



Politica d'investimento – Agosto 2018

Investment Office Gruppo Raiffeisen

Una piccola pausa per riprendere fiato!

Banca Horw, sede principale Horw

Architetto: Architekturbüro Kurt Brawand

Fotografo: Elmar Laubender

RAIFFEISEN

Contenuti

Asset allocation tattica in sintesi	3
Commento sul mercato Una piccola pausa per riprendere fiato!	4
Congiuntura Appiattimento della curva dei tassi USA è segnale d'allarme?	5
Obbligazioni Sottoponderazione dei titoli di stato sempre opportuna	6
Azioni La stagione degli utili T2 sostiene i mercati azionari	8
Investimenti alternativi Come Trump influenza il prezzo del petrolio e dell'oro	10
Valute Il rally del dollaro dovrebbe terminare presto	11
Panoramica del portafoglio	12
Previsioni	13

Nota sulla chiusura redazionale:

Se non diversamente specificato, si è tenuto conto degli sviluppi attuali fino a:
giovedì 27 luglio 2018; ore 11:00

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. Anche se ultimamente si intravede una distensione nel conflitto commerciale transatlantico, potrebbe essere ancora troppo presto per parlare di una tranquillità duratura nel contesto di mercato. Per ora manteniamo quindi invariata la nostra raccomandazione tattica di una quota azionaria leggermente sottoponderata.
2. Nell'attuale contesto di tassi e della congiuntura la sottoponderazione dei titoli di stato di Germania, Svizzera e Giappone continua a essere opportuna, poiché il rischio di flessione dei corsi di rendimenti in aumento non viene assolutamente compensato dal basso livello dei rendimenti. Siamo prudenti però anche con le obbligazioni USA. Nel caso dei titoli USA una perdita di corso a seguito di un aumento dei tassi verrebbe compensata piuttosto da rendimenti maggiori. Tuttavia gli USA sono il paese con il maggior rischio di surriscaldamento della congiuntura.
3. Finché le incertezze politiche riguardano le relazioni commerciali mondiali, l'USD sembra essere un miglior diversificatore nel portafoglio rispetto all'oro. Non appena però i mercati finanziari si concentreranno nuovamente su altri rischi politici, i metalli preziosi riacquisteranno attrattività, perciò continuiamo a raccomandare un'elevata quota di oro.

Una piccola pausa per riprendere fiato!

Anche se ultimamente si intravede una distensione nel conflitto commerciale transatlantico, potrebbe essere ancora troppo presto per parlare di una tranquillità duratura nel contesto di mercato. Per ora manteniamo quindi invariate le nostre raccomandazioni tattiche.

A sorpresa, il presidente USA Donald Trump e il presidente della Commissione europea hanno trovato un accordo per avviare un processo di riduzione dei dazi e delle sovvenzioni ai settori economici locali. Il fatto che le trattative si siano poste come obiettivo di arrivare a una riduzione generale delle barriere commerciali è particolarmente positivo dal punto di vista del libero scambio. Sebbene l'attuale conflitto commerciale sia stato avviato dall'amministrazione Trump, non bisogna dimenticare che in fatto di dazi sulle importazioni l'UE non ha nulla da invidiare agli USA – è addirittura nettamente più alto il numero dei prodotti soggetti a dazio reciproco sull'importazione tra l'1% e il 20% da parte dell'UE che da parte degli USA (v. grafico).

È altrettanto positivo il fatto che per la durata delle negoziazioni avviate vige per così dire una moratoria sui dazi punitivi. Sono quindi per ora esclusi i dazi USA sulle automobili europee, temuti soprattutto dalla Germania, e di conseguenza anche le ritorsioni europee che sarebbero arrivate quanto prima.

I mercati finanziari hanno approfittato di questi nuovi sviluppi per fare un bel respiro profondo dopo che per mesi le contro-

versie commerciali li avevano tenuti con il fiato sospeso. Attenzione però a non esultare troppo presto. Per prima cosa, infatti, visto il dubbioso stile di governo di Donald Trump non si può escludere che un singolo tweet capovolga la distensione politico-commerciale andando di nuovo verso un'escalation. E anche se la distensione tra Bruxelles e Washington fosse duratura, tra la Cina e gli USA – le due più grandi economie mondiali – le posizioni restano rigide.

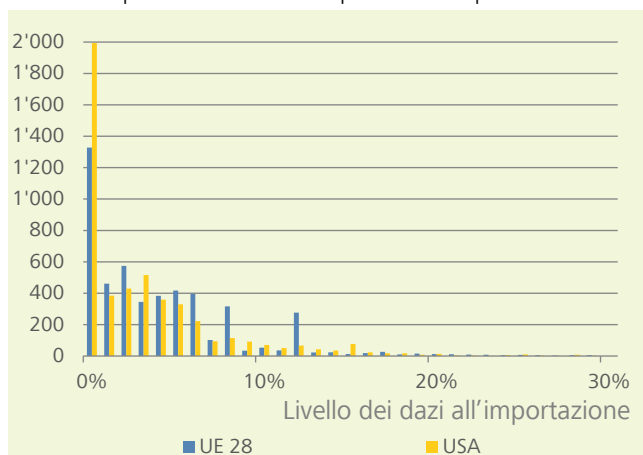
Oltre ai conflitti commerciali vi sono altri ostacoli in agguato per i mercati. La crescita in Europa, ad esempio, non sembra riuscire a mantenere del tutto la dinamica dell'anno precedente. Il progresso ovvero l'esito delle trattative per la Brexit sono continuamente incerti, la prossima pianificazione del budget da parte del governo populista in Italia dovrebbe portare nel migliore dei casi un certo nervosismo nell'Eurozona e anche le imminenti elezioni di metà mandato negli USA non garantiranno certo una situazione tranquilla.

Vediamo quindi l'attuale contesto di mercato, per ora, piuttosto come gradita pausa per riprendere fiato, segnata inoltre, in larga misura, dai risultati della stagione delle comunicazioni T2 – tuttavia è proprio il mercato guida degli USA che dovrebbe avere sempre più difficoltà a ottenere in futuro una crescita positiva degli utili (v. grafico). Ci sembra quindi ancora troppo presto per effettuare modifiche tattiche, per cui lasciamo invariati i nostri posizionamenti raccomandati dell'ultimo mese.

santosh.brivio@raiffeisen.ch

Una riduzione dei dazi interesserebbe sia gli USA sia l'UE

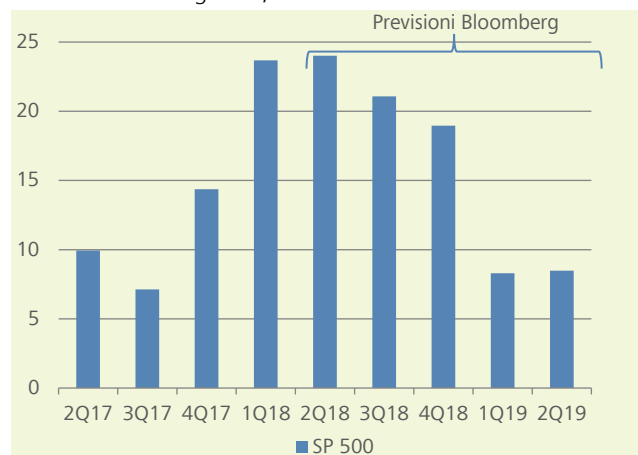
Numero di prodotti con dazi reciproci sulle importazioni



Fonte: ifo, Investment Office Gruppo Raiffeisen

La probabilità di una crescita più bassa è aumentata

Crescita media degli utili, in %



Fonte: Bloomberg, Investment Office Gruppo Raiffeisen

Appiattimento della curva dei tassi USA è segnale d'allarme?

Anche se non vi dovesse essere un'escalation del conflitto commerciale, un appiattimento della curva dei tassi negli USA potrebbe avvertire del fatto che il ciclo congiunturale sta volgendo al termine. Noi non condividiamo questo timore. Anche per la ripresa europea vi sarebbero ulteriori margini di rialzo, ma qui potrebbero intensificarsi ulteriormente i focolai di tensioni politiche.

Dal 2013 la curva dei tassi USA si è nettamente appiattita. Una curva dei tassi negativa annuncia spesso una recessione. Tranne due segnali errati nel 1998 e nel 2006, dal 1980 negli USA una curva dei tassi negativa ha annunciato una recessione nei 10-19 mesi successivi (v. grafico 1). Anche la durata dell'attuale ripresa invita alla prudenza. La ripresa attuale dura già da 9 anni, dal 1945 solo la ripresa tra il 1991 e il 2001 è stata più lunga (v. grafico 2).

Indicatori anticipatori non indicano una recessione

Siamo convinti che l'economia USA non corra ancora il rischio di scivolare in una recessione. Nonostante la sua durata e la curva dei tassi piatta, la ripresa dovrebbe proseguire almeno fino a fine 2019. Per prima cosa, infatti, l'attuale ripresa è nettamente più debole delle cinque riprese più lunghe della storia del dopoguerra (v. grafico 2). Secondo, il ciclo congiunturale in Europa è iniziato molto più tardi e dovrebbe quindi anche durare più a lungo, prolungando così il ciclo USA. Terzo, con l'in-

dicatore del Conference Board (CB) un altro importante segnale anticipatore sale ancora nel settore positivo e mostra addirittura un'accelerazione. Questo indicatore dà nella maggior parte dei casi un segnale di recessione con un anticipo da 8 a 20 mesi, di cui non vi è ancora traccia (v. grafico 1).

Bisogna ora tuttavia osservare con attenzione fino a che punto si inasprirà il conflitto commerciale, e se vi sarà un indebolimento degli indicatori anticipatori. In tal caso dovremmo riconsiderare la nostra valutazione attuale.

L'autunno sarà decisivo per l'UE e per l'euro

Anche senza un ulteriore inasprimento del conflitto commerciale, la temperatura politica in Europa dovrebbe rimanere elevata. Il primo ministro inglese Theresa May si è recentemente nominata capo negoziatore per la Brexit, il che indica un'uscita piuttosto «soft» e dovrebbe mitigare le incertezze e rafforzare così leggermente la GBP. Tuttavia in autunno anche altri focolai causeranno sempre nuove incertezze e indeboliranno l'euro, almeno temporaneamente. Sotto questo punto di vista è soprattutto l'Italia a far preoccupare Bruxelles. Probabilmente il nuovo governo, critico nei confronti dell'UE e dell'euro, porterà avanti il dibattito sulla disciplina del budget ma anche sull'immigrazione, mantenendo sempre aperta la possibilità, almeno in modo latente, di un'uscita dall'UE e dall'euro quale pegno. Infine anche una spaccatura della coalizione, causata dalle diverse vedute dei due partiti di governo, potrebbe far aumentare nuovamente le incertezze in Italia.

Non omogenei: curva dei tassi USA e indicatore anticipatore

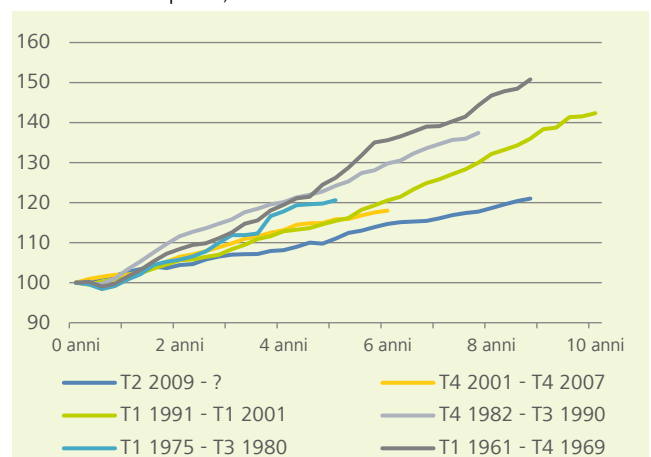
Aumento della curva dei tassi (differenza dei rendimenti tra i titoli di stato a 10 e 2 anni e l'indicatore anticipatore CB)



Fonte: Datastream, The Conference Board, Vontobel Asset Management

USA: la ripresa attuale è la seconda in termini di lunghezza

I sei cicli più lunghi (PIL reale indicizzato a 100 rispettivamente all'inizio della ripresa)



Fonte: Datastream, BEA, NBER, Vontobel Asset Management

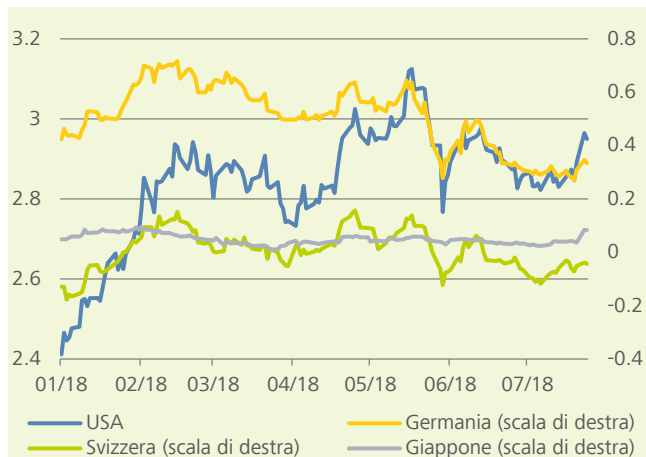
Sottoponderazione dei titoli di stato sempre opportuna

Nonostante l'appiattimento della curva dei tassi negli USA prevediamo che la ripresa USA continui anche nel 2019. Lo scenario di rischio di una guerra commerciale potrebbe perfino portare a un aumento dei rendimenti. Manteniamo la sottoponderazione dei titoli di stato.

Dall'inizio dell'anno i rendimenti dei titoli di stato decennali sono aumentati maggiormente negli USA rispetto a Germania, Svizzera e Giappone. Allo stesso tempo, il livello dei rendimenti negli USA è decisamente più elevato che negli altri paesi elencati (v. grafico 1). Riteniamo che il ciclo congiunturale negli USA continui nonostante la curva dei tassi appiattita (v. Congiuntura, pagina 5) e quindi che per l'anno prossimo non vi sia una recessione. Considerando il mercato del lavoro già teso e un'inflazione di base vicina all'obiettivo del 2%, prevediamo che la Fed continuerà ad aumentare gradualmente i tassi di riferimento e a ridurre ulteriormente, come previsto, le proprie consistenze in obbligazioni. La BCE ha annunciato di non voler ampliare ulteriormente le proprie consistenze in obbligazioni, ossia di voler terminare il suo programma di acquisti di obbligazioni. Prevediamo che nell'arco di un anno i rendimenti aumenteranno, in Europa e in Svizzera molto più che negli USA. Il motivo è che il livello dei rendimenti in Europa è nettamente più basso che negli USA. Inoltre, il ciclo congiunturale nell'Eurozona non è ancora così avanzato come negli USA e quindi i rendimenti sono solo all'inizio del ciclo.

Livello dei rendimenti più elevato e maggiore aumento dei tassi negli USA rispetto a Europa e Giappone

Rendimento dei titoli di stato a 10 anni, in %



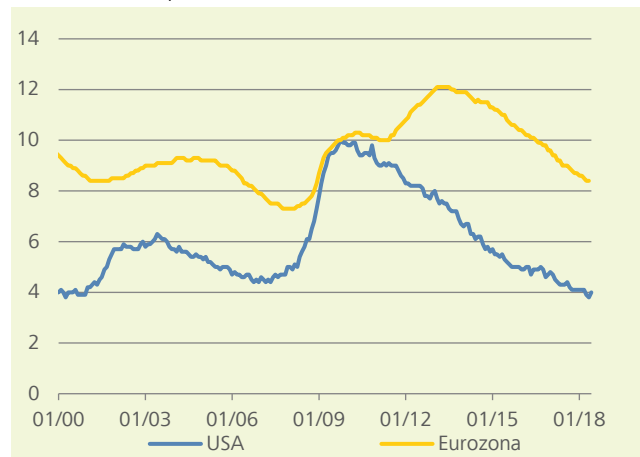
Fonte: Datastream, Vontobel Asset Management

In un contesto del genere, la sottoponderazione dei titoli di stato di Germania, Svizzera e Giappone non è messa in discussione. Il rischio di flessione dei corsi di rendimenti in aumento non viene assolutamente compensato dal basso livello dei rendimenti. Siamo prudenti però anche con le obbligazioni USA. Il livello dei rendimenti è decisamente più elevato che negli altri paesi elencati, per cui è più facile che venga compensata una perdita di corso, dovuta a un aumento dei tassi mediante rendimenti maggiori, rispetto a Germania, Svizzera o Giappone. Tuttavia gli USA sono il paese con il maggior rischio di surriscaldamento dell'economia. Ad esempio, il tasso di disoccupazione negli USA è ai minimi dal 2000, mentre nell'EZ è ancora molto distante da questi livelli (v. grafico 2). Un surriscaldamento negli USA porterebbe a un aumento delle aspettative inflazionistiche e a un aumento dei rendimenti. Questo non è il nostro scenario principale, ma uno scenario di rischio da non sottovalutare.

Se il conflitto commerciale dovesse diventare una vera e propria guerra commerciale sarebbe possibile anche uno scenario poco piacevole con tendenze stagflazionistiche. In un caso del genere, i dazi sulle importazioni e le restrizioni al commercio potrebbero portare sia a un aumento dell'inflazione sia a un calo della crescita economica. È assolutamente incerto come reagiranno le banche centrali di fronte a questo dilemma. Ci sembra quindi ancora opportuna una quota elevata di liquidità.

Tasso di disoccupazione USA al livello più basso dal 2000

Tassi di disoccupazione, in %



Fonte: BLS, Eurostat, Vontobel Asset Management

Obbligazioni leggermente sottoponderate

– Obbligazioni con qualità del credito da elevata a media

Nei titoli di stato dei paesi industrializzati rimangono 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. Manteniamo quindi il 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 stagione degli utili T2 sostiene i mercati azionari

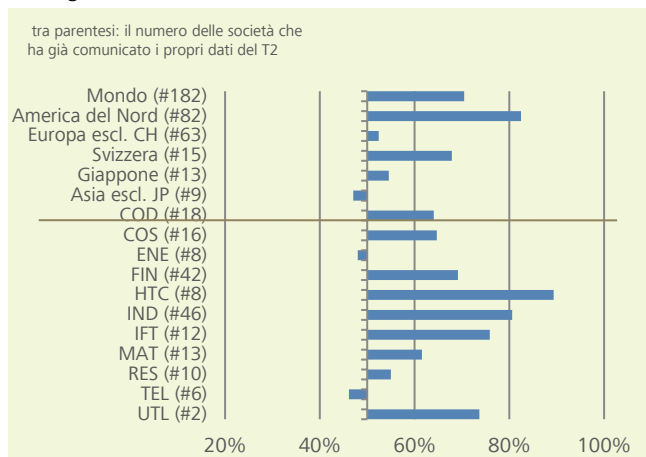
Economia USA fiorente, utili spumeggianti. Più o meno così si può riassumere lo svolgimento dell'attuale stagione delle comunicazioni. Questa finora è stata molto positiva per le aziende nordamericane. L'Europa invece è ancora nettamente indietro, anche se la Svizzera è riuscita a sganciarsi dal resto dell'Europa.

Delle aziende dell'indice MSCI Mondo che hanno già pubblicato le loro cifre per il secondo trimestre, circa il 70% ha finora superato le stime sugli utili. Non è certo un segreto che le aziende cercano di influenzare, in precedenza, le stime degli analisti in base alle proprie esigenze, per poterle poi superare di poco. Ad ogni modo, un valore del 70% si può considerare elevato e quindi un sostegno per il mercato azionario, anche se la stagione degli utili T2 non si è ancora conclusa.

Molto positivi sono i risultati negli USA e in America del Nord, dove una percentuale estremamente elevata del 91% delle aziende ha superato le stime sugli utili. La stagione degli utili non indica quindi una recessione e supporta la nostra previsione macroeconomica di una crescita sempre robusta (v. Congiuntura a pagina 5). Manteniamo tuttavia un posizionamento cauto per le azioni USA. Infatti, con gli indici a livelli vicini ai massimi storici si è già scontato molto, e soprattutto per i titoli tecnologici la valutazione basata sul rapporto prezzo/utile rimane costosa.

Percentuale delle aziende che hanno superato le stime EPS (aggiornata al 30.7.2018)

Per regione e settore



Fonte: FactSet, Vontobel Asset Management

Ancora una volta l'Europa non riesce a tenere il passo con i dati USA. Da questo lato dell'Atlantico solo circa la metà delle aziende è riuscita finora a superare le stime, per cui la distanza con gli USA è molto marcata.

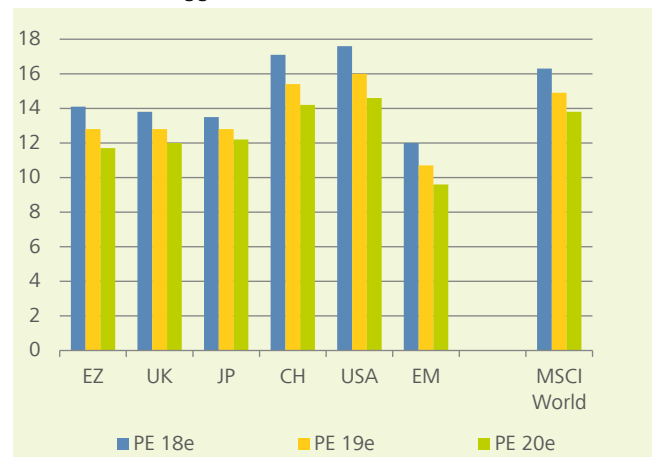
In Svizzera, pesi massimi come UBS, ABB o Novartis hanno invece comunicato cifre nel complesso positive, il che, a luglio, ha spinto il mercato svizzero al rialzo, dopo mesi di sottoperformance. In totale circa due terzi delle grandi aziende svizzere hanno superato le stime, scostandosi così in positivo dal resto dell'Europa.

Tra i settori colpisce il fatto che le azioni finanziarie, informatiche e industriali – quindi titoli piuttosto ciclici – hanno comunicato dati molto positivi. A quanto pare, invece, le aspettative nei confronti dei titoli energetici erano un po' troppo alte. Neanche le poche aziende di telecomunicazioni che hanno finora comunicato i propri dati sono finora riuscite a convincere.

Per l'andamento futuro dei corsi azionari è importante considerare anche la valutazione. In base alle attuali stime sugli utili per il 2018, l'indice MSCI Mondo ha un rapporto prezzo/utile (P/U) di 16, che entro il 2020 dovrebbe ancora scendere a 14. Se si crede al proseguimento della dinamica attuale, anche nel decimo anno dopo la crisi finanziaria non si può parlare di una sopravvalutazione dei mercati azionari. Considerando il suo carattere difensivo, con un P/U di 17 per quest'anno ovvero 14 per il 2020 neanche l'indice MSCI Svizzera ha una valutazione molto costosa.

Le azioni americane dovrebbero continuare ad avere una valutazione relativamente costosa

P/E ratio attesi (aggiornati al 30.7.2018)



Fonte: FactSet, Vontobel Asset Management

Azioni leggermente sottoponderate

= Svizzera

Considerando il rapporto prezzo/utile, il mercato svizzero, nel frattempo, non ha più una valutazione straordinariamente costosa. I profitti aziendali registrano una tendenza incoraggiante. Manteniamo l'allocazione su neutrale.

– Europa

Dato che sussistono ancora delle imponderabilità per l'Eurozona (Brexit, Italia, conflitto commerciale), manteniamo per le azioni europee la nostra raccomandazione di un posizionamento leggermente sottoponderato.

– USA

Con gli indici a livelli vicini ai massimi storici si è già scontato molto, e soprattutto per i titoli tecnologici la valutazione basata sul rapporto prezzo/utile rimane costosa. 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

Nonostante 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 solo un posizionamento neutrale.

-- Forte sottoponderazione

– Leggera sottoponderazione

= Neutrale

+ Leggera sovrapponderazione

++ Forte sovrapponderazione

Investimenti alternativi leggermente sovraperponderati

Come Trump influenza il prezzo del petrolio e dell'oro

Nelle prossime settimane i prezzi del petrolio dovrebbero restare sotto pressione. Il governo USA sembra intenzionato a non far aumentare i prezzi della benzina, accontentando la propria base elettorale. Anche sulle altre materie prime sta pesando la politica di Trump, poiché sul breve termine la sua politica comporta un USD più forte.

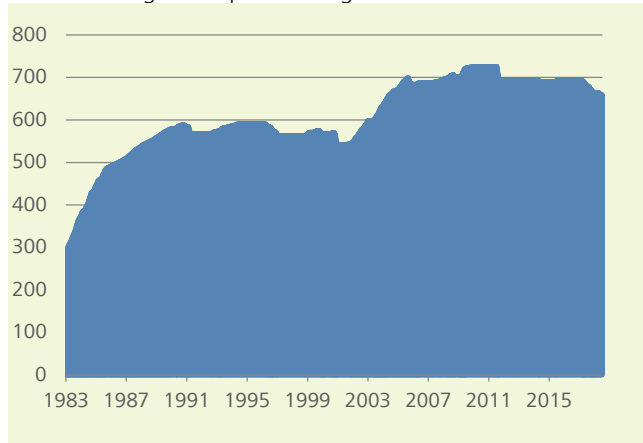
Continuiamo a considerare moderate le prospettive di medio periodo per i prezzi del petrolio, anche se nei prossimi 12 mesi la domanda dovrebbe tenere il passo della crescita dell'offerta. Prezzi del petrolio più elevati, inoltre, non rientrano affatto nei piani del presidente Trump, poiché il suo elettorato potrebbe essere turbato. Soprattutto perché con le sanzioni da poco annunciate nei confronti dell'Iran il repubblicano ha avuto un'influenza decisiva sull'aumento dei prezzi del petrolio. Il governo USA sta prendendo in considerazione l'ipotesi di utilizzare parte delle sue riserve strategiche di petrolio a lungo termine (SPR) come una sorta di gesto liberatorio per contrastare la pressione sui prezzi. A nostro avviso, questo potrebbe causare una pressione ribassista sui prezzi del petrolio, almeno fino a dopo le elezioni di metà mandato negli USA a novembre.

L'oro lotta contro un dollaro USA forte

Non è solo il prezzo del petrolio a dare grattacapi a Donald Trump, che recentemente ha mostrato su Twitter di non essere contento di avere una valuta nazionale forte. In un contesto caratterizzato dall'incertezza sul futuro delle relazioni commerciali globali e dalla forte crescita dell'economia USA, l'USD ponderato su base commerciale si era rafforzato notevolmente.

SPR: un cospicuo capitale politico?

Riserve strategiche di petrolio degli USA in milioni di barili



Fonte: EIA, Datastream, Vontobel Asset Management

Una valuta USA forte significa nella maggior parte dei casi anche vento contrario per le materie prime, perché queste ultime vengono negoziate in USD. Se la valuta di base si rivaluta, diminuisce la domanda da paesi al di fuori dell'area USD. Nelle scorse settimane perciò si sono trovati sotto pressione in particolare il prezzo dell'oro, ma anche di altri metalli (v. grafico 2).

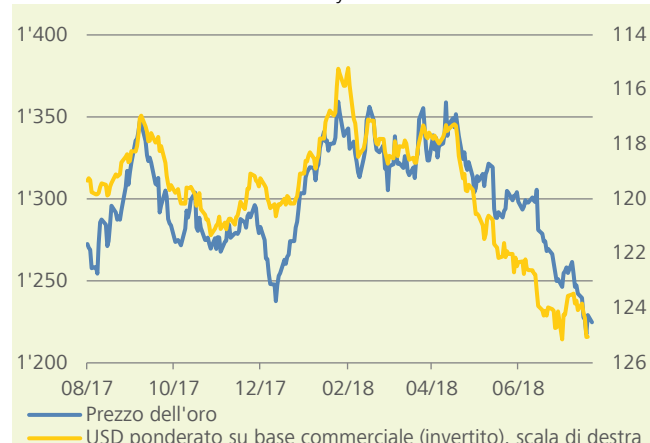
Per l'andamento dell'USD nelle prossime settimane, e di conseguenza del prezzo dell'oro, saranno determinanti gli sviluppi della politica commerciale globale. Un'ulteriore escalation del conflitto tra Donald Trump e i suoi partner commerciali, non da escludere nonostante i recenti segnali di distensione, potrebbe far rivalutare ulteriormente l'USD. Ciò potrebbe anche penalizzare ancora il prezzo dell'oro, benché normalmente il metallo prezioso tragga vantaggio dalle incertezze politiche. Finché queste ultime riguardano le relazioni commerciali mondiali, l'USD sembra essere un miglior diversificatore nel portafoglio rispetto all'oro. Non appena però i mercati finanziari si concentreranno nuovamente su altri rischi politici, i metalli preziosi riacquisteranno attrattività. Con i dibattiti che si stanno per accendere sul bilancio statale del nuovo governo italiano o con una potenziale ulteriore escalation della controversia tra l'Iran e gli USA, vi sono altri rischi politici alle porte.

Gli investimenti immobiliari indiretti rimangono attraenti

Continuiamo a raccomandare un posizionamento leggermente sovraperponderato per gli investimenti immobiliari indiretti in Svizzera, mentre per le strategie alternative è invariata la nostra raccomandazione di una forte sovraperponderazione.

Il dollaro USA forte pesa sul prezzo dell'oro

Prezzo dell'oro in USD/oncia troy e indice USD



Fonte: Datastream, Vontobel Asset Management

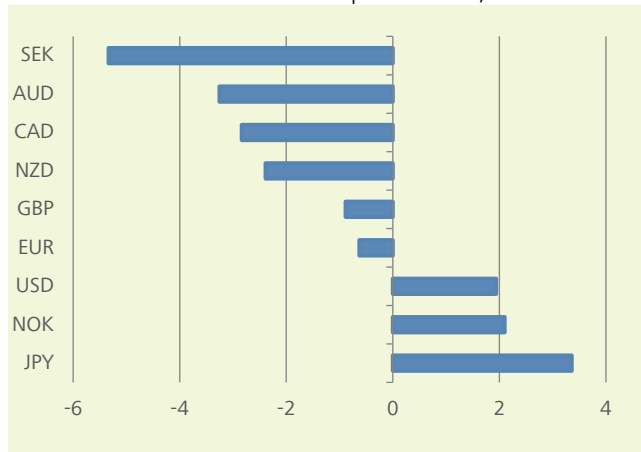
Il rally del dollaro dovrebbe terminare presto

La relativa politica monetaria e il rischio di una guerra commerciale sostengono attualmente il dollaro rispetto a tutte le altre valute (grafico 1). Un accordo nella controversia commerciale tra USA, Europa e Cina dovrebbe comunque essere la fine del rally del dollaro. Oltre all'euro ne potrebbero beneficiare anche il franco, le valute scandinave e quelle dei paesi emergenti.

Vediamo ancora potenziale per una ripresa del dollaro nel breve termine. La BCE infatti continua a non dare il minimo segno di voler anticipare l'aumento dei tassi previsto per «non prima di» settembre 2019, mentre la Fed dovrebbe continuare a seguire il proprio piano di un aumento dei tassi ogni trimestre nel 2018. In tal modo, le differenze d'interesse dovrebbero ulteriormente aumentare per ora. Al massimo a fine 2018, però, dovrebbero cambiare i segni. A quel punto, la Fed dovrebbe infatti iniziare a preparare i mercati lentamente alla fine del ciclo di aumento dei tassi nel 2019, mentre l'Eurozona si dirige pian piano verso il primo aumento dei tassi. La controversia commerciale tra gli USA e il resto del mondo rimane tuttavia un rischio molto elevato. I numerosi incontri bilaterali delle prossime settimane tra gli USA e l'Eurozona, la Gran Bretagna, il Giappone ed eventualmente la Cina fanno capire che presto sapremo meglio se dobbiamo temere un'escalation con tariffe più alte oppure no. Un'escalation – che al momento non riteniamo probabile – farebbe scendere il dollaro a circa 1.10 per euro.

Quest'anno JPY, NOK e USD sono riusciti ad affermarsi rispetto al CHF

Andamento valutario nel 2018 rispetto al CHF, in %



Fonte: Datastream, Vontobel Asset Management

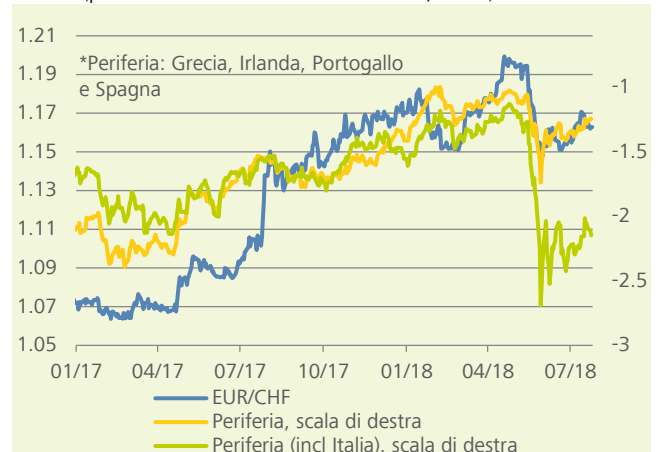
I mesi scorsi hanno dimostrato che il franco viene influenzato più dai rischi politici (v. grafico 2) e dai dati congiunturali all'interno dell'Eurozona che dal conflitto commerciale globale. Un'escalation porterebbe comunque contribuire a una rivalutazione del franco. Il lieve calo dei rendimenti in Italia nonché lo stabilizzarsi degli indicatori anticipatori congiunturali nell'Eurozona sono tuttavia favorevoli a un leggero aumento del tasso di cambio EUR/CHF. Nel breve termine, il tasso di cambio USD/CHF dovrebbe essere ancora sostenuto dagli aumenti dei tassi negli USA. Nei prossimi 12 mesi, la normalizzazione della politica monetaria in Europa dovrebbe dare impulso all'euro e, in misura minore, al franco.

Attualmente la GBP è ancora giustamente sottovalutata

La sterlina non è ancora riuscita a riprendersi dallo shock legato alla Brexit nell'estate 2016. Eppure, la recessione profetizzata da tanti economisti non c'è mai stata. Inoltre, anche grazie alla valuta conveniente, il deficit delle partite correnti è sceso dal -6% rispetto al PIL al -4%. Tuttavia riteniamo che attualmente la sterlina sia giustamente sottovalutata oltre il 15% sul franco svizzero. Infine vi è ancora incertezza su quale sarà la configurazione della Brexit. Considerando le grandi relazioni economiche, con quasi il 50% dell'esportazione di beni e di servizi dalla Gran Bretagna nell'Eurozona, una Brexit «dura» giustificerebbe la sottovalutazione. Ad ogni modo sono leggermente aumentate le possibilità di una Brexit «soft». Sui 12 mesi vediamo quindi potenziale di ripresa per la GBP.

Il calo del premio di rischio politico sostiene EUR/CHF

EUR/CHF e premio di rischio della periferia* rispetto alla Germania (ponderazione con il PIL nominale, in %)



Fonte: Datastream, Vontobel Asset Management

Panoramica del portafoglio

12/14 | Politica d'investimento 08/2018

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%	11.4%	0%	5%	40%	11.0%	0%	5%	40%	8.5%	0%	5%	40%	7.8%	0%	5%	40%	5.8%
Cash				11.4%				11.0%				8.5%				7.8%				5.8%
Obbligazioni (durata auspicata 6.0 anni)	65%	80.0%	95%	68.1%	45%	60.0%	75%	50.2%	25%	40.0%	55%	34.0%	5%	20.0%	35%	16.3%	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%	29.9%	10%	25.0%	40%	24.2%	1%	16.0%	31%	15.5%	0%	6.0%	21%	5.8%	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%	18.3%	25%	40.0%	55%	37.0%	45%	60.0%	75%	54.9%	65%	80.0%	95%	72.8%
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%	2.0%	0%	5.0%	15%	5.0%	0%	6.0%	16%	6.0%	0%	7.0%	17%	7.0%
Investimenti alternativi	0%	15.0%	30%	20.5%	0%	15.0%	30%	20.5%	0%	15.0%	30%	20.5%	0%	15.0%	30%	21.0%	0%	15.0%	30%	21.4%
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%	6.0%	0%	5.0%	15%	6.0%	0%	5.0%	15%	6.0%	0%	4.0%	14%	4.8%	0%	3.0%	13%	3.6%
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%		15.8%		26%		24.5%		37%		34.1%		48%		43.6%
Quota attuale***																				
USD		6%		7.5%		12%		13.0%		19%		19.5%		25%		25.7%		31%		31.8%
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%		30.8%		41%		39.5%		52%		49.1%		63%		58.6%

* 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	2.8	2.3
Cina	6.9	6.7	6.9	6.6	6.3
Giappone	1.4	0.9	1.7	1.1	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	1.8	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
Libor a 3 mesi					
Fine anno (in %)					
CHF	-0.73	-0.75	-0.72	-0.75	-0.75
EUR	-0.32	-0.33	-0.32	-0.35	-0.30
USD	1.00	1.69	2.34	2.50	2.90
JPY	-0.05	-0.02	-0.04	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	-0.02	0.2	0.6
EUR (Germania)	0.23	0.45	0.42	0.6	0.9
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	2.24	2.4	2.7
USD	2.45	2.41	2.95	3.0	3
JPY	0.04	0.05	0.07	0.1	0.1
Tassi di cambio					
Fine anno					
EUR/CHF	1.07	1.17	1.16	1.17	1.22
USD/CHF	1.02	0.97	0.99	1.00	1.00
JPY/CHF (per 100 JPY)	0.87	0.86	0.89	0.91	0.98
EUR/USD	1.05	1.20	1.17	1.17	1.22
USD/JPY	117	113	111	110	102
Materie prime					
Fine anno					
Greggio (Brent, USD/b.)	57	67	75	70	70
Oro (USD/oncia)	1152	1303	1221	1290	1290

*31.07.2018

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.