



Politica d'investimento – Giugno 2018

Investment Office Gruppo Raiffeisen

Nonostante la formazione del governo: l'Italia innervosisce l'Europa

Banca Raiffeisen Region Zofingen, Agenzia Oftringen

Architetto: Alberati Architekten AG

Fotografo: René Dürr

RAIFFEISEN

Contenuti

Asset allocation tattica in sintesi	3
Commento sul mercato	4
Nonostante la formazione del governo: l'Italia innervosisce l'Europa	
Congiuntura	5
Punti interrogativi politici ed economici in Europa	
Obbligazioni	6
Il caos politico in Italia risveglia preoccupazioni	
Azioni	8
Le azioni europee nel segno del caos politico italiano	
Investimenti alternativi	10
Oro: buono stabilizzatore del portafoglio in tempi turbolenti	
Valute	11
CHF e JPY ricercati come valute rifugio	
Panoramica del portafoglio	12
Previsioni	13

Nota sulla chiusura redazionale:

si è tenuto conto degli sviluppi attuali (in particolare quelli riguardanti l'Italia) fino a:
venerdì 1° giugno 2018, 15:30

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. Caos politico nella terza più grande economia con indicatori congiunturali al contempo in ribasso – la situazione in Europa è chiaramente peggiorata. Alla luce di questa situazione riduciamo la nostra raccomandazione per le azioni europee e nelle azioni abbiamo ora nel complesso una posizione di leggera sottoponderazione.
2. Nonostante alla fine in Italia sia stato formato un governo, probabilmente l'incertezza in Europa continuerà per il momento a persistere. EUR/CHF dovrebbe quindi trovarsi ancora sotto pressione. Nel lungo termine prevediamo tuttavia una rivalutazione dell'euro.
3. La maggiore incertezza in Europa dovrebbe sostenere l'oro nonostante l'USD più forte, per cui ora raccomandiamo una leggera sovrapponderazione del metallo giallo. Anche se il potenziale rialzista dovrebbe essere limitato, anche il fatto che l'oro funga da ancora di stabilità per il portafoglio in tempi più turbolenti depone a favore di una quota maggiore.

Nonostante la formazione del governo: l'Italia innervosisce l'Europa

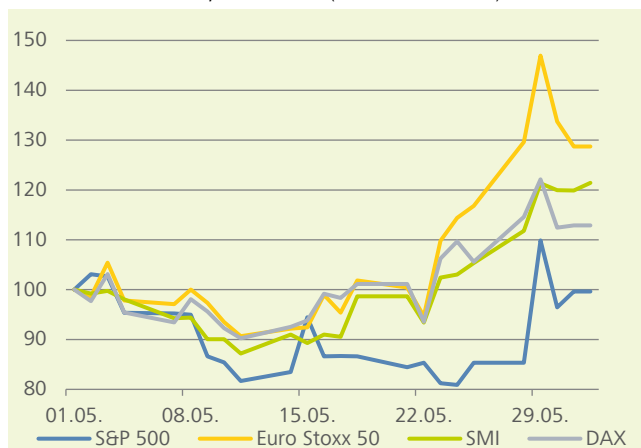
Caos politico nella terza più grande economia con indicatori congiunturali allo stesso tempo in ribasso – la situazione in Europa è chiaramente peggiorata. Alla luce di ciò riduciamo la nostra raccomandazione per azioni europee e consigliamo un aumento per l'oro.

Ancora 12 mesi fa, l'Europa tirava un grosso sospiro di sollievo. I risultati delle elezioni in Francia e Paesi Bassi avevano avuto un esito positivo e i rialzi alimentati dalla BCE sulle borse azionarie e i dati economici straordinariamente buoni contribuivano all'umore positivo. Inoltre, il rafforzato asse Berlino-Parigi abbozzava idee di riforma audaci per l'UE e per l'unione monetaria.

Un anno dopo, considerando il caos politico in Italia, non rimane molto di quest'atmosfera di rinnovamento. Giuseppe Conte è riuscito nel suo secondo tentativo di formare un governo di coalizione tra i due partiti populistici Lega e 5 Stelle, sventando così (per il momento) il rischio di imminenti nuove elezioni. Questo però non risolve la questione del previsto programma di governo dei due membri della coalizione, che preoccupa l'Europa e i mercati finanziari. Infatti, Conte dovrebbe essere un premier debole – le due figure forti del nuovo governo sono i capi dei due partiti di coalizione, Salvini e Di Maio. Ciò significa che il loro programma di governo – massiccio aumento delle spese e parallela riduzione delle tasse – resta attuale, il che, visto il debito pubblico italiano di oltre il 130% del PIL, praticamente non è finanziabile e genera incertezza in Europa. Inoltre, il fatto che il dichiarato nemico dell'Europa, bloccato da Mattarella come Ministro dell'Economia, sia ora Ministro degli

L'incertezza ha colpito soprattutto azioni europee

Indici della volatilità, indicizzati (100 = 1.5.2018)



Fonte: Bloomberg, Investment Office Gruppo Raiffeisen

Affari europei, mentre al Ministero dell'Economia è stato nominato Giovanni Tria, di atteggiamento meno provocatorio, ma con posizioni simili, certo non contribuisce a placare i timori generali.

Anzi: i piani del nuovo governo minacciano di bloccare gli sforzi per le auspiccate riforme a favore dell'EZ. Dovrebbero infatti acquisire ulteriore sostegno soprattutto le voci provenienti dalla Germania che mettono in guardia dal finanziere economie poco serie di altri stati dell'EZ con i miliardi delle imposte tedesche.

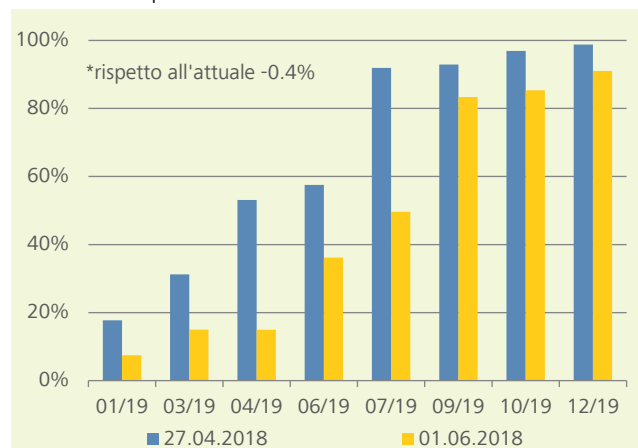
Come se non bastasse, le incertezze per l'EZ coincidono con l'indebolimento degli indicatori congiunturali, da cui consegue un ulteriore aumento dell'insicurezza, specialmente sulle borse azionarie ed allo stesso tempo sui mercati ci si aspetta ora che la BCE esiti circa un primo aumento dei tassi, non da ultimo anche perché Trump non escluderà più l'Europa da dazi punitivi.

Peggioramento dei dati congiunturali dell'EZ, inquietudini politiche in Europa e conflitti commerciali latenti: queste imponderabilità dovrebbero suscitare preoccupazioni soprattutto sulle borse azionarie europee, per cui riduciamo la nostra raccomandazione tattica per azioni europee a una leggera sottoponderazione. Al contempo aumentiamo a leggera sovrapponderazione la raccomandazione per la quota di oro. Manteniamo poi la sovrapponderazione delle strategie alternative, mentre agli attuali livelli di prezzo individuiamo rischi ribassisti per il petrolio e restiamo su una posizione leggermente sottoponderata.

santosh.brivio@raiffeisen.ch

Previsioni sui tassi nettamente ridotte

Probabilità implicita nel mercato di aumento dei tassi BCE*



Fonte: Bloomberg, Investment Office Gruppo Raiffeisen

Punti interrogativi politici ed economici in Europa

I mercati finanziari hanno reagito in maniera molto negativa al caos politico in Italia. Anche se la formazione del governo esclude per il momento un ritorno alle urne, l'incertezza dovrebbe persistere. Inquieta anche la minaccia del governo USA di imporre dazi punitivi addirittura sulle auto europee, oltre alle tariffe commerciali decise su alluminio e acciaio.

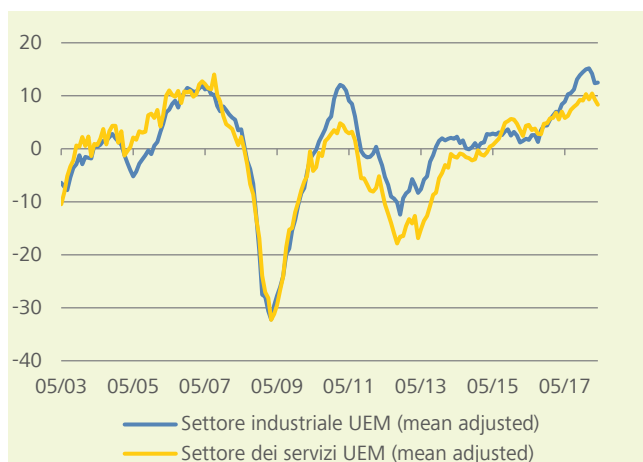
Dalla settimana scorsa la crisi politica in Italia tiene in pugno i mercati finanziari. Alla fine si è riusciti a formare un governo, tuttavia continuerà a pesare l'incertezza legata all'Italia e probabilmente anche il timore di una rottura dell'euro, in particolare perché forze scettiche verso euro e UE dettano la linea e occupano posizioni chiave nel nuovo governo. La percezione del rischio è accentuata inoltre dal fatto che anche in Spagna al capo del governo Rajoy è stata tolta la fiducia e che, nonostante il successore Sánchez abbia ancora due anni di mandato, è probabile un ritorno alle urne.

Permane l'incertezza

Le imponderabilità politiche colpiscono l'economia europea in un momento in cui si indeboliscono vari indicatori congiunturali e del sentiment. Il livello degli indicatori è ancora elevato nel confronto pluriennale, ma la tendenza è in discesa. Inoltre, nel primo trimestre dell'anno in corso l'economia ha registrato con lo 0.4% una crescita più debole del previsto rispetto al trimestre precedente. Prevediamo tuttavia una crescita più forte nel prossimo trimestre, dato che i risultati degli ultimi sondaggi sui

Nonostante indicatori anticipatori più deboli la crescita dell'UEM dovrebbe continuare

Indicatori della fiducia



Fonte: EC, Markit IHS, Datastream, Vontobel Asset Management

nuovi ordini delle aziende restano relativamente alti. I dazi USA ora entrati effettivamente in vigore sui prodotti europei in acciaio e in alluminio, nonché la minaccia di regolamentazioni più severe per l'importazione di auto europee, dovrebbero comunque esercitare un effetto sensibilmente negativo sull'umore e sulle prospettive congiunturali dell'EZ.

Bisticci commerciali e conflitti geopolitici

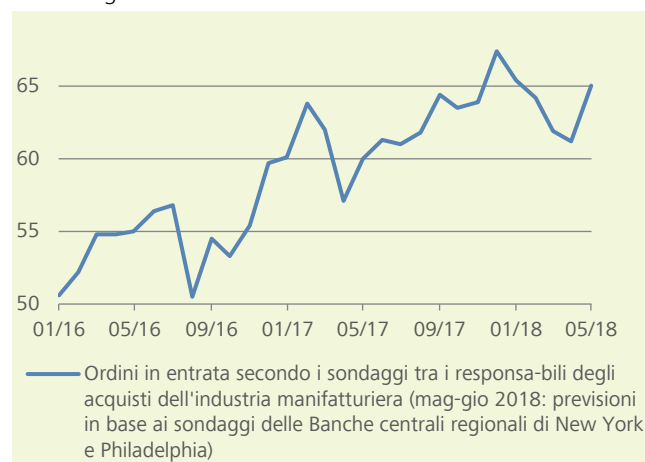
Gli USA sono stati l'unico paese contraente a ritirarsi dall'accordo con l'Iran sul nucleare. In tal modo le aziende europee con interessi commerciali negli USA si trovano di fronte a un dilemma e rischiano sanzioni USA se continuano a fare affari con l'Iran. Più che aperto è anche l'esito dell'incontro tra Donald Trump und Kim Jong-Un che alla fine avrà effettivamente luogo. In compenso si è in parte placato il conflitto commerciale USA-Cina, dopo la sospensione provvisoria dei dazi punitivi. Il governo USA ha però intenzione di estendere i dazi protettivi, come per alluminio e acciaio, anche alle importazioni di auto, aprendo così un nuovo fronte nel conflitto commerciale.

USA: dati economici solidi nonostante tutto

Nonostante queste turbolenze la congiuntura USA accelera nuovamente, dopo che gli ordini in entrata erano diminuiti ogni mese dall'apice raggiunto a dicembre. A maggio gli indici regionali dei responsabili degli acquisti sono tornati a migliorare all'unisono, un indizio del solido percorso di crescita della congiuntura industriale. Il mercato del lavoro è in condizioni molto buone con tasso di disoccupazione ai minimi dal 2000. Manteniamo quindi la nostra previsione ottimistica per l'anno in corso.

USA: ripresa degli ordini in entrata dopo una fase di debolezza

Indice degli ordini in entrata



Fonte: Datastream, Markit, Vontobel Asset Management

Il caos politico in Italia risveglia preoccupazioni

Le turbolenze politiche in Italia tornano a causare una pressione alle vendite per le obbligazioni italiane. Anche altri mercati sudeuropei sono stati contagiati dall'incertezza. Non ci aspettiamo una disgregazione dell'EZ, tuttavia potrebbero dapprima aumentare le differenze di rendimento.

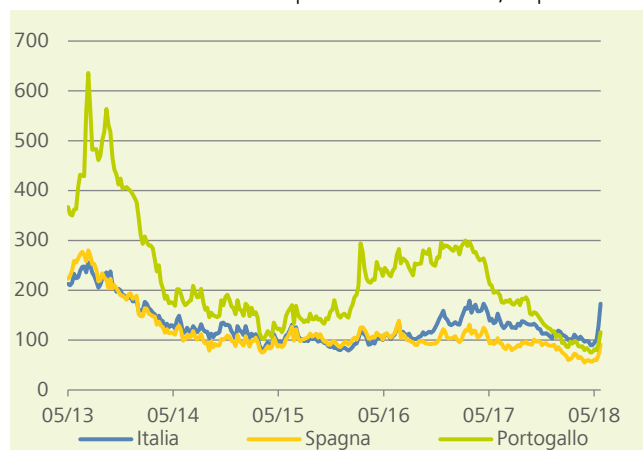
Nonostante alle elezioni parlamentari italiane di marzo abbiano vinto i due partiti populistici e anti-UE, Lega Nord e Movimento 5 Stelle, il mercato azionario italiano è rimasto stranamente tranquillo. Ultimamente i premi di rischio sono addirittura diminuiti. Ciò potrebbe essere dovuto a motivi tecnici di mercato, poiché le estinzioni di obbligazioni in scadenza e gli acquisti di obbligazioni della BCE superano l'offerta di emissione.

Solo negli ultimi giorni si è manifestata la nuova realtà sui mercati obbligazionari: due partiti euroscettici italiani che sostengono una politica eterodossa – tra le altre cose chiedono alla BCE un condono del debito – si sono riuniti in una alleanza profana. Da allora le preoccupazioni si sono estese anche ad altri mercati potenzialmente vulnerabili quali Spagna e Portogallo (v. grafico 1). Essendo l'Italia «too big to fail», l'uscita del paese dall'EZ significherebbe probabilmente la fine della valuta comune.

Alla speculazione al momento sono posti dei limiti, poiché la BCE è la maggiore compratrice sul mercato obbligazionario. Negli ultimi cinque anni l'Italia ha ridotto notevolmente le spese per l'indebitamento (v. grafico 2), poiché la BCE ha acquistato

I premi di rischio in aumento per obbligazioni italiane si estendono anche ad altri stati periferici

Differenze di rendimento rispetto alla Germania, in pb



Fonte: BofAML, Bloomberg, Vontobel Asset Management

titoli di stato italiani e di altri paesi periferici impostando il paese su una disciplina fiscale. Riteniamo che la BCE potrebbe adottare ulteriori misure a sostegno dell'Italia solo nel momento in cui l'instabilità dei mercati mettesse a rischio l'integrità dell'EZ. A nostro avviso ne siamo ancora ben lontani. La BCE lo ha fatto per l'ultima volta nel 2012.

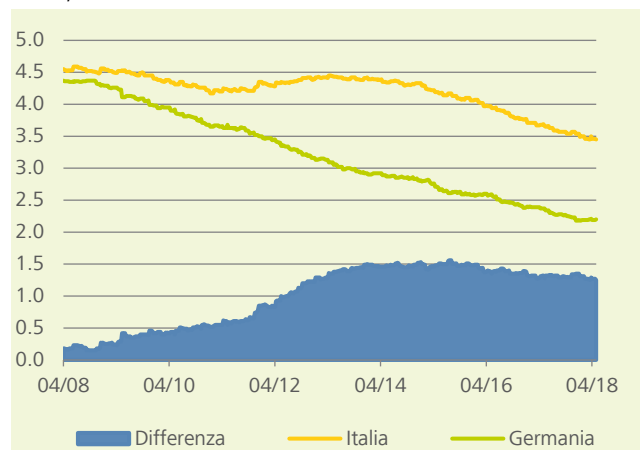
Anche il rating dell'Italia è un punto centrale. Il paese, con un rating BBB, è ancora due livelli sopra il non investment grade. Moody's ha già inserito il rating sulla watch list. Se l'Italia venisse classificata come non investment grade da tutte le agenzie di rating del credito, cosa che riteniamo improbabile nel breve termine, i titoli di stato italiani verrebbero esclusi dal programma di acquisti obbligazionari della BCE.

Ogni nuovo governo italiano, con il sostegno dell'attuale parlamento, dovrebbe annunciare ambiziosi programmi di spesa. Per questo motivo riteniamo che sia nell'interesse del paese negoziare una soluzione sostenibile con l'UE. L'Italia potrebbe addirittura giungere a un compromesso con l'UE se questi ulteriori deficit di bilancio fossero di natura temporanea. Tuttavia è difficile valutare se gli stravaganti piani dei partiti populistici italiani siano parte di una tattica di negoziazione o se riflettano semplicemente una vera e propria irresponsabilità fiscale.

Considerata la situazione dinamica, consigliamo al momento di aspettare. Finché il quadro fondamentale non sarà migliorato in modo duraturo, continuiamo a preferire obbligazioni societarie con un basso rating investment grade. Questi titoli presentano un profilo rischio-rendimento nettamente migliore.

La politica della BCE sostiene le obbligazioni italiane

Cedola media (ultimi dieci anni) su obbligazioni in circolazione, in %



Fonte: BofAML, 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 europee nel segno del caos politico italiano

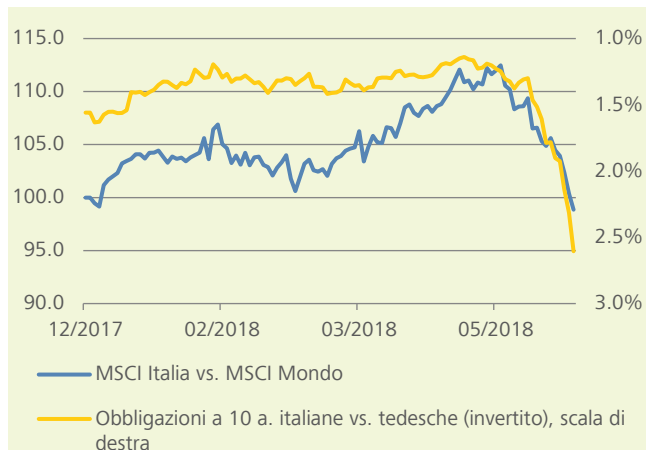
I mercati azionari quest'anno sono più o meno al punto in cui erano a inizio anno. Tuttavia, nelle ultime settimane le azioni europee hanno risentito sempre più della situazione politica in Italia, molto più di quelle USA e UK, ad esempio. Ci sarebbero anche le Banche centrali su entrambi i lati dell'Atlantico che in caso di maggiori turbolenze dovrebbero prolungare i loro stimoli piuttosto che abbreviarli.

Puntualmente sul «Sell in May and go away» – qualcosa sembra muoversi sui mercati azionari, poiché a causa del caos politico in Italia e delle relative preoccupazioni su un possibile ammortamento del debito pubblico, i rendimenti obbligazionari italiani sono nettamente saliti. Le azioni italiane hanno già sofferto molto perché vi troviamo fortemente rappresentate banche, società di telecomunicazioni e di servizi e questi settori sono particolarmente esposti, tra l'altro per un'elevata dipendenza da premi di rischio e un elevato indebitamento. La performance relativa delle azioni italiane sull'MSCI World ha ultimamente avuto una correlazione molto forte con lo spread dei titoli di stato italiani rispetto a quelli tedeschi.

Negli ultimi anni, sia la Fed che la BCE hanno pesantemente influenzato (verso l'alto) la direzione dei mercati finanziari e cresce la probabilità che supporteranno i mercati azionari più a lungo del previsto. La Fed pare ad es. tollerare un'impennata a breve termine dell'inflazione oltre il 2% negli USA e la BCE do-

Di recente le azioni italiane hanno avuto una forte correlazione con i premi di rischio dei titoli di stato italiani

Andamento azionario e differenza dei rendimenti

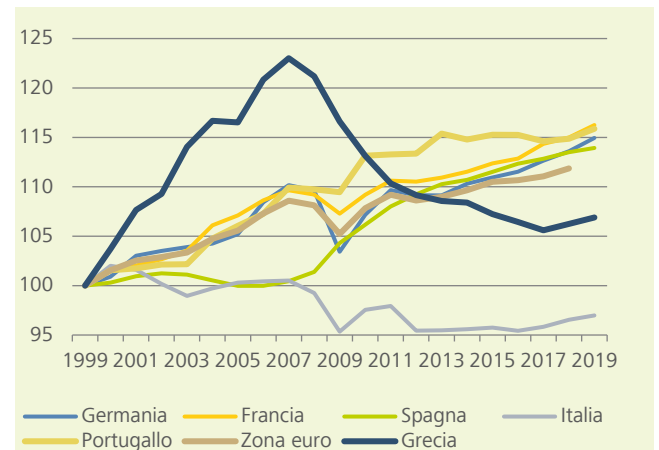


Fonte: MSCI, FactSet, Vontobel Asset Management

vrebbe tornare ad aiutare con misure monetarie nel caso si verificasse una situazione simile a quella del 2012 quando i rendimenti dei titoli di stato italiani salirono in maniera eccessiva. Ciò potrebbe rappresentare nuovamente un momento favorevole all'ingresso in azioni italiane, soprattutto nel caso in cui il programma di governo esistente portasse sul lungo termine, oltre a un aggravarsi dei problemi di bilancio, addirittura a un aumento degli investimenti, della crescita, della produttività nonché a una diminuzione dei costi unitari del lavoro. Al momento è però più che incerto che tale situazione si verifichi. Nel breve termine, infatti, gli attuali problemi dell'Italia dovrebbero piuttosto accentuarsi. Gli investitori non dovrebbero pertanto più favorire gli investimenti azionari europei rispetto a quelli statunitensi. La stagione degli utili è stata molto migliore negli Stati Uniti che in Europa. Un'altra alternativa sarebbe rappresentata dalle azioni del Regno Unito (nell'ipotesi di trattative costruttive sulla Brexit), dove gli investitori sono fortemente sottoponderati a causa di possibilmente eccessive preoccupazioni, ma il mercato azionario è solo parzialmente dipendente dal mercato interno. Va notato inoltre che il profilarsi di una possibile nuova crisi genera anche «profittatori» diretti. I venditori di titoli di stato italiani si rifugiano infatti in titoli di stato tedeschi, continuando a ridurre così le spese per interessi dello stato tedesco, già comunque basse. L'euro più debole aiuta, tra gli altri, le case automobilistiche tedesche riguardo ai timori quali possibili dazi USA e problemi legati al diesel. Possono essere contenti non da ultimi anche i proprietari tedeschi di immobili, che possono rifinanziarsi grazie a tassi d'interesse più bassi.

Per l'economia italiana sarebbero urgentemente necessarie riforme

Produttività del lavoro, indicizzata (100 = 1999)



Fonte: MSCI, FactSet, Vontobel Asset Management

Azioni leggermente sottoponderate

= 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 causa delle incertezze per l'Eurozona dovute all'Italia riduciamo la nostra raccomandazione per le azioni europee da neutrale a leggermente sottoponderata.

– USA

Le elevate aspettative per il programma congiunturale non sembrano lecite e nascondono potenziale di delusione. Svizzera ha 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

Oro: buono stabilizzatore del portafoglio in tempi turbolenti

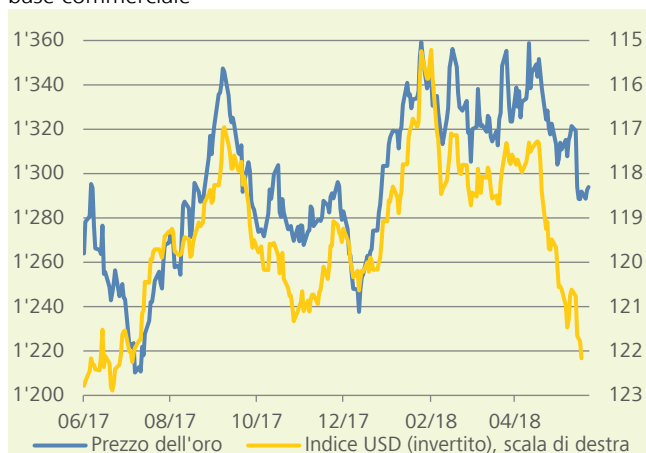
La prospettiva di un governo italiano populista ha fatto notevolmente salire i premi di rischio nell'EZ. Ciò dovrebbe sostenere il prezzo dell'oro nonostante un USD più forte, per cui ora sovraponderiamo il metallo giallo. Intanto prosegue ininterrotta la tendenza al rialzo dei prezzi del petrolio. Sono però aumentati i rischi ribassisti.

L'oro è considerato un investimento adatto a tempi di insicurezza politica. Con la coalizione di governo in Italia tra Lega e Movimento 5 Stelle, nell'EZ potrebbero essere tornati tali tempi. In ogni caso i mercati finanziari non sembrano contenti e puniscono gli italiani con premi di rischio più elevati sui loro titoli di stato. È salito anche il franco svizzero, generalmente considerato un «bene rifugio» in Europa. Con sorpresa di molti, l'oro non ha ancora beneficiato delle recenti incertezze che comporta il nuovo programma di governo italiano.

Da un lato, grazie alla deregolamentazione e alle riduzioni fiscali i tassi reali USA si muovono al rialzo, il che sul lungo termine potrebbe penalizzare il prezzo dell'oro. Il più forte vento contrario viene però al momento soprattutto da un USD rafforzato (v. grafico 1). Dato che grazie a un'economia in forte crescita la Fed può continuare ad aumentare i tassi, il biglietto verde è tornato a salire. Per i metalli preziosi quotati in USD ciò significa una domanda più debole al di fuori degli USA. Stando ai sondaggi fra gli investitori, ne risultano prospettive assai pessimistiche per l'oro. Riteniamo tale umore negativo esagerato.

Dollaro USA più forte fa pressione sul prezzo dell'oro

Prezzo dell'oro in USD/oncia troy e indice USD ponderato su base commerciale



Il ruolo di investimento nei periodi di crisi potrebbe addirittura avere complessivamente una funzione di leggero sostegno per l'oro, per cui aumentiamo la quota raccomandata da neutrale a leggermente sovraponderata. Anche se il potenziale rialzista dovrebbe essere limitato, il fatto che l'oro funga da ancora di stabilità per il portafoglio in tempi più turbolenti depone a favore di una quota maggiore. Considerando le attuali incertezze prevediamo addirittura un potenziale rialzista per il metallo giallo, e aumentiamo la quota raccomandata da neutrale a leggermente sovraponderata.

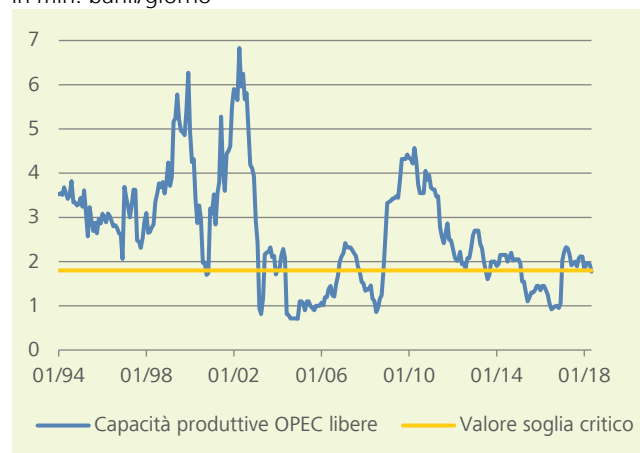
I rischi di diminuzione del prezzo di petrolio sono aumentati

Al più tardi dall'annuncio di Donald Trump di voler disdire l'accordo sul nucleare con l'Iran è tornata la paura di uno «shock petrolifero». A nostro avviso nei prossimi mesi è effettivamente possibile, anche se non verosimile, un tale shock, con prezzi che potrebbero tornare oltre USD 100 al barile. In generale, agli attuali livelli di prezzo dovrebbero più che altro essere aumentati addirittura i rischi ribassisti, poiché le tecniche di estrazione non convenzionali sono di nuovo attrattive, e in tal modo è sempre più possibile un ampliamento dell'offerta globale.

Ciononostante, in tempi di piena utilizzazione delle capacità produttive (v. grafico 2) e di scorte più basse, le incertezze geopolitiche possono essere un driver a breve termine per il prezzo del petrolio. Si consiglia perciò di mantenere nel portafoglio gli investimenti sul petrolio.

Si è assottigliato il cuscinetto contro i rischi geopolitici

Capacità produttive OPEC libere, in mln. barili/giorno



CHF e JPY ricercati come valute rifugio

Nel breve termine l'aumento dei rischi politici in Italia è favorevole al dollaro USA e ai beni rifugio franco e yen. Tuttavia nel lungo termine siamo fiduciosi per quanto riguarda le valute europee. Inoltre, potrebbe presto giungere il momento di acquistare valute dei paesi emergenti.

Fino a nuovo avviso il destino dell'Italia è nelle mani di una coalizione di governo populista formata da Lega e 5 Stelle. Questa nuova costellazione e la confusione che ha preceduto la formazione del governo hanno cambiato la prospettiva per il dollaro, almeno sul breve termine. Nelle prossime settimane ci sembra ora possibile una correzione dell'euro a 1.10-1.15, soprattutto se gli indicatori della fiducia per la congiuntura europea dovessero peggiorare ulteriormente. Tuttavia, una politica monetaria espansiva in Europa, la pressione salariale in lenta crescita e l'euro nel frattempo di nuovo più debole indicano una prossima stabilizzazione della crescita. Partendo dal presupposto che l'aumento delle differenze di rendimento fra Italia e «Europa centrale» (premio di rischio UEM) da un certo momento in poi disciplineranno il nuovo governo, manteniamo la nostra previsione ottimistica per l'euro a tre e dodici mesi.

La confusione in Italia spinge gli investitori verso il CHF

Già da marzo, ossia dalla fase calda della campagna elettorale italiana, sono di nuovo aumentati gli afflussi di capitali in Svizzera (v. grafico 2). Lo spauracchio di un governo italiano an-

tieuropeista indica che la forza del franco potrebbe durare ancora un poco. Tuttavia prevediamo che torni il premio di rischio europeo. Manteniamo quindi per il momento il nostro obiettivo a lungo termine di 1.25 (EUR/CHF) e rivediamo leggermente al ribasso la nostra previsione a tre mesi. Nel contesto segnato da rischi politici in aumento, il dollaro dovrebbe leggermente indebolirsi sul franco. Prevediamo maggiori incrementi del franco sul dollaro solo nel 2019, nel caso in cui la congiuntura nell'EZ dovesse effettivamente riprendersi e la BCE dovesse preparare i mercati a un primo aumento dei tassi.

Miglioramento per le valute dei paesi emergenti

Indicatori anticipatori più deboli nei paesi emergenti, rendimenti USA in rapida crescita e un dollaro più forte hanno penalizzato le valute dei paesi emergenti. Presto potrebbero però essere raggiunti livelli d'ingresso interessanti. I seguenti punti sono favorevoli a una stabilizzazione. Da un lato i mercati del lavoro hanno un andamento favorevole e la pressione inflazionistica è moderata. Dall'altro le Banche centrali, come ad esempio in Turchia, hanno iniziato a opporsi alla pressione ribassista. A nostro avviso, anche i rendimenti USA dovrebbero presto stabilizzarsi. Oltre a temi quali il protezionismo, rimane il dollaro USA. Esso dovrebbe interrompere il proprio trend rialzista non appena si riprenderanno gli indicatori della fiducia nell'EZ e smetterà di salire il premio di rischio dell'euro. Cosa che riteniamo si verificherà più avanti nell'anno.

Aumento di depositi a vista presso la BNS come indizio della fuga verso il franco

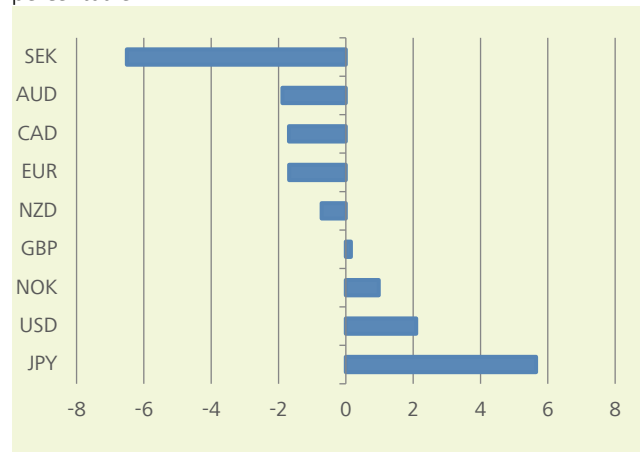
Depositi a vista di banche nazionali, in mld. CHF



Fonte: BNS, Datastream, Vontobel Asset Management

Il CHF si è apprezzato rispetto a molte valute

Performance dall'inizio dell'anno rispetto al franco svizzero, in percentuale



Fonte: Datastream, Vontobel Asset Management

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 %	8.8 %	0 %	5 %	40 %	9.2 %	0 %	5 %	40 %	7.0 %	0 %	5 %	40 %	6.5 %	0 %	5 %	40 %	4.4 %
Cash				8.8 %				9.2 %				7.0 %				6.5 %				4.4 %
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 %	18.8 %	25 %	40.0 %	55 %	38.0 %	45 %	60.0 %	75 %	56.4 %	65 %	80.0 %	95 %	74.8 %
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 %	6.3 %	5 %	15.0 %	25 %	12.0 %	14 %	24.0 %	34 %	18.9 %	23 %	33.0 %	43 %	25.8 %
Azioni Europa (escl. CH)		0.0 %		0.0 %		3.0 %		1.8 %		5.0 %		3.0 %		9.0 %		5.4 %		13.0 %		7.8 %
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 %	19.5 %	0 %	15.0 %	30 %	19.5 %	0 %	15.0 %	30 %	19.5 %	0 %	15.0 %	30 %	20.2 %	0 %	15.0 %	30 %	20.8 %
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 %	5.0 %	0 %	3.0 %	13 %	5.0 %	0 %	3.0 %	13 %	5.0 %	0 %	4.0 %	14 %	6.7 %	0 %	5.0 %	15 %	8.3 %
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 %		7.5 %		16 %		16.3 %		26 %		25.5 %		37 %		35.6 %		48 %		45.6 %
Quota attuale***																				
USD		6 %		7.5 %		12 %		13.5 %		19 %		20.5 %		25 %		27.2 %		31 %		33.8 %
EUR		0 %		0.0 %		3 %		1.8 %		5 %		3.0 %		9 %		5.4 %		13 %		7.8 %
JPY		0 %		0.0 %		1 %		1.0 %		2 %		2.0 %		3 %		3.0 %		4 %		4.0 %
Max		21 %		22.5 %		31 %		31.3 %		41 %		40.5 %		52 %		50.6 %		63 %		60.6 %

* 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	0.8	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
Libor a 3 mesi					
Fine anno (in %)					
CHF	-0.73	-0.75	-0.73	-0.75	-0.50
EUR	-0.32	-0.33	-0.32	-0.35	-0.20
USD	1.00	1.69	2.32	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	-0.05	0.2	0.6
EUR (Germania)	0.23	0.45	0.42	0.8	1.1
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	2.24	2.4	2.7
USD	2.45	2.41	2.92	3.0	3
JPY	0.04	0.05	0.05	0.1	0.1
Tassi di cambio					
Fine anno					
EUR/CHF	1.07	1.17	1.15	1.19	1.25
USD/CHF	1.02	0.97	0.98	0.99	0.98
JPY/CHF (per 100 JPY)	0.87	0.86	0.90	0.92	0.96
EUR/USD	1.05	1.20	1.17	1.20	1.28
USD/JPY	117	113	110	108	102
Materie prime					
Fine anno					
Greggio (Brent, USD/b.)	57	67	77	70	70
Oro (USD/oncia)	1152	1303	1294	1350	1350

*04.06.2018

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.