

OTTOBRE 2021

# Guida agli investimenti



## **Mercati azionari sotto steroidi**

I pericoli vengono ignorati

**RAIFFEISEN**

# La nostra visione dei mercati

## IN QUESTA EDIZIONE

- P.3** Tema in focus: Mercati azionari sotto steroidi – I pericoli vengono ignorati
- P.5** Le nostre valutazioni:
- Obbligazioni
  - Azioni
  - Investimenti alternativi
  - Valute
- P.8** Le nostre previsioni:
- Congiuntura
  - Inflazione
  - Politica monetari

**Evergrande in difficoltà:** il gruppo immobiliare cinese Evergrande è sull'orlo del fallimento. Con debiti di oltre USD 300 miliardi, sarebbe uno dei più grandi fallimenti aziendali della storia. Questo episodio è un segnale di allarme e illustra in modo esemplare le conseguenze di anni di politica monetaria ultraespansiva. Molte aziende hanno sfruttato i tassi d'interesse bassi per una crescita finanziaria marcata da forti indebitamenti, altre sono rimaste a galla grazie a condizioni di rifinanziamento vantaggiose. Da questo punto di vista, Evergrande è solo la punta dell'iceberg – vi sono centinaia di cosiddette «aziende zombie» nel mondo. Tuttavia, non prevediamo un incendio di vaste proporzioni in Cina. Il governo probabilmente non salverà Evergrande, ma stabilizzerà il sistema finanziario.

**Politica monetaria più restrittiva:** il Presidente della Fed Jerome Powell non intende ancora fissare un punto di partenza preciso per la riduzione dei riacquisti di titoli obbligazionari. Tra le righe ha però lasciato intendere che ciò accadrà molto presto. Il tapering dovrebbe aver luogo rapidamente e concludersi già entro metà 2022, mentre la metà dei membri della Fed prevede un primo aumento dei tassi già l'anno prossimo. I tassi a lungo termine hanno reagito e negli ultimi giorni sono nettamente aumentati.

**Il dramma del debito:** è ormai un déjà vu: il debito negli USA aumenta anno dopo anno. Il tetto attuale è di USD 28'500 miliardi ed è già stato raggiunto. Il congresso non ha ancora raggiunto un accordo su un eventuale aumento, e pertanto la volatilità è garantita.

**La Germania ha votato:** le elezioni del Bundestag del nostro vicino tedesco sono alle nostre spalle, ma tuttavia di chiaro c'è ancora ben poco. I colloqui per la formazione di una coalizione tra i partiti sono appena iniziati. Un governo «Semaforo» (SPD, Verdi, FDP) sotto la guida del cancelliere Olaf Scholz sembra il più probabile. Gli effetti sui mercati finanziari sono contenuti – «le borse politiche hanno le gambe corte».

**Adegamenti anticiclici:** manteniamo un posizionamento tattico leggermente difensivo, ma abbiamo apportato tre cambiamenti anticiclici alla tattica d'investimento: Nei fondi immobiliari svizzeri effettuiamo prime prese di beneficio e riduciamo la posizione da «fortemente sovrapponderata» a «leggermente sovrapponderata». Per contro, aumentiamo la posizione in oro per motivi di diversificazione. Sul fronte azionario, manteniamo ancora un posizionamento nel complesso prudente, ma acquistiamo in modo opportunistico azioni dei paesi emergenti.

## 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



Paesi emergenti



### Investimenti alternativi



Immobili Svizzera



Metalli preziosi / Oro



### Valute

Dollaro USA



Euro



Neutrale



Leggermente sotto-/sovrapponderato



Fortemente sotto-/sovrapponderato



\*Con copertura valutaria

# I pericoli vengono ignorati



## ASPETTI PRINCIPALI IN BREVE

Secondo l'opinione comune degli investitori, le banche centrali sistemeranno le cose. Crisi immobiliare, finanziaria, dell'euro o del coronavirus: negli ultimi anni i banchieri centrali hanno sempre garantito corsi in aumento con denaro a basso costo. In questo periodo non vi è praticamente categoria patrimoniale che non abbia registrato un rincaro. I tassi sono infatti tanto bassi che agli investitori mancano da anni alternative d'investimento. A breve ciò non dovrebbe cambiare. Ma proprio per questo gli investitori dovrebbero essere consapevoli dei rischi che derivano da classi d'investimento sopravvalutate. Il mondo dei mercati finanziari ha perso l'equilibrio; in quale misura l'ha mostrato l'incombente insolvenza del gruppo immobiliare cinese Evergrande. In un batter d'occhio l'umore delle borse è cambiato. Sebbene Evergrande sia principalmente un problema cinese, l'esempio mostra quanto fragile sia diventato il sistema. Poiché le borse per salire prendono le scale, ma per scendere l'ascensore, nel contesto attuale e per considerazioni dei rischi è sempre opportuno un posizionamento leggermente difensivo.

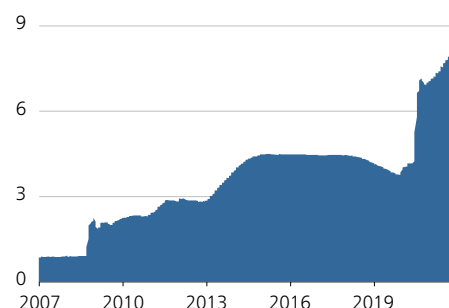
Improvvisamente ecco l'esplosione: Evergrande è sulla bocca di tutti. Grazie ad una politica espansiva, il gruppo immobiliare cinese ha accumulato debiti in misura massiccia e ora sta finendo la liquidità. Si è diffuso il panico e il corso azionario non lascia presagire nulla di buono ► **Grafico 1**. L'esempio illustra cosa significa il cambiamento d'umore sulle borse. Nonostante tutto, il 2021 dovrebbe essere per l'ennesima volta un buon anno per gli investitori. La ripresa economica domina sui mercati e i pericoli vengono nuovamente ignorati. Grazie alle banche centrali. Che si tratti di crisi immobiliare, finanziaria, dell'euro o, l'anno scorso, del coronavirus: i banchieri centrali hanno sempre garantito tassi bassi e inondato l'economia con denaro a basso costo. Per la borsa ciò è una panacea, che è però ormai diventata una droga da cui l'economia dipende. Il solo timore di una politica monetaria più restrittiva causa sul mercato sintomi d'astinenza. Il sistema ha perso l'equilibrio.

L'equilibrio è però lo stato dominante e auspicato di un'economia aperta. In linea di principio tutto tende all'equilibrio, anche se esso può talvolta temporaneamente spostarsi. L'equilibrio si trova da sé. L'economista scozzese Adam Smith parlava oltre 200 anni fa della mano invisibile. Domanda e offerta si incontrano là dove l'affare crea un plusvalore per acquirente e venditore. Lo scambio all'interno dell'economia avviene in modo volontario, non è necessario l'intervento dello stato o di un altro operatore di mercato.

Ciò non è più il caso delle borse, perché da tempo il mercato è perturbato e le affermazioni di Smith sono contraddittorie. Da anni i tassi vengono mantenuti artificialmente bassi, e poiché gli interventi delle banche centrali non sono in miliardi, ma in migliaia di miliardi, il problema si è aggravato ► **Grafico 2**. Pensare che ciò non avrà conseguenze sul lungo termine è sconsiderato e non lungimirante. Dalla crisi finanziaria del 2008/09, le banche centrali di tutto il mondo immettono quantità pressoché illimitate di denaro nell'economia per tenerla in vita. Il margine di manovra si restringe sempre più. Anche se ciò non porterà immediatamente al crollo, i pericoli aumentano. Solo perché gli investitori ignorano i rischi, non significa che essi non esistano.

## 2 Il sostegno dello stato aiuta,... ...ma non risolve il problema

Totale di bilancio della Fed, in mila miliardi di USD



Fonti: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

## 1 Correzione anticipata...

...le borse hanno visto arrivare i problemi

Corso azionario Evergrande da inizio anno, in dollari di Hong Kong



Fonti: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

Questi ricchi avranno prima o poi un impatto negativo, e Evergrande è stato solo un anticipo. È probabile che in futuro lo squilibrio attuale si manifesti sotto forma di rendimento inferiore e di maggiori oscillazioni. Storicamente, i rendimenti azionari fluttuano attorno a un valore medio a lungo termine. Per il mercato svizzero esso si colloca tra l'8% e il 9%, per il mercato USA tra il 10% e l'11%. Uno sguardo agli anni scorsi mostra questa distorsione. Chi a fine 2011, quindi quasi dieci anni fa, ha investito nell'ampio mercato svizzero, in base allo Swiss Performance Index (SPI), ha registrato un rendimento medio annuo dell'11.7%, nell'ampio mercato USA (S&P 500) persino del 15.1%. Queste divergenze di rendimento corroborano il rialzo azionario degli anni scorsi ► **Grafico 3**.



## IL CIO SPIEGA: COSA SIGNIFICA QUESTO PER VOI COME INVESTITORI?

Chi dopo una vincita toglie alcune fiche dal tavolo, va sul sicuro. «Meglio un uovo oggi che una gallina domani», dice il proverbio. Questo vale anche in borsa: chi effettua prese di beneficio, trasforma un utile contabile in uno reale. Attualmente molte borse negoziano a livelli record (o quasi) grazie soprattutto alla politica monetaria espansiva delle banche centrali. Tuttavia si intensificano i segnali secondo cui tale politica diventerà sempre più restrittiva. Pertanto, anche le oscillazioni – osservate negli ultimi giorni – dovrebbero restare elevate. Consigliamo quindi agli investitori, in modo anticiclico, di realizzare anche una presa di beneficio. Al contempo, in seguito alle oscillazioni di corso, si aprono costantemente interessanti opportunità di acquisto. Nella nostra tattica d'investimento abbiamo aumentato la quota in azioni dei paesi emergenti e oro. D'altra parte, nei fondi immobiliari svizzeri realizziamo una presa di beneficio parziale. Nei mandati continuiamo a mantenere un cuscinetto di liquidità. In tal modo siamo in grado di reagire rapidamente alle opportunità che si offrono.

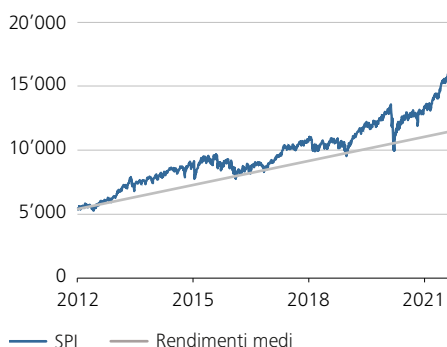


**Matthias Geissbühler**  
CIO Raiffeisen Svizzera

### 3 Dalla previsione a lungo termine...

...lo SPI è ben lontano

Andamento dei rendimenti Swiss Performance Index (SPI), in punti



Fonti: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

Vi sono sostanzialmente due possibilità per tornare nella direzione della media a lungo termine: la prima è che gli investitori si accontentino di un rendimento inferiore nei prossimi anni e la seconda, che una forte correzione rettifichi le distorsioni. Naturalmente ciò non deve avvenire immediatamente, l'andamento della borsa non è infatti una strada a senso unico.

Il comportamento delle banche centrali è sfavorevole a una svendita radicale. Esse sono consapevoli dei rischi che comporterebbe un crash della borsa e vogliono evitarlo in ogni modo. I diversi settori economici sono troppo fortemente legati gli uni agli altri. Tuttavia, il confronto con i Roaring Twenties, i dorati anni Venti, è impressionante: dal 2012 l'andamento dei corsi del indice Dow Jones mostra chiari parallelismi con quello del secolo scorso che ha portato dritto alla crisi economica mondiale. Ormai da anni i mercati azionari passano da un massimo all'altro quasi senza fermarsi. Persino la crisi del coronavirus, che ha causato la più grave recessione da decenni, non è riuscita ad arrestare la tendenza. Il termine «Roaring Teens» si fa strada. È quindi a maggior ragione importante essere consapevoli dei rischi. Sebbene nessuno possa prevedere il futuro, oggi

sappiamo che oltre 90 anni fa la disillusione fu enorme. Al forte rialzo seguì una correzione dei corsi del 90%. Il pericolo è probabilmente ancora maggiore sul mercato dei tassi. Un nuovo «taper tantrum», come quello del 2013, va evitato. Allora, il solo annuncio della riduzione della politica monetaria espansiva causò il panico e un'impennata dei rendimenti. In pochi mesi i tassi per i titoli di stato USA decennali erano quasi raddoppiati, passando dall'1.6% a un buon 3%. Per gli investitori che detenevano un'obbligazione con una corrispondente durata, ciò ha comportato una perdita di corso a due cifre. Il vero pericolo, tuttavia, è che l'intero sistema economico dipenda da ciò. Alla fine, tassi più alti significano anche che i costi di rifinanziamento degli stati e delle imprese aumentano e che questi possono quindi trovarsi in difficoltà. I mercati azionari soffrono perché gli investimenti a reddito fisso rappresentano di nuovo un'alternativa.

Anche se non c'è da aspettarsi un crollo in stile fine anni '20, gli investitori dovrebbero mostrare una certa prudenza nel contesto attuale. In futuro la determinazione del profilo di rischio sarà perciò ancora più importante di quanto già non lo sia. I nuovi arrivati in borsa, ad esempio, hanno spesso meno familiarità con le perdite. Soprattutto in un mercato in crescita, gli investitori sopravvalutano la propria capacità di rischio e si fanno presto prendere dal panico quando i corsi scendono, accelerando con le vendite il movimento ribassista.

Che il valore di un portafoglio talvolta scenda fa parte dell'investimento. Spesso, in tali situazioni, si offrono però interessanti opportunità d'ingresso. Per sfruttarle può quindi essere opportuno realizzare una presa di beneficio parziale. Solo in questo modo si ha la possibilità di rientrare con corsi convenienti in caso di correzione. Anche se ciò presuppone un certo coraggio e un comportamento anticiclico. Può in tal senso essere d'aiuto un detto di borsa spesso citato della leggenda degli investitori Warren Buffett: «Abbiate paura quando gli altri sono avidi e siate avidi quando gli altri hanno paura.»

# Obbligazioni

**Gli investitori sembrano essersi abituati ai tassi negativi. In realtà, ciò contraddice la teoria del mercato dei capitali e getta lo scompiglio in molti ambiti.**

## LO SAPEVATE?

«Chi l'ha inventato? Gli svizzeri!» Questo slogan non vale solo per le caramelle alle erbe Ricola e i dadi per il brodo Maggi, ma anche per i coltellini tascabili, la carta d'alluminio e l'asfalto stradale. Solo in pochi però sanno che anche l'idea degli interessi negativi (nominali) è nata in Svizzera. Nel 1972, la Svizzera è stato il primo paese al mondo in cui si è introdotto un tasso negativo. Lo scopo di questa misura, allora non convenzionale, era evitare l'afflusso di cosiddetto «hot money» – fondi della clientela straniera che venivano trasferiti in Svizzera (nel breve periodo) solo per motivi fiscali o di arbitraggio. Tuttavia, la relativa ordinanza fu abrogata già nel 1979. Gli interessi negativi hanno avuto il loro revival ben 30 anni dopo in Danimarca. Nell'estate 2012, la Banca nazionale danese ha ridotto il tasso sui depositi per gli istituti di credito dallo 0.05% al -0.20%, per frenare la rivalutazione della corona danese. Negli anni seguenti, questo strumento di politica monetaria è diventato pratica comune di quasi tutte le grandi banche centrali; ecco che era nato il contesto globale di tassi bassi.

TINA persisterà probabilmente ancora per un po'. È un acronimo che significa: there is no alternative. Si riferisce anche alla mancanza di alternative negli investimenti a reddito fisso. Poiché il tasso d'interesse senza rischi è diventato il rischio senza tasso d'interesse, chi vuole investire il proprio denaro in modo sicuro paga. È così ormai da anni, ma da altrettanto tempo rappresenta una sfida per gli investitori. Gli interessi negativi sono il prezzo della sicurezza. Secondo le ultime decisioni delle banche centrali, la situazione di tassi non interessanti dovrebbe durare ancora un po'. Il fatto che la Banca centrale norvegese abbia di recente alzato il tasso di riferimento dallo 0.00% allo 0.25% e che la Fed USA inizierà probabilmente il tapering già quest'anno indica certo un cambio di direzione, tuttavia non renderà interessanti le obbligazioni dal punto di vista dei rendimenti.

La diminuzione dei tassi d'interesse ha fruttato per lungo tempo ai detentori di obbligazioni. Siccome i livelli dei tassi rappresentava una tendenza al ribasso, questo ha comportato maggior valore dell'investimento. Una volta raggiunto il territorio negativo, il margine di manovra sembra però esaurito. Al contrario, comportano rischi. Se in futuro i tassi dovessero di nuovo aumentare, le obbligazioni perderanno valore.

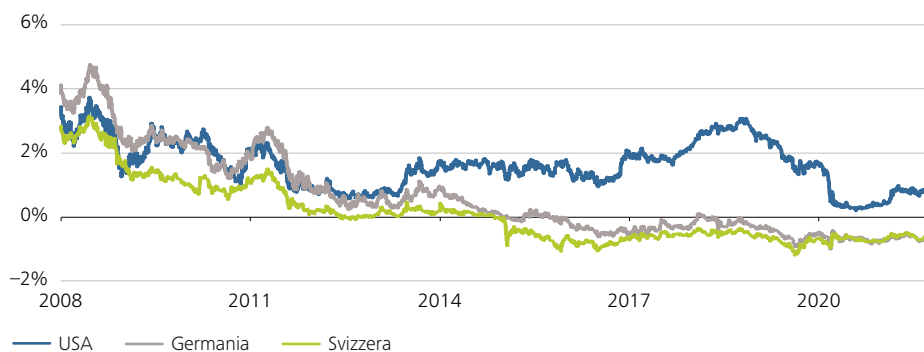
Ciò non lascerebbe indenne la società, poiché, attraverso la cassa pensioni, la previdenza per la vecchiaia o a seguito di una minore propensione al rischio nel portafoglio, gran parte della popolazione ne è interessata probabilmente più di quanto immagini.

Quando il mercato degli investimenti a reddito fisso sia perturbato, lo mostra l'andamento dei tassi a lungo termine. Per obbligazioni a 5 anni della Confederazione, dalla crisi finanziaria il rendimento è diminuito passando dal territorio nettamente positivo al negativo. Da fine 2014, la suddetta obbligazione non genera più alcun provento. Uno sguardo oltre confine mostra che questo è un problema tutt'altro che svizzero. Anche se nel passato i tassi d'interesse svizzeri sono sempre stati inferiori a quelli internazionali, hanno cominciato a convergere dal 2005 ► **Grafico 4**. Un altro punto di vista sui tassi, che mostra la distorsione del mercato, è fornito dalla Banca centrale USA (Fed). Anche se il tasso di riferimento sembra essere congelato in una fascia di applicazione tra lo 0.00% e lo 0.25%, i banchieri centrali prevedono che il valore equo a lungo termine dovrebbe essere del 2.50%. Anche se probabilmente l'inversione dei tassi non è imminente, a causa del profilo rischio-rendimento poco interessante, manteniamo la nostra sottoponderazione in obbligazioni.

### 4 La sicurezza costa

I titoli di stato svizzeri non pagano più interessi da tempo

Rendimento di titoli di stato quinquennali a confronto



Fonti: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

# Azioni

La politica monetaria espansiva delle banche centrali alimenta i corsi azionari. Il valore fondamentale delle aziende non cresce però nella stessa misura. Questo comporta potenziale di perdita.



## COSA SIGNIFICA ESATTAMENTE...?

### Profilo di rischio

Ogni persona ha i propri obiettivi, le proprie esigenze ed esperienze, e questo concerne in particolare gli investitori. Il profilo di rischio personale tiene conto di questi aspetti, e si compone della capacità di rischio e della propensione al rischio. La prima descrive quanto denaro si può investire senza trovarsi in difficoltà finanziarie a seguito di perdite impreviste. In tal senso è di fondamentale importanza la situazione reddituale e patrimoniale. La seconda esprime l'atteggiamento individuale nei confronti di rischio e rendimento, ossia quanto rischio si è disposti a correre per ottenere un determinato rendimento. Solo chi investe in linea con il proprio profilo di rischio può raggiungere i suoi obiettivi d'investimento (a lungo termine).

Costante crescita del patrimonio senza rischio? Fino a pochi anni fa, grazie a tassi d'interesse positivi, ciò era possibile. Tuttavia, con il globale contesto di tassi bassi, le obbligazioni hanno notevolmente perso attrattività. Chi vorrebbe prestare il proprio denaro e inoltre pagarne per farlo? La mancanza di alternative d'investimento ha spinto gli investitori – malgrado rischi maggiori – verso le azioni. Di conseguenza, gran parte di loro non ha probabilmente investito in linea con il proprio **profilo di rischio**.

Finora ciò non aveva grande importanza, perché dalla crisi finanziaria i mercati azionari sono praticamente passati senza interruzione da un massimo all'altro. E se di tanto in tanto nuvole scure si addensavano sul cielo delle borse, come ad esempio allo scoppio della pandemia da coronavirus, le grandi banche centrali mondiali reagivano sempre allo stesso modo: per garantire la liquidità sui mercati, iniettavano enormi quantità di dollari, euro e franchi nel sistema. E i corsi di borsa? Le ringraziavano con nuovi forti rialzi. Nel frattempo, l'economia è ormai prigioniera di questo sistema e i tassi dovrebbero quindi rimanere bassi ancora a lungo.

È difficile determinare l'equo valore di un'azione. Modello aziendale, prospettive, situazione finanziaria: tutto deve essere analizzato a fondo. Il valore di un'azienda dipende tuttavia in misura determinante dai tassi d'interesse. Quanto più bassi essi sono, tanto più interessanti sono le azioni. I motivi sono due: da un lato i tassi

bassi generano scarsità di possibilità d'investimento, per cui confluisce maggiore capitale nelle azioni, facendone così aumentare i prezzi. Dall'altro, i tassi influiscono direttamente sulla valutazione di futuri proventi e utili. Se questi vengono scontati con tassi più bassi, aumenta il loro valore calcolato alla giornata di oggi. Su molti mercati le valutazioni si muovono quindi nettamente al di sopra della media a lungo termine ► **Grafico 5**.

### 6 Dividendo...

...quale sostituto degli interessi

Dividendo medio dello SMI versus rendimento dei titoli della Confederazione a 10 anni



Fonti: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

Per quanto positivi possano essere rendimenti a più cifre, essi andrebbero sempre valutati in modo critico, considerando il valore effettivo delle aziende. Più la divergenza tra corso di borsa e valore fondamentale aumenta, maggiore è la probabilità di un'eventuale correzione più marcata. Nell'attuale contesto di mercato, consigliamo quindi agli investitori di puntare su valori di alta qualità, con solidi bilanci e margini. Particolare attenzione dovrebbe essere prestata ai dividendi, poiché essi possono sostituire proventi da interessi mancanti. Ad esempio, il dividendo medio nello Swiss Market Index (SMI) ammonta attualmente al 2.8% ► **Grafico 6**, decisamente più del -0.19% che si riceve per i titoli della Confederazione a dieci anni!

### 5 Valutazioni...

...nettamente sopra la media a lungo termine

Rapporto prezzo/utile (P/U) dell'MSCI World Index



Fonti: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office





# Investimenti alternativi

**Nonostante la crisi da coronavirus ma grazie ai tassi negativi, i prezzi immobiliari in Svizzera sono ancora aumentati, fruttando solidi investimenti agli investitori attraverso i fondi immobiliari.**

Attualmente una casa unifamiliare media di 10 anni a Zugo, con superficie abitativa di 140 m<sup>2</sup>, costa circa CHF 2'562'000.– (+3.5% da inizio anno). La sempre maggior richiesta di superfici abitative è in ulteriore aumento, anche a causa del home office. Chi già possiede una proprietà di abitazione può rallegrarsi degli aumenti di prezzo. Anche chi ha investito indirettamente in immobili non può lamentarsi grazie alla forte performance dei fondi immobiliari svizzeri. In concreto, il rendimento da inizio 2011 è stato del 6.9% annuo ► **Grafico 7**.

L'andamento del mercato immobiliare è stato sostenuto non da ultimo dai tassi negativi della Banca nazionale svizzera (BNS). Da un lato, a seguito di ciò sono diminuiti i tassi ipotecari e, quindi, i costi di finanziamento. Dall'altro, lo stato di emergenza per gli investimenti spinge gli investitori verso l'oro di cemento. Finché dura questa situazione, è improbabile che si verifichi una correzione importante dei prezzi nel settore immobiliare. Rimaniamo sovraperponderati

nei fondi immobiliari svizzeri – tuttavia, abbiamo ora effettuato una prima presa di benefici parziale e ridotto leggermente la posizione.

## 7 Fondi immobiliari svizzeri in forte rialzo

Raddoppio del corso da inizio 2011

Andamento della performance dei fondi immobiliari svizzeri (indice SWIIT, indicizzato)



Fonti: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office



## LO SAPEVATE?

«La gioia dell'uno, la disgrazia dell'altro.» Molti consumatori sono attualmente contenti del franco forte, perché consente loro di fare qualche buon affare nello shopping all'estero. Per alcuni imprenditori, invece, è fonte di preoccupazione, in quanto rende i prodotti svizzeri più costosi nel confronto internazionale. La forza del franco non è comunque un problema nuovo. Già a metà degli anni '70 e negli anni '90, l'industria lottava contro la rivalutazione della valuta nazionale. I principali motivi in passato sono stati la crisi del petrolio e il crollo del sistema valutario di Bretton Woods, mentre ora i dubbi relativi alla stabilità dell'euro. Entrambi i periodi hanno in comune il fatto che alcuni settori dell'economia sono stati duramente colpiti. Fino al 1983, ad esempio, sono andati persi ben due terzi dei posti di lavoro nell'industria orologiaia. Tuttavia, in passato il franco forte non ha danneggiato l'economia svizzera nel suo complesso, anzi! Le aziende svizzere stanno dimostrando di non avere rivali al mondo in termini di adattamento innovativo.



# Valute

**La forza del franco costringe la BNS ad acquisti di valuta estera miliardari. La crescente divergenza d'inflazione e il contesto globale di tassi bassi dovrebbero rendere la lotta ancora più difficile in futuro.**

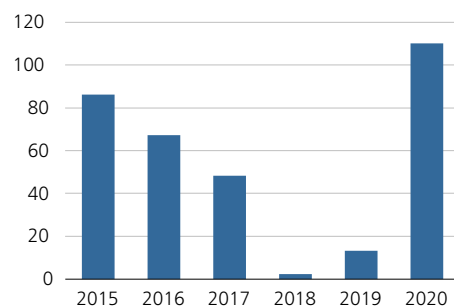
Chi non ricorda il tragicomico eroe del romanzo Don Chisciotte mentre carica i mulini a vento sul suo destriero negli altipiani spagnoli? La lotta della Banca Nazionale Svizzera (BNS) contro la spinta rialzista del franco svizzero sembra al momento altrettanto priva di speranza. Le incessanti preoccupazioni per la variante Delta del coronavirus e il rallentamento della ripresa economica globale gravano sull'euro. Inoltre, costituisce un ostacolo la crescente divergenza d'inflazione tra l'Eurozona e la Svizzera. Anche se di recente la moneta unica europea si è leggermente rafforzata rispetto al franco, una vera e propria inversione di tendenza dovrebbe essere ben lontana. A tal fine sarebbe necessario un netto aumento dei tassi di interesse nell'Eurozona – il che non è però atteso prima del 2023. Prevediamo quindi che diventerà sempre più difficile per i banchieri centrali elvetici contrastare la forza del franco tramite interventi sul mercato delle divise. Dal 2015, la BNS ha acqui-

stato oltre CHF 325 miliardi in valute estere – di cui un buon terzo solo nel 2020 ► **Grafico 8**. Vediamo il corso EUR/CHF all'1.07 sul periodo di 3 mesi, all'1.06 sul periodo di 12 mesi.

## 8 La lotta...

...contro la rivalutazione del franco

Acquisti di valuta estera della BNS all'anno, in mld. di CHF

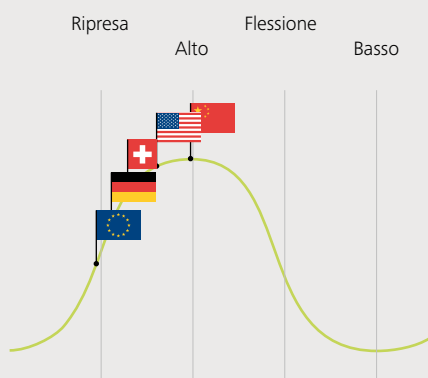


Fonti: BNS, Raiffeisen Svizzera CIO Office

# Uno sguardo al futuro

Il tapering negli USA si avvicina e la Fed dovrebbe rendere nota, al più tardi a novembre la data di avvio per la riduzione degli acquisti obbligazionari. Questo è sempre più dipendente dall'ulteriore andamento del mercato del lavoro.

## CONGIUNTURA



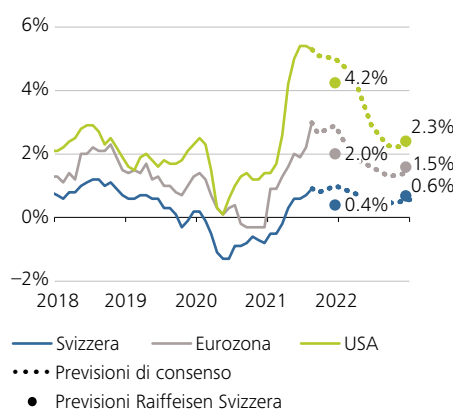
- La diffusione della variante Delta lascerà il segno anche in **Svizzera**. Secondo la Segreteria di Stato dell'economia (SECO), a seguito di questa variante, l'attività economica nazionale ha ultimamente registrato una lieve flessione. Non c'è però motivo di preoccuparsi: la ripresa congiunturale prosegue. Per l'anno in corso prevediamo una crescita del prodotto interno lordo (PIL) del 2.8%.
- Difficoltà di fornitura e prezzi in forte aumento rallentano la ripresa congiunturale nell'**Eurozona**. Nel frattempo, i nuovi contagi da coronavirus si sono stabilizzati a un livello elevato. Nonostante un nuovo aumento previsto del numero di casi durante l'inverno, a nostro parere, lockdown totali come quelli dell'anno scorso sono improbabili. Per il 2021 prevediamo un'espansione dell'economia del 4.0%.
- Negli **USA** i dati congiunturali sono ultimamente in media più deboli del previsto. A settembre l'indice aggregato dei responsabili degli acquisti (PMI) per fornitori di servizi e industria ha registrato un leggero calo di 0.9 punti a 55.4 punti – il livello più basso da un anno. Anche sul mercato del lavoro l'elevato numero dei contagi di coronavirus rappresenta un ostacolo. La nostra previsione per la crescita del PIL 2021 è del 6.0%.

## INFLAZIONE

### L'inflazione in Svizzera...

...è sempre contenuta

Inflazione e previsioni



Fonti: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

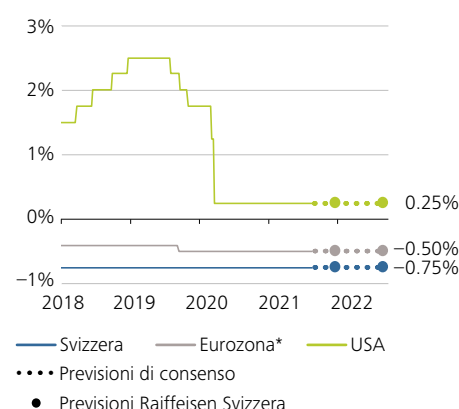
- La Banca nazionale svizzera (BNS) ha corretto leggermente al rialzo la sua previsione sull'inflazione per il 2021 (ora: +0.5%). Ciò è dovuto a prezzi nuovamente più elevati per i prodotti petroliferi e per le merci interessate da difficoltà di fornitura. Nel confronto internazionale, l'inflazione in **Svizzera** rimane contenuta. La nostra previsione è un'inflazione dello 0.4%.
- Ad agosto l'inflazione nell'**Eurozona** è salita al livello massimo degli ultimi 10 anni (+3.0%). Nei prossimi mesi, le difficoltà nelle catene di fornitura dovrebbero tuttavia poter essere ridotte. Non vediamo quindi ancora nessuna necessità di adeguamento della nostra previsione annuale (2.0%).
- Negli **USA**, ad agosto, la pressione sui prezzi è leggermente diminuita. Rispetto al mese precedente, l'inflazione annuale è scesa dal 5.4% al 5.3%. Anche l'inflazione di base (senza i prezzi di energia e generi alimentari) ha registrato un lieve calo. I prezzi alla produzione, invece, sono ancora aumentati e potrebbero anche essere ripercossi (in parte) sui consumatori. Per l'anno in corso prevediamo sempre un'inflazione del 4.2%.

## POLITICA MONETARIA

### Il tapering negli USA...

...si avvicina

Tasso di riferimento e previsioni



\*Tasso di interesse sui depositi

Fonti: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

- «Proseguire come prima». La riunione di settembre della **Banca nazionale svizzera (BNS)** potrebbe quindi essere sovrascritta. I banchieri centrali del Presidente Thomas Jordan mantengono infatti la loro attuale politica monetaria. Ciò include anche interventi sul mercato delle divise volti a indebolire il franco svizzero, a loro avviso sopravvalutato.
- In considerazione del buon andamento della congiuntura, a partire dal quarto trimestre la **Banca centrale europea (BCE)** ridurrà il ritmo dei suoi acquisti di obbligazioni mensili. Un'inversione dei tassi si fa intanto ancora attendere.
- Nell'ambito della recente riunione del FOMC, Jerome Powell, Presidente della **Banca centrale USA, Fed**, non ha menzionato una data di avvio concreta per un tapering. Ha però accennato al fatto che, dopo la pubblicazione del rapporto sul mercato del lavoro di settembre, probabilmente annuncerà una decisione in merito. Dovrebbe quindi trattarsi di novembre. Una parte dei membri della Fed ritiene intanto possibile un primo aumento dei tassi già l'anno prossimo.



## CONTATTO E AVVERTENZE LEGALI

### Editore

Raiffeisen Svizzera CIO Office  
Raiffeisenplatz  
9001 San Gallo  
[ciooffice@raiffeisen.ch](mailto: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/mercati-opinioni](http://www.raiffeisen.ch/mercati-opinioni)

### Nota legale

#### Esclusione di offerta

I contenuti della presente pubblicazione sono forniti esclusivamente a scopo informativo e pubblicitario. 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 ai sensi degli artt. 35 e segg. LSF. 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). Questi documenti possono essere richiesti gratuitamente alla Raiffeisen Svizzera società cooperativa, Raiffeisenplatz, 9001 San Gallo. 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 nel commercio di strumenti finanziari». 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 qualsiasi 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](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.



### Jeffrey Hohegger, CFA

Esperto in strategie d'investimento  
[jeffrey.hohegger@raiffeisen.ch](mailto:jeffrey.hohegger@raiffeisen.ch)

Jeffrey Hohegger è uno stratega degli investimenti presso Raiffeisen Svizzera. Si occupa di analizzare il contesto geopolitico e macroeconomico come anche l'impatto sulle diverse classi d'investimento. Queste analisi e constatazioni sono la base della scelta dell'asset allocation tattica ed il corrispondente posizionamento della banca.



### Tobias Knoblich

Esperto in strategie d'investimento  
[tobias.knoblich@raiffeisen.ch](mailto:tobias.knoblich@raiffeisen.ch)

Tobias Knoblich è esperto in strategie d'investimento presso Raiffeisen Svizzera. Nella sua funzione analizza quotidianamente il contesto macroeconomico, gli sviluppi sui mercati finanziari globali e le implicazioni per voi investitori. Le informazioni ricavate confluiscono nell'opinione di mercato della Banca.