



Politica d'investimento – Maggio 2018

Investment Office Gruppo Raiffeisen

Prosegue la normalizzazione – non solo per i tassi

Banca Raiffeisen Rapperswil-Jona, sede principale Rapperswil-Jona

Architetto: Halter Hunziker Architekten AG

Fotografo: Fotostudio Walter Meli GmbH

RAIFFEISEN

Contenuti

Asset allocation tattica in sintesi	3
Commento sul mercato Prosegue la normalizzazione – non solo per i tassi	4
Congiuntura La controversia commerciale non è (ancora) un rischio immediato	5
Obbligazioni Cambio CHF con un'influenza limitata sulle obbligazioni in CHF	6
Azioni Le azioni svizzere beneficiano dell'euro forte?	8
Investimenti alternativi Materie prime in balia della geopolitica	10
Valute Jordan dà via libera a ulteriore moderata debolezza del CHF	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. Vi sono segnali di moderata normalizzazione sui mercati così come sul fronte politico (-economico). Dovrebbe quindi proseguire lo scenario Goldilocks, per cui sembra opportuno mantenere il posizionamento tattico degli investimenti.
2. Al livello attuale, l'indebolimento del franco rispetto all'euro dovrebbe per ora iniziare un po' a rallentare. EUR/CHF potrebbe prossimamente di nuovo oscillare, individuiamo tuttavia una svalutazione ulteriore e duratura della valuta nazionale solo sul periodo di un anno.
3. Con l'attuale aumento dei rendimenti dei titoli di stato è aumentata la probabilità implicita sui mercati a termine di un passo più sostenuto della Fed per quanto riguarda la normalizzazione dei tassi. Riteniamo però queste previsioni troppo ambiziose e continuiamo a prevedere due aumenti dei tassi da parte della Fed nel resto dell'anno.

Prosegue la normalizzazione – non solo per i tassi

Vi sono segnali di moderata normalizzazione sui mercati così come sul fronte politico (-economico). Dovrebbe quindi proseguire lo scenario Goldilocks, per cui sembra opportuno mantenere il posizionamento tattico degli investimenti.

Ultimamente la normalizzazione dei tassi ha ricevuto nuovo slancio. I rendimenti dei Treasury a dieci anni, ad esempio, hanno superato per la prima volta da oltre quattro anni la soglia del 3%. Allo contempo anche in Europa sono aumentati i tassi, come ad esempio per i Bund e i titoli della Confederazione.

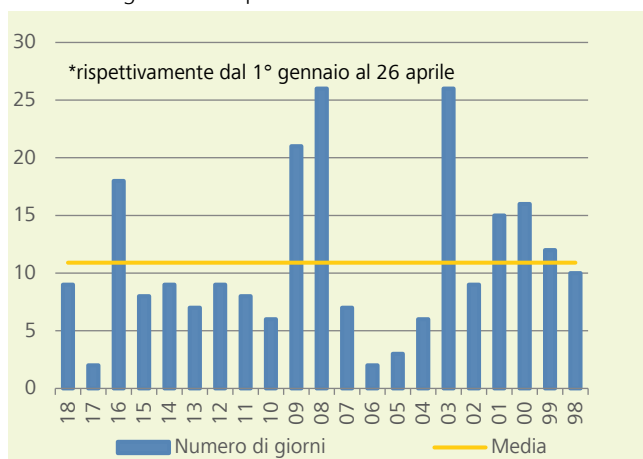
Queste tendenze di normalizzazione non si limitano ai soli tassi, ma si evidenziano anche nel tasso di cambio EUR/CHF. Con circa l'1.20, la valuta nazionale si muove nel frattempo a un livello rispetto all'euro che si può definire prossimo a una valutazione equa.

Per quanto riguarda le controversie commerciali scatenate dagli USA, si individuano perlomeno modesti segnali di normalizzazione. Da un lato vi sono speranze che le visite ufficiali di Macron e Merkel abbiano in tal senso avuto un effetto di distensione sul presidente USA. Dall'altro, il ministro delle finanze USA Mnuchin ha accennato recentemente a un possibile riavvicinamento tra Cina e USA nel latente conflitto commerciale. In questo contesto vediamo confermato il nostro scenario di base, in cui un'escalation incontrollata del conflitto commerciale è poco probabile.

Rimane invece da chiarire se si profila una normalizzazione su un fronte più ampio in questioni geopolitiche. Al momento

Oscillazione di corso: di nuovo vicini alla media

Numero di giorni* con perdita di oltre l'1% nello SMI



sono infatti ancora molti i segnali che indicano che Donald Trump voglia abbandonare l'accordo nucleare con l'Iran. Allo stesso tempo, però, il prossimo incontro tra il presidente USA e Kim Jong Un va perlomeno considerato un grande passo verso la normalizzazione. Quindi, dal punto di vista geopolitico, vi sono almeno alcuni segnali di normalizzazione.

Anche dal punto di vista congiunturale gli indicatori anticipatori da USA e EZ, ultimamente un po' peggiorati, possono essere interpretati come indizio di normalizzazione. Proprio negli indici dei responsabili degli acquisti è possibile vedere il calo dei livelli eccezionalmente alti, rimanendo allo stesso tempo nella zona di espansione, come diminuzione del rischio di un incombente surriscaldamento.

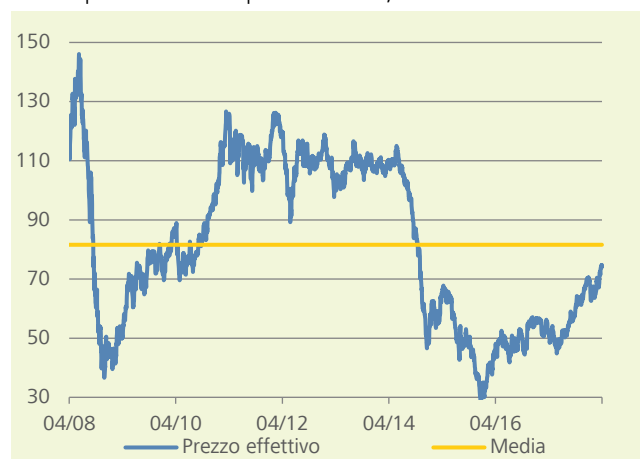
Infine, anche il rally delle materie prime – in particolare del petrolio – va considerato come un passo verso la normalità, perlomeno nell'orientamento ai prezzi medi a lungo termine (v. grafico).

Questa normalizzazione generale non ha solo effetti desiderati: l'aumento del prezzo del petrolio, ad esempio, rende più caro fare il pieno, il franco più debole aumenta i prezzi delle vacanze o degli acquisti fuori dalla Svizzera e il ritorno della volatilità può anche causare perdite di corso (temporanee) per gli investitori azionari. Riteniamo però che nel complesso questo andamento non sia preoccupante e, come il mese scorso, non vediamo in pericolo lo scenario Goldilocks. Di conseguenza lasciamo invariata la nostra raccomandazione tattica per il posizionamento di azioni, obbligazioni e investimenti alternativi.

santosh.brivio@raiffeisen.ch

Petrolio: si avvicina alla normalità degli ultimi 10 anni

Prezzo per un barile di petrolio Brent, in USD



La controversia commerciale non è (ancora) un rischio immediato

Continuiamo a ritenere che la disputa commerciale tra USA e Cina risp. tra USA e UE possa essere evitata. La retorica più dura in fatto di politica commerciale ha tuttavia fatto aumentare i rischi che l'andamento positivo della crescita economica globale possa subire una battuta d'arresto.

A marzo il presidente Donald Trump ha imposto dazi sulle importazioni di alluminio (25%) e acciaio (10%). Dapprima sono stati esclusi dai dazi sulle importazioni entrambi i partner nafta Canada e Messico, in seguito anche Corea del Sud, Australia, Argentina, Brasile e UE, quest'ultima tuttavia solo fino a fine aprile. Per tutti gli altri paesi valgono i dazi sulle importazioni, quindi ad esempio anche per la Svizzera, le cui esportazioni di acciaio e alluminio verso gli USA sono però soltanto il 2.7% del valore delle sue esportazioni complessive di acciaio e alluminio.

Non è ancora noto se il presidente francese Emmanuel Macron o la cancelliera tedesca Angela Merkel siano riusciti a ottenere un'esenzione permanente dai dazi sulle importazioni durante le consultazioni a Washington. L'UE comunque ha già preso precauzioni, nel caso non dovesse essere esonerata in modo permanente dai dazi sulle importazioni, e ha inoltrato ricorso presso il WTO.

Come intende procedere il presidente degli USA Trump?

All'inizio di aprile, gli USA hanno minacciato di imporre dazi su merci cinesi che nel 2017 si elevavano a circa USD 50 mld. Si tratta del 10% di tutte le importazioni USA dalla Cina. La Cina

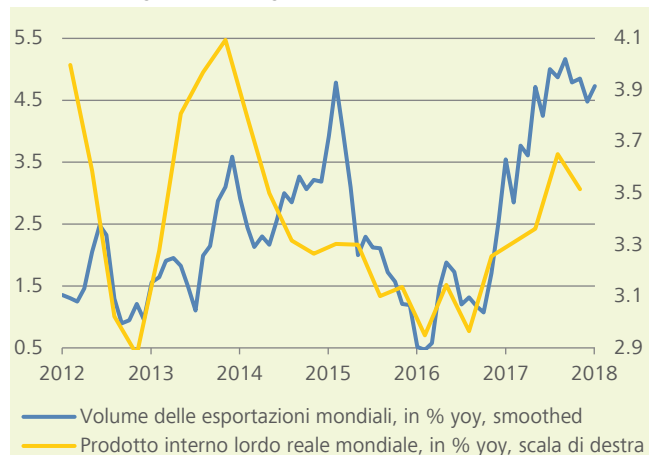
ha reagito subito, minacciando di imporre dazi su beni d'importazione dagli USA, anche qui per un valore di USD 50 mld. Ad ogni modo, la Cina riscuoterebbe tali dazi solo se gli USA mettessero in vigore i dazi sulle importazioni. Il presidente degli USA Donald Trump ha raddoppiato la posta, minacciando dazi aggiuntivi su importazioni cinesi per un valore di altri USD 100 mld. In seguito la Cina ha però spiegato di voler evitare una guerra commerciale ponendo fine alla spirale delle minacce. Inoltre, la Cina ha già reagito ad alcune richieste degli USA ed entro la fine dell'anno vuole, ad esempio, allentare le restrizioni per le partecipazioni estere ad aziende nell'industria manifatturiera, aprire il settore finanziario cinese a investitori stranieri e ridurre i dazi sulle importazioni di auto.

A differenza dei dazi sulle importazioni di lavatrici, pannelli solari (entrambi a gennaio), alluminio e acciaio (entrambi a marzo), i dazi punitivi contro la Cina non sono ancora entrati in vigore. Il 15 maggio vi sarà un'audizione al Congresso del rappresentante per il Commercio degli USA Robert Lighthizer sulle misure proposte contro la Cina. La lista definitiva dei beni colpiti dai dazi sulle importazioni dalla Cina è attesa non prima della fine di giugno o luglio. Resta quindi ancora molto tempo per le trattative tra Cina e USA.

Confermiamo il nostro scenario di base secondo cui è possibile evitare un conflitto commerciale. L'escalation della retorica cui abbiamo assistito nel frattempo ci ha però spinti ad aumentare leggermente la probabilità di uno scenario alternativo con tassi di crescita più bassi.

Il libero scambio è fondamentale per la congiuntura mondiale

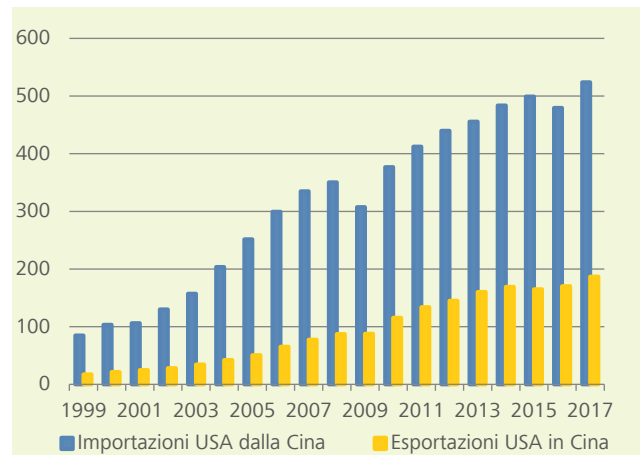
Esportazioni globali e PIL globale



Fonte: FMI, Datastream, Vontobel Asset Management

USA: bilancia commerciale con la Cina nettamente negativa

Importazioni ed esportazioni USA, in mld. USD



Fonte: BEA, Vontobel Asset Management

Obbligazioni leggermente sottoponderate

Cambio CHF con un'influenza limitata sulle obbligazioni in CHF

Dopo il recente indebolimento del franco svizzero rispetto all'euro ci si chiede in che misura la forza del franco influenzi la performance delle obbligazioni in CHF. La ridotta correlazione indica che il tasso di cambio influisce solo in misura limitata sui rendimenti delle obbligazioni svizzere e sulle loro performance.

Nel 2018 il franco ha mostrato una tendenza all'indebolimento. Dato che questa tendenza potrebbe continuare, alcuni investitori si chiedono se un franco che si indebolisce possa avere effetti negativi sulla performance delle obbligazioni in CHF. Abbiamo quindi analizzato l'effetto del tasso di cambio sulle obbligazioni in CHF.

Teoricamente, un CHF forte dovrebbe fungere da forza deflazionistica e far abbassare i rendimenti obbligazionari per cui le obbligazioni in CHF realizzerebbero degli utili. Con un franco più debole, dovrebbe accadere il contrario (tassi più elevati, le obbligazioni in CHF registrano perdite).

Analizzando il rapporto fra performance delle obbligazioni in CHF e il franco osserviamo proprio questa dinamica: negli ultimi 10 anni, sulla scia del rafforzamento del CHF gli utili delle obbligazioni in CHF sono sempre aumentati. Fino all'ultima forte rivalutazione a gennaio 2015. Da allora, il franco tende piuttosto a indebolirsi, il che ha anche avuto come conseguenza una performance stagnante delle obbligazioni in CHF.

In linea di massima un franco svizzero forte penalizza i rendimenti obbligazionari...

Cambio e rendimento complessivo delle obbligazioni CH



Fonte: SIX, Bloomberg, Vontobel Asset Management

Constatiamo tuttavia solo una debole correlazione tra il franco e la performance delle obbligazioni in CHF (grafico 2). L'eccezione è stata la breve e scioccante rivalutazione del franco a gennaio 2015. Negli ultimi 10 anni, questa correlazione è stata, come previsto, negativa (ossia un franco più debole significa rendimenti in CHF più elevati), però piuttosto debole.

Da questo dato si possono trarre due conclusioni:

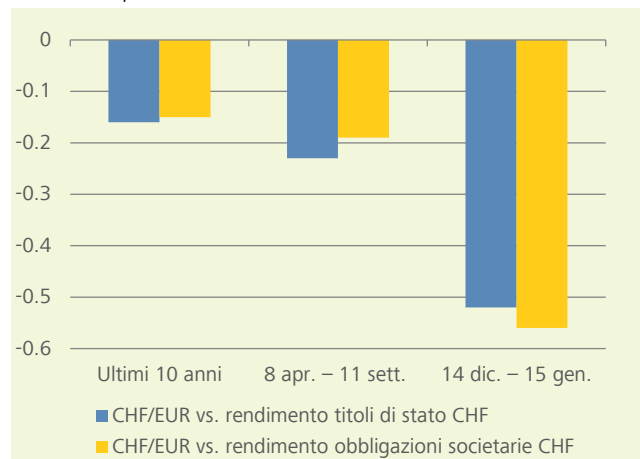
Da un lato, la spiegazione teorica secondo cui un franco debole vada di pari passo con rendimenti più elevati e quindi perdite delle obbligazioni in CHF sembra essere giusta fino a un certo punto, perlomeno negli ultimi dieci anni.

Dall'altro: il nesso è piuttosto debole, a parte lo choc del tasso di cambio. Inoltre, esistono naturalmente più fattori determinanti per il rendimento delle obbligazioni in CHF oltre al livello del tasso di cambio.

Se si considera che dagli USA riceviamo forti segnali fondamentali di un aumento dei rendimenti obbligazionari (aumenti dei tassi di riferimento della Banca centrale USA, crescita e inflazione più elevate) e che tendenzialmente i rendimenti a lungo termine a livello mondiale sono fortemente correlati l'uno con l'altro, prevediamo tassi più alti anche in Svizzera. Continuiamo a raccomandare di evitare i titoli di stato e di preferire obbligazioni societarie con duration brevi. L'argomento del franco debole non è in tal senso di centrale importanza.

...ma solo in misura estremamente ridotta

Correlazione tra CHF/EUR e rendimento delle obbligazioni svizzere in periodi diversi



Fonte: SIX, 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

Le azioni svizzere beneficiano dell'euro forte?

Il franco svizzero si trova da mesi in una fase di continua svalutazione rispetto all'euro. Ma in che modo influiscono queste oscillazioni dei corsi sull'andamento relativo degli utili e sulla performance relativa delle azioni svizzere rispetto a quelle dell'EZ?

Le aziende svizzere esportano notoriamente molto all'estero e sono quindi sottoposte a permanenti oscillazioni dei tassi di cambio, per quanto la valuta più importante per l'economia generale è l'euro. Nei mesi scorsi, il CHF si è continuamente svalutato nei confronti dell'euro. Abbiamo perciò analizzato in che modo le variazioni del tasso di cambio EUR/CHF influiscono sia sulla crescita relativa degli utili che sulla performance relativa delle azioni svizzere. Per prima cosa abbiamo confrontato su base annua la crescita mediana degli utili delle aziende svizzere con le aziende europee tenendo conto del tasso di cambio EUR/CHF dal 1994*. I risultati (grafico 1) mostrano che le aziende svizzere hanno registrato almeno dal 2003 una migliore crescita degli utili rispetto alle aziende europee (+1.8% p.a.). Particolarmente buona è stata la crescita degli utili in anni di forte svalutazione del franco, particolarmente negativa invece in presenza di forti rivalutazioni. Riguardo alla sensibilità degli utili (grafico 2) si nota che un aumento degli utili nell'indice MSCI EMU del +10% ha portato a un aumento degli utili del +8.1% (94-17) risp. del +5.6% (03-17) per le aziende svizzere. L'elevata correlazione è dovuta al fatto che entrambe le regioni sono influenzate in modo simile dall'

In particolare in caso di forte svalutazione del CHF la crescita degli utili in Svizzera supera quella europea

Crescita mediana degli utili MSCI Svizzera vs. CHF/EUR



andamento economico mondiale. Allo stesso tempo si nota anche un forte effetto dell'EUR/CHF: quando il CHF si è svalutato (rivalutato) del 10%, gli utili relativi delle aziende svizzere sono aumentati (diminuiti) rispetto all'anno precedente del +/-7.4% (94-17) risp. del +/- 10.1% (03-17).

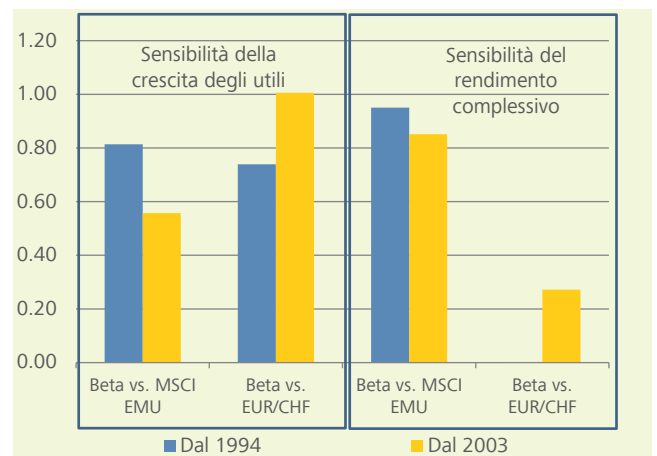
L'effetto delle oscillazioni CHF/EUR sulla performance relativa è comunque debole a lungo termine e si può spiegare come segue: la performance dei mercati azionari è ad es. strettamente correlata con flussi o deflussi nella stessa direzione di fondi degli investitori verso o da azioni. Quando le azioni EMU hanno registrato movimenti del +/- 10%, le azioni svizzere hanno avuto movimenti simili del +/- 9.5% risp. +/- 8.5%.

Anche da un punto di vista teorico il risultato si può spiegare col fatto che gli investitori considerano solo temporanea una variazione del tasso di cambio e quindi il valore aziendale non sale o scende nella stessa misura. Ciò vale soprattutto se si suppone che il tasso di cambio oscilla a lungo termine intorno al suo valore equo. Un ulteriore motivo è che in periodi di crisi il CHF tende a rivalutarsi, ma allo stesso tempo il carattere difensivo delle azioni svizzere attira gli investitori e con il CHF più forte contrasta un influsso negativo sulla performance.

Perciò gli investitori non dovrebbero nutrire aspettative eccessive verso una rivalutazione isolata dell'EUR come driver della performance relativa per le azioni svizzere. Se anche altre valute come l'USD dovessero rivalutarsi, le azioni svizzere potrebbero trarne un beneficio leggermente maggiore, poiché soprattutto grandi aziende svolgono affari nell'area del USD.

Nel complesso la sensibilità a CHF/EUR è tuttavia relativamente debole

Sensibilità a CHF/EUR



*Tra il 1994 e il 2001 il marco tedesco è stato utilizzato come proxy per l'EUR

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

Investimenti alternativi sovraponderati

Materie prime in balia della geopolitica

La geopolitica continua a tenere in pugno i mercati delle materie prime, offrendo un contesto interessante agli investitori in materie prime. In caso di grande escalation in Medio Oriente o di conflitto tra USA e Russia si è ben coperti da esiti sfavorevoli.

Nei mesi scorsi, il prezzo del petrolio è di nuovo nettamente salito e un barile di Brent è quotato a USD 75. Tale andamento va in gran parte ricondotto all'incertezza legata a probabili nuove sanzioni USA contro l'esportatore di petrolio Iran. Si potrebbe certo obiettare che dall'Iran non si esporta petrolio negli USA. Nello specifico, infatti, circa la metà viene trasportata in India e in Cina, paesi che da sempre ignorano tali sanzioni. L'altra metà viene esportata in paesi industrializzati europei e asiatici (v. grafico 1).

È improbabile che queste nazioni sviluppate aderiscano alle nuove sanzioni USA contro l'Iran. Ciò non vale invece necessariamente per le aziende che trasportano il petrolio verso l'Occidente. Esse sono infatti perlopiù strettamente collegate con gli USA dal punto di vista commerciale oppure svolgono i propri affari in valuta USA. Tali aziende seguirebbero quindi molto probabilmente queste sanzioni, per rispetto verso la giustizia americana. Entro il 12 maggio Donald Trump deve decidere se imporre o meno nuove sanzioni. In caso di decisione contro l'Iran, il prezzo del petrolio potrebbe salire a breve termine fino a USD 80.

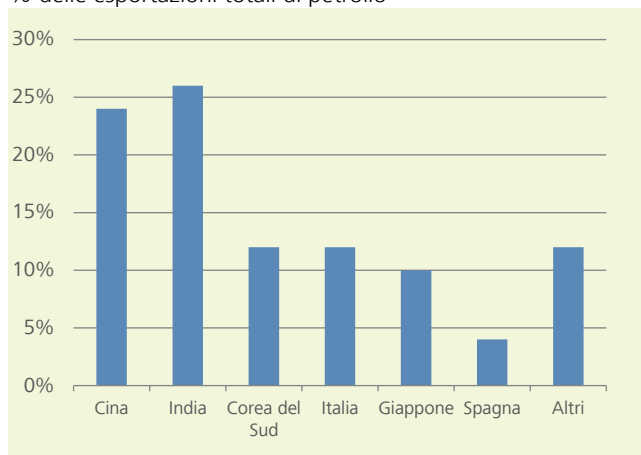
Di particolare importanza per il mercato delle materie prime sono però anche le nuove sanzioni contro la Russia, uno dei più importanti produttori di materie prime globale. Le più importanti società di materie prime sono in mano a oligarchi vicini al presidente Putin. Ad essere colpiti dalle sanzioni USA sono ora proprio gli amici di Putin e con loro spesso anche le relative aziende di materie prime.

La Russia svolge un ruolo decisivo nella produzione mondiale di varie materie prime (v. grafico 2). Di conseguenza, i prezzi delle materie prime interessate hanno reagito con oscillazioni di prezzo al rialzo talvolta forti. In risposta a pressioni politiche gli USA hanno parzialmente allentato le sanzioni, portando una certa distensione sui mercati finanziari. Gli esperti si domandano tuttavia come faranno in futuro le materie prime russe a raggiungere il mercato mondiale. Le sanzioni contro gli oligarchi russi potrebbero infatti durare a lungo, e con esse anche un premio di rischio più alto per le materie prime interessate.

Almeno fino alle elezioni di metà mandato negli USA non prevediamo una netta diminuzione dei rischi geopolitici. Dal punto di vista attuale, perciò, vale ancora la pena di mantenere nel portafoglio un'integrazione di materie prime.

Nessuna esportazione di petrolio iraniano negli USA

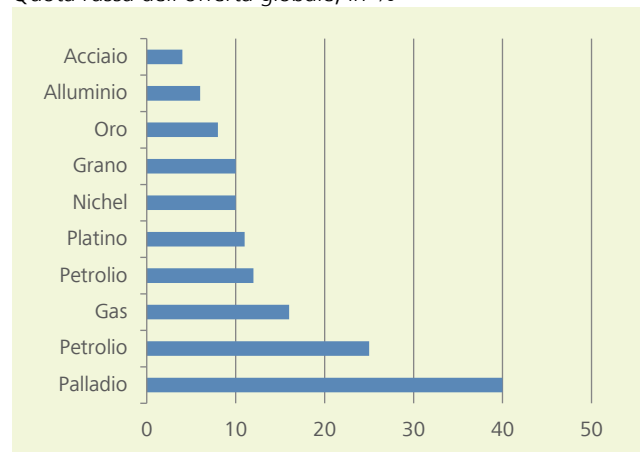
Esportazioni di petrolio iraniano per paese di destinazione, in % delle esportazioni totali di petrolio



Fonte: GTT, Goldman Sachs, Vontobel Asset Management

La Russia è un attore importante sul mercato internazionale delle materie prime

Quota russa dell'offerta globale, in %



Fonte: USDA USGS, WSA, BP, GS, Vontobel Asset Management

Jordan dà via libera a ulteriore moderata debolezza del CHF

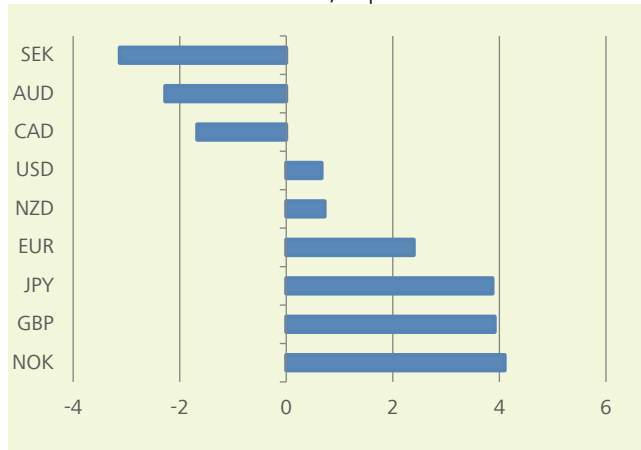
La debolezza del franco dovrebbe proseguire ancora per un po' nei prossimi mesi. Mentre le valute scandinave continuano a rimanere un tema interessante per noi nel medio-lungo termine, l'USD ha ancora un certo margine rialzista nel contesto di dati congiunturali europei più deboli. A lungo termine, tuttavia, i fattori strutturali sono sfavorevoli al dollaro.

Il tasso di cambio EUR/CHF ha raggiunto il target price che abbiamo annunciato lo scorso anno. Tuttavia la nostra previsione di allora, secondo cui la BNS non avrebbe più considerato «una valutazione elevata» il franco a 1.20 – che corrisponde al valore equo nel nostro modello di parità del potere d'acquisto – non si è avverata. Nel suo più recente discorso, il presidente della SNB-Chef Jordan ha chiarito che non vede motivi per cambiare la politica monetaria. Ciò significa a nostro parere che la BNS è ancora ben lontana dall'avviare la normalizzazione della politica monetaria. Partendo da questo presupposto, continuiamo a vedere sul medio termine un moderato potenziale di svalutazione per il franco, in particolare se verrà ulteriormente ridotto il premio di rischio politico che penalizza l'euro (figura 2). La formazione del governo in Italia rimane il principale fattore d'influenza per questo premio di rischio.

Un governo populista in Italia, che non possiamo escludere, rimane un rischio sostanziale. Questa incertezza, insieme a dati congiunturali europei più deboli, sono sfavorevoli nel breve termine a uno sfrenato aumento del corso EUR/CHF.

La NOK beneficia dell'aumento del prezzo del petrolio

Andamento dall'inizio del 2018, in percentuale



Fonte: Datastream, Vontobel Asset Management

La ripresa del dollaro dovrebbe restare di breve durata

I dati congiunturali molto solidi negli USA, un aumento della pressione inflazionistica e il programma fiscale approvato da Donald Trump sono favorevoli nel breve termine a un USD leggermente più forte. Consideriamo tuttavia livelli di EUR/USD intorno a 1.20 come opportunità di acquisto di EUR. La Fed si trova infatti in uno stadio del ciclo di aumento dei tassi avanzato, mentre la BCE non ha nemmeno iniziato a normalizzare. Nei prossimi anni dovrebbe quindi diminuire il sostegno dei tassi al dollaro. Nel lungo termine anche la sostenibilità delle finanze pubbliche USA, sempre più messa in dubbio, è sfavorevole al dollaro. Inoltre, le Banche centrali hanno nettamente ridotto le proprie riserve in EUR a seguito della crisi dei mercati finanziari. La diminuzione dei rischi politici nell'EZ è tuttavia favorevole a che questa tendenza si inverta. Rimaniamo perciò molto ottimisti per quanto riguarda il tasso di cambio EUR/USD sui 12-24 mesi.

Pausa per le valute dei paesi emergenti

A nostro avviso, le valute dei paesi emergenti rimangono una delle classi d'investimento più attraenti nel segmento obbligazionario. Gli indicatori congiunturali al momento deboli sono tuttavia sfavorevoli a un'immediata continuazione della ripresa valutaria. Il rischio più grande per i paesi emergenti resta comunque una guerra commerciale globale sempre più aspra, cosa che noi consideriamo tuttavia poco probabile.

Franco a 1.20, una valutazione pressoché equa

Tasso di cambio e premio di rischio UEM



Fonte: Datastream, Vontobel Asset Management

Panoramica del portafoglio

12/14 | Politica d'investimento 05/2018

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) 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	1.7	1.9	2.2	2.0	1.8
Eurozona	2.1	1.8	2.4	1.9	1.9
USA	2.9	1.5	2.3	2.5	2.2
Cina	6.9	6.7	6.9	6.6	6.3
Giappone	1.4	0.9	1.7	1.4	0.9
Globale (PPP)	3.4	3.2	3.7	3.9	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	1.6	1.9
USA	0.1	1.3	2.1	2.4	2.4
Cina	1.4	2.0	1.6	2.1	2.2
Giappone	0.8	-0.1	0.5	1.0	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	-0.73	-0.75	-0.50
EUR	-0.32	-0.33	-0.33	-0.35	-0.20
USD	1.00	1.69	2.36	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	0.06	0.2	0.6
EUR (Germania)	0.23	0.45	0.57	0.8	1.1
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	1.66	2.4	2.7
USD	2.45	2.41	2.96	3.0	3
JPY	0.04	0.05	0.04	0.1	0.1
Tassi di cambio					
Fine anno					
EUR/CHF	1.07	1.17	1.20	1.20	1.25
USD/CHF	1.02	0.97	0.99	1.01	0.98
JPY/CHF (per 100 JPY)	0.87	0.86	0.91	0.93	0.96
EUR/USD	1.05	1.20	1.21	1.20	1.28
USD/JPY	117	113	109	108	102
Materie prime					
Fine anno					
Greggio (Brent, USD/b.)	57	67	75	70	70
Oro (USD/oncia)	1152	1303	1311	1350	1350

*01.05.2018

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.