



Politica d'investimento – Febbraio 2018

Investment Office Gruppo Raiffeisen

Primi segnali di normalizzazione dei tassi

Banca Raiffeisen Yberg, sede principale Unteriberg

Architetto: Roman Hutter Architektur GmbH

Fotografo: Markus Käch, Emmenbrücke

RAIFFEISEN

Contenuti

Asset allocation tattica in sintesi	3
Commento sul mercato	4
Primi segnali di normalizzazione dei tassi	
Congiuntura	5
Crescita ancora solida negli USA e nell'UME	
Obbligazioni	6
Obbligazioni societarie e PE meno soggette al rialzo dei tassi	
Azioni	8
Tra utili forti e paure dell'aumento di tassi	
Investimenti alternativi	10
USD debole quale fattore decisivo	
Valute	11
La BCE non si oppone all'euro forte	
Panoramica del portafoglio	12
Previsioni	13

Asset allocation tattica in sintesi

Categoria d'investimento	sottoponderato		neutrale	sovraponderato	
	fortemente	leggermente		leggermente	fortemente
Cash				o	
Obbligazioni (durata auspicata: 6.0 anni)*		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		
Azioni			o		
Svizzera			o		
Mondiali		o			
Azioni Europa			o		
Azioni USA		o			
Azioni Giappone			o		
Azioni paesi emergenti				o	
Investimenti alternativi				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		
Durate CHF					
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

- Nonostante profitti aziendali finora sempre in aumento e il livello elevato delle sorprese positive degli utili, non vediamo per ora necessità d'intervento sulla quota azionaria. Le recenti correzioni evidenziano la fragilità dei mercati azionari – non da ultimo per il minore sostegno dovuto a una più rigida politica della Banca centrale e per imponderabilità politiche. In tal modo un posizionamento complessivamente neutrale appare ancora opportuno.
- Anche se recentemente i rendimenti dei titoli di stato sono sensibilmente aumentati, il livello dei tassi rimane in generale molto basso, per cui manteniamo la raccomandazione di una leggera sottoponderazione per le obbligazioni. In termini relativi preferiamo le obbligazioni societarie e le obbligazioni dei paesi emergenti.
- Sia l'oro che le materie prime dovrebbero rimanere sotto pressione. Per questo motivo raccomandiamo, nell'allocatione della quota di investimenti alternativi, di privilegiare investimenti immobiliari indiretti e in particolare strategie alternative.

Commento sul mercato

Primi segnali di normalizzazione dei tassi

Malgrado l'aumento dei rendimenti dei titoli di stato un posizionamento obbligazionario leggermente sottoponderato ci sembra ancora giustificato. Non riteniamo necessaria una modifica della quota azionaria raccomandata. Consideriamo ancora relativamente interessanti investimenti immobiliari indiretti e soprattutto le strategie alternative.

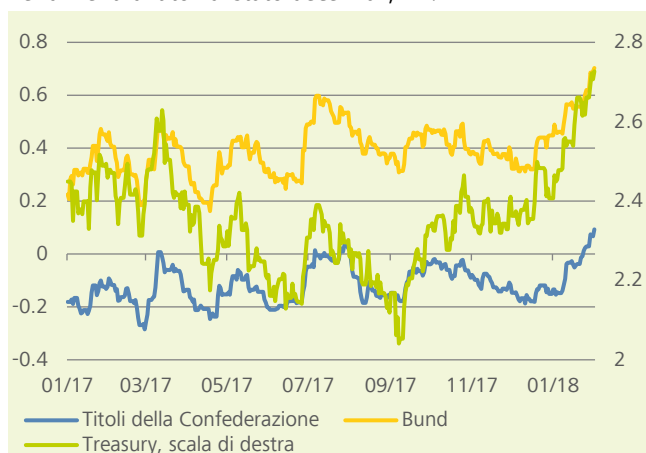
Anche fuori dagli USA si notano i primi segnali di una normalizzazione dei tassi. Sia i rendimenti dei titoli della Confederazione che i tassi sul mercato dei capitali nei paesi centrali dell'EZ hanno evidenziato a gennaio un'impressionante aumento e nel frattempo sono quotati al livello più alto degli ultimi anni. A dare l'ultima spinta a questo aumento sono stati i rendimenti dei Treasury, che in seguito alla pubblicazione dell'ultimo verbale della riunione della Fed hanno raggiunto un nuovo record. Nella presa di posizione, i membri del Comitato del mercato aperto si aspettano ora espressamente un aumento dell'inflazione già nell'anno in corso, per cui un ulteriore aumento dei tassi della Fed nella seduta di marzo sembra quasi sicuro.

Nonostante gli ultimi sviluppi sul mercato obbligazionario, per ora non vediamo ancora motivi per modificare il nostro posizionamento obbligazionario. Poiché i rendimenti dei titoli di stato nei paesi industrializzati permangono nel complesso a livelli storicamente bassi e i paesi emergenti si mostrano relativamente robusti nei confronti dei tassi USA in aumento, continuiamo a privilegiare le obbligazioni societarie e quelle dei

paesi emergenti rispetto ai titoli dei paesi industrializzati.

Forte aumento dei rendimenti a gennaio

Rendimenti di titoli di stato decennali, in %



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

Rimaniamo prudenti anche nel nostro posizionamento azionario. Finora il trend al rialzo dei profitti aziendali si consolida e le sorprese positive degli utili si muovono su livelli elevati. Ma proprio le recenti correzioni mostrano la fragilità dei mercati azionari, non da ultimo per imponderabilità politiche e il minore sostegno dovuto a una più rigida politica della Banca centrale: Riteniamo pertanto sempre opportuna una quota azionaria neutrale mentre al contempo le azioni dei paesi emergenti ci appaiono comparativamente interessanti grazie alla solida congiuntura globale e alla ridotta vulnerabilità.

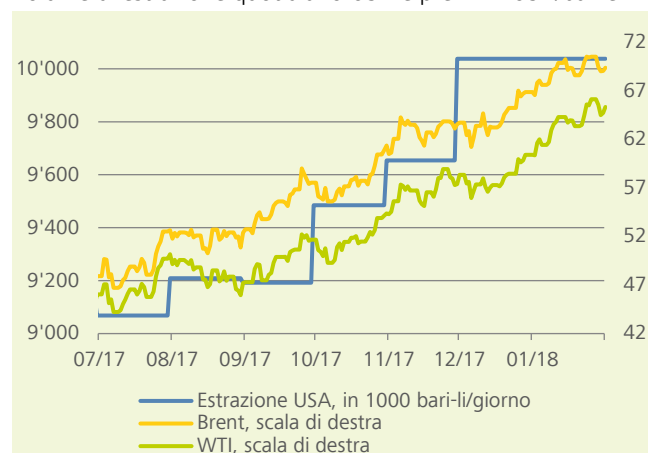
Pur partendo da un livello estremamente modesto, i tassi in aumento dovrebbero continuare a pesare sull'oro. Consigliamo perciò il mantenimento della quota sottoponderata e per l'allocazione della quota di investimenti alternativi, in generale leggermente sovrapponderata, consigliamo di privilegiare investimenti immobiliari indiretti svizzeri e in particolare strategie alternative: i rendimenti distribuiti dei fondi immobiliari continuano a rimanere attraenti e le strategie alternative possono generare interessanti proventi aggiuntivi.

Infine, i prezzi del petrolio di recente nuovamente sotto lieve pressione hanno confermato la nostra valutazione scettica di una distensione duratura sul mercato petrolifero. L'accordo OPEC ha consentito di ridurre le scorte, ma allo stesso tempo il conseguente nuovo aumento del livello dei prezzi torna a rendere sempre più interessante il fracking, per cui la produzione USA di nuovo in forte aumento (v. grafico), minaccia di aumentare l'inondazione di petrolio.

santosh.brivio@raiffeisen.ch

Il prezzo del petrolio più alto favorisce l'estrazione USA

Volume di estrazione quotidiano USA e prezzi in USD/barile



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

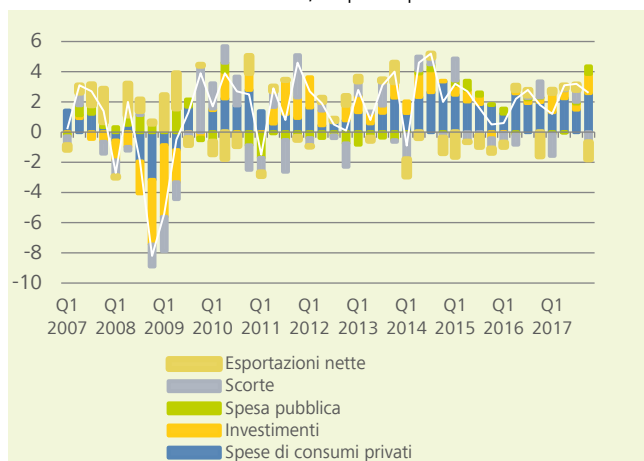
Crescita ancora solida negli USA e nell'UME

La crescita economica USA leggermente più debole nell'ultimo trimestre cela una forte domanda interna. Prevediamo ora quindi nel 2018 tre anziché due aumenti dei tassi di riferimento della Banca centrale USA. Nel quarto trimestre la crescita dell'EZ supera addirittura quella degli USA e supporta la BCE sulla via verso la «normalizzazione».

Secondo le prime stime ufficiali, nel quarto trimestre l'economia USA è cresciuta soltanto del 2.6% annualizzato rispetto al trimestre precedente (3.2%). Questo indebolimento è dipeso dal contributo negativo del commercio estero – le importazioni sono aumentate molto più delle esportazioni – e della riduzione delle scorte. Insieme al forte aumento della domanda interna (consumo 3.8% e investimenti 6.8%), per il momento si tratta comunque di segnali positivi, poiché le aziende non riducono le scorte a causa di una previsione negativa, ma apparentemente per la crescita della domanda. Un'indicazione simile la dà anche il forte aumento delle importazioni. Ciò dovrebbe fare aumentare verso l'estate anche l'inflazione di base (esclusi prezzi per energia e alimentari) negli USA. Al momento però il nostro scenario principale non prevede che questo trend subisca una netta accelerazione. Nelle prossime settimane gli indicatori anticipatori negli USA dovrebbero leggermente scendere dal loro livello elevato, quasi euforico, il che nel breve termine potrebbe in parte deludere i mercati finanziari, proteggendo però nel medio termine l'economia da un surriscaldamento. In questa situazione prevediamo quindi

Crescita economica USA frenata da commercio estero più debole e riduzione delle scorte

Contributi alla crescita del PIL, in punti percentuali



Fonte: BEA, Datastream, Vontobel Asset Management

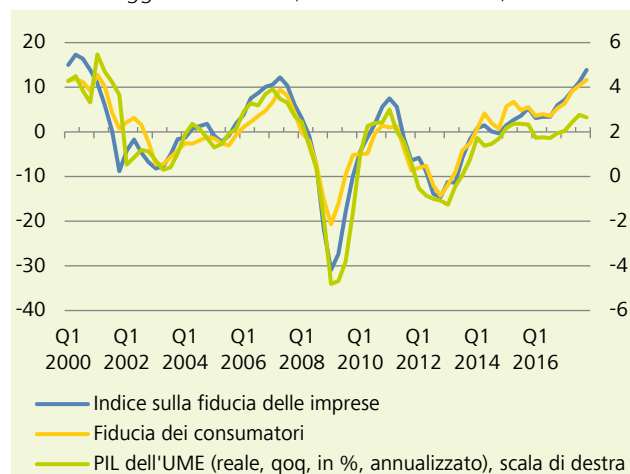
3 aumenti dei tassi di riferimento della Fed nell'anno in corso.

Attesa indicazione di normalizzazione nella retorica della BCE

Anche nell'EZ la prima stima ufficiale per l'ultimo trimestre dello scorso anno ha mostrato una forte crescita economica del 2.7% (annualizzato). Allo stesso modo gli indicatori anticipatori segnalano una situazione congiunturale quasi euforica. I dati «oggettivi» dell'economia hanno seguito per molto tempo gli indicatori anticipatori «soggettivi», che contengono soprattutto valori di sondaggi sulla fiducia delle imprese e dei consumatori, ma hanno ancora un netto gap aperto verso l'alto. Crediamo tuttavia che l'umore molto ottimista dei sondaggi si raffredderà di nuovo. I dati «oggettivi» dovrebbero quindi tornare a muoversi in direzione dei dati «soggettivi» e nel corso dell'anno la crescita dovrebbe attestarsi intorno al 2.4%. Dal nostro punto di vista ciò sarebbe anche auspicabile affinché l'economia non si surriscaldi con la politica monetaria ancora molto espansiva della Banca centrale europea (BCE). L'ultimo sondaggio sulla crescita del credito della BCE ha mostrato che i crediti nell'EZ crescono sempre in modo robusto e dovrebbero continuare a farlo. Lo stimolo politico-monetario dovrebbe quindi essere ridotto dalla BCE piuttosto rapidamente a fine anno, dopo la fine del programma di acquisti di obbligazioni previsto ancora fino a fine settembre. Se le elezioni italiane si svolgeranno senza troppi danni, prevediamo già nella prossima riunione un adeguamento del testo della dichiarazione della BCE sulla politica monetaria che segnali un'ulteriore «normalizzazione».

La crescita dell'EZ è forte ma potrebbe non riuscire a seguire del tutto gli indicatori anticipatori

PIL e sondaggi sulla fiducia (al netto della media)



Fonte: Commissione UE, Eurostat, Vontobel Asset Management

Obbligazioni leggermente sottoponderate

Obbligazioni societarie e PE meno soggette al rialzo dei tassi

In caso di aumento dei tassi, sia le obbligazioni societarie che quelle dei paesi emergenti ottengono risultati tendenzialmente migliori dei titoli di stato. Nonostante il prossimo ritiro di liquidità in USD riteniamo che le obbligazioni societarie e le obbligazioni dei paesi emergenti avranno un andamento positivo anche in questo ciclo di aumento dei tassi.

L'ultimo aumento «incontrollato» dei tassi USA è stato nel 1994. Gli investitori obbligazionari ripensano ancora con terrore a quell'anno. Il rapidissimo e ampiamente inatteso aumento dei tassi negli USA causò perdite elevate in molti segmenti obbligazionari. I tassi sono stati aumentati anche dal 2004 al 2005, ma quell'aumento era atteso e si è verificato gradualmente sullo sfondo di una ripresa forte e ampiamente supportata. Il grafico 1 mostra che nel 1994 le obbligazioni societarie (con rating investment grade e obbligazioni ad alto rendimento) ottennero risultati sostanzialmente migliori dei titoli di stato. Il rendimento delle obbligazioni societarie era leggermente negativo e si attestava vicino allo zero. Le obbligazioni dei paesi emergenti in USD invece subirono pesanti perdite, ancora maggiori di quelle dei titoli di stato USA a lungo termine. Il motivo erano da un lato le crisi specifiche di taluni paesi (Messico, Argentina), dall'altro le obbligazioni dei paesi emergenti erano considerate esotiche ed erano state emesse nel segmento ad alto rendimento in gran parte dipendente dalla liquidità in USD e dall'umore degli investitori USA. Interessante è

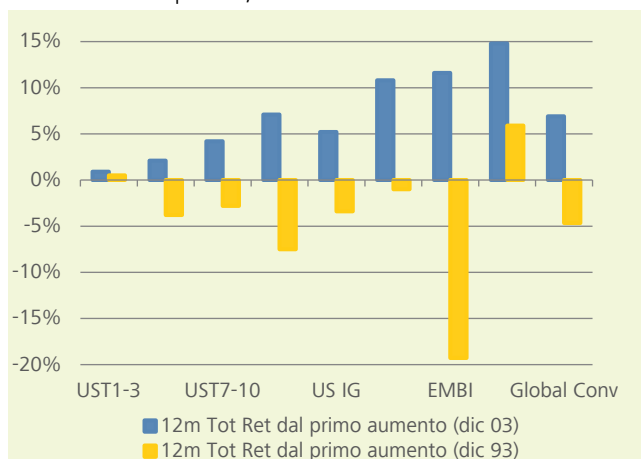
che, nel 1994, le obbligazioni dei paesi emergenti in valuta locale a breve termine (decisamente meno popolari) ottennero un rendimento positivo.

Quando la Fed nel 2004 aumentò i tassi, la relativa comunicazione agli investitori fu migliore. Inoltre, gli investitori avevano maggiore esperienza con obbligazioni dei paesi emergenti, e questi erano perlopiù dotati di un rating investment grade. In quel periodo tutti i segmenti obbligazionari ebbero migliore andamento dei titoli di stato USA, e le obbligazioni dei paesi emergenti in USD o in valuta locale addirittura s'involgarono. Il grafico 2 indica che le obbligazioni dei paesi emergenti hanno registrato un andamento positivo nonostante successivi e attesi aumenti dei tassi USA dal 2003 al 2007, a fronte di una ripresa globale ben supportata. In effetti, durante questo aumento dei tassi le obbligazioni societarie e dei paesi emergenti hanno avuto un andamento migliore di quello dei titoli di stato con i loro scarsi rendimenti.

Nonostante le obbligazioni dei paesi emergenti siano sempre dipendenti in misura ridotta dai flussi di liquidità internazionali (principalmente USD), negli ultimi anni sono diventate più resistenti agli shock esterni. Inoltre, le Banche centrali sono oggi estremamente attente a non sorprendere gli investitori con aumenti dei tassi. L'attuale ciclo di aumento dei tassi della Fed è quindi molto più simile a quello del 2004 che a quello del 1994, per cui obbligazioni societarie e dei paesi emergenti dovrebbero realizzare rendimenti positivi anche nel 2018 e ottenere risultati migliori dei sicuri titoli di stato.

Aumento dei tassi: nel 1994 le obbligazioni dei paesi emergenti subirono pesanti perdite...

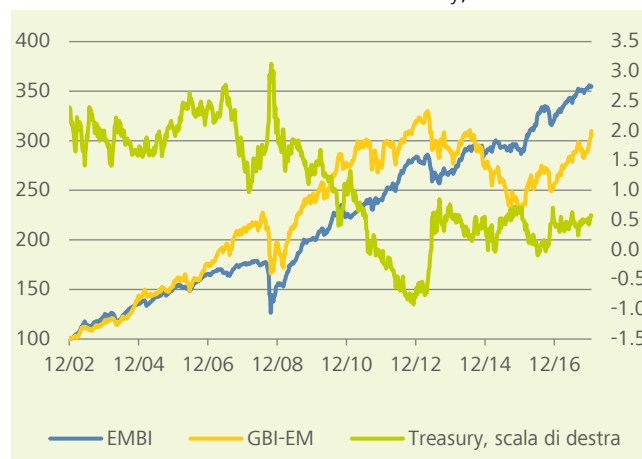
Rendimenti complessivi, in %



Fonte: JPM, Bloomberg, Asset Management

...registrarono però un andamento positivo nonostante successivi aumenti dei tassi (2003-2007)

Indici total return e rendimento dei Treasury, in %



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 rendimento leggermente positivo, mentre i rischi di credito sono gestibili. Confermiamo la sovrapponderazione delle obbligazioni societarie.

= Global High-Yield

I tassi d'insolvenza delle obbligazioni high yield non dovrebbero aumentare soprattutto negli Stati Uniti con i prezzi del petrolio stabilizzati, 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 rappresentano un solido contesto per le obbligazioni dei paesi emergenti.



Fortemente
sottoponderato



Leggermente
sottoponderato



Neutrale



Leggermente
sovrapponderato



Fortemente
sovrapponderato

Tra utili forti e paure dell'aumento di tassi

L'attuale stagione delle comunicazioni è in pieno corso. In base alla valutazione dettagliata degli attuali risultati del 4° trimestre 2017, si deduce che essi sono molto positivi, vale a dire che una percentuale elevata delle aziende supera le aspettative. Le aziende americane hanno raggiunto risultati particolarmente buoni.

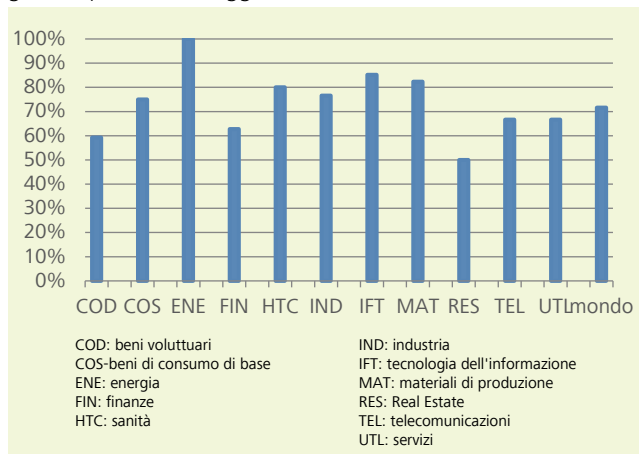
I mercati azionari sono da anni in una tendenza rialzista, per cui gli investitori si domandano se questi si siano già sganciati dai dati fondamentali. Nel lungo termine i corsi azionari seguono gli utili. Per giustificare gli aumenti delle valutazioni dei mercati azionari, le aziende devono quindi mostrare una crescita degli utili.

Circa il 15% delle aziende dell'indice azionario più importante del mondo, l'MSCI World, ha comunicato entro il 29.1 i propri dati di bilancio per il quarto trimestre risp. per il secondo semestre. Tra queste un numero superiore alla media di aziende USA, poiché esse comunicano i propri dati prima ad es. di quelle europee. Per gli investitori sono decisivi soprattutto due aspetti: in primo luogo se l'utile per azione era sopra o sotto le stime degli analisti, e in secondo luogo se la prospettiva per il futuro è migliore o peggiore rispetto alle aspettative.

Per quanto riguarda l'utile per azione, finora le aziende non hanno deluso – al contrario. Attualmente, il 72% ha registrato un utile per azione più elevato rispetto alle aspettative degli analisti, ossia hanno superato le stime. Un valore di oltre il 50%

Positive sorprese degli utili: sia a livello settoriale...

Percentuale delle imprese che hanno superato le previsioni sugli utili, per settore (aggiornata al 29.1.2018)



Fonte: FactSet, Vontobel Asset Management

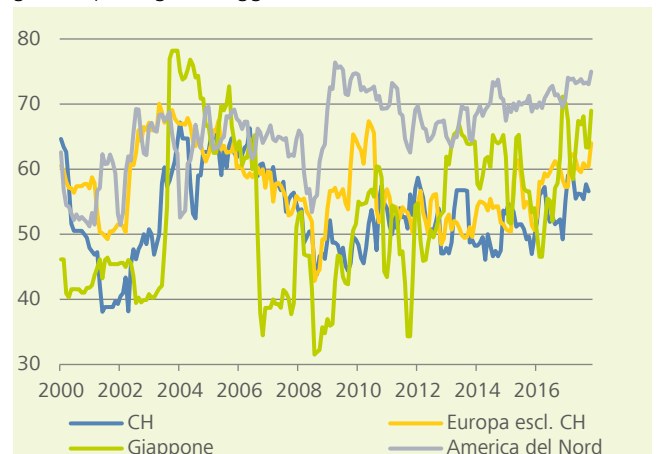
non è insolito, dal momento che le imprese fino a un certo punto influenzano abilmente gli analisti per evitare sorprese negative il giorno delle comunicazioni. In questo gli americani sono spesso più bravi degli europei, per cui una quota superiore negli USA non è insolita. Ciononostante, il valore attuale è da considerarsi relativamente elevato nel confronto storico. Se tale trend dovesse proseguire, sarebbe la percentuale più elevata di sorprese positive degli utili dal 2010 e una notizia positiva per gli investitori, poiché in questo caso gli utili delle aziende sarebbero aumentati nel 2017 a livello mondiale di circa il +15% rispetto all'anno precedente.

I risultati migliori sono finora stati registrati dalle imprese dei settori delle tecnologie dell'informazione e dell'energia, con valori dell'85% e del 100%, anche se per ora solo poche imprese dell'energia hanno comunicato i propri dati. A favorire le aziende energetiche è stato il forte aumento dei prezzi del petrolio degli ultimi mesi. In particolare le imprese di attrezzature hanno beneficiato di un aumento della domanda.

Ancora più importante dei risultati trimestrali è la prospettiva che le imprese danno per il futuro. Numerose aziende USA hanno pubblicato tra l'altro gli effetti della riforma fiscale USA sui propri risultati e nella maggior parte dei casi si è trattato di comunicazioni positive. Nel complesso, la riforma fiscale dovrebbe aumentare gli utili delle imprese USA tra il 5 e il 10% – e questo in modo duraturo. Ciò garantisce ai rialzisti, almeno nel breve termine, il supporto necessario per corsi possibilmente ancora in aumento.

...che regionale

Percentuale delle imprese che hanno superato le previsioni sugli utili, per regione (aggiornata al 29.1.2018)



Fonte: FactSet, 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 prosecuzione della politica monetaria accomodante esercita un effetto positivo nei paesi industrializzati. Manteniamo perciò la quota per le azioni dei paesi emergenti su leggera sovrapponderazione.



Fortemente
sottoponderato



Leggermente
sottoponderato



Neutrale



Leggermente
sovrapponderato



Fortemente
sovrapponderato

USD debole quale fattore decisivo

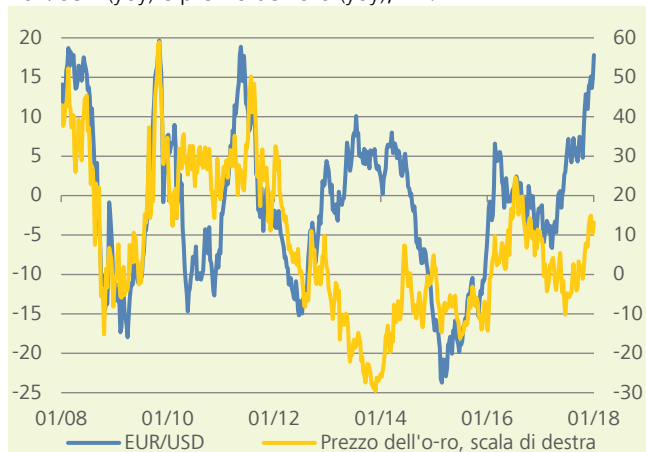
L'USD si scambia rispetto all'euro ai livelli più bassi dal 2014, spingendo al momento verso l'alto i prezzi delle materie prime denominate in USD, quindi anche quello dell'oro. Chi non vuole mancare tali forti trend dovrebbe impegnarsi nelle cosiddette strategie CTA.

I movimenti dei prezzi dell'oro si spiegano spesso al meglio con i tassi reali decennali USA. Quanto più sono bassi i rendimenti decennali USA al netto dell'inflazione, tanto più sono ridotti i costi d'opportunità per il possesso del metallo prezioso. Al momento però i prezzi dell'oro sono influenzati da un secondo importante parametro: il dollaro USA. Poiché l'oro è denominato nella valuta USA, in tempi di debolezza del biglietto verde l'acquisto dell'oro diventa più interessante per investitori fuori dall'area del dollaro (v. grafico 1).

La debolezza del dollaro USA non ci sorprende, l'entità e in particolare la velocità della svalutazione ci sembrano tuttavia esagerate. La congiuntura USA procede a pieno ritmo e i mercati finanziari prevedono un nuovo aumento dei tassi di riferimento da parte della Fed. È però chiaro che anche la BCE, grazie a una crescita economica soddisfacentemente elevata, si allontanerà a lentamente dalla sua politica monetaria espansiva. Sul lungo termine ciò dovrebbe continuare a dare slancio all'euro rispetto all'USD, sul breve termine però secondo noi già troppo è stato scontato sui mercati finanziari. Di conseguenza manteniamo l'attuale sottoponderazione per l'oro, anche perché prevediamo un aumento dei tassi reali USA dovuto alle riforme fiscali approvate a dicembre.

Prezzo dell'oro e EUR/USD vanno spesso volte di pari passo

EUR/USD (yoy) e prezzo dell'oro (yoy), in %



Fonte: Datastream, Vontobel Asset Management

I mercati finanziari vengono spinti da forti trend

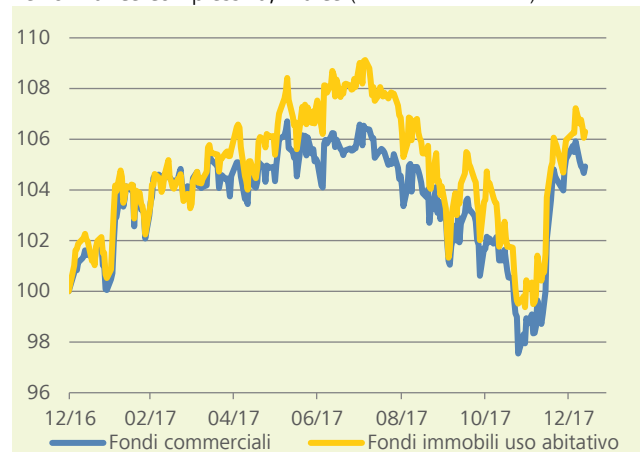
Il dollaro USA debole non è l'unico trend forte che osserviamo sui mercati finanziari. I prezzi delle materie prime e gli investimenti nei paesi emergenti reagiscono anch'essi al biglietto verde debole con forti impennate dei prezzi. Anche i mercati azionari seguono al momento una sola direzione: quella verso l'alto. Le cosiddette strategie CTA traggono profitto da un tale contesto di mercato. Investono costantemente in investimenti da poco saliti e vendono quelli che sono calati, approfittando così sia di forti trend al rialzo – come accade ora – ma anche di forti trend al ribasso. Inoltre, gli investimenti in queste strategie alternative si caratterizzano per le basse correlazioni con classi d'investimento tradizionali quali azioni e obbligazioni.

Investimenti immobiliari indiretti ancora relativamente interessanti

I fondi immobiliari quotati si sono trovati nettamente sotto pressione nel secondo semestre a causa delle maggiori attività sul mercato dei capitali. Grazie al rally di fine anno, nel 2017 gli investimenti immobiliari indiretti hanno nuovamente ottenuto un elevato rendimento del 6.6%. Locali sfiti in aumento, calo del reddito da locazione e rischi di valutazione dovrebbero avere effetti frenanti sul rendimento complessivo. Con tassi in aumento solo moderato, la domanda dovrebbe rimanere intatta. Il premio rispetto ai rendimenti obbligazionari rimane tuttavia ancora relativamente interessante, per cui manteniamo il nostro posizionamento neutrale.

Rally di fine anno negli investimenti immobiliari indiretti in Svizzera

Performance complessiva, indice (01.01.2017=100)



Fonte: Bloomberg, rapporti di gestione, Raiffeisen Investment Office

La BCE non si oppone all'euro forte

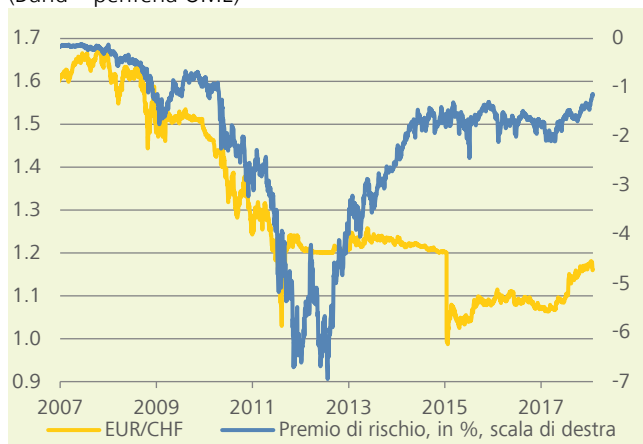
La crescente inflazione europea ha negli ultimi mesi rafforzato la pressione sulle Banche centrali affinché terminino i loro espansivi programmi di allentamento e ha supportato le valute europee, tra le altre anche il franco. Le obbligazioni in valuta locale dei paesi emergenti restano interessanti anche grazie al rendimento del 6%.

Malgrado il forte rally dell'euro nelle scorse settimane, il Presidente della BCE Mario Draghi ha evitato di ricorrere allo strumento dell'intervento verbale. In tal modo la BCE si è mostrata poco preoccupata della recente rivalutazione dell'euro. Anche se manteniamo la nostra prospettiva positiva a lungo termine per il tasso di cambio EUR/USD, nel breve termine vediamo pochi stimoli per un'immediata continuazione della rivalutazione. Le differenze d'interesse e la spinta inflazionistica da noi prevista per marzo/aprile negli USA sono favorevoli a un aumento delle previsioni sui tassi USA e nel breve termine al dollaro.

Nonostante il contesto favorevole all'euro, il franco ha guadagnato terreno rispetto ad esso. Ciò è un po' sorprendente, in fin dei conti i dati fondamentali come differenze d'interesse reali e premi di rischio sull'euro sono favorevoli a un franco più debole. Il premio di rischio – premio di rendimento di obbligazioni dei paesi periferici dell'EZ rispetto a titoli di stato tedeschi – è infatti quasi sceso ai livelli registrati prima della crisi finanziaria (grafico 1). Tuttavia negli ultimi anni abbiamo potuto constatare che possono già bastare primi segnali di

Premio di rischio per l'euro già fortemente diminuito

EUR/CHF e premio di rischio per l'euro
(Bund – periferia UME)



una normalizzazione della politica monetaria a far rivalutare nettamente una valuta.

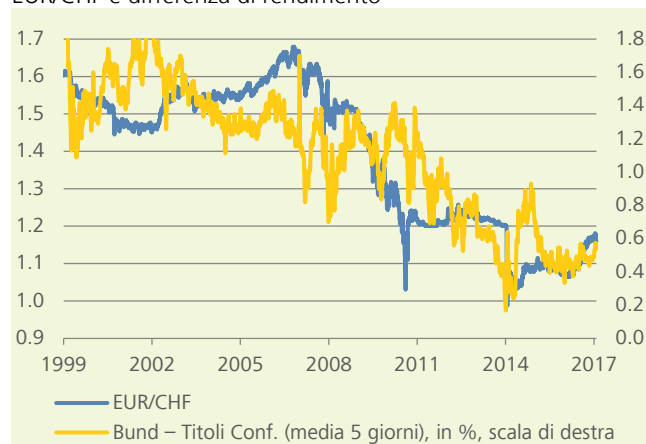
Mentre l'USD si è fortemente rivalutato nell'estate del 2014 prima del primo aumento dei tassi USA, l'euro lo ha fatto nel 2017 già prima della fine del programma di acquisti di obbligazioni della BCE. Questo potrebbe spiegare anche il rally del franco di fine gennaio. Infine l'inflazione in Svizzera è nettamente salita a circa l'1%, con una riduzione delle differenze d'inflazione rispetto all'EZ.

Prevediamo che il capo della Banca centrale Thomas Jordan resti fedele alla sua retorica del franco «valutato in modo elevato» e aumenti i rendimenti del tasso di cambio EUR/CHF in direzione 1.20 (grafico 2). Le costanti sorprese positive sull'inflazione potrebbero tuttavia a breve termine favorire un proseguimento della forza del franco, in particolare in caso di aumento dei rischi legati alle elezioni italiane.

La ripresa congiunturale globale finora non ha ancora perso slancio. I paesi emergenti dovrebbero beneficiarne in modo superiore alla media, dato che presentano un'elevata dipendenza dalle esportazioni. Favorevoli alle valute dei paesi emergenti sono però anche la valutazione leggermente conveniente e il calo dei deficit delle partite correnti. A ciò si aggiunge una lieve diminuzione dei rischi politici. Consideriamo ormai infatti molto probabile che il mandato del più che discusso presidente sudafricano Zuma volga al termine. Il maggior rischio politico per i paesi emergenti è costituito al momento dalle minacce protezionistiche USA

L'incremento dei rendimenti in Germania dovrebbe sostenere l'euro

EUR/CHF e differenza di rendimento



Panoramica del portafoglio

12/14 | Politica d'investimento 02/2018

Categoria d'investimento	Sicurezza				Reddito				Equilibrio				Crescita				Azioni			
	strategico		tattico		strategico		tattico		strategico		tattico		strategico		tattico		strategico		tattico	
	min.	neutrale	max.		min.	neutrale	max.		min.	neutrale	max.		min.	neutrale	max.		min.	neutrale	max.	
Liquidità	0 %	5 %	25 %	12.8 %	0 %	5 %	40 %	11.6 %	0 %	5 %	40 %	8.0 %	0 %	5 %	40 %	6.6 %	0 %	5 %	40 %	4.8 %
Cash				12.8 %				11.6 %				8.0 %				6.6 %				4.8 %
Obbligazioni (durata auspicata 6.0 anni)	65 %	80.0 %	95 %	70.7 %	45 %	60.0 %	75 %	52.0 %	25 %	40.0 %	55 %	35.5 %	5 %	20.0 %	35 %	17.5 %	0 %	0.0 %	15 %	0.0 %
CHF con qualità del credito da elevata a media	25 %	40.0 %	55 %	30.2 %	10 %	25.0 %	40 %	18.0 %	1 %	16.0 %	31 %	11.5 %	0 %	7.0 %	22 %	5.0 %	0 %	0.0 %	15 %	0.0 %
VE con qualità del credito da elevata a media (hedg	15 %	30.0 %	45 %	31.5 %	10 %	25.0 %	40 %	25.0 %	1 %	16.0 %	31 %	16.0 %	0 %	6.0 %	21 %	6.0 %	0 %	0.0 %	15 %	0.0 %
Qualità del credito bassa (hedged)**	0 %	4.0 %	14 %	4.0 %	0 %	4.0 %	14 %	4.0 %	0 %	4.0 %	14 %	4.0 %	0 %	4.0 %	14 %	4.0 %	0 %	0.0 %	10 %	0.0 %
Paesi emergenti (hedged) EM CHF Hedged	0 %	6.0 %	16 %	3.0 %	0 %	6.0 %	16 %	3.0 %	0 %	4.0 %	14 %	2.0 %	0 %	3.0 %	13 %	1.5 %	0 %	0.0 %	10 %	
EM Local Currency	0 %	0.0 %	10 %	2.0 %	0 %	0.0 %	10 %	2.0 %	0 %	0.0 %	10 %	2.0 %	0 %	0.0 %	10 %	1.0 %	0 %	0.0 %	10 %	
Actions	0 %	0.0 %	0 %	0.0 %	5 %	20.0 %	35 %	19.9 %	25 %	40.0 %	55 %	40.0 %	45 %	60.0 %	75 %	59.7 %	65 %	80.0 %	95 %	79.4 %
Azioni Svizzera	0 %	0.0 %	0 %	0.0 %	0 %	10.0 %	20 %	10.0 %	10 %	20.0 %	30 %	20.0 %	20 %	30.0 %	40 %	30.0 %	30 %	40.0 %	50 %	40.0 %
Azioni Global	0 %	0.0 %	0 %	0.0 %	0 %	8.0 %	18 %	7.5 %	5 %	15.0 %	25 %	14.0 %	14 %	24.0 %	34 %	22.5 %	23 %	33.0 %	43 %	31.0 %
Azioni Europa (escl. CH)		0.0 %	0.0 %			3.0 %	3.0 %			5.0 %	5.0 %			9.0 %	9.0 %			13.0 %		13.0 %
Azioni USA		0.0 %	0.0 %			4.0 %	3.5 %			8.0 %	7.0 %			12.0 %	10.5 %			16.0 %		14.0 %
Azioni Asia Pacifico / Giappone		0.0 %	0.0 %			1.0 %	1.0 %			2.0 %	2.0 %			3.0 %	3.0 %			4.0 %		4.0 %
Paesi emergenti	0 %	0.0 %	0 %	0.0 %	0 %	2.0 %	12 %	2.4 %	0 %	5.0 %	15 %	6.0 %	0 %	6.0 %	16 %	7.2 %	0 %	7.0 %	17 %	8.4 %
Investimenti alternativi	0 %	15.0 %	30 %	16.5 %	0 %	15.0 %	30 %	16.5 %	0 %	15.0 %	30 %	16.5 %	0 %	15.0 %	30 %	16.2 %	0 %	15.0 %	30 %	15.8 %
Strategie alternative (CHF Hedged)	0 %	4.0 %	14 %	7.0 %	0 %	4.0 %	14 %	7.0 %	0 %	4.0 %	14 %	7.0 %	0 %	4.0 %	14 %	7.0 %	0 %	4.0 %	14 %	7.0 %
Immobili Svizzera	0 %	5.0 %	15 %	5.0 %	0 %	5.0 %	15 %	5.0 %	0 %	5.0 %	15 %	5.0 %	0 %	4.0 %	14 %	4.0 %	0 %	3.0 %	13 %	3.0 %
Metalli preziosi	0 %	3.0 %	13 %	2.0 %	0 %	3.0 %	13 %	2.0 %	0 %	3.0 %	13 %	2.0 %	0 %	4.0 %	14 %	2.7 %	0 %	5.0 %	15 %	3.3 %
Materie prime	0 %	3.0 %	13 %	2.5 %	0 %	3.0 %	13 %	2.5 %	0 %	3.0 %	13 %	2.5 %	0 %	3.0 %	13 %	2.5 %	0 %	3.0 %	13 %	2.5 %
Total		100 %		100.0 %		100 %		100.0 %		100 %		100.0 %		100 %		100.0 %		100 %		100.0 %
Valuta estera		6 %		4.5 %		16 %		14.4 %		26 %		24.5 %		37 %		34.9 %		48 %		45.2 %
Quota attuale***																				
USD		6 %		4.5 %		12 %		10.4 %		19 %		17.5 %		25 %		22.9 %		31 %		28.2 %
EUR		0 %		0.0 %		3 %		3.0 %		5 %		5.0 %		9 %		9.0 %		13 %		13.0 %
JPY		0 %		0.0 %		1 %		1.0 %		2 %		2.0 %		3 %		3.0 %		4 %		4.0 %
Max		21 %		19.5 %		31 %		29.4 %		41 %		39.5 %		52 %		49.9 %		63 %		60.2 %

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

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

***Viene ottenuta tra l'altro mediante transazioni valutarie

Previsioni

Congiuntura	2014	2015	2016	Previsione 2017	Previsione 2018
-------------	------	------	------	-----------------	-----------------

PIL

Crescita annua media (in %)

Svizzera	2.5	1.2	1.4	1.1	2.1
Germania	1.6	1.5	1.8	2.5	2.0
Eurozona	1.4	2.0	1.8	2.5	1.9
USA	2.6	2.9	1.5	2.3	2.5
Cina	7.3	6.9	6.7	6.9	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

Inflazione

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
--------------------	------	------	----------	---------------------	----------------------

Libor a 3 mesi

Fine anno (in %)

CHF	-0.73	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75
EUR	-0.32	-0.33	-0.33	-0.35	-0.35
USD	1.00	1.69	1.79	1.90	2.40
JPY	-0.05	-0.02	-0.05	0.00	0.00

Tassi d'interesse del mercato dei capitali

Rendimenti dei titoli di stato decennali (a fine anno; rendimenti in %)

CHF	-0.18	-0.15	0.13	0.2	0.6
EUR (Germania)	0.23	0.45	0.74	0.8	1.1
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	1.86	2.4	2.7
USD	2.45	2.41	2.85	2.8	2.9
JPY	0.04	0.05	0.08	0.1	0.1

Tassi di cambio

Fine anno

EUR/CHF	1.07	1.17	1.16	1.18	1.20
USD/CHF	1.02	0.97	0.93	1.00	0.95
JPY/CHF (per 100 JPY)	0.87	0.86	0.85	0.88	0.91
EUR/USD	1.05	1.20	1.25	1.18	1.26
USD/JPY	117	113	110	114	105

Materie prime

Fine anno

Greggio (Brent, USD/b.)	57	67	68	63	59
Oro (USD/oncia)	1152	1303	1337	1250	1250

*05.02.2018

Editore

Investment Office Gruppo Raiffeisen
Bohl 17
9004 St. Gallen
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 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.

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.