



## Politica d'investimento – Gennaio 2018

Raiffeisen Investment Office

Avvio fiducioso dell'anno borsistico 2018

Banca Raiffeisen Jungfrau

Pilota: Roger Fischer

Passeggero: Mathias Spieler

Fotografo: Peter Speedy Füllmann

**RAIFFEISEN**

# Contenuti

Asset allocation tattica in sintesi	3
Commento sul mercato <b>Avvio fiducioso dell'anno borsistico 2018</b>	4
Congiuntura <b>L'Europa guarda preoccupata all'Italia</b>	5
Obbligazioni <b>Buone prospettive per obbligazioni EM in valuta locale</b>	6
Azioni <b>Buone prospettive per le azioni svizzere</b>	8
Investimenti alternativi <b>Previsione prudente per le materie prime</b>	10
Valute <b>Prospettive ancora favorevoli per le valute europee</b>	11
Panoramica del portafoglio	12
Previsioni	13

# Asset allocation tattica in sintesi

Categoria d'investimento	sottoponderato		neutrale	sovraponderato	
	fortemente	leggermente		leggermente	fortemente
<b>Cash</b>				o	
<b>Obbligazioni (durata auspicata: 6.0 anni)*</b>		o			
Qualità del credito elevata / media		o			
VE con qualità del credito da elevata a media (hedged)*		o			
Bassa qualità del credito (hedged)			o		
Paesi emergenti (hedged)				o	
<b>Azioni</b>		o			
Svizzera			o		
Mondiali		o			
Azioni Europa			o		
Azioni USA		o			
Azioni Giappone			o		
Azioni paesi emergenti			o		
<b>Investimenti alternativi</b>				o	
Strategie alternative (CHF hedged)					o
Immobili Svizzera			o		
Metalli preziosi / Oro		o			
Materie prime		o			

Valute	sottoponderato		neutrale	sovraponderato	
	fortemente	leggermente		leggermente	fortemente
EUR			o		
USD			o		
JPY			o		
<b>Durate CHF</b>					
1 a 3 anni	o				
3 a 7 anni		o			
7 e più anni	o				

\* Durata media del portafoglio obbligazionario  
o = ponderazione nel mese precedente

## Messaggi chiave

1. La robusta congiuntura globale e i profitti aziendali in crescita offrono una solida base ai mercati azionari. Una quota azionaria neutrale è quindi appropriata anche alle attuali valutazioni care. Per le azioni dei paesi emergenti, date le buone prospettive congiunturali, aumentiamo l'allocazione a leggermente sovraponderata.
2. Il contesto rimane difficile per gli obbligazionisti. Alla ricerca di rendimento con rischi ragionevoli continuiamo a raccomandare dal punto di vista tattico un'allocazione in obbligazioni dei paesi emergenti, soprattutto in valute locali.
3. Gli investimenti in materie prime dovrebbero di nuovo trovarsi sotto pressione a breve termine a causa del rallentamento della crescita cinese e della maggiore produzione petrolifera USA. Per gli immobili raccomandiamo una ponderazione neutrale dato il perdurare dei tassi bassi in Svizzera.

# Commento sul mercato

## Avvio fiducioso dell'anno borsistico 2018

**Dopo un anno azionario 2017 superiore alla media, alcuni investitori si chiedono se le cose continueranno allo stesso modo. La robusta congiuntura mondiale e profitti aziendali in crescita offrono una solida base ai mercati azionari. Una quota azionaria neutrale è quindi appropriata anche alle attuali valutazioni care.**

Al momento i dati congiunturali creano una situazione di partenza ancora solida per sviluppi sui mercati azionari. La congiuntura mostra in tutte le grandi aree economiche del mondo il proprio lato positivo. Di conseguenza, la stagione delle comunicazioni, che negli USA accelererà a partire dalla metà del mese, dovrebbe ancora confermare la tendenza al rialzo dei profitti aziendali. In un contesto di valutazioni sempre care, la sola soddisfazione delle previsioni sugli utili potrebbe tuttavia non bastare più per una grande euforia dei corsi.

### Azioni nel complesso neutrali, favoriti i paesi emergenti

Il 2017 ha mostrato che i mercati azionari globali reggono anche le sfide monetarie e geopolitiche, cosa che indica un terreno stabile per i mercati. Per l'inizio del 2018 continuiamo a raccomandare una quota azionaria neutrale per EZ e Svizzera. A seguito dei solidi dati congiunturali delle economie emergenti ne aumentiamo l'allocazione per le azioni a leggermente sovraponderata. In Europa continuamo a prevedere potenziale rialzista per le banche, che dovrebbero beneficiare di minori perdite sui crediti e di una curva dei tassi leggermente più ripida. Inoltre per il 2018 in Svizzera puntiamo anche su titoli con

### I rendimenti dei dividendi continuano a convincere

Rendimenti dei dividendi vs. rendimenti obbligazionari, in %



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

forti rendimenti dei dividendi e solidi cash flow. In un contesto di valutazioni care queste caratteristiche dovrebbero essere richieste dagli investitori e i corsi dovrebbero essere ben supportati.

### Normalizzazione dei tassi negli USA, la BNS resta ferma

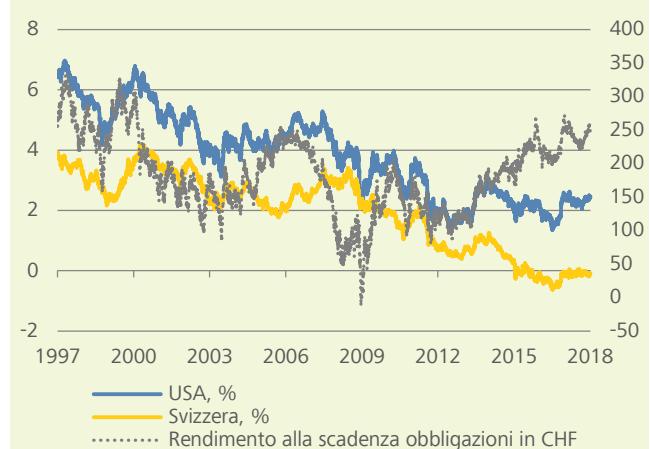
Dopo un aumento dei tassi nel 2015 e nel 2016, nel 2017 la Banca centrale USA ha effettuato tre aumenti di 25 punti base ciascuno. Anche quest'anno gli aumenti dei tassi dovrebbero proseguire a ritmi simili. In tal modo la normalizzazione dei tassi sarebbe già molto avanzata, almeno negli USA. Del tutto opposta la situazione in Europa, dove la BCE riduce dapprima gli acquisti di obbligazioni prima che possa essere osato un primo aumento dei tassi l'anno prossimo. Il livello dei tassi rimane quindi per ora molto basso. Gli aumenti dei tassi all'orizzonte e la riduzione degli acquisti di obbligazioni dovrebbero comunque garantire un certo movimento, almeno sull'estremità lunga della curva dei tassi. Anche dopo l'indebolimento del franco nel 2017 non si aprono margini di manovra per la Banca nazionale svizzera. In caso di aumento dei tassi il rischio di un'inversione del trend leggermente negativo del franco sarebbe troppo alto.

Il contesto rimane difficile per gli obbligazionisti. Alla ricerca di rendimento con rischi ragionevoli continuiamo a raccomandare dal punto di vista tattico un'allocazione in obbligazioni dei paesi emergenti, soprattutto in valute locali.

[roland.klaege@raiffeisen.ch](mailto:roland.klaege@raiffeisen.ch)

### Forbice dei tassi tra USA e Svizzera molto ampia

Interesse dei titoli di stato decennali e differenza d'interesse



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

# Congiuntura

## L'Europa guarda preoccupata all'Italia

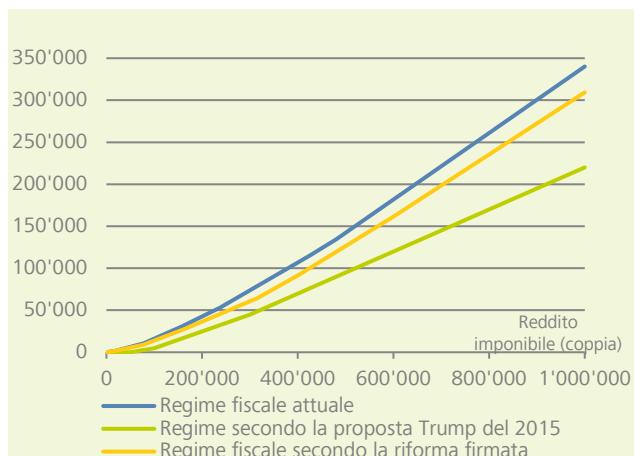
**Trump ha finalmente potuto firmare il pacchetto fiscale accolto positivamente dall'economia. In Europa, gli osservatori del mercato guardano con crescente nervosismo alle elezioni parlamentari in Italia che si terranno a marzo. L'imponderabilità della politica italiana può infatti turbare la quiete politica europea e creare preoccupazioni ai mercati finanziari sia prima che dopo le elezioni.**

La riforma fiscale USA è rimasta ben al di sotto delle promesse in materia di imposta sul reddito: Le classi fiscali dell'imposta sul reddito non sono state ridotte da sette a quattro, gli sgravi fiscali per una famiglia della classe media sono solamente del 16% invece che del 35% e la classe di reddito più bassa continua a pagare un'imposta sul reddito del 10% anziché nessuna. Inoltre, gli sgravi fiscali scadranno nel 2026. Ad ogni modo a breve termine verranno sgravate tutte le classi di reddito, il che dovrebbe stimolare i consumi (v. grafico). Oltre a ciò sono state abolite alcune possibilità di detrazione. La riduzione dell'aliquota fiscale per le aziende dal 35% al 21% è invece permanente, ma è anch'essa inferiore al 15% annunciato. Le aziende, inoltre, possono rimpatriare una tantum degli utili trattenuti all'estero con un'aliquota fiscale ridotta nel corso dei prossimi 8 anni e ammortizzare gli investimenti (fino al 2023) interamente già nell'anno di acquisto. Ciò dovrebbe stimolare gli investimenti.

Secondo i calcoli del Congresso USA, lo sgravio fiscale dovrebbe andare a gravare sul bilancio di 0.7 punti percentuali del

### La riforma fiscale USA sgrava tutte le classi di reddito

Carichi fiscali



Fonte: TPC, JPM, Tax Foundation, Vontobel Asset Management

PIL, sostanzialmente in linea con le stime da noi fatte l'anno scorso. Non vediamo quindi alcun motivo di adeguare le nostre previsioni per la crescita economica USA.

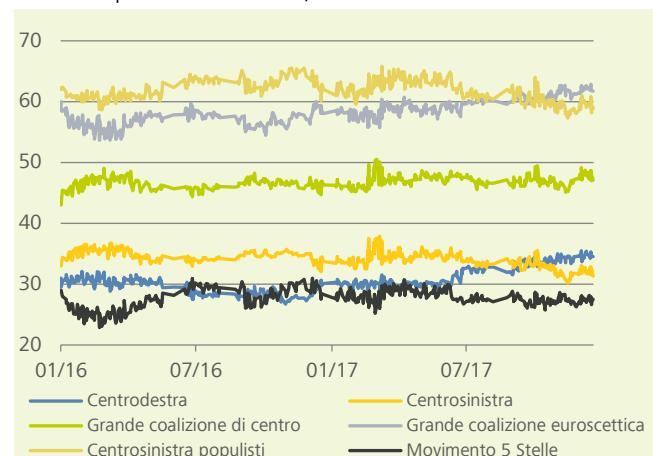
### L'Italia potrebbe turbare la quiete politica europea

Il 4 marzo si terranno in Italia le elezioni parlamentari per la formazione di un nuovo governo. Le elezioni possono turbare la quiete politica che si è creata in Europa dopo la vittoria elettorale di Emmanuel Macron all'inizio dell'estate scorsa. Alle urne il Movimento 5 Stelle (M5S) dovrebbe ottenere il maggior numero di voti di partito individuali, ma senza alleati sarà difficilmente in grado di formare un governo (v. grafico). Una coalizione con l'altrettanto euroskeptico centrodestra intorno a Berlusconi certamente aumenterebbe di nuovo in modo notevole l'incertezza in Europa. Un'alleanza del M5S con il centrosinistra di Renzi limiterebbe invece di molto i timori nell'EZ. Entrambe le varianti sono tuttavia piuttosto improbabili.

L'ipotesi più probabile al momento è che la coalizione di centrodestra di Silvio Berlusconi (Forza Italia) e Matteo Salvini (Lega) otterrà il maggior numero di voti e quindi anche il mandato di formare il governo dal Presidente Mattarella. Il centrodestra potrebbe raggiungere insieme al centrosinistra una maggioranza risicata in Parlamento (grande coalizione di centro). È tuttavia difficile che un tale governo possa durare, con la possibilità quindi di nuove formazioni di governo o addirittura di nuove elezioni a fine anno. In questo modo la quiete politica in Europa verrebbe costantemente turbata.

### 5 Stelle potrebbe non poter governare l'Italia da solo

Probabile percentuale di voti, in %



Fonte: vari istituti demoscopici, Vontobel Asset Management

# Obbligazioni leggermente sottoponderate

## Buone prospettive per obbligazioni EM in valuta locale

**Al momento la maggior parte delle obbligazioni dei paesi emergenti è valutata al fair value. Con la ripresa congiunturale e quindi rischi ridotti, tuttavia, i premi di rendimento delle obbligazioni in valuta forte sono ormai esigui. A nostro avviso le obbligazioni in valuta locale offrono un potenziale di rendimento maggiore, data la componente in valuta estera – ma a fronte di rischi superiori.**

Per il 2018 prevediamo che l'attuale contesto di crescita economica globale sincronizzata e di inflazione bassa rimarrà invariato. Ciò dovrebbe supportare la maggior parte delle obbligazioni con rischio di credito (Investment Grade, High Yield, Emerging Markets) rispetto ai più sicuri titoli di stato, che dovrebbero presentare una performance moderatamente negativa in caso di leggero aumento dei tassi. Consideriamo limitato il potenziale per un'ulteriore diminuzione degli spread delle obbligazioni in valuta forte, per cui è difficile che oltre alle cedole risulti un aumento dei corsi.

Attualmente, le obbligazioni di paesi emergenti denominate in valute locali presentano il rendimento più alto dal punto di vista assoluto (6.1 per cento). Inoltre la loro valutazione è più interessante che in altri segmenti, in particolare rispetto a quelli con alta sensibilità ai tassi. Particolarmente interessante è il rendimento reale di obbligazioni in valuta locale dei paesi emergenti (v. grafico 1), ancora oltre il 2 per cento. In confronto, i rendimenti reali nei paesi industrializzati sono allo zero o addirittura

nettamente al di sotto (ad es. in Germania o Svizzera). I rendimenti reali sono definiti come rendimenti nominali delle obbligazioni meno l'inflazione attuale. Sono una misura del rendimento che un investimento a reddito fisso offre al netto dell'inflazione.

### **Paesi emergenti meno vulnerabili agli shock esterni**

I paesi emergenti dovrebbero superare i paesi industrializzati quanto alla crescita. Ci sono però ancora altri motivi a favore di questo segmento del mercato obbligazionario. Attualmente i paesi emergenti sono molto meno vulnerabili agli shock esterni: il nostro indicatore principale della vulnerabilità macroeconomica, il saldo delle partite correnti (v. grafico 2), ha di nuovo registrato un andamento positivo per i paesi emergenti dopo sei anni di deficit dopo la crisi finanziaria.

In passato, le fasi di miglioramento dei saldi delle partite correnti nei paesi emergenti (come nel 2016 e nel 2017) erano collegate a rendimenti positivi delle obbligazioni in valuta locale dei paesi emergenti. Non appena il saldo delle partite correnti di un paese è positivo, gli investitori internazionali sono meno soggetti a vendite in preda al panico di valori patrimoniali dei paesi emergenti. Anche un'eccedenza svolge un ruolo importante nel supporto della valuta, aumentando a sua volta le prospettive dei rendimenti complessivi attesi di obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale. Di norma, i movimenti valutari rappresentano circa un terzo dei rendimenti complessivi di un titolo del genere sul medio termine.

### **Le obbligazioni EM in valuta locale continuano a offrire un rendimento interessante**

Rendimento reale di obbligazioni EM in valuta locale (GBI-EM)



Fonte: Datastream, Vontobel Asset Management

### **Il saldo delle partite correnti indica una ridotta vulnerabilità dei paesi emergenti agli shock economici**

Bilancia delle partite correnti EM (ponderata GBI-EM),



Fonte: JPM, Datastream, Vontobel Asset Management

# Obbligazioni leggermente sottoponderate

## – Obbligazioni con qualità del credito da elevata a media

Nei titoli di stato dei paesi industrializzati rimaniamo nettamente sottoponderati. I rendimenti a scadenza rimangono storicamente bassi e poco interessanti.

Nel contesto di tassi bassi, le obbligazioni societarie di qualità del credito da elevata a media mostrano ancora un potenziale di reddito leggermente positivo, mentre i rischi di credito sono gestibili. Confermiamo la sovraponderazione delle obbligazioni societarie.

## = Global High-Yield

I tassi d'insolvenza delle obbligazioni high yield non dovrebbero aumentare soprattutto negli Stati Uniti con l'aumento dei prezzi del petrolio, per cui manteniamo un posizionamento neutrale anche nelle obbligazioni high yield statunitensi.

## = Mercati emergenti

Un contesto macroeconomico globale generalmente stabile con prezzi delle materie prime che si sono stabilizzati nettamente sopra i livelli minimi del 2016 e un dollaro in calo sono molto propizi alle obbligazioni dei paesi emergenti.



Fortemente sottoponderato



Leggermente sottoponderato



Neutrale



Leggermente sovraponderato



Fortemente sovraponderato

## Buone prospettive per le azioni svizzere

**L'atteso indebolimento del CHF sarebbe una panacea per le aziende svizzere, le cui azioni dovrebbero beneficiarne, pur rimanendone cara la valutazione. Nel complesso aumentiamo leggermente il posizionamento azionario consigliato a seguito della stima più positiva delle azioni dei paesi emergenti.**

I rendimenti azionari sono costituiti da dividendi, andamento degli utili e moltiplicatore degli utili (rapporto prezzo/utile). Vi hanno un chiaro influsso l'andamento dei profitti aziendali e le attese degli analisti in merito.

Importante per le previsioni sugli utili è tra l'altro l'andamento dei tassi di cambio. Questo fattore è stato particolarmente rilevante in passato per il mercato azionario svizzero. Un franco più forte, infatti, rende più care le merci svizzere all'estero con pressione sui fatturati delle aziende.

Dal grafico 1 si possono dedurre le previsioni sugli utili storiche per l'indice MSCI Svizzera. Ciascuna linea rappresenta un determinato esercizio. Se una linea sale, significa che la previsione sugli utili per tale esercizio è aumentata. Soprattutto gli anni dal 2000 al 2007 sono stati molto buoni. Il mercato prevedeva che ogni nuovo esercizio producesse maggiori utili del precedente. Inoltre le aspettative sono persino migliorate. Durante la crisi finanziaria del 2008, le previsioni sugli utili hanno però su-

bito un forte crollo e solo con difficoltà hanno nuovamente raggiunto i livelli del 2007. Uno dei motivi è stato tra l'altro la forte rivalutazione del CHF, che ha peggiorato le previsioni dei rendimenti.

Tale ostacolo si sta ora leggermente indebolendo. Dall'inizio del 2017 il CHF ha perso il 10 per cento di valore rispetto alla sua più importante valuta di negoziazione, l'euro. Gli analisti hanno continuamente aumentato le loro aspettative: insieme al Giappone, la Svizzera è ormai uno dei leader in termini di previsioni sugli utili.

### La valutazione cara induce alla prudenza

Il grafico 2 mostra la correlazione tra le revisioni delle previsioni sugli utili e la performance del mercato azionario nell'arco di un anno. In base alla correlazione storicamente positiva, considerando le maggiori previsioni sugli utili si dovrebbe registrare un ulteriore miglioramento della performance delle azioni svizzere. Bisogna comunque tenere d'occhio la valutazione cara di questi titoli.

Si mostra migliore anche la prospettiva per le azioni dei paesi emergenti. La situazione congiunturale nei paesi emergenti continua a presentare rischi chiaramente ridotti e beneficia di una congiuntura globale sempre solida. Pertanto aumentiamo la raccomandazione tattica per azioni dei paesi emergenti da neutrale a leggera sovrapponderazione ritenendo ora opportuno un posizionamento nel complesso neutrale per la quota azionaria.

### Previsione sugli utili aumentata per il 2018

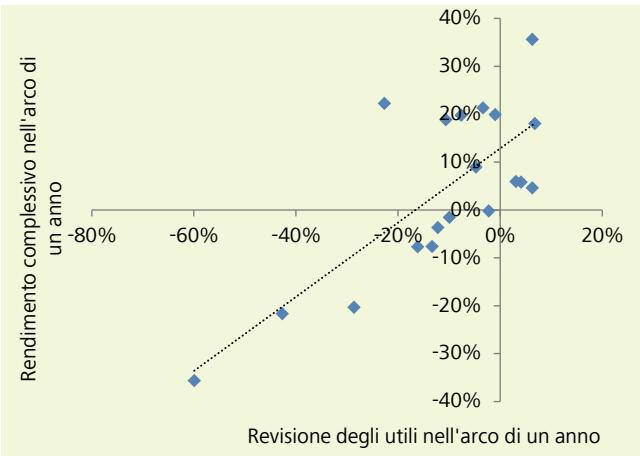
Revisioni indicizzate delle previsioni sugli utili per l'MSCI Svizzera (logaritmico) e tasso di cambio EUR/CHF



Fonte: IBES, Datastream, Vontobel Asset Management

### Le previsioni sugli utili suggeriscono un buon anno azionario svizzero

MSCI Svizzera: Rendimenti complessivi vs. revisioni degli utili



Fonte: Datastream, Vontobel Asset Management

# Azioni neutrali

## = Svizzera

Considerando il rapporto prezzo/utile, il mercato svizzero continua a presentare una valutazione relativamente cara. I profitti aziendali registrano una tendenza incoraggiante. Manteniamo l'allocazione su neutrale.

## = Europa

A fronte di una più ampia distensione nell'Eurozona a seguito del rasserenarsi della scena politica e di una robusta ripresa congiunturale, manteniamo l'allocazione su neutrale. Individuiamo un ulteriore potenziale, specialmente per i titoli bancari.

## - USA

Le elevate aspettative per il programma congiunturale non sembrano lecite e nascondono potenziale di delusione. Svizzera ed Europa hanno un vantaggio tattico.

## = Giappone

Nel secondo trimestre la congiuntura ha registrato una netta accelerazione. L'espansiva politica monetaria dovrebbe inoltre supportare ulteriormente i mercati azionari.

## + Mercati emergenti

Continua la stabilizzazione della congiuntura nei paesi emergenti. Inoltre la costante politica monetaria accomodante esercita un effetto positivo nei paesi industrializzati. Aumentiamo perciò la quota per le azioni dei paesi emergenti da neutrale a leggera sovraponderazione.

-- Fortemente sottoponderato

- Leggermente sottoponderato

= Neutrale

+ Leggermente sovraponderato

++ Fortemente sovraponderato

# Investimenti alternativi sovraponderati

## Previsione prudente per le materie prime

**Gli investimenti in materie prime dovrebbero di nuovo trovarsi sotto pressione a breve termine a causa del rallentamento della crescita cinese e della maggiore produzione petrolifera USA. Vediamo tuttavia alcuni rischi anche sul lato dell'offerta che potrebbero portare a prezzi più elevati.**

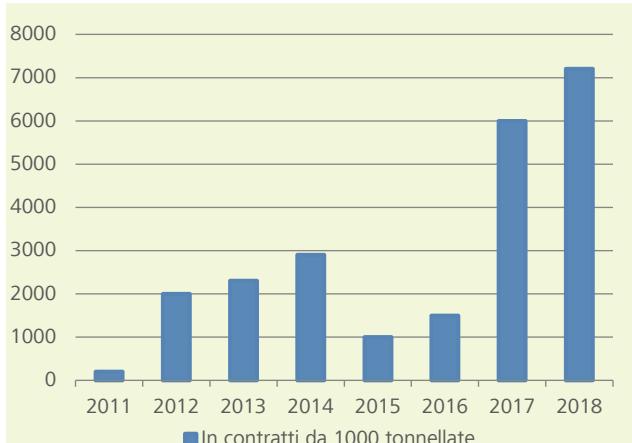
Se e quando torneranno a convenire impegni diretti, dipende da due fattori. Da un lato, dalla domanda, vale a dire soprattutto dal fabbisogno cinese di materie prime, in particolare di metalli industriali. Al momento la fame della Cina sembra essere relativamente soddisfatta, il che favorisce prezzi più bassi. Il controargomento al riguardo è la ripresa economica globale che dovrebbe far aumentare la domanda di materie prime.

### La produzione di petrolio USA non gira (ancora) a pieno regime

Il fattore trainante dei prezzi probabilmente ancora più importante è l'offerta. Nel settore petrolifero, i produttori di petrolio di scisto USA dovranno presto dimostrare la loro forza. Dato il prolungamento della riduzione della produzione da parte dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (Opec), gli americani sono l'unico attore in grado di mantenere alta la crescita della produzione. Le aziende produttrici di petrolio di scisto negli USA operano al momento ancora in modo redditizio, il che ci fa prevedere maggiori estrazioni. Tuttavia indicatori anticipatori come il numero di nuove torri di trivellazione non sembrano finora indicare un aumento sufficientemente rapido.

### Circa il 40 per cento della produzione mondiale di rame potrebbe essere penalizzato da scioperi

Produzione interessata dalle trattative



Fonte: Cru, Wood Mackenzie, Barclays, Vontobel Asset Management

Anche per altre materie prime sarà decisivo lo sviluppo dell'offerta. Le quotazioni dell'alluminio dovrebbero dipendere fortemente dalla coerenza del governo cinese nel procedere contro i produttori illegali e il problema dell'inquinamento atmosferico nella produzione. Nel 2018 per molti produttori di rame sono previste nuove trattative dei salari con il rischio di scioperi e interruzioni temporanee della produzione (v. grafico). Per le materie prime agricole, infine, l'offerta è determinata in gran parte dalle condizioni meteorologiche negli USA.

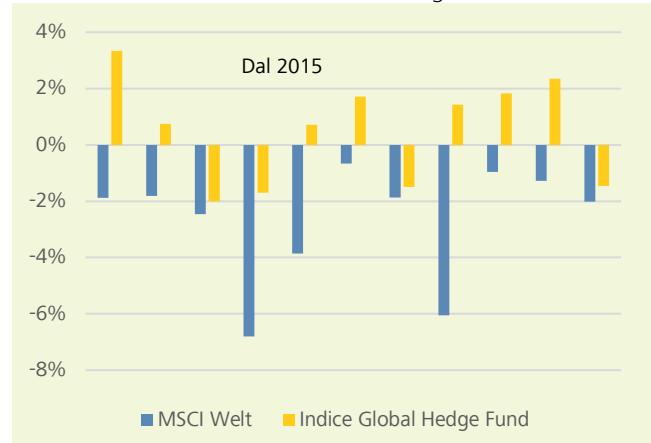
Nel complesso, prevediamo a breve termine prezzi delle materie prime leggermente inferiori. Ciò è dovuto al rallentamento della crescita cinese e alla più elevata produzione petrolifera negli USA. Le numerose incertezze sul lato dell'offerta accrescono tuttavia la probabilità che si verifichino anche eccezioni al rialzo.

### Le strategie alternative rimangono interessanti

Nonostante le caute previsioni sulle materie prime, continuamo a ritenere opportuno un posizionamento sovraponderato per la quota alternativa di un portafoglio. Per prima cosa, infatti, dato l'attuale persistente contesto di tassi bassi, continuamo a raccomandare una ponderazione neutrale per gli investimenti immobiliari svizzeri indiretti. In secondo luogo, manteniamo la raccomandazione di un posizionamento sovraponderato per la strategia alternativa, poiché tale strategia può fornire un contributo supplementare al rendimento proprio in fasi di andamento direzionale del mercato (v. grafico).

### Le strategie alternative possono fornire un contributo supplementare al rendimento

Performance nei mesi con andamento negativo delle azioni



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

# Valute

## Prospettive ancora favorevoli per le valute europee

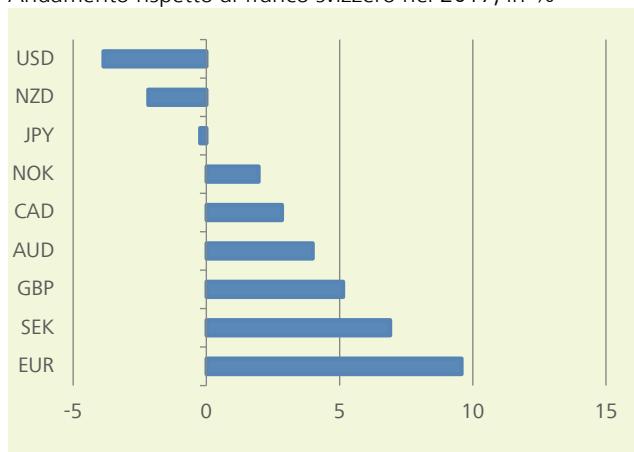
**Il momento positivo delle valute europee dovrebbe proseguire anche nel 2018, soprattutto con rischi in costante calo e una congiuntura globale in continua ripresa. Di quest'ultima dovrebbero beneficiare anche le valute dei paesi emergenti. Potrebbe sorprendere positivamente anche lo yen giapponese, in particolare nel secondo semestre.**

Malgrado un'impressionante tendenza rialzista delle valute europee lo scorso anno, la ripresa dovrebbe continuare. Dopotutto ci troviamo solo all'inizio della cosiddetta normalizzazione della politica monetaria nell'EZ, mentre il ciclo di aumento dei tassi degli USA è già avanzato – il potenziale rialzista in Europa è quindi maggiore. Alcuni argomenti a favore del dollaro USA (ad esempio la riforma fiscale praticamente approvata) dovrebbero nel frattempo essere scontati nei corsi delle divise. L'euro potrebbe tuttavia indebolirsi notevolmente se alle elezioni in Italia di inizio marzo dovessero trionfare i partiti della protesta.

Prevediamo nel 2018 le valute scandinave al rialzo, in particolare la corona svedese. La Riksbank intende terminare il suo programma di acquisti di obbligazioni, il che non è sorprendente, considerata la forte crescita economica (previsione per il 2018: 3 per cento) e una considerevole inflazione al 2 per cento. In Svezia la normalizzazione – una politica monetaria più restrittiva tendenzialmente supporta la valuta – potrebbe addirittura procedere in modo più veloce che nell'EZ. Finalmente la Riksbank prevede un primo aumento dei tassi nell'estate 2018, mentre un passo del genere nell'Unione monetaria è atteso

### Forte performance delle valute europee

Andamento rispetto al franco svizzero nel 2017, in %



solo per il 2019. Anche il Giappone potrebbe riflettere su una diminuzione delle iniezioni di liquidità a fine 2018. Poiché lo yen è fortemente sottovalutato, un cambio di rotta probabilmente spingerebbe in quel momento al rialzo la valuta giapponese.

### Il franco ha ancora potenziale verso il basso

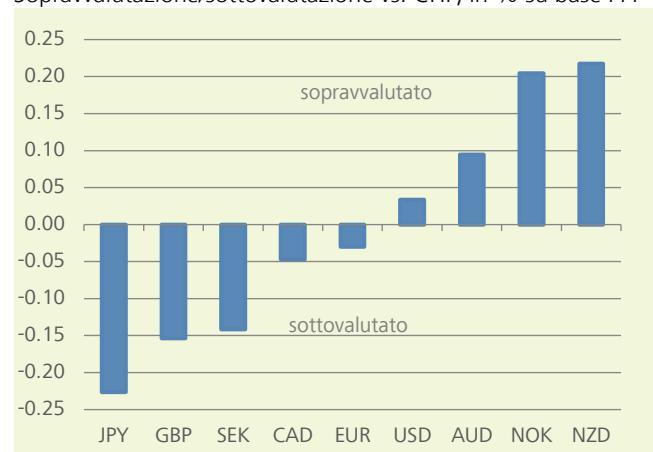
Attualmente, dal «bene di rifugio» Svizzera defluisce capitale estero – grazie al calo dei rischi politici nell'EZ e al processo di normalizzazione della politica monetaria in corso in molti paesi. Se in Italia non si imporranno partiti populisti – come prevede il nostro scenario di base – il franco svizzero potrebbe indebolirsi ulteriormente. Oltre livelli di 1.20 per euro, la situazione per il tasso di cambio EUR/CHF diventerebbe sempre più difficile, a meno che gli investitori svizzeri non tornino a investire maggiormente all'estero.

### Prospettive intatte per le valute degli «Emerging Markets»

I piani delle grandi Banche centrali di una normalizzazione molto lenta della politica monetaria nei paesi industrializzati, favoriscono le valute dei paesi emergenti. Inoltre, dopo la ripresa dello scorso anno, i prezzi delle materie prime dovrebbero passare a una fase di movimento laterale. Un ulteriore vantaggio è che l'USD sembra aver concluso il proprio ciclo di rivalutazione. Inoltre gli «Emerging Markets» sarebbero i principali beneficiari di una ripresa della congiuntura mondiale costante.

### Il JPY è al momento una delle valute più convenienti

Sopravalutazione/sottovalutazione vs. CHF, in % su base PPP



# Panoramica del portafoglio

Categoria d'investimento	Sicurezza			Reddito			Equilibrio			Crescita			Azioni								
	strategico			tattico			strategico			tattico			strategico			tattico					
	min.	neutrale	max.	min.	neutrale	max.	min.	neutrale	max.	min.	neutrale	max.	min.	neutrale	max.	min.	neutrale	max.			
<b>Liquidità</b>	0 %	5%	25%	<b>12.8 %</b>	0 %	5%	40 %	<b>11.6 %</b>	0 %	5%	40 %	<b>8.0 %</b>	0 %	5%	40 %	<b>6.6 %</b>	0 %	5%	40 %	<b>4.8 %</b>	
Cash				<b>12.8 %</b>				<b>11.6 %</b>				<b>8.0 %</b>				<b>6.6 %</b>			<b>4.8 %</b>		
<b>Obbligazioni (durata auspicata 6.0 anni)</b>	65%	<b>80.0 %</b>	95%	<b>70.7 %</b>	45%	<b>60.0 %</b>	75%	<b>52.0 %</b>	25%	<b>40.0 %</b>	55%	<b>35.5 %</b>	5%	<b>20.0 %</b>	35%	<b>17.5 %</b>	0 %	<b>0.0 %</b>	15%	<b>0.0 %</b>	
CHF con qualità del credito da elevata a media	25%	40.0%	55%	<b>30.2 %</b>	10%	25.0%	40%	<b>18.0 %</b>	1%	16.0%	31%	<b>11.5 %</b>	0%	7.0%	22%	<b>5.0 %</b>	0%	0.0%	15%	<b>0.0 %</b>	
VE con qualità del credito da elevata a media (hedged)	15%	30.0%	45%	<b>31.5 %</b>	10%	25.0%	40%	<b>25.0 %</b>	1%	16.0%	31%	<b>16.0 %</b>	0%	6.0%	21%	<b>6.0 %</b>	0%	0.0%	15%	<b>0.0 %</b>	
Qualità del credito bassa (hedged)**	0%	4.0%	14%	<b>4.0 %</b>	0%	4.0%	14%	<b>4.0 %</b>	0%	4.0%	14%	<b>4.0 %</b>	0%	4.0%	14%	<b>4.0 %</b>	0%	0.0%	10%	<b>0.0 %</b>	
Paesi emergenti (hedged)	EM CHF Hedged	0%	6.0%	16%	<b>3.0 %</b>	0%	6.0%	16%	<b>3.0 %</b>	0%	4.0%	14%	<b>2.0 %</b>	0%	3.0%	13%	<b>1.5 %</b>	0%	0.0%	10%	
	EM Local Currency	0%	0.0%	10%	<b>2.0 %</b>	0%	0.0%	10%	<b>2.0 %</b>	0%	0.0%	10%	<b>2.0 %</b>	0%	0.0%	10%	<b>1.0 %</b>	0%	0.0%	10%	
<b>Actions</b>	0 %	<b>0.0 %</b>	0 %	<b>0.0 %</b>	5%	<b>20.0 %</b>	35%	<b>19.9 %</b>	25%	<b>40.0 %</b>	55%	<b>40.0 %</b>	45%	<b>60.0 %</b>	75%	<b>59.7 %</b>	65%	<b>80.0 %</b>	95%	<b>79.4 %</b>	
Azioni Svizzera	0%	0.0%	0%	<b>0.0 %</b>	0%	10.0%	20%	<b>10.0 %</b>	10%	20.0%	30%	<b>20.0 %</b>	20%	30.0%	40%	<b>30.0 %</b>	30%	40.0%	50%	<b>40.0 %</b>	
Azioni Global	0%	0.0%	0%	<b>0.0 %</b>	0%	8.0%	18%	<b>7.5 %</b>	5%	15.0%	25%	<b>14.0 %</b>	14%	24.0%	34%	<b>22.5 %</b>	23%	33.0%	43%	<b>31.0 %</b>	
Azioni Europa (escl. CH)					0.0%				3.0%				5.0%				9.0%			13.0%	
Azioni USA					0.0%				4.0%				8.0%				7.0%			16.0%	
Azioni Asia Pacifico / Giappone					0.0%				1.0%				2.0%				2.0%			4.0%	
Paesi emergenti					0%	0.0%	0%	<b>0.0 %</b>	0%	2.0%	12%	<b>2.4 %</b>	0%	5.0%	15%	<b>6.0 %</b>	0%	6.0%	16%	<b>7.2 %</b>	
<b>Investimenti alternativi</b>	0 %	<b>15.0 %</b>	30%	<b>16.5 %</b>	0 %	<b>15.0 %</b>	30%	<b>16.5 %</b>	0 %	<b>15.0 %</b>	30%	<b>16.5 %</b>	0 %	<b>15.0 %</b>	30%	<b>16.2 %</b>	0 %	<b>15.0 %</b>	30%	<b>15.8 %</b>	
Strategie alternative (CHF Hedged)	0%	4.0%	14%	<b>7.0 %</b>	0%	4.0%	14%	<b>7.0 %</b>	0%	4.0%	14%	<b>7.0 %</b>	0%	4.0%	14%	<b>7.0 %</b>	0%	4.0%	14%	<b>7.0 %</b>	
Immobili Svizzera	0%	5.0%	15%	<b>5.0 %</b>	0%	5.0%	15%	<b>5.0 %</b>	0%	5.0%	15%	<b>5.0 %</b>	0%	4.0%	14%	<b>4.0 %</b>	0%	3.0%	13%	<b>3.0 %</b>	
Metalli preziosi	0%	3.0%	13%	<b>2.0 %</b>	0%	3.0%	13%	<b>2.0 %</b>	0%	3.0%	13%	<b>2.0 %</b>	0%	4.0%	14%	<b>2.7 %</b>	0%	5.0%	15%	<b>3.3 %</b>	
Materie prime	0%	3.0%	13%	<b>2.5 %</b>	0%	3.0%	13%	<b>2.5 %</b>	0%	3.0%	13%	<b>2.5 %</b>	0%	3.0%	13%	<b>2.5 %</b>	0%	3.0%	13%	<b>2.5 %</b>	
<b>Total</b>	<b>100 %</b>			<b>100.0 %</b>			<b>100 %</b>			<b>100.0 %</b>			<b>100 %</b>			<b>100 %</b>					
<b>Valuta estera</b>				6 %			16 %			26 %			37 %			48 %					
Quota attuale**				4.5%			14.4 %			24.5%			34.9 %			45.2 %					
USD				6%			<b>4.5 %</b>			12%			<b>10.4 %</b>			17.5%					
EUR				0%			<b>0.0 %</b>			3%			<b>3.0 %</b>			5%					
JPY				0%			<b>0.0 %</b>			1%			<b>1.0 %</b>			2%					
Max				21%			<b>19.5 %</b>			31%			<b>29.4 %</b>			41%					
																39.5%					
																52%					
																49.9%					
																63%					
																<b>60.2 %</b>					

\* Investment grade (rating da AAA fino a BBB-)

\*\*Obbligazioni societarie, sub investment grade (<BBB-)

\*\*\*Venne ottenuta tra l'altro mediante transazioni valutarie

# Previsioni

Congiuntura	2014	2015	2016	Previsione 2017	Previsione 2018
<b>PIL</b>					
Crescita annua media (in %)					
Svizzera	2.5	1.2	1.4	1.1	1.9
Germania	1.6	1.5	1.8	2.5	2.0
Eurozona	1.3	1.9	1.7	2.3	1.9
USA	2.4	2.6	1.6	2.2	2.5
Cina	7.3	6.9	6.7	6.8	6.3
Giappone	0.2	1.2	1.0	1.5	1.1
Globale (PPP)	3.4	3.1	3.1	3.7	3.7
<b>Inflazione</b>					
Crescita annua media (in %)					
Svizzera	0.0	-1.1	-0.4	0.5	0.6
Germania	0.9	0.2	0.5	1.7	1.7
Eurozona	0.4	0.0	0.2	1.5	1.4
USA	1.6	0.1	1.3	2.1	2.1
Cina	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1
Giappone	2.8	0.8	-0.1	0.5	0.8
Mercati finanziari	2016	2017	Attuale*	Previsione a 3 mesi	Previsione a 12 mesi
<b>Liber a 3 mesi</b>					
Fine anno (in %)					
CHF	-0.73	-0.75	-0.74	-0.75	-0.75
EUR	-0.32	-0.33	-0.33	-0.35	-0.35
USD	1.00	1.69	1.70	1.90	2.30
JPY	-0.05	-0.02	-0.03	0.00	0.00
<b>Tassi d'interesse del mercato dei capitali</b>					
Rendimenti dei titoli di stato decennali (a fine anno; rendimenti in %)					
CHF	-0.18	-0.15	-0.16	0.1	0.5
EUR (Germania)	0.23	0.45	0.44	0.6	1.0
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	1.88	2.2	2.5
USD	2.45	2.41	2.47	2.6	2.8
JPY	0.04	0.05	0.06	0.1	0.1
<b>Tassi di cambio</b>					
Fine anno					
EUR/CHF	1.07	1.17	1.17	1.18	1.20
USD/CHF	1.02	0.97	0.98	1.00	0.98
JPY/CHF (per 100 JPY)	0.87	0.86	0.87	0.86	0.94
EUR/USD	1.05	1.20	1.20	1.18	1.22
USD/JPY	117	113	113	116	105
<b>Materie prime</b>					
Fine anno					
Greggio (Brent, USD/b.)	57	67	68	63	59
Oro (USD/oncia)	1152	1303	1318	1250	1250

\*08.01.2018

**Editore**

Raiffeisen Investment Office

Raiffeisenplatz

9000 St. Gallen

[investmentoffice@raiffeisen.ch](mailto:investmentoffice@raiffeisen.ch)

**Internet**

<http://www.raiffeisen.ch/web/investire>

**Consulenza**

Vogliate mettervi in contatto con il Vostro consulente agli investimenti oppure con la Vostra Banca Raiffeisen locale

<http://www.raiffeisen.ch/web/la+mia+banca>

**Ulteriori pubblicazioni**

Qui potete consultare questa pubblicazione e anche abbonarvi per ricevere ulteriori pubblicazioni di Raiffeisen

<https://www.raiffeisen.ch/rch/it/chi-siamo/pubblicazioni/mercati-e-opinioni/pubblicazioni-research.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 rivolti 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.

L'attuale prospetto / contratto del/dei fondo/i menzionato/i può/possono essere richiesto/i presso la rispettiva società del fondo oppure presso il rappresentante in Svizzera.