



## Politica d'investimento – Luglio 2018

Investment Office Gruppo Raiffeisen

Mezzo pieno o mezzo vuoto?

Banca Belfaux, sede principale Belfaux

Architetto: deillon delley architectes, Bulle

Fotografo: Roger Frei

**RAIFFEISEN**

# Contenuti

Asset allocation tattica in sintesi	3
Commento sul mercato <b>Mezzo pieno o mezzo vuoto?</b>	4
Congiuntura <b>La politica commerciale di Trump minaccia l'economia mondiale</b>	5
Obbligazioni <b>Aumentano i venti contrari per obbligazioni dei paesi emergenti</b>	6
Azioni <b>La guerra commerciale quale gioco a somma zero</b>	8
Investimenti alternativi <b>L'OPEC cerca di impedire un aumento del prezzo del petrolio</b>	10
Valute <b>Nel breve termine una BCE «dovish» non è favorevole all'euro</b>	11
Panoramica del portafoglio	12
Previsioni	13

Nota sulla chiusura redazionale:

Si è tenuto conto degli sviluppi attuali fino a:  
giovedì, 28 giugno 2018; 17:00

# Asset allocation tattica in sintesi

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

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

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

## Messaggi chiave

1. Il contesto d'investimento si presenta segnato da molte insicurezze. In questa situazione continuiamo a ritenere appropriata la nostra sottoponderazione in obbligazioni e azioni, mentre riduciamo a neutrale la quota raccomandata per le azioni dei paesi emergenti; aumentiamo invece a leggera sovraponderazione il posizionamento per gli investimenti immobiliari.
2. In caso di escalation dei conflitti commerciali, i mercati emergenti sono particolarmente a rischio; raccomandiamo perciò una quota neutrale nelle azioni dei paesi emergenti. Continuiamo a raccomandare mercati interessanti come il Giappone e investimenti più difensivi per gli investitori orientati al mercato nazionale.
3. Vediamo confermato il nostro posizionamento prudente per gli investimenti in petrolio. Vista l'attrattiva relativa dei rendimenti distribuiti aumentiamo invece la nostra raccomandazione per gli investimenti immobiliari indiretti a leggera sovraponderazione.

## Mezzo pieno o mezzo vuoto?

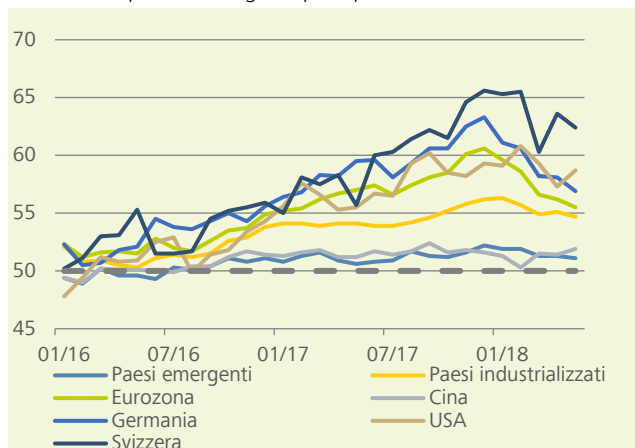
**Il contesto d'investimento si presenta segnato da molte insicurezze. Continuiamo quindi a ritenere appropriata la nostra sottoponderazione in obbligazioni e azioni, mentre riduciamo a neutrale la quota raccomandata per azioni di paesi emergenti; aumentiamo invece a leggera sovrapponderazione il posizionamento negli investimenti immobiliari.**

La questione del bicchiere mezzo pieno o mezzo vuoto tormenta molti investitori. I più ottimisti citano la congiuntura globale, che nell'insieme è ancora robusta. Infatti, anche se di recente gli indicatori per l'EZ sono stati mediocri, si tratta di un consolidamento ad alto livello che in fin dei conti lascia intatta la previsione positiva, di cui beneficia anche l'economia svizzera, che nel 2018 dovrebbe crescere di oltre il 2%.

Anche nelle altre parti del mondo la situazione congiunturale a metà anno continua a mostrarsi solida. Negli USA, ad esempio, il motore dell'economia continua a girare quasi a pieno regime. Gli indicatori anticipatori mostrano una crescita solida e continua, e il mercato del lavoro si presenta in buona forma. Anche nei paesi emergenti la situazione non è (ancora) minacciosa. Senza dubbio l'aumento dei tassi USA e la crescita del protezionismo ostacolano un nuovo incremento della dinamica di espansione. Allo stesso tempo il ritmo a cui la Fed normalizza i tassi rimane comunque moderato e per il momento la domanda costante proveniente dai paesi industrializzati dovrebbe fare da supporto. Non da ultimo, in Cina non si avvertono (affatto) rallentamenti drammatici della crescita: sebbene il più importante paese emergente stia rafforzando la lotta agli squilibri

**Allora, il bicchiere è mezzo pieno...**

Indici dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera



Fonte: Bloomberg, Investment Office Gruppo Raiffeisen

economici e alle esagerazioni sul mercato immobiliare, finora la dinamica congiunturale non sembra risentirne.

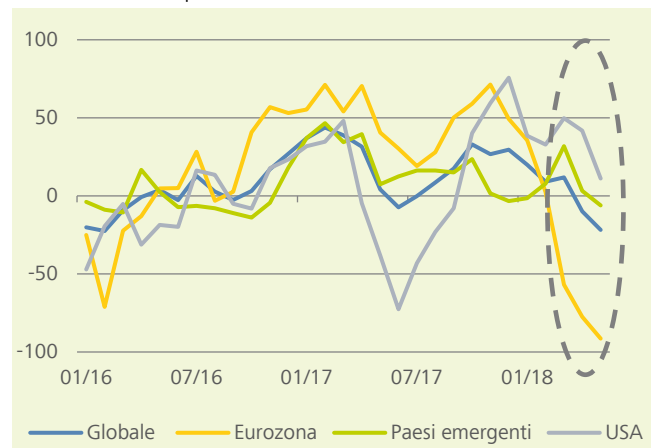
Vi sono quindi alcuni motivi per avere una certa fiducia. Tuttavia non si possono ignorare alcuni fattori che minano la quiete sui mercati. Per prima cosa i mercati azionari: ultimamente subivano una notevole pressione a vendere legata al conflitto commerciale con sempre nuovi dazi punitivi e le ritorsioni che ne derivano. Il fatto poi che l'Europa si trovi di nuovo in modalità di crisi (questione dei rifugiati, Italia, riforme dell'Eurozona) e che allo stesso tempo il peso massimo, la Germania, sia alle prese con una vera e propria crisi di politica interna non contribuisce a un miglioramento della situazione: un'Europa paralizzata dal punto di vista politico non sarebbe certamente l'ideale considerato il deciso protezionismo degli USA e una dinamica di crescita nell'Eurozona che potrebbe rallentare.

Non è possibile fornire una risposta definitiva alla domanda se il bicchiere sia mezzo pieno o mezzo vuoto. Sembra certo che i rischi resteranno elevati finché la situazione politica rimarrà incerta e i conflitti commerciali continueranno a covare o addirittura aumenteranno. Vediamo quindi confermato il nostro posizionamento sottoponderato in obbligazioni e azioni, mentre riduciamo allo stesso tempo a neutrale la nostra quota azionaria raccomandata per i paesi emergenti. Il motivo è che i paesi emergenti sono particolarmente esposti a conflitti commerciali più lunghi. Manteniamo il posizionamento sovrapponderato negli investimenti alternativi e aumentiamo a leggera sovrapponderazione la quota consigliata per gli investimenti immobiliari indiretti visti i rendimenti distribuiti relativamente interessanti.

[santosh.brivio@raiffeisen.ch](mailto:santosh.brivio@raiffeisen.ch)

**...o mezzo vuoto?**

Citi Economic Surprise Index



Fonte: Bloomberg, Investment Office Gruppo Raiffeisen

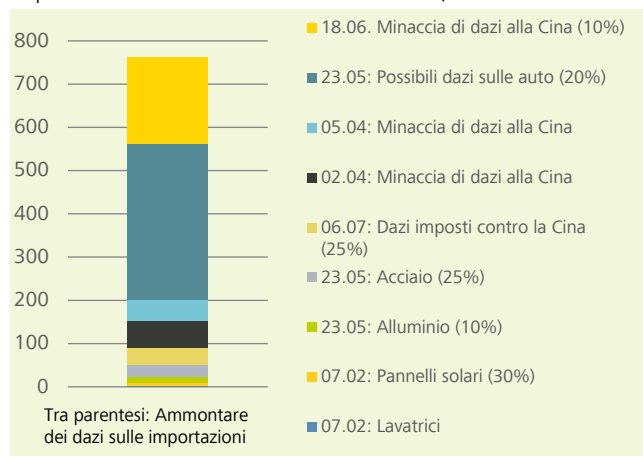
## La politica commerciale di Trump minaccia l'economia mondiale

**L'escalation del conflitto commerciale tra gli USA e i suoi partner commerciali potrebbe gravare pesantemente sul commercio mondiale, con effetti che interessano meno gli USA che il resto del mondo. La Fed adotterà quindi una politica monetaria ancora più restrittiva, mentre la BCE rimanda il primo aumento dei tassi di riferimento.**

L'andamento cronologico degli scontri commerciali è impressionante (v. grafico 1). All'inizio erano in programma dazi sulle importazioni USA di lavatrici e pannelli solari, poi su acciaio e alluminio. A fine maggio gli USA hanno annunciato una prima tranche di dazi contro la Cina per un volume di USD 34 miliardi. In risposta alle ritorsioni cinesi, a metà giugno Trump ha minacciato ulteriori dazi sulle importazioni per USD 200 miliardi. L'ultima novità sono possibili dazi sulle importazioni di auto. I dazi introdotti fino alla fine di maggio riguardano appena il due per cento delle importazioni USA e dovrebbero far aumentare l'indice dei prezzi al consumo USA solo di meno di 0.2 punti percentuali. Qualora si dovesse passare al secondo livello dei dazi sulle importazioni dalla Cina, l'aumento dell'inflazione USA potrebbe arrivare fino a 0.5 punti percentuali. Se dovessero essere introdotti tutti i dazi rappresentati nel grafico 1, circa un terzo delle importazioni complessive USA sarebbe sottoposto a dazi e l'inflazione USA salirebbe di un totale di 1.9 punti percentuali. A nostro avviso uno scenario del genere è improbabile, ma i rischi di una guerra commerciale dovrebbero comunque avere effetti negativi sull'economia mondiale.

### Ulteriori importazioni USA per circa USD 800 miliardi potrebbero essere sottoposte a dazi nel 2018

Importazioni USA interessate dai dazi USA, in miliardi di USD



Fonte: White House, DOC, Vontobel Asset Management

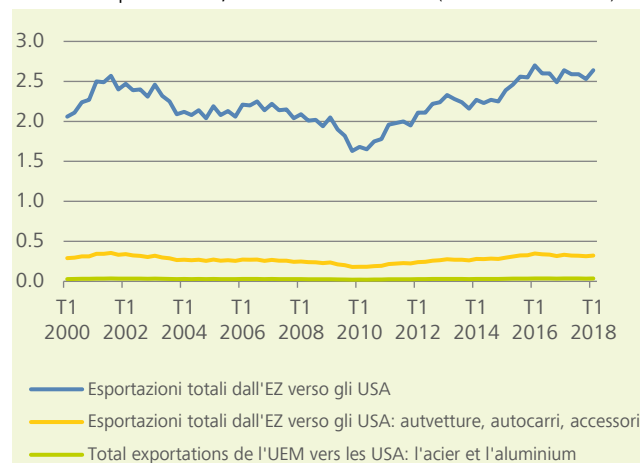
Nonostante le contromisure in parte già applicate, l'Eurozona, il Giappone e la Cina dovrebbero essere maggiormente penalizzati dai dazi rispetto agli USA stessi. La quota delle esportazioni sulla creazione di valore in questi paesi, pari al 14 per cento (al netto di reimportazioni e riesportazioni), è decisamente più alta della quota netta delle esportazioni degli USA, pari ad appena il 10 per cento. In un'ottica di insieme a livello economico, i dazi USA finora imposti sulle importazioni di acciaio e alluminio sono irrilevanti. Se però gli USA dovessero introdurre i già minacciati dazi sulle auto, la situazione cambierebbe di colpo. Con un crollo delle importazioni di auto negli USA, l'Eurozona potrebbe perdere fino a 0.3 punti percentuali del PIL. Il Giappone sarebbe colpito ancora maggiormente, con una perdita che potrebbe arrivare fino a 1.1 punti percentuali del PIL (v. grafico 2). La possibile introduzione di dazi USA sulle auto (e sugli accessori per auto) deciderà pertanto se la congiuntura mondiale verrà soffocata o meno.

### La Fed scatta in avanti, la BCE diventa più prudente

La fiducia della Fed nella forza dell'economia USA è intatta. Come annunciato a giugno, nel 2018 la Fed intende ora alzare i tassi di un totale di 100 punti base (anziché 75). La BCE sembra invece piuttosto insicura, non solo per i dazi minacciati dagli USA sulle importazioni ma anche per i problemi «interni all'UE» legati all'immigrazione, al nuovo governo italiano, critico verso UE ed euro, e alle trattative a rilento per la Brexit. La BCE vuole quindi interrompere alla fine dell'anno il suo programma di acquisti di obbligazioni, ma aspetterà dopo l'estate 2019 prima di alzare i tassi di riferimento.

### Le esportazioni di auto dall'EZ verso gli USA sono molto più importanti delle esportazioni di acciaio e alluminio

Volume esportazioni, in % del PIL dell'EZ (media a 12 mesi)



Fonte: Datastream, Eurostat, Vontobel Asset Management



# Obbligazioni leggermente sottoponderate

## Aumentano i venti contrari per obbligazioni dei paesi emergenti

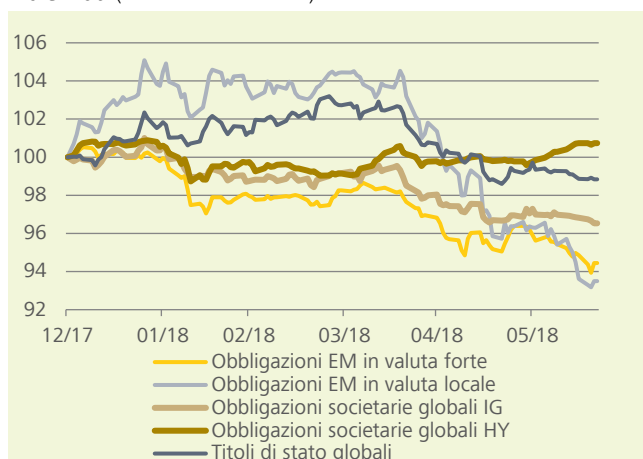
**Ultimamente i mercati emergenti si sono trovati sotto pressione non solo a causa dell'Argentina e della Turchia. Sull'andamento del valore delle obbligazioni dei paesi emergenti pesano anche il timore di guerre commerciali, del calo della crescita economica mondiale che ne deriverebbe e di una rivalutazione dell'USD.**

Lo scetticismo diffuso tra alcuni operatori di mercato nei confronti delle obbligazioni in valuta forte dei mercati emergenti si è rivelato fondato: i tassi USD sono effettivamente aumentati e fino a fine aprile le obbligazioni di paesi emergenti in valuta forte sono rimaste a livelli inferiori rispetto alla maggior parte di altri segmenti fixed income. Le obbligazioni di paesi emergenti in valuta locale hanno registrato invece un andamento molto positivo (grafico 1).

A maggio la situazione è cambiata. Da un lato, da allora è stato registrato un numero crescente di crisi interne in alcuni paesi come Argentina, Turchia e Brasile, che hanno penalizzato i prezzi di determinati valori patrimoniali e l'umore di investitori.

Dall'altro, e non meno importante, attualmente si affacciano problemi macroeconomici all'orizzonte: l'aumento delle minacce di una guerra commerciale e l'introduzione dei primi dazi sulle importazioni rappresentano senza dubbio un ostacolo per il commercio mondiale e la crescita economica – condizioni negative per i paesi emergenti. Inoltre, un USD più forte penalizza

**Le obbligazioni paesi emergenti nel 2018 sono più deboli della maggior parte dei segmenti fixed income**  
Indicizzati (100 = 31.12.2017)



Fonte: Barclays, JPM, Bloomberg, Vontobel Asset Management

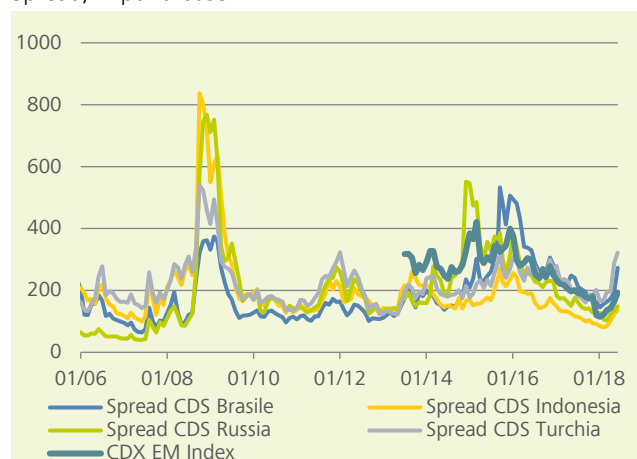
notevolmente le obbligazioni dei paesi emergenti sia in valuta forte sia in valuta locale.

Dopo questo peggioramento del contesto fondamentale, dalla fine di gennaio a oggi sono aumentati di circa 100 pb gli spread dei credit default swap (CDS) sulle obbligazioni dei paesi emergenti in valuta forte (grafico 2). Nello stesso periodo, è aumentato anche il rendimento del GBI-EM-Index per le obbligazioni dei paesi emergenti in valuta locale dal 6.0 al 6.7 per cento.

La nuova valutazione è sufficiente a rappresentare un'occasione favorevole per un rientro in obbligazioni di paesi emergenti? Noi crediamo di sì, se migliora la situazione del commercio mondiale. Nella peggiore delle ipotesi, con un'escalation delle controversie commerciali e un USD più forte le obbligazioni di questi paesi avrebbero ancora un andamento sotto la media, dato che adesso i loro rendimenti e differenziali di rendimento sono ancora relativamente lontani da «livelli di crisi».

Se non vi saranno ulteriori escalation delle tensioni commerciali, differenze di rendimento intorno al 4 per cento (attualmente 3.75 per cento) potrebbero rappresentare un'opportunità d'ingresso per le obbligazioni dei paesi emergenti in valuta forte e rendimenti del 7 per cento (attualmente 6.7 per cento) per le obbligazioni dei paesi emergenti in valuta locale.

**Aumenta rischio di credito dei paesi emergenti ma finora si trova sotto i livelli massimi delle precedenti crisi**  
Spread, in punti base



Fonte: 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.

## – 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 perciò il nostro posizionamento leggermente sottoponderato.

## = Mercati emergenti

Per i paesi emergenti i conflitti commerciali sono un rischio da non sottovalutare. Tuttavia, per il momento un contesto macroeconomico globale ancora stabile con prezzi delle materie prime stabilizzati e un USD che non si rafforza troppo, per ora fanno sembrare opportuno il posizionamento neutrale.

-- Forte sottoponderazione

– Leggera sottoponderazione

= Neutrale

+ Leggera sovrapponderazione

++ Forte sovrapponderazione

## La guerra commerciale quale gioco a somma zero

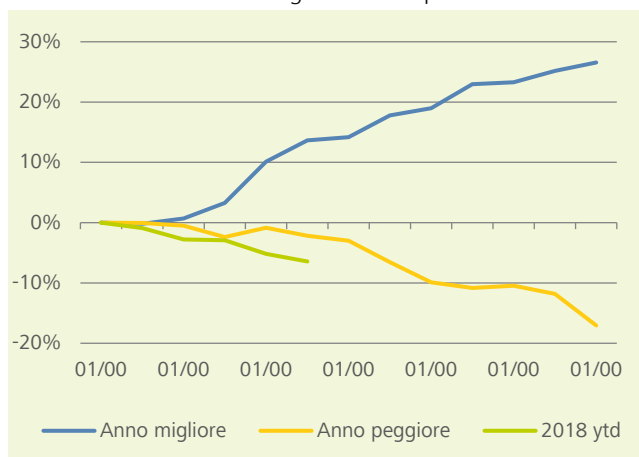
**In una guerra commerciale globale non vi sono vincitori. In caso di escalation dei conflitti commerciali, i mercati emergenti sono particolarmente a rischio; raccomandiamo perciò una quota neutrale nelle azioni dei paesi emergenti. Continuiamo a raccomandare mercati interessanti come il Giappone e investimenti più difensivi per gli investitori orientati al mercato nazionale.**

Pensando alla grande depressione degli anni Trenta si direbbe che oggi ci troviamo in una situazione completamente diversa, considerando l'economia mondiale forte. Tuttavia, allora come oggi, molti paesi hanno utilizzato i dazi come «arma» per proteggere le economie nazionali. Negli anni Trenta, questi dazi hanno contribuito in maniera decisiva al calo del commercio mondiale. Un ripresentarsi di guerre commerciali di quelle dimensioni è improbabile date le catene di produzione globalizzate, e tuttavia già si notano effetti negativi come ad esempio sulla mancanza di investimenti di singole aziende.

In presenza di crisi, gli investitori reagiscono sempre secondo un modello semplice: preferiscono gli investimenti sicuri a quelli rischiosi. Spesso sale anche l'USD quale valuta rifugio, mentre allo stesso tempo si deprezzano le valute dei paesi in via di sviluppo. Anche nelle ultime settimane i mercati hanno seguito questo schema. La conseguenza è stata che recentemente sono diminuite in modo significativo le aspettative circa i profitti aziendali futuri nei paesi in via di sviluppo (calcolati in USD), mentre continuano a crescere nei paesi sviluppati. Andamenti

### Revisioni degli utili sono finora estremamente negative

Differenza delle revisioni degli utili dal rispettivo inizio d'anno



Fonte: FactSet, Vontobel Asset Management

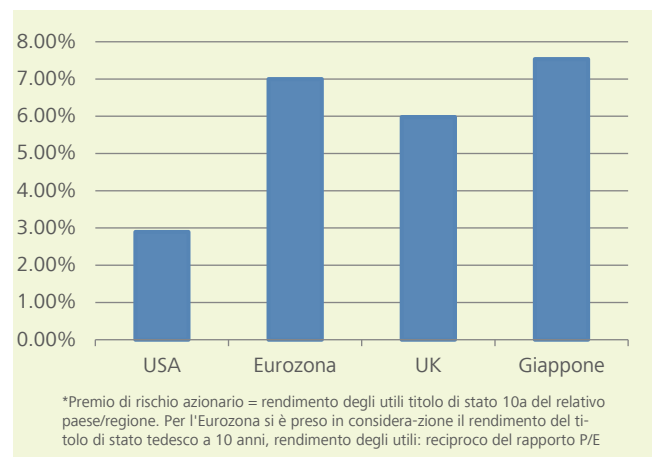
degli utili opposti tra i mercati sviluppati e quelli meno sviluppati non erano insoliti nemmeno in passato, ma l'attuale discrepanza è un evento unico nel contesto degli ultimi 20 anni (grafico 1). Sebbene crediamo all'attrattiva sul lungo periodo dei paesi in via di sviluppo (più elevata crescita strutturale e valutazioni convenienti), considerando la minaccia di un'escalation nel conflitto commerciale tra USA e Cina raccomandiamo ora un posizionamento neutrale.

Dal punto di vista regionale continuiamo a nutrire una preferenza relativa per le azioni giapponesi. Le Banche centrali espansive hanno contribuito in maniera sostanziale all'ottima performance degli ultimi anni e la BoJ dovrebbe essere l'ultimo dei grandi istituti a diminuire le enormi iniezioni di liquidità. Il premio di rischio azionario è molto elevato in Giappone, non da ultimo a seguito dei tassi molto bassi, e nel confronto globale il mercato è quindi molto attraente per investitori azionari (grafico 2). Con la sua industria orientata verso il mercato globale anche il Giappone sarebbe penalizzato da una guerra commerciale mondiale, ma il finanziamento estremamente conservativo delle imprese, la valutazione ragionevole del mercato e il solido andamento degli utili, uniti a lente riforme strutturali del mercato giapponese, prevalgono a nostro avviso sui rischi.

La nostra valutazione generale continua a essere prudente, per cui manteniamo la nostra raccomandazione di un posizionamento leggermente sottoponderato. L'investitore azionario orientato al mercato nazionale può reagire investendo ad es. in blue chip svizzere.

### Le azioni giapponesi sono relativamente attraenti

Premi di rischio azionario\*



\*Premio di rischio azionario = rendimento degli utili titolo di stato 10a del relativo paese/regione. Per l'Eurozona si è preso in considerazione il rendimento del titolo di stato tedesco a 10 anni, rendimento degli utili: reciproco del rapporto P/E

Fonte: 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 seguito delle imponderabilità per l'Eurozona che provengono dall'Italia manteniamo la nostra raccomandazione di un posizionamento leggermente sottoponderato per le azioni europee.

---

## – USA

Le elevate aspettative per il programma congiunturale sembrano sempre meno lecite e nascondono potenziale di delusione. La Svizzera ha un vantaggio tattico.

---

## = Giappone

La congiuntura mantiene il ritmo. L'espansiva politica monetaria dovrebbe inoltre supportare ulteriormente i mercati azionari.

---

## = Mercati emergenti

Sebbene crediamo all'attrattività sul lungo periodo dei paesi in via di sviluppo, a seguito del conflitto commerciale – i paesi emergenti sono particolarmente esposti a un'eventuale escalation – raccomandiamo ora un posizionamento neutrale.

-- Forte sottoponderazione

– Leggera sottoponderazione

= Neutrale

+ Leggera sovrapponderazione

++ Forte sovrapponderazione

# Investimenti alternativi leggermente sovraperponderati

## L'OPEC cerca di impedire un aumento del prezzo del petrolio

**Come atteso, l'Opec e la Russia hanno annunciato il loro piani per aumentare il volume di estrazione. Vediamo confermato quindi il nostro posizionamento prudente per gli investimenti in petrolio. Vista l'attrattiva relativa dei rendimenti distribuiti aumentiamo invece la nostra raccomandazione per gli investimenti immobiliari indiretti a leggera sovraperponderazione.**

La decisione dell'Opec di aumentare il volume di estrazione di 1 milione di barili/giorno fino alla fine dell'anno non ci ha colto di sorpresa. Si riduce così la probabilità di aumento del prezzo di petrolio oltre USD 85. Il nostro scenario principale, con il prezzo del petrolio tra USD 65 e 85, rimane quindi intatto. Non si deve però trascurare il fatto che gli aumenti previsti del volume di estrazione ridurranno anche le capacità di riserva dell'Opec (v. grafico 1), limitando così le possibilità di reazione in caso di cali dell'offerta. Questi possono verificarsi in diverse regioni, ad esempio in Iran (sanzioni USA), Venezuela (impianti di estrazione obsoleti e lavoratori demotivati), Libia e Nigeria (guerra civile) o addirittura in Canada (interruzione di corrente in un'azienda di estrazione da sabbie bituminose). Le incertezze dell'offerta potrebbero attivare un nuovo ciclo di investimenti in petrolio e supportare i relativi prezzi a lungo termine.

### Anche prezzi materie prime in balia della guerra comm.

A giugno i prezzi dei metalli industriali e preziosi nonché dei beni agricoli hanno dovuto subire forti flessioni. L'offuscarsi delle previsioni sul volume di negoziazione globale a seguito di nuovi dazi e la forza dell'USD che ne deriva sono le cause dell'andamento negativo dei prezzi, registrato di recente. Per l'oro manteniamo comunque il posizionamento leggermente sovraperponderato, soprattutto a seguito delle sue caratteristiche di effetto smooth sul portafoglio complessivo in caso di maggiori oscillazioni dovute alle insicurezze sempre elevate.

### Investimenti immobiliari indiretti diventano più attraenti

Ora consigliamo un posizionamento leggermente sovraperponderato anche per gli investimenti immobiliari indiretti in Svizzera. Ultimamente si è registrato un deciso aumento dei rendimenti distribuiti in particolare per i fondi immobiliari con immobili commerciali. Nel contesto di tassi molto bassi che persiste almeno nel nostro paese è quindi ulteriormente migliorata l'attrattiva relativa, mentre i rischi di questi investimenti sono sempre molto contenuti.

Continuiamo a raccomandare una forte sovraperponderazione per le strategie alternative. Infatti, nel caso in cui soprattutto un'escalation del conflitto commerciale dovesse portare a fasi prolungate di movimenti ribassisti sui mercati azionari, queste strategie hanno il potenziale per fornire comunque un contributo positivo al rendimento del portafoglio.

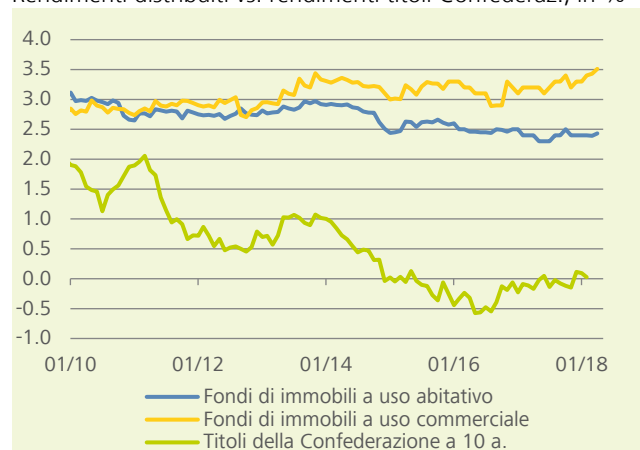
### Capacità di riserva dell'Opec continueranno a diminuire

Capacità libere di produzione OPEC in milioni di barili/giorno



### Fondi immobiliari: aumenta l'attrattiva relativa

Rendimenti distribuiti vs. rendimenti titoli Confederazione, in %



## Nel breve termine una BCE «dovish» non è favorevole all'euro

**Dato che alla sua ultima riunione la BCE si è detta contraria a un primo aumento dei tassi prima dell'autunno 2019 e che è aumentato il rischio di una guerra commerciale, nel breve termine il dollaro e lo yen dovrebbero rafforzarsi. La Bank of England dovrebbe comunque essere in grado di supportare la sterlina solo nel momento in cui saranno meglio definite le trattative per la Brexit.**

Il tono dei commenti relativi alla «politica monetaria ancora accomodante» del presidente della BCE Draghi ha suscitato la sorpresa di un ampio fronte. La BCE prevede ora di aumentare i tassi non prima di settembre 2019. Mentre le differenze d'interesse nell'Eurozona dovrebbero quindi rimanere basse più a lungo, prevediamo che la Fed aumenterà i tassi ogni 3 mesi fino all'autunno 2019. In tal modo dovrebbe supportare il dollaro nei prossimi mesi. Un'ulteriore escalation del conflitto commerciale – che nell'immediato sarebbe positiva per l'USD – dovrebbe rimanere, per ora, una minaccia per l'umore degli investitori. A nostro avviso, il primo aumento dei tassi della BCE è comunque solo rinviato e, considerando il ciclo dei tassi USA già molto avanzato, prevediamo che le differenze d'interesse andranno lentamente a svilupparsi a favore dell'euro verso la fine del 2018. Manteniamo perciò la nostra prospettiva costruttiva a 12 mesi per EUR/USD.

In tempi di aumento dell'avversione al rischio, lo yen, ma anche il franco, rimangono valute richieste quali «porti sicuri», il

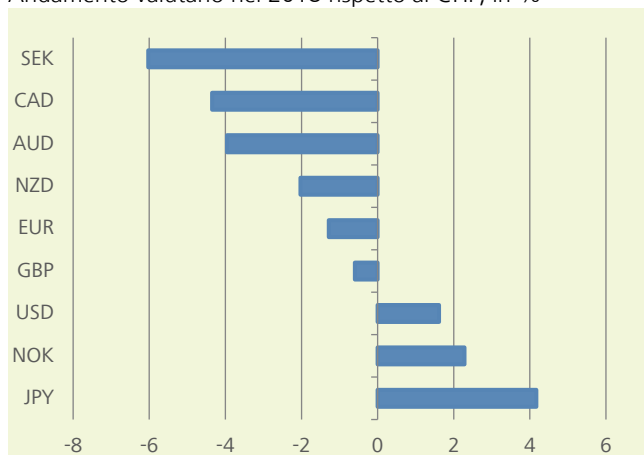
franco in particolare se la causa dell'avversione al rischio è da ricercare in Europa. Recentemente, i rendimenti italiani a 10 anni si sono comunque stabilizzati intorno al tre per cento. Se non vi dovesse essere uno scontro tra il governo italiano e Bruxelles, e se i rendimenti italiani non dovessero aumentare notevolmente sul lungo periodo, nei prossimi mesi l'euro potrebbe riprendersi dai suoi livelli attuali. Tutto sommato ci sembra ancora improbabile che la BNS aumenterà il tasso di riferimento molto prima della BCE.

### Si avvicina il primo aumento dei tassi di riferimento in Gran Bretagna

Circa due anni fa il popolo britannico ha votato a favore dell'uscita del Regno Unito dall'UE. Tuttavia, non sappiamo ancora come si configurerà alla fine questa uscita. Una soft Brexit – in cui le barriere commerciali tra la Gran Bretagna e l'UE rimangano basse – sarebbe un impulso positivo per la sterlina. Per un po' si è addirittura parlato di una ripetizione – per noi piuttosto improbabile – del referendum. In generale, la valutazione conveniente e la bilancia delle partite correnti in miglioramento indicano che la sterlina ha potenziale di ripresa, soprattutto perché la BoE va lentamente verso un nuovo aumento dei tassi. Durante l'ultima riunione di politica monetaria, anche l'economista capo della BoE ha votato a favore di un aumento. Ciononostante, il risultato è stato «ancora» rifiutato con 3 voti favorevoli e 6 contrari.

### L'aumento dei rischi ha fatto rivalutare il CHF rispetto alla maggior parte delle valute

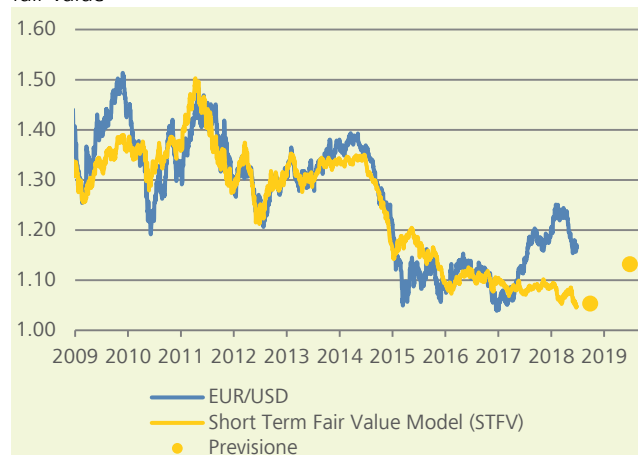
Andamento valutario nel 2018 rispetto al CHF, in %



Fonte: BNS, Datastream, Vontobel Asset Management

### L'euro dovrebbe tornare a rivalutarsi rispetto al dollaro

EUR/USD: tasso di cambio effettivo, previsioni e modello di fair value



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.	
<b>Liquidità</b>	0%	5%	25%	<b>7.8%</b>	0%	5%	40%	<b>8.6%</b>	0%	5%	40%	<b>7.0%</b>	0%	5%	40%	<b>6.9%</b>	0%	5%	40%	<b>5.2%</b>
Cash				<b>7.8%</b>				<b>8.6%</b>				<b>7.0%</b>				<b>6.9%</b>				<b>5.2%</b>
<b>Obbligazioni (durata auspicata 6.0 anni)</b>	65%	<b>80.0%</b>	95%	<b>71.7%</b>	45%	<b>60.0%</b>	75%	<b>52.5%</b>	25%	<b>40.0%</b>	55%	<b>35.5%</b>	5%	<b>20.0%</b>	35%	<b>16.9%</b>	0%	<b>0.0%</b>	15%	<b>0.0%</b>
CHF con qualità del credito da elevata a media	25%	40.0%	55%	<b>30.2%</b>	10%	25.0%	40%	<b>18.0%</b>	1%	16.0%	31%	<b>11.5%</b>	0%	7.0%	22%	<b>5.0%</b>	0%	0.0%	15%	<b>0.0%</b>
VE con qualità del credito da elevata a media (hedg)	15%	30.0%	45%	<b>33.5%</b>	10%	25.0%	40%	<b>26.6%</b>	1%	16.0%	31%	<b>17.0%</b>	0%	6.0%	21%	<b>6.4%</b>	0%	0.0%	15%	<b>0.0%</b>
Qualità del credito bassa (hedged)**	0%	4.0%	14%	<b>3.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>3.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>3.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>3.0%</b>	0%	0.0%	10%	<b>0.0%</b>
Paesi emergenti (hedged)	0%	6.0%	16%	<b>3.0%</b>	0%	6.0%	16%	<b>3.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>2.0%</b>	0%	3.0%	13%	<b>1.5%</b>	0%	0.0%	10%	<b>0.0%</b>
EM CHF Hedged	0%	6.0%	16%	<b>3.0%</b>	0%	6.0%	16%	<b>3.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>2.0%</b>	0%	3.0%	13%	<b>1.5%</b>	0%	0.0%	10%	<b>0.0%</b>
EM Local Currency	0%	0.0%	10%	<b>2.0%</b>	0%	0.0%	10%	<b>2.0%</b>	0%	0.0%	10%	<b>2.0%</b>	0%	0.0%	10%	<b>1.0%</b>	0%	0.0%	10%	<b>2.0%</b>
<b>Actions</b>	0%	<b>0.0%</b>	0%	<b>0.0%</b>	5%	<b>20.0%</b>	35%	<b>18.4%</b>	25%	<b>40.0%</b>	55%	<b>37.0%</b>	45%	<b>60.0%</b>	75%	<b>55.2%</b>	65%	<b>80.0%</b>	95%	<b>73.4%</b>
Azioni Svizzera	0%	0.0%	0%	<b>0.0%</b>	0%	10.0%	20%	<b>10.0%</b>	10%	20.0%	30%	<b>20.0%</b>	20%	30.0%	40%	<b>30.0%</b>	30%	40.0%	50%	<b>40.0%</b>
Azioni Global	0%	0.0%	0%	<b>0.0%</b>	0%	8.0%	18%	<b>6.3%</b>	5%	15.0%	25%	<b>12.0%</b>	14%	24.0%	34%	<b>18.9%</b>	23%	33.0%	43%	<b>25.8%</b>
Azioni Europa (escl. CH)		0.0%		<b>0.0%</b>		3.0%		<b>1.8%</b>		5.0%		<b>3.0%</b>		9.0%		<b>5.4%</b>		13.0%		<b>7.8%</b>
Azioni USA		0.0%		<b>0.0%</b>		4.0%		<b>3.5%</b>		8.0%		<b>7.0%</b>		12.0%		<b>10.5%</b>		16.0%		<b>14.0%</b>
Azioni Asia Pacifico / Giappone		0.0%		<b>0.0%</b>		1.0%		<b>1.0%</b>		2.0%		<b>2.0%</b>		3.0%		<b>3.0%</b>		4.0%		<b>4.0%</b>
Paesi emergenti	0%	0.0%	0%	<b>0.0%</b>	0%	2.0%	12%	<b>2.1%</b>	0%	5.0%	15%	<b>5.0%</b>	0%	6.0%	16%	<b>6.3%</b>	0%	7.0%	17%	<b>7.6%</b>
<b>Investimenti alternativi</b>	0%	<b>15.0%</b>	30%	<b>20.5%</b>	0%	<b>15.0%</b>	30%	<b>20.5%</b>	0%	<b>15.0%</b>	30%	<b>20.5%</b>	0%	<b>15.0%</b>	30%	<b>21.0%</b>	0%	<b>15.0%</b>	30%	<b>21.4%</b>
Strategie alternative (CHF Hedged)	0%	4.0%	14%	<b>7.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>7.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>7.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>7.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>7.0%</b>
Immobili Svizzera	0%	5.0%	15%	<b>6.0%</b>	0%	5.0%	15%	<b>6.0%</b>	0%	5.0%	15%	<b>6.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>4.8%</b>	0%	3.0%	13%	<b>3.6%</b>
Metalli preziosi	0%	3.0%	13%	<b>5.0%</b>	0%	3.0%	13%	<b>5.0%</b>	0%	3.0%	13%	<b>5.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>6.7%</b>	0%	5.0%	15%	<b>8.3%</b>
Materie prime	0%	3.0%	13%	<b>2.5%</b>	0%	3.0%	13%	<b>2.5%</b>	0%	3.0%	13%	<b>2.5%</b>	0%	3.0%	13%	<b>2.5%</b>	0%	3.0%	13%	<b>2.5%</b>
<b>Total</b>		<b>100%</b>		<b>100.0%</b>		<b>100%</b>		<b>100.0%</b>		<b>100%</b>		<b>100.0%</b>		<b>100%</b>		<b>100.0%</b>		<b>100%</b>		<b>100.0%</b>
<b>Valuta estera</b>		<b>6%</b>		<b>7.5%</b>		<b>16%</b>		<b>15.9%</b>		<b>26%</b>		<b>24.5%</b>		<b>37%</b>		<b>34.4%</b>		<b>48%</b>		<b>44.2%</b>
Quota attuale***																				
USD		6%		<b>7.5%</b>		12%		<b>13.1%</b>		19%		<b>19.5%</b>		25%		<b>26.0%</b>		31%		<b>32.4%</b>
EUR		0%		<b>0.0%</b>		3%		<b>1.8%</b>		5%		<b>3.0%</b>		9%		<b>5.4%</b>		13%		<b>7.8%</b>
JPY		0%		<b>0.0%</b>		1%		<b>1.0%</b>		2%		<b>2.0%</b>		3%		<b>3.0%</b>		4%		<b>4.0%</b>
Max		21%		<b>22.5%</b>		31%		<b>30.9%</b>		41%		<b>39.5%</b>		52%		<b>49.4%</b>		63%		<b>59.2%</b>

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

\*\*Obbligazioni societarie, sub investment grade (&lt;BBB-)

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

# Previsioni

Congiuntura	2015	2016	2017	Previsione 2018	Previsione 2019
<b>PIL</b>					
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
<b>Inflazione</b>					
Crescita annua media (in %)					
Svizzera	-1.1	-0.4	0.5	0.8	1.0
Germania	0.2	0.5	1.7	1.8	1.8
Eurozona	0.0	0.2	1.5	1.8	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
<b>Libor a 3 mesi</b>					
Fine anno (in %)					
CHF	-0.73	-0.75	-0.73	-0.75	-0.75
EUR	-0.32	-0.33	-0.32	-0.35	-0.35
USD	1.00	1.69	2.34	2.50	2.90
JPY	-0.05	-0.02	-0.05	0.00	0.00
<b>Tassi d'interesse del mercato dei capitali</b>					
Rendimenti dei titoli di stato decennali (a fine anno; rendimenti in %)					
CHF	-0.18	-0.15	-0.10	0.2	0.6
EUR (Germania)	0.23	0.45	0.34	0.6	0.9
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	2.24	2.4	2.7
USD	2.45	2.41	2.88	3.0	3
JPY	0.04	0.05	0.04	0.1	0.1
<b>Tassi di cambio</b>					
Fine anno					
EUR/CHF	1.07	1.17	1.16	1.17	1.22
USD/CHF	1.02	0.97	0.99	1.04	1.00
JPY/CHF (per 100 JPY)	0.87	0.86	0.90	0.95	0.98
EUR/USD	1.05	1.20	1.17	1.12	1.22
USD/JPY	117	113	111	110	102
<b>Materie prime</b>					
Fine anno					
Greggio (Brent, USD/b.)	57	67	78	70	70
Oro (USD/oncia)	1152	1303	1246	1290	1290

\*03.07.2018



**Editore**

Investment Office Gruppo Raiffeisen  
Bohl 17  
9004 San Gallo  
[investmentoffice@raiffeisen.ch](mailto:investmentoffice@raiffeisen.ch)

**Internet**

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

**Consulenza**

Vogliate mettervi in contatto con il Vostro consulente agli investimenti oppure con la Vostra Banca Raiffeisen locale  
<http://www.raiffeisen.ch/web/la+mia+banca>

**Ulteriori pubblicazioni**

Qui potete consultare questa pubblicazione e anche abbonarvi per ricevere ulteriori pubblicazioni di Raiffeisen  
<https://www.raiffeisen.ch/rch/it/chi-siamo/pubblicazioni/mercati-e-opinioni/pubblicazioni-research.html>

---

**Nota legale****Esclusione di offerta**

I contenuti della presente pubblicazione sono forniti esclusivamente a titolo informativo. Essi non costituiscono pertanto né un'offerta agli effetti di legge né un invito o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di strumenti d'investimento. La pubblicazione non rappresenta né un annuncio di quotazione né un prospetto di emissione ai sensi dell'art. 652a e dell'art. 1156 CO. Le condizioni complete applicabili e le avvertenze dettagliate sui rischi relative a questi prodotti sono contenute nei rispettivi documenti di vendita giuridicamente vincolanti (ad es. prospetto, contratto del fondo). A causa delle restrizioni legali in singoli paesi, tali informazioni non sono 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.