



Politica d'investimento – Aprile 2018

Investment Office Gruppo Raiffeisen

Fra timori e speranze

Banca Raiffeisen della Campagnadorna, sede principale Campagnadorna

Architetto: Tiziana Montemurro und Cristiano Aguiar, Studio d'Architettura Montemurro

Fotografo: Simone Bossi

RAIFFEISEN

Contenuti

Asset allocation tattica in sintesi	3
Commento sul mercato Fra timori e speranze	4
Congiuntura Per ora uno scenario con debolezza congiunturale è improbabile	5
Obbligazioni Solo temporanei segnali di stress sul mercato interbancario USD	6
Azioni Valutazioni al limite: gli utili possono ancora crescere?	8
Investimenti alternativi Materie prime nel vortice degli annunci da Washington	10
Valute Protezionismo USA positivo tutt'al più sul breve termine per l'USD	11
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

1. Pur considerando al momento poco probabile una guerra commerciale incontrollata, l'esito dell'attuale controversia commerciale rimane incerto, non da ultimo a causa dell'imprevedibilità di Trump. Considerando i robusti profitti aziendali e la leggera distensione dal lato delle valutazioni, nonostante l'insicurezza vediamo confermata la nostra raccomandazione di una quota azionaria nel complesso neutrale.
2. Sul mercato interbancario in USD sono emersi di recente inattesi segnali di stress che però consideriamo temporanei. Le obbligazioni societarie denominate in euro e in franchi svizzeri si sono mostrate finora resistenti. Con una quota obbligazionaria nel complesso ancora leggermente sottoponderata, continuiamo a preferire le obbligazioni societarie.
3. Con l'aumento dell'insicurezza, gli investitori tornano sempre più a rivolgersi all'oro come valuta rifugio, il che dovrebbe supportare il prezzo del metallo giallo nonostante l'aumento dei tassi USA. Alziamo quindi la quota consigliata di oro da leggera sottoponderazione a neutrale. Anche nell'allocazione della quota di investimenti alternativi consigliamo di privilegiare investimenti immobiliari indiretti e in particolare strategie alternative.

Fra timori e speranze

Gli investitori sono in preda al timore di un'escalation dei conflitti commerciali. Nel contesto di buoni risultati aziendali manteniamo la quota azionaria neutrale e il posizionamento leggermente sottoponderato per le obbligazioni, ma alziamo a neutrale la raccomandazione per l'oro.

L'andamento dei mercati azionari è dominato soprattutto dalle controversie commerciali provocate dal governo Trump. Da un lato gli investitori temono che la controversia commerciale degeneri in una vera e propria guerra commerciale che danneggerebbe profondamente il libero commercio internazionale. Dall'altro, la speranza che sia possibile in qualche modo evitare un'escalation gravida di conseguenze continua a ridurre temporaneamente la pressione di vendita sui corsi azionari.

Al momento consideriamo poco probabile una guerra commerciale incontrollata. Da quale parte penderà la bilancia alla fine non è facile da arguire visto l'imprevedibile stile di governo di Trump. L'unica cosa chiara sembra essere che per il momento le discussioni sulle misure protezionistiche continueranno a generare agitazione e quindi una maggiore volatilità del mercato azionario. Non bisogna però dimenticare che le attuali oscillazioni dei corsi sono nettamente più vicine alla norma rispetto ai livelli estremamente bassi del 2017 (v. grafico). Anche quando dal punto di vista della volatilità la situazione sarà tornata per così dire normale, l'esito incerto della controversia commerciale e i profitti aziendali allo stesso tempo robusti supportano la nostra raccomandazione di una quota azionaria nel complesso

neutrale. Le recenti correzioni del mercato hanno portato addirittura una certa normalizzazione delle valutazioni ambiziose.

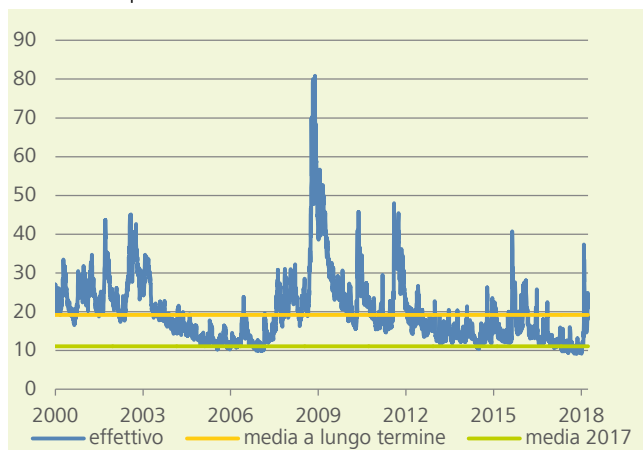
Inoltre, un'escalation della controversia commerciale potrebbe penalizzare ulteriormente i titoli di stato americani. Se infatti il governo USA continua a seguire la linea dello scontro con Pechino non è da escludere che di contro i cinesi, in quanto maggiori creditori degli USA, mettano in discussione il futuro acquisto di titoli di stato USA. Questo metterebbe ulteriormente sotto pressione i titoli americani – il differenziale di rendimento tra i titoli di stato americani e quelli dei paesi principali europei, inclusi anche quelli della Svizzera, è già ai massimi storici (v. grafico). In questo contesto non è da escludere un ulteriore ampliamento della differenza d'interesse. Mentre infatti i titoli di stato USA oltre ai possibili effetti delle controversie commerciali sono influenzati anche dalla politica restrittiva della Fed e dalla sua riduzione di bilancio, le obbligazioni europee al momento si vedono ancora supportate dal programma di acquisti di obbligazioni della BCE che continuerà almeno fino all'autunno. In questo contesto, manteniamo la nostra raccomandazione di una quota obbligazionaria un po' sottoponderata. Continuiamo a preferire le obbligazioni societarie ai titoli di stato e individuiamo ancora un potenziale nelle obbligazioni dei paesi emergenti.

Con l'aumento dell'insicurezza, gli investitori tornano sempre più a rivolgersi all'oro come valuta rifugio, il che dovrebbe supportare il prezzo del metallo giallo nonostante l'aumento dei tassi USA. Alziamo quindi la quota consigliata di oro da leggera sottoponderazione a neutrale.

santosh.brivio@raiffeisen.ch

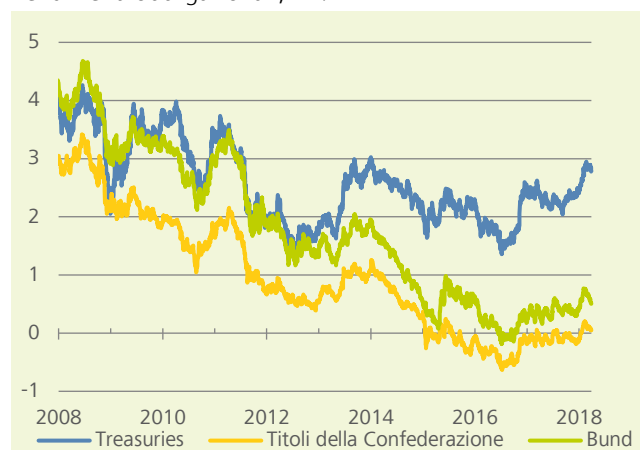
La volatilità del mercato azionario torna a livelli normali

Volatilità implicita nell'S&P 500



USA/Europa: differenza d'interesse storicamente elevata

Rendimenti obbligazionari, in %



Per ora uno scenario con debolezza congiunturale è improbabile

Riteniamo che in fin dei conti una guerra commerciale tra gli USA e la Cina sia poco probabile. Allo stesso tempo, l'indebolimento della dinamica (troppo) forte nell'industria manifatturiera evita un surriscaldamento nell'EZ, mentre l'inflazione in Svizzera dovrebbe normalizzarsi solo lentamente. La BNS dovrebbe quindi alzare i tassi solo nel primo semestre del 2019.

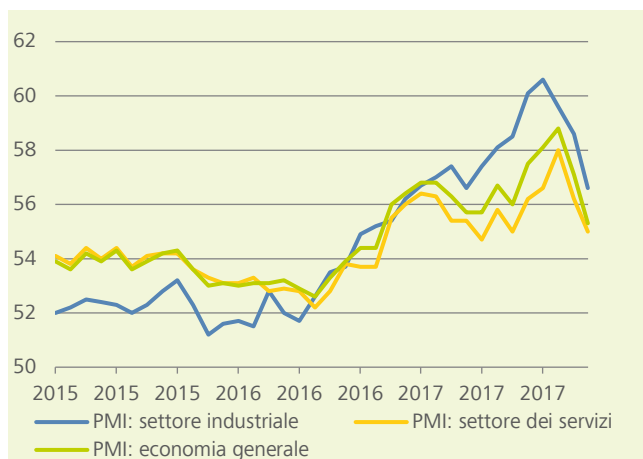
In base alle nostre stime attuali, la minaccia degli USA di introdurre dazi sulle importazioni non dovrebbe portare a una guerra commerciale che farebbe passare l'economia mondiale da uno «scenario goldilocks» a uno scenario con congiuntura debole. La Cina potrebbe invece entrare in trattativa e, facendo concessioni (ad es. la riduzione di ostacoli commerciali non tariffari), riuscire a evitare i dazi punitivi – come sono riusciti a fare i paesi Nafta e l'UE per i dazi su alluminio e acciaio.

L'UE vuole evitare una guerra commerciale con gli USA

Se invece le controversie dovessero inasprirsi, sfociando in una guerra commerciale con gli USA, questa sarebbe tollerabile per l'Europa, ma data la forte economia dell'esportazione di alcuni paesi più grandi come la Germania, un clima commerciale insicuro a livello globale frenerebbe decisamente la produzione. Questi timori hanno attualmente un impatto negativo sul clima economico. Inoltre, la rivalutazione dell'euro continua a penalizzare le esportazioni, come indicato dall'indebolimento degli indici dei responsabili degli acquisti (PMI); questi ultimi, però, rimangono sempre su un buon livello. Nel primo trimestre

Nonostante il raffreddamento, gli indicatori PMI rimangono a un livello solido

PMI dell'Eurozona



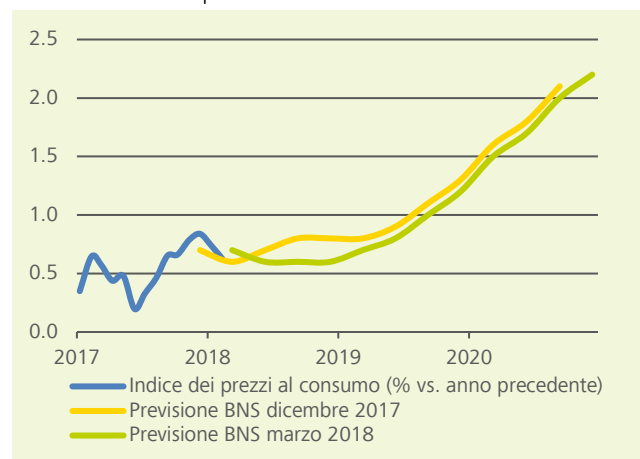
dell'anno nuovo si dovrebbe avere quindi una forte crescita, analoga a quella dell'ultimo trimestre del 2017.

Nonostante il sondaggio PMI preveda una crescita più debole degli ordinativi in entrata, in particolare per la Germania, un tale raffreddamento non dovrebbe comunque rappresentare un pericolo per la congiuntura. Ciò è vero soprattutto se si considera che gli ordinativi continuano ad aumentare insieme ai tempi di consegna e ai costi per materiali e salari. Un raffreddamento sembra quindi capitare al momento giusto, per evitare un surriscaldamento dell'economia (in particolare in Germania). Se l'economia si surriscaldasse, la BCE sarebbe costretta a una rapida «normalizzazione» della politica monetaria, che a sua volta potrebbe soffocare la congiuntura.

Nella sua valutazione della situazione della politica monetaria di marzo, la Banca nazionale svizzera (BNS) ha rivisto al ribasso la previsione sull'inflazione. La BNS ha motivato la sua previsione sull'inflazione al ribasso con il franco leggermente più forte. Tuttavia da allora il franco svizzero si è ulteriormente indebolito, per cui ci aspettiamo che già a giugno la BNS riveda nuovamente al rialzo la sua previsione sull'inflazione. Tuttavia, ciò non cambia il fatto che l'inflazione in Svizzera aumenterà fino a fine 2019, ma dovrebbe rimanere decisamente bassa, all'1.3% (v. grafico). Di conseguenza, la BNS dovrebbe alzare il tasso di riferimento solo nel primo semestre del 2019. Per non provocare una rivalutazione del franco, effettuerà questo aumento dei tassi solo dopo, o al più tardi contemporaneamente all'aumento corrispondente della Banca centrale europea.

La BNS rivede la previsione sull'inflazione al ribasso a causa del CHF

Indice svizzero dei prezzi al consumo



Solo temporanei segnali di stress sul mercato interbancario USD

Di recente sono emersi inattesi segnali di stress sul mercato interbancario in USD. Alcuni operatori di mercato sono preoccupati. Noi siamo invece dell'opinione che si tratti solo di una perturbazione temporanea del mercato, dovuta in parte al volume di emissione straordinariamente elevato di US Treasury Bill. Le obbligazioni societarie denominate in euro e in franchi svizzeri si sono mostrate finora resistenti.

Dopo una lunga fase di calma, a dicembre 2017 l'indicatore del Libor-Overnight Indexed Swap (OIS) ha segnalato un caso di stress dei mercati. Questo indicatore, diventato famoso durante la crisi finanziaria del 2008, misura la differenza fra i tassi overnight a brevissimo termine e i tassi interbancari a tre mesi. Considerando la differenza normalmente bassa tra il Libor e l'OIS (in media lo 0.2 per cento negli ultimi 15 anni), ogni allargamento segnala tendenzialmente una crisi di liquidità o del credito – come durante la crisi finanziaria del 2008, quando lo spread è balzato a circa il 2.5 per cento (v. grafico 1) e in misura minore durante la crisi europea del debito fra il 2011 e il 2012. Dall'inizio dell'anno, lo spread è salito a quasi lo 0.6 per cento.

Per questo allargamento vi sono buoni motivi tecnici di mercato. Gli USA inondano il mercato di Treasury Bill (titoli del mer-

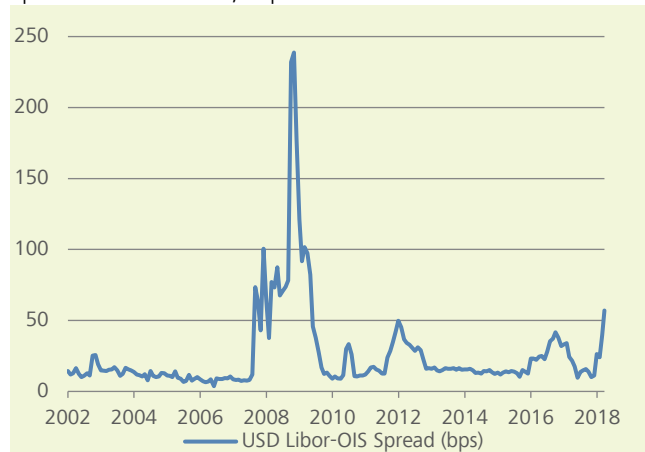
cato monetario con durata massima di dodici mesi) in un periodo in cui né la Fed (che sta riducendo le proprie consistenze in titoli) né le imprese USA (che vendono obbligazioni a breve termine per procurarsi mezzi liquidi nell'ambito del recupero di cash negli USA) sono disposte ad acquistarli.

Si sta discutendo ampiamente se questi fattori negativi possano evolversi in una vera e propria crisi, causando notevoli perdite ai titolari di obbligazioni societarie. Finora non è stato così, a parte la sottoperformance delle obbligazioni in USD e il fatto che quest'anno gli investitori con obbligazioni societarie hanno subito nel complesso alcune perdite. Dall'inizio dell'anno, comunque, soprattutto le obbligazioni societarie a breve termine in EUR e in CHF hanno ottenuto rendimenti positivi, offrendo così la protezione da noi consigliata il mese scorso (v. grafico 2).

Per ora riteniamo che negli USA si tratti solo di una crisi di liquidità momentanea. Il volume di emissione dei Treasury Bill dovrebbe diminuire e probabilmente dovrebbero calare anche le «vendite di emergenza» delle imprese USA. Ciò vuol dire che presumibilmente le obbligazioni societarie USA a breve termine recupereranno. Ciononostante, il processo di normalizzazione può durare vari mesi. Vediamo quindi un maggior potenziale di valore nelle obbligazioni societarie in EUR e in CHF. Questi titoli beneficiano ancora di una maggiore qualità del credito e delle sostanziose iniezioni di liquidità della Banca centrale europea, che proseguiranno almeno fino alla fine del terzo trimestre.

USA: l'indicatore della liquidità di recente è tornato a indicare una situazione di stress

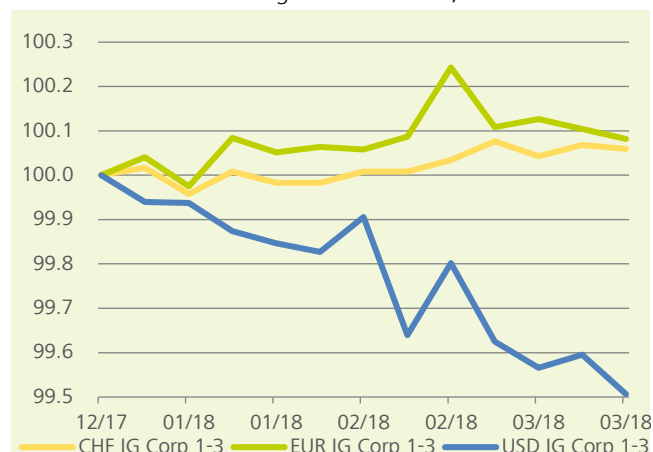
Spread USD Libor-OIS, in pb



Fonte: Bloomberg, Vontobel Asset Management

Obbligazioni societarie in EUR e in CHF a breve termine con rendimenti positivi nell'anno in corso

Selezione di indici di obbligazioni societarie, total return



Fonte: SBI, ICE, Bloomberg, 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 sovrapponderazione delle obbligazioni societarie.

– Global High-Yield

I tassi di insolvenza delle obbligazioni high yield non dovrebbero aumentare ulteriormente soprattutto negli Stati Uniti con i prezzi del petrolio stabilizzati. Nel complesso i premi di rendimento delle obbligazioni high yield rispetto a quelle investment grade sono però relativamente ridotti e la qualità del credito non migliora ulteriormente. Confermiamo quindi un posizionamento leggermente sottoponderato.

= 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

Valutazioni al limite: gli utili possono ancora crescere?

Nel confronto storico, la valutazione del mercato USA è elevata e un ulteriore rincaro è improbabile. Il mercato azionario è legato a una crescita positiva degli utili, attesa anche dagli analisti. Tuttavia aumentano i rischi, soprattutto perché con la recente introduzione di dazi punitivi gli USA potrebbero causare l'inizio di una guerra commerciale a livello mondiale.

Il rendimento azionario è composto dal rendimento dei dividendi, dalla crescita degli utili e dal rapporto prezzo/utile (P/U). Il rapporto prezzo/utile indica quale multiplo è disposto a pagare l'investitore per un'unità di utile. Abbiamo rappresentato l'evoluzione del rapporto prezzo/utile nel corso del tempo, mostrandone anche il reciproco - il cosiddetto rendimento degli utili - per poter confrontare meglio la valutazione del mercato azionario con l'andamento degli interessi.

A novembre 2008 il rapporto prezzo/utile del mercato azionario USA era di 9.1x, e il rendimento degli utili era all'11.0%. A causa dell'insicurezza di quel periodo e della situazione economica debole, gli investitori erano disposti a pagare solo 9 volte gli utili attesi. Oggi invece pagano 18 volte per ogni dollaro di utile atteso, un'espressione dell'economia attualmente forte e di una grande fiducia.

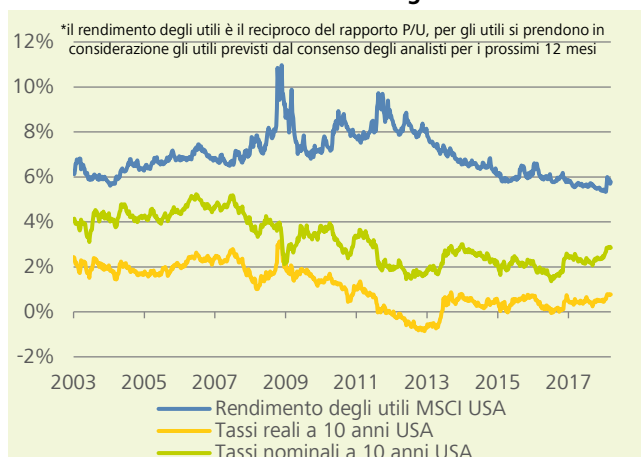
In prospettiva storica, tuttavia, questo rendimento degli utili al di sotto del 6% è già molto basso. Non potendo più mettere in conto un incremento del rapporto P/U, questa componente viene probabilmente meno come stimolo per ulteriori aumenti

dei corsi azionari, tanto più che a lungo termine i tassi dovrebbero salire dai livelli attualmente bassi, rendendo le azioni meno attrattive rispetto alle obbligazioni.

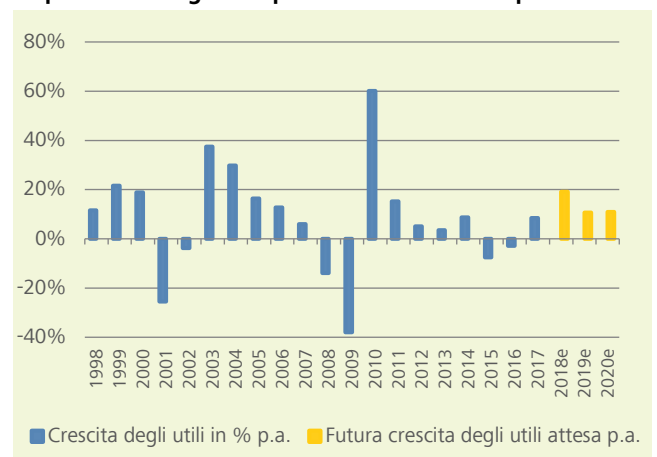
Gli investitori non dovrebbero quindi sperare che valutazioni ancora più alte portino a rendimenti positivi. Se però gli utili delle società dovessero aumentare ad es. del 20%, a parità di P/U crescerebbero anche i mercati azionari del 20%. Effettivamente in passato gli utili delle società sono cresciuti la maggior parte degli anni. Anche ora prevediamo una solida crescita economica, che si dovrebbe riflettere in un aumento degli utili delle aziende. Anche il consenso degli analisti prevede attualmente un'ulteriore crescita degli utili negli USA del 19% nel 2018 e dell'11% sia per il 2019 sia per il 2020. Se così fosse, nonostante le valutazioni al limite ci sarebbero ancora buone possibilità che fra tre anni le azioni USA si trovino a un livello superiore rispetto a oggi.

È comunque opportuno essere prudenti. Da un lato l'attuale ciclo congiunturale positivo dura già da molto, dall'altro la Banca centrale USA aumenta continuamente i tassi. Inoltre, il mercato azionario è ora in preda alla paura di una possibile guerra commerciale mondiale, che potrebbe essere scatenata dai dazi di importazione pianificati dal Presidente USA Trump. I dazi finora annunciati dagli USA e le successive contromisure del governo cinese non bastano affatto a rallentare notevolmente la forte crescita economica, ma turbano decisamente l'umore e influenzano le decisioni di investimento delle aziende. Se un'escalation del conflitto commerciale dovesse frenare la crescita economica e ostacolare gli incrementi degli utili previsti, verrebbe meno il sostegno al mercato azionario.

Rendimento utili* delle azioni USA già a livelli bassi



Le previsioni sugli utili per mercato USA sempre intatte



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

La congiuntura mantiene il ritmo. 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

Materie prime nel vortice degli annunci da Washington

Corea del Nord, Iran o Venezuela: Donald Trump non perde occasione per mostrare i muscoli. Questo atteggiamento comporta alcuni rischi per i mercati finanziari. Se però gli investitori tengono d'occhio la situazione, un impegno nel settore delle materie prime può essere conveniente. Anche nelle strategie alternative bisogna scegliere con attenzione il cavallo su cui puntare.

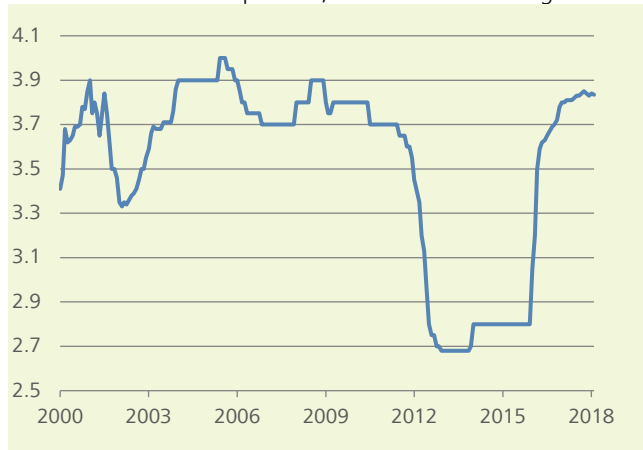
Il Presidente USA Donald Trump continua a tenere i mercati finanziari col fiato sospeso. Lo scorso anno, le prime misure legate alla deregolamentazione e alla riforma fiscale erano state accolte positivamente dai mercati finanziari. Tuttavia, al più tardi con l'annuncio di nuovi dazi commerciali l'umore delle borse è cambiato.

Oro e petrolio beneficiano delle politiche di Trump

Anche il settore delle materie prime è colpito dagli eventi di Washington. La decisione di Donald Trump di sostituire il Ministro degli Esteri Rex Tillerson con l'attuale capo della CIA Michael Pompeo potrebbe ad esempio ostacolare l'estrazione di petrolio in Iran. Ad ogni modo il Ministro degli Esteri designato è noto, come Trump stesso, per il suo atteggiamento critico nei confronti del cosiddetto accordo nucleare con lo stato del Medio Oriente. Da una nuova escalation del conflitto sarebbero interessati fino a un milione di barili di petrolio iraniano al giorno (v. grafico 1). Avrebbe implicazioni simili un inasprimento del conflitto fra Trump e il Venezuela, dove sono a rischio fino a 1.5 milioni di barili di petrolio al giorno. La conseguenza sarebbe una contrazione dell'offerta.

Produzione iraniana di petrolio sotto osservazione

Produzione iraniana di petrolio, in milioni di barili al giorno



Fonte: EIA, Datastream, Vontobel Asset Management

Meno chiare sono al momento le prospettive per quanto riguarda altre materie prime come l'oro. Da un lato, grazie alla deregolamentazione e alle riduzioni fiscali i tassi reali si muovono al rialzo, il che dovrebbe penalizzare il prezzo dell'oro. Dall'altro, l'aumento dei rischi politici fa crescere la domanda del metallo prezioso, spesso utilizzato come una sorta di valuta rifugio (v. grafico 2). Abbiamo quindi alzato l'oro a neutrale.

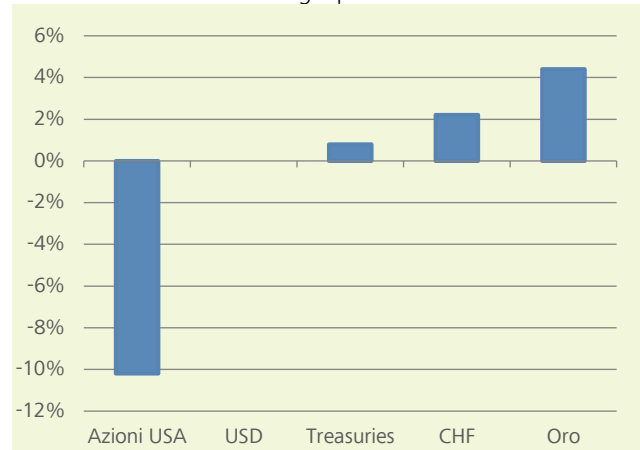
Attraiante la strategia azionaria long/short neutrale al mercato

Meno interessate dai rischi politici sono spesso le strategie alternative. Ad ogni modo bisogna fare una distinzione: le strategie CTA ad esempio, che per lo più seguono le tendenze di mercato a lungo termine, sono prese spesso in contropiede da shock politici imprevisti.

La maggior parte delle altre strategie alternative è meno interessata da rischi politici. Ad esempio, le strategie azionarie long/short neutrali al mercato ottengono buoni risultati da alcuni mesi e riflettono anche la nostra convinzione. Il motivo principale è la più bassa correlazione tra i singoli titoli azionari. Al momento, i mercati finanziari distinguono molto di più tra modelli aziendali positivi e negativi. Fino a qualche tempo fa la situazione era completamente diversa: la Banca centrale, infatti, iniettando più o meno denaro nel mercato spingeva contemporaneamente tutti i titoli azionari al rialzo o al ribasso. Di conseguenza oggi i gestori del portafoglio di quelle strategie hanno più margine di manovra per sfruttare le inefficienze del mercato e generare plusvalore per il cliente.

L'oro è la migliore garanzia contro i rischi politici

Rendimento durante le crisi geopolitiche



Fonte: BCA, Vontobel Asset Management

Protezionismo USA positivo tutt'al più sul breve termine per l'USD

Le misure protezionistiche degli USA hanno inizialmente dato al dollaro una spinta che però non dovrebbe essere duratura. Riteniamo invece più stabili lo yen e in particolare le valute europee. Nell'ambito dell'attesa rivalutazione dell'euro, nel 2019 il tasso di cambio EUR/USD dovrebbe dirigersi verso quota 1.40. Dal nostro punto di vista rimangono interessanti anche le obbligazioni in valuta locale dei paesi emergenti.

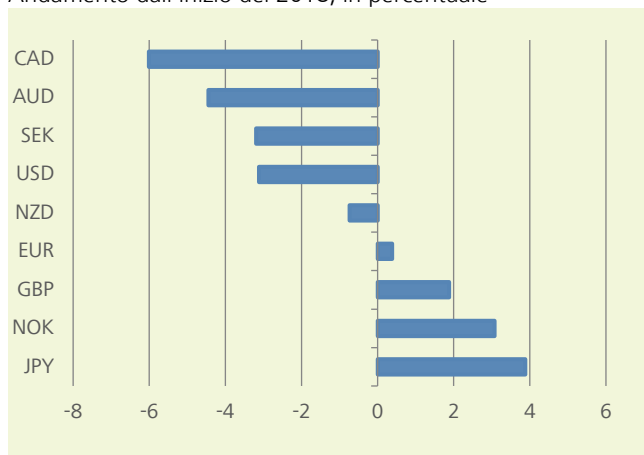
La politica fiscale espansiva e le misure protezionistiche degli USA indicano un certo sostegno al dollaro sul breve termine. Sul medio termine dovrebbe però essere decisiva l'imminente normalizzazione della politica monetaria nell'Eurozona. Qui la Banca centrale non ha nemmeno iniziato ad alzare i tassi di riferimento, mentre negli USA questo processo è già in uno stadio avanzato.

Rischi per il dollaro, spinta per l'euro

Perché prevediamo che sul medio-lungo termine il dollaro si indebolirà? Negli USA, i dazi sui prodotti intermedi che le aziende americane utilizzano per la loro fabbricazione potrebbero far diminuire la produttività. Ciò si verificherebbe se i produttori negli USA fossero costretti, a causa dei dazi, a passare a prodotti intermedi più convenienti ma di qualità inferiore. Inoltre, il deficit statale in aumento verso il 5 per cento del PIL potrebbe sollevare dubbi relativi alla sostenibilità del debito USA. In tal caso i rendimenti dei titoli di stato dovrebbero salire per trattenere gli investitori senza sostenere però il dollaro.

Forte andamento dello yen giapponese

Andamento dall'inizio del 2018, in percentuale



Fonte: Datastream, Vontobel Asset Management

In Europa, invece, i rischi politici come la crisi del debito greco sono passati in secondo piano. Le banche centrali del mondo, che negli anni scorsi in seguito alle turbolenze sui mercati finanziari avevano nettamente ridotto la quota di euro nelle loro riserve di valute (v. grafico 2), dovrebbero ora tornare a far aumentare la domanda di euro.

Il franco dovrebbe indebolirsi fino a raggiungere quota 1.20 per euro

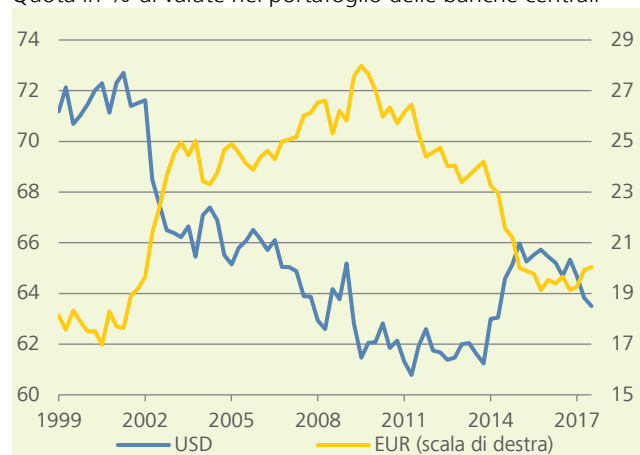
La BCE ha inoltre lasciato intendere chiaramente di voler inasprire la politica monetaria. La Banca nazionale svizzera (BNS) dovrebbe invece prendere tempo prima di fare un passo del genere. La pressione inflazionistica in Svizzera dovrebbe essere troppo debole per poter costringere la BNS già quest'anno a una politica monetaria meno espansiva. A nostro modo di vedere l'euro tenderà quindi a rafforzarsi sul franco svizzero e punterà a un livello dell'EUR/CHF intorno a 1.20.

L'accordo transitorio per la Brexit fa tirare un sospiro di sollievo alla sterlina

Bruxelles e Londra hanno trovato un accordo transitorio che sposta a fine 2020 l'uscita effettiva della Gran Bretagna dall'Unione Europea. In tal modo, le aziende britanniche dispongono ora di maggiore sicurezza di pianificazione. Per il momento sembra quindi scampato il rischio di una «Brexit» improvvisa. Le trattative per la Brexit dovrebbero continuare a essere delicate, tuttavia vediamo ancora un moderato potenziale di ripresa per la sterlina britannica sottovalutata.

La quota EUR dovrebbe aumentare a scapito dell'USD

Quota in % di valute nel portafoglio delle banche centrali



Fonte: Datastream, Vontobel Asset Management

Panoramica del portafoglio

12/14 | Politica d'investimento 04/2018

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%	10.8%	0%	5%	40%	10.0%	0%	5%	40%	7.0%	0%	5%	40%	5.6%	0%	5%	40%	2.5%
Cash				10.8%				10.0%				7.0%				5.6%				2.5%
Obbligazioni (durata auspicata 6.0 anni)	65%	80.0%	95%	71.7%	45%	60.0%	75%	52.5%	25%	40.0%	55%	35.5%	5%	20.0%	35%	16.9%	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%	33.5%	10%	25.0%	40%	26.6%	1%	16.0%	31%	17.0%	0%	6.0%	21%	6.4%	0%	0.0%	15%	0.0%
Qualità del credito bassa (hedged)**	0%	4.0%	14%	3.0%	0%	4.0%	14%	3.0%	0%	4.0%	14%	3.0%	0%	4.0%	14%	3.0%	0%	0.0%	10%	0.0%
Paesi emergenti (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%	0.0%
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%	0.0%
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%	2.0%
Actions	0%	0.0%	0%	0.0%	5%	20.0%	35%	20.0%	25%	40.0%	55%	40.0%	45%	60.0%	75%	60.0%	65%	80.0%	95%	80.0%
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%	2.5%	0%	5.0%	15%	6.0%	0%	6.0%	16%	7.5%	0%	7.0%	17%	9.0%
Investimenti alternativi	0%	15.0%	30%	17.5%	0%	15.0%	30%	17.5%	0%	15.0%	30%	17.5%	0%	15.0%	30%	17.5%	0%	15.0%	30%	17.5%
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%	3.0%	0%	3.0%	13%	3.0%	0%	3.0%	13%	3.0%	0%	4.0%	14%	4.0%	0%	5.0%	15%	5.0%
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%		5.5%		16%		15.5%		26%		25.5%		37%		36.5%		48%		47.5%
Quota attuale***																				
USD		6%		5.5%		12%		11.5%		19%		18.5%		25%		24.5%		31%		30.5%
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%		20.5%		31%		30.5%		41%		40.5%		52%		51.5%		63%		62.5%

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

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

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

Previsioni

Congiuntura	2015	2016	2017	Previsione 2018	Previsione 2019
-------------	------	------	------	-----------------	-----------------

PIL

Crescita annua media (in %)

Svizzera	1.2	1.4	1.0	2.1	1.8
Germania	1.5	1.8	2.5	2.0	1.8
Eurozona	2.0	1.8	2.5	1.9	1.9
USA	2.9	1.5	2.3	2.5	2.2
Cina	6.9	6.7	6.8	6.3	6.3
Giappone	1.1	0.9	1.6	1.1	0.9
Globale (PPP)	3.1	3.1	3.7	3.8	3.8

Inflazione

Crescita annua media (in %)

Svizzera	-1.1	-0.4	0.5	0.6	1.0
Germania	0.2	0.5	1.7	1.6	1.8
Eurozona	0.0	0.2	1.5	1.4	1.9
USA	0.1	1.3	2.1	2.1	2.3
Cina	1.4	2.0	1.6	2.1	2.2
Giappone	0.8	-0.1	0.5	0.8	1.1

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	-0.74	-0.75	-0.75
EUR	-0.32	-0.33	-0.33	-0.35	-0.25
USD	1.00	1.69	2.31	2.50	2.90
JPY	-0.05	-0.02	-0.03	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	-0.01	0.2	0.6
EUR (Germania)	0.23	0.45	0.51	0.8	1.1
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	1.94	2.4	2.7
USD	2.45	2.41	2.77	2.9	3
JPY	0.04	0.05	0.02	0.1	0.1

Tassi di cambio

Fine anno

EUR/CHF	1.07	1.17	1.18	1.18	1.20
USD/CHF	1.02	0.97	0.96	0.98	0.94
JPY/CHF (per 100 JPY)	0.87	0.86	0.90	0.91	0.92
EUR/USD	1.05	1.20	1.23	1.20	1.28
USD/JPY	117	113	106	108	102

Materie prime

Fine anno

Greggio (Brent, USD/b.)	57	67	68	67	65
Oro (USD/oncia)	1152	1303	1332	1350	1300

*03.04.2018

Editore

Investment Office Gruppo Raiffeisen
Bohl 17
9004 San Gallo
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.