamente indeboliti nei mesi scorsi. Per il 2019 prevediamo un tasso di crescita dell'1.2%.
- Tra le grandi aree economiche, l'**Eurozona** continua a registrare lo sviluppo più debole. L'indice Ifo nuovamente debole fa capire che nell'industria tedesca non si è ancora trovata una stabilità. Una stabilizzazione delle prospettive di crescita, che continuiamo a prevedere, considerando i segnali positivi dalla Cina, è rimandata al secondo semestre. Sul periodo di un anno ci aspettiamo una crescita dell'1.1%.
- Nel primo trimestre, l'economia **statunitense** è cresciuta a un tasso annualizzato sorprendentemente alto del 3.2%. I dati positivi sono però dovuti in gran parte al calo delle importazioni e a una massiccia costituzione di scorte. Già nei prossimi mesi questi fattori tipicamente volatili potrebbero tornare a muoversi nella direzione opposta. Manteniamo la nostra previsione sulla crescita per quest'anno al 2.2%.

## INFLAZIONE

### Per il momento la pressione inflazionistica rimane bassa

Gli effetti dell'aumento del prezzo del petrolio si dovrebbero manifestare solo nel quarto trimestre

Inflazione e previsioni



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

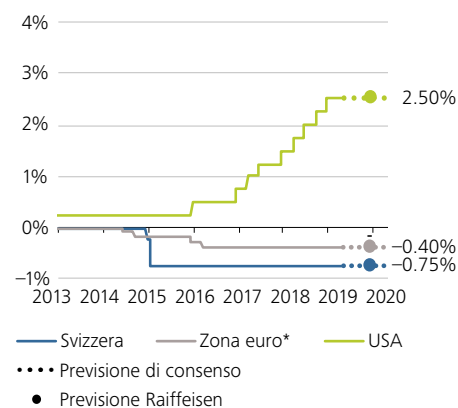
- A marzo l'inflazione in **Svizzera** è leggermente salita, attestandosi allo 0.7%. Il trend di medio termine rimane però in calo. Nella sua valutazione della situazione politico-monetaria di marzo, la BNS ha nettamente ridotto, allo 0.3%, la previsione sull'inflazione per il 2019. Attualmente la nostra attesa di inflazione è dello 0.5%.
- Anche nell'**Eurozona** l'andamento dell'inflazione mostra una tendenza al ribasso. Se il greggio resterà ai livelli attuali, il netto aumento del relativo prezzo dovrebbe farsi notare positivamente solo nel quarto trimestre. Nell'Eurozona prevediamo un tasso d'inflazione dell'1.2%.
- 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

### Presto nuove opzioni di politica monetaria?

Le banche centrali analizzano la situazione

Tassi di riferimento e previsioni



\*Tasso di interesse sui depositi

Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

- La **Banca nazionale svizzera (BNS)** rimane fedele a sé stessa: continua a ritenere sopravvalutato il franco svizzero e di recente ha persino accennato per la prima volta alla possibilità (teorica) di alzare ulteriormente i tassi negativi. Finché la Banca centrale europea (BCE) non troverà una via d'uscita dalla modalità di crisi, la politica monetaria espansiva della BNS non dovrebbe cambiare.
- Ultimamente, all'interno della **BCE** sono aumentate le discussioni legate ad altre opzioni di politica monetaria. Ulteriori iniezioni di denaro per il settore bancario sono già cosa fatta. Tuttavia, nel frattempo si pensa anche a uno scaglionamento dei tassi negativi, che sul medio termine potrebbe spianare la strada a ulteriori riduzioni dei tassi.
- Anche la **Fed, la banca centrale USA**, sta lavorando dietro le quinte per «ottimizzare» la struttura della propria politica monetaria, tenendo conto dell'obiettivo inflazionistico. In tal modo potrebbe creare un contesto monetario con tendenze ancora più accomodanti, il che dal nostro punto di vista in realtà non è necessario in considerazione della robusta situazione congiunturale USA.



### Editore

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

### Internet

[www.raiffeisen.ch/investire](http://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](http://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](http://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 respingono 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.

## CONTATTO E AVVERTENZE LEGALI



### I NOSTRI AUTORI



#### Matthias Geissbühler, CFA, CMT

CIO Raiffeisen Svizzera  
[matthias.geissbuehler@raiffeisen.ch](mailto: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](mailto: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.