



Politica d'investimento – Ottobre 2018

Investment Office Gruppo Raiffeisen

Inizio di un trimestre di chiusura confortante?

Banca Raiffeisen Genève Ouest, Agenzia Quartier de l'Etang

Architetto: Favre & Guth SA, architectes ingénieurs et associés

Fotografo: Claudio Merlini, fotografia di architettura

RAIFFEISEN

Contenuti

| | |
|------------------------------------------------------------------|----|
| Asset allocation tattica in sintesi | 3 |
| Commento sul mercato | 4 |
| Inizio di un trimestre di chiusura confortante? | |
| Congiuntura | 5 |
| Preoccupa il disegno di legge di bilancio italiano | |
| Obbligazioni | 6 |
| L'Italia provoca oscillazioni sul mercato obbligazionario | |
| Azioni | 8 |
| Il dibattito sul bilancio italiano penalizza le banche | |
| Investimenti alternativi | 10 |
| Il prezzo del petrolio in aumento | |
| Valute | 11 |
| L'euro segnato dai rischi politici | |
| 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 agosto 2018; ore 20:00

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. Il mese di ottobre dovrebbe essere caratterizzato dalla speranza di un rally di fine anno nel trimestre di chiusura e da possibili fonti di disturbo (politiche). In questa situazione consideriamo opportuno mantenere il nostro posizionamento tattico nelle principali classi d'investimento.
2. La situazione tesa in Italia dovrebbe causare ancora forti oscillazioni delle obbligazioni italiane. Allo stesso tempo aumentano leggermente i rendimenti di beni rifugio come i titoli di stato di USA, Germania e Svizzera, che rimangono però ancora troppo poco interessanti per gli investitori. Manteniamo un posizionamento neutrale sulle obbligazioni dei paesi emergenti e sulle obbligazioni ad alto rendimento.
3. Il motore dell'economia USA gira a pieno ritmo. Prevediamo una solida crescita anche a livello globale. La robustezza ampiamente sostenuta dell'economia svizzera, per la quale prevediamo ora una crescita del 3.1%, dà un fondamento solido al mercato azionario. Le azioni bancarie europee sembrano avere una valutazione favorevole.

Commento sul mercato

Inizio di un trimestre di chiusura confortante?

Il mese di ottobre dovrebbe essere caratterizzato dalla speranza di un rally di fine anno nel trimestre di chiusura e da possibili fonti di disturbo (politiche). In questa situazione consideriamo opportuno mantenere il nostro posizionamento tattico.

Con il mese di ottobre è iniziato l'ultimo trimestre di un anno borsistico finora piuttosto altalenante per gli investitori (v. grafico). Tanto più si spera quindi in un rally di fine anno che faccia almeno concludere l'anno borsistico 2018 in modo confortante. Il presupposto per uno sprint finale del genere è però che i mercati riescano a evitare, senza grandi problemi, le insidie che nei prossimi mesi saranno in agguato soprattutto dall'ambito della politica. Qui bisogna citare le trattative sul bilancio in Italia, che fanno tornare di nuovo un'atmosfera di allarme nell'Eurozona. Anche il conflitto commerciale tra gli USA e la Cina resta un permanente focolaio di disordini per i mercati. Su questo aspetto non si deve giungere alla conclusione errata per cui un'eventuale maggioranza democratica al Senato dopo le midterm elections porterebbe a una sostanziale distensione. Un tale rapporto di forze nel parlamento USA dovrebbe piuttosto causare maggiori blocchi nelle questioni politiche americane, non contribuendo quindi a dissolvere le incertezze sui mercati. Infine si ha l'impressione che le trattative per l'uscita della Gran Bretagna dall'UE siano ormai a un punto morto, e con il passare del tempo una Brexit disordinata sembra sempre più probabile. La misura in cui i mercati sono pronti per questi disordini che potrebbero manifestarsi dipende non da ultimo dalla stagione

delle comunicazioni relative al T3 che sta per iniziare. Sul mercato svizzero l'attenzione si concentra in particolare sui maggiori titoli difensivi, che dovrebbero far registrare utili di corso almeno modesti per poter dare impulsi in particolare allo SMI che farebbero risalire l'indice di riferimento di nuovo ai 9'600 punti circa di gennaio. Anche le small & mid cap svizzere registrano un anno poco ispirato, in particolare rispetto al fulminante anno precedente (v. grafico). La robustezza ampiamente sostenuta dell'economia svizzera, per la quale prevediamo ora una crescita del 3.1%, dà un fondamento solido al mercato.

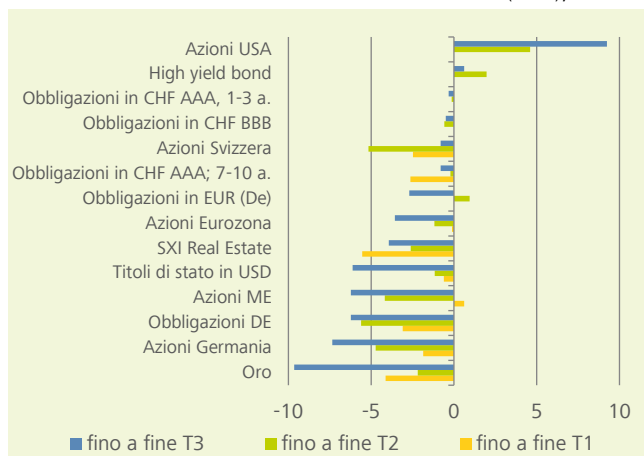
A livello globale soprattutto la stagione di comunicazioni USA, che per tradizione viene aperta dalle banche, dovrebbe essere di supporto. I buoni dati dei primi due trimestri dovrebbero manifestarsi anche nel T3 con una robusta crescita degli utili.

In questo contesto vediamo confermato il nostro posizionamento prudente e manteniamo la nostra raccomandazione di una quota azionaria tattica leggermente sottoponderata. Continuiamo a raccomandare una leggera sottoponderazione anche per le obbligazioni, per le quali a ottobre non sembra delinearsi un peggioramento, ma la situazione generale dei tassi continua a offrire poche possibilità di rendimento interessanti. A nostro avviso, una possibilità interessante – per lo meno da un punto di vista relativo – è rappresentata ancora dagli investimenti alternativi, per cui continuiamo a considerare opportuna una forte (strategie alternative) ovvero leggera sovrapponderazione (investimenti immobiliari indiretti e oro). A causa del probabile calo dell'offerta alziamo inoltre a neutrale la raccomandazione per il petrolio.

santosh.brivio@raiffeisen.ch

2018: un anno finora difficile

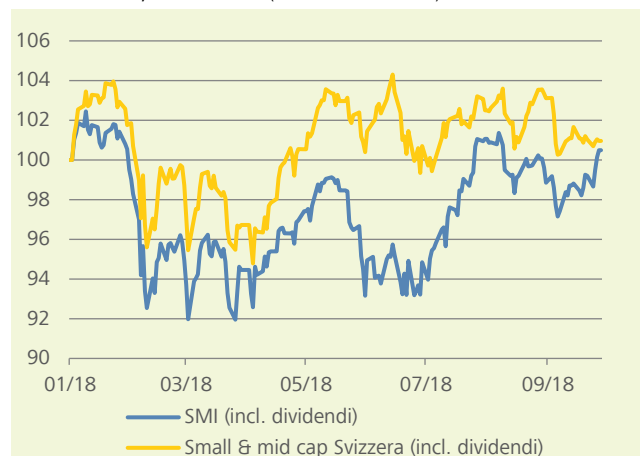
Performance di classi d'investimento selezionate (CHF), in %



Fonte: Bloomberg, Investment Office Gruppo Raiffeisen

Nel 2018 large cap inferiori rispetto a small & mid cap

Performance, indicizzata (100 = 1.1.2018)



Fonte: Bloomberg, Investment Office Gruppo Raiffeisen

Preoccupa il disegno di legge di bilancio italiano

L'inasprimento del conflitto commerciale USA-Cina compromette l'andamento congiunturale attualmente solido. Inoltre restano elevati i rischi politici per l'economia e i mercati finanziari in Europa con il nuovo governo italiano. Il disegno di legge di bilancio italiano non dovrebbe cambiare la situazione di molto.

Oltre all'ulteriore inasprimento del conflitto commerciale tra USA e Cina individuiamo anche all'interno dell'Europa due motivi di forte incertezza politica per l'andamento futuro della congiuntura: la Brexit e il governo scettico dell'UE in Italia. Entro la fine dell'anno ci dovrebbe essere più chiarezza su entrambi i punti, ma il cammino potrebbe essere difficile. Dopo le elezioni del marzo scorso, la Lega di Salvini e il «Movimento 5 Stelle» (M5S) di Di Maio sono andati al potere facendo promesse elettorali che costano miliardi e che possono mantenere solo con un bilancio che aggrava la situazione di indebitamento. D'altra parte il bilancio ora presentato, con un deficit stimato di oltre il 2% (v. grafico), non è neanche conforme alle regole dell'UE. Gli scontri sul bilancio 2019 continueranno a turbare le previsioni congiunturali. Prevediamo tuttavia che a causa delle promesse elettorali non interamente mantenute ci sarà uno spostamento delle preferenze elettorali che dovrebbe colpire più l'M5S che la Lega. Sarebbe quindi più probabile un ritorno al voto il prossimo anno, con la «destra unita» (Lega, Forza Italia

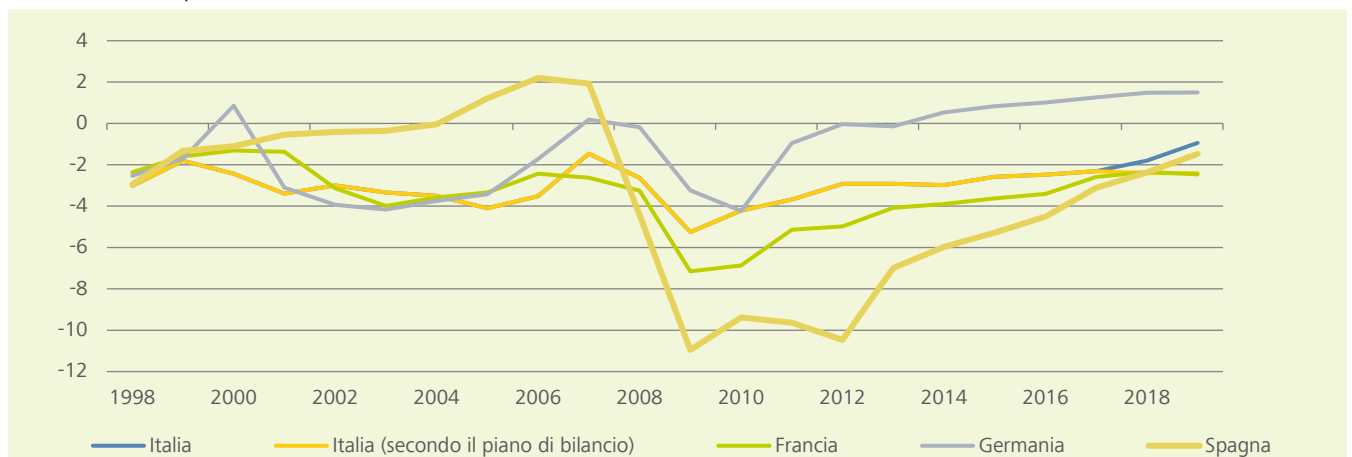
e Fratelli d'Italia) che potrebbe ottenere la maggioranza in parlamento. Dal punto di vista degli investimenti a medio termine, una «destra unita» forte sarebbe un segnale positivo – si potrebbe fermare il costoso aumento della redistribuzione e portare le finanze pubbliche in acque più tranquille. I mercati finanziari hanno reagito fortemente ai nuovi piani di bilancio: dal loro annuncio i rendimenti sono aumentati. Probabilmente il paese dovrà anche affrontare altri problemi a lungo termine dato che il nuovo governo ha abbandonato la strada delle riforme favorevoli alla crescita – ha infatti già annullato una riforma del mercato del lavoro. Sembra dunque che la strategia del governo attuale preveda, anche a lungo termine, più debiti e meno riforme strutturali.

L'economia svizzera procede a pieno ritmo

In maniera del tutto opposta al calo della performance economica in Italia, che nell'anno in corso dovrebbe limitarsi a una crescita poco oltre l'1 per cento, i motori dell'economia svizzera viaggiano a pieno regime. L'UST ha rivisto nettamente al rialzo la performance economica in diversi trimestri passati e gli attuali sondaggi tra le imprese indicano una maggiore crescita economica per i prossimi. Abbiamo quindi rivisto decisamente al rialzo la nostra previsione di crescita per l'anno in corso, portandola al 3.1%, mentre a causa di un potenziale economico ancora non sfruttato manteniamo una previsione moderata sull'inflazione molto al di sotto del 2%.

Il bilancio italiano sarebbe stato sulla strada giusta

Deficit di bilancio, in % del PIL



Fonte: Bloomberg, Vontobel Asset Management

Obbligazioni leggermente sottoponderate

L'Italia provoca oscillazioni sul mercato obbligazionario

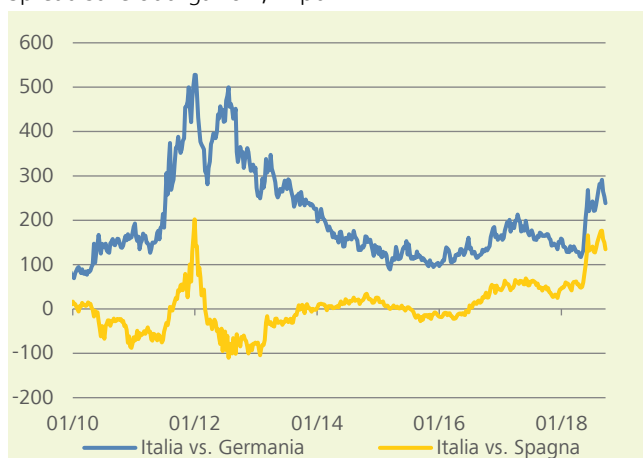
A settembre le obbligazioni italiane, partendo da livelli deboli, hanno iniziato a mostrare brevi segni di ripresa, che poi sono stati fermati bruscamente dal dibattito sul bilancio. Se la tendenza al rialzo continuerà nuovamente dipende dal bilancio statale 2019 e dalle decisioni delle agenzie di rating.

Alcuni mesi fa c'è stata un'ondata di vendite di obbligazioni italiane perché si era diffuso il timore che il nuovo governo euroscettico avrebbe potuto compromettere il cammino verso una politica di bilancio sostenibile. A maggio, il premio di rischio tra i titoli di stato italiani a dieci anni e i corrispondenti tedeschi è aumentato dell'1.2% a quasi il 3%, portando incertezza sui mercati europei.

A settembre, le obbligazioni italiane hanno invece avviato un temporaneo rally di ripresa, dovuto soprattutto al Ministro delle finanze italiano Giovanni Tria che aveva annunciato che il disegno di legge di bilancio per il 2019 avrebbe contenuto un deficit nettamente al di sotto del limite UE del 3 per cento del PIL. Lo spread tra i titoli di stato decennali italiani e quelli tedeschi è passato così dal 3% al 2.4%, prima che la speranza in un bilancio contenuto venisse meno, facendo aumentare nuovamente i premi di rischio.

Premi di rischio ancora elevati per le obbligazioni italiane

Spread sulle obbligazioni, in pb



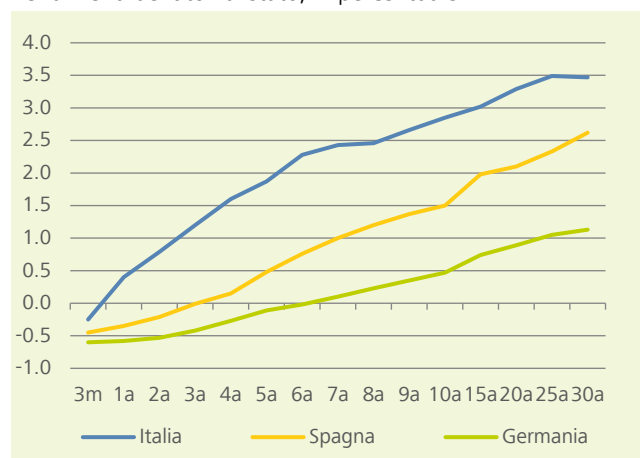
Se si confronta la differenza dei rendimenti attuali tra i titoli italiani e quelli tedeschi con il livello registrato durante la crisi dell'euro del 2012, i rischi in Italia sembrano piuttosto bassi (v. grafico 1).

La propensione al rischio per i titoli di stato italiani è però crollata nuovamente a seguito del disegno di legge di bilancio oltre i limiti. Anche se i rendimenti a scadenza sembrano interessanti, gli impegni in questo segmento rimangono fortemente speculativi. Questi titoli offrono un potenziale solamente qualora il deficit di bilancio italiano per il 2019 non superasse i limiti relativi al debito pubblico e le agenzie di rating confermassero l'attuale rating BBB o lo tagliassero di massimo un livello. Molto dipenderà da quanto il Ministro delle finanze riuscirà ancora ad armonizzare la disciplina di bilancio con le richieste di spesa dei principali partiti di governo.

La situazione tesa in Italia dovrebbe causare ancora forti oscillazioni delle obbligazioni italiane. Allo stesso tempo aumentano leggermente i rendimenti di beni rifugio come i titoli di stato di USA, Germania e Svizzera, che rimangono però ancora troppo poco interessanti per gli investitori. Continuiamo quindi a preferire obbligazioni High Yield in USD con rendimenti oltre il 6 per cento e una volatilità probabilmente molto minore rispetto ai titoli decennali italiani con rendimento del 2.8 per cento. Anche per quanto riguarda le obbligazioni dei mercati emergenti il nostro posizionamento rimane neutrale.

La prudenza degli investitori fa impennare la curva dei rendimenti italiani

Rendimenti dei titoli di stato, in percentuale



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

«Trumponomics» a vantaggio degli emittenti di obbligazioni ad alto rendimento: possono ora utilizzare il denaro risparmiato per estinguere i debiti. Allo stesso tempo, grazie a un minore carico fiscale e a una maggiore crescita economica è migliorata la redditività delle aziende. Di conseguenza, anche gli indici creditizi stanno nettamente migliorando, per cui manteniamo la nostra quota raccomandata su neutrale.

= 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

Il dibattito sul bilancio italiano penalizza le banche

I bassi tassi in Europa sono stati tra i motivi principali per cui le azioni delle banche UE sono state un investimento piuttosto mediocre negli ultimi anni. Si profila all'orizzonte l'inversione dei tassi anche in Europa. Tuttavia, per supportare le banche, sarebbe necessaria una distensione dei problemi politici in Italia.

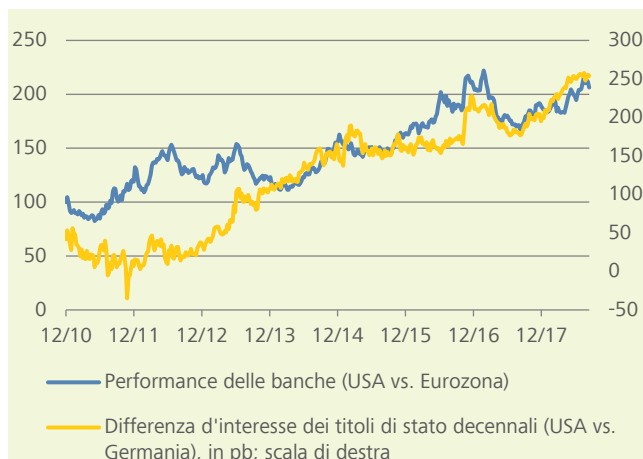
Dallo scoppio della crisi finanziaria 10 anni fa, i corsi azionari hanno registrato in media un andamento molto positivo – con grosse differenze regionali. Le azioni USA, ad esempio, hanno ottenuto risultati molto migliori rispetto alle azioni europee.

Dalla crisi finanziaria del 2008, l'Europa ha dovuto combattere con varie crisi «successive», come la crisi greca nel 2010 o la crisi dell'euro nel 2012. A preoccupare i mercati sono ora la situazione politica in Italia e la questione ancora irrisolta della Brexit. Crisi simili avevano sempre avuto effetti simili sui mercati finanziari: l'avversione al rischio aumentava e il livello dei tassi per gli investimenti non direttamente interessati diminuiva.

L'attività fondamentale delle banche consiste però nel raccogliere il denaro dai risparmiatori, metterlo nuovamente sul mercato sotto forma di prestiti e guadagnare sul margine d'interesse. Quando l'avversione al rischio aumenta, la domanda di credito diminuisce. Già questo basta a penalizzare il core business. Se poi diminuisce anche il livello dei tassi, questo effetto negativo per le banche aumenta. Questo è uno dei motivi principali per cui le azioni bancarie in Europa hanno inseguito l'andamento del mercato globale.

Effetti di differenze d'interesse su performance bancarie

Andamento di azioni bancarie e differenza d'interesse



Fonte: FactSet, Vontobel Asset Management

Di conseguenza, il più alto livello dei tassi negli USA ha consentito alle banche statunitensi di aumentare la propria redditività e di lasciarsi alle spalle le concorrenti europee (v. grafico). Questa differenza si riflette direttamente sulla debole performance relativa delle banche del vecchio continente.

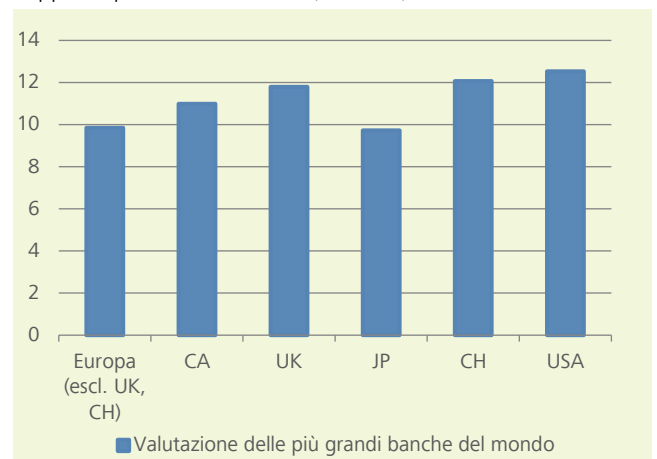
In un tale contesto appare a prima vista sorprendente il fatto che sia le banche USA sia quelle europee scambino attualmente a P/E ratio simili di 10x-12x. La differenza nelle valutazioni emerge tuttavia solo guardando il rapporto prezzo/valore contabile – detto anche P/B.

Analizzato per paesi, il P/B ratio delle banche soprattutto in Giappone e nell'UE si attesta a meno di 1.0x, il che si spiega con il basso livello dei tassi e il rendimento inferiore sul capitale proprio impiegato (ROE) che ne deriva. In particolare banche italiane come Intesa o Unicredit hanno una valutazione molto favorevole e fanno registrare P/B ratio di 0.8x ovvero 0.6x. Qui il mercato sconta anche un premio di rischio superiore per il caso di un'uscita dell'Italia dall'Eurozona.

A seguito della discussione sul bilancio italiano, le banche europee si trovano fortemente sotto pressione. Per avviare un'inversione di tendenza sarebbe necessaria una distensione su questo fronte. Se l'attenzione tornasse a rivolgersi alla crescita economica, di per sé positiva in Europa, e se salissero leggermente i tassi, ne trarrebbero beneficio le banche europee, e in particolare anche quelle in Italia.

Valutazione delle banche europee piuttosto favorevole

Rapporto prezzo/utile 2018e (P/E ratio)



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

Il prezzo del petrolio in aumento

A nostro avviso, aumenta la probabilità che i prezzi del petrolio si dirigano nuovamente verso quota USD 100 al barile. Potrebbe trarne vantaggio anche il prezzo dell'oro, che recentemente aveva risentito della forza della valuta USA.

Sui mercati del petrolio la situazione si aggrava sempre di più. Paradossalmente, a causare l'attuale carenza dell'offerta è la stessa persona che in pubblico critica continuamente gli alti prezzi del petrolio: il Presidente degli Stati Uniti Donald Trump. Fino a poco tempo fa, anche grazie ai numerosi tweet del Presidente che invitava l'OPEC ad aumentare la produzione, i prezzi si sono mantenuti al di sotto della soglia di USD 80. Gli operatori di mercato si rendono però sempre più conto che la politica estera aggressiva del Presidente repubblicano – specialmente quella contro l'Iran – potrebbe sbilanciare la situazione della domanda e dell'offerta a livello globale.

Per il prossimo anno non escludiamo più uno scenario con il prezzo del petrolio a USD 100 al barile (v. grafico 1). Riteniamo che al momento nessuno dei produttori mondiali di petrolio sia in grado di far fronte alla perdita di produzione dell'Iran e al contemporaneo aumento della domanda globale di petrolio. L'industria del petrolio di scisto USA, responsabile di gran parte dell'aumento dell'offerta degli ultimi anni, ha un potenziale di crescita limitato a causa della mancanza di possibilità di trasporto. Stando agli ultimi commenti, l'OPEC da parte sua non

sembra interessata a un aumento della produzione nonostante le pressioni di Donald Trump. Inoltre, le capacità libere del cartello del petrolio sono basse come non succedeva da molto.

Sebbene tutti questi fattori siano favorevoli a prezzi del petrolio più alti, al momento il mercato finanziario non sembra preoccupato. Anche nella stampa si trovano pochissimi articoli sulla possibilità di un'imminente fluttuazione verso l'alto dei prezzi del petrolio. Questa indifferenza dei mercati finanziari e del pubblico rafforza la nostra previsione secondo cui l'anno prossimo il mondo potrebbe essere sorpreso da prezzi del petrolio intorno a – o addirittura oltre – USD 100.

Può trarne vantaggio anche l'oro?

Nei mesi scorsi abbiamo più volte sottolineato il fatto che attualmente il prezzo dell'oro è trainato soprattutto dalla forza della valuta USA. Rimane il fatto che in un contesto caratterizzato da un USD più forte, il prezzo dell'oro sarà in difficoltà. I metalli preziosi potrebbero comunque trovare altrove un sostegno. Se nei prossimi mesi ci sarà un forte aumento del prezzo del petrolio, ne dovrebbe beneficiare anche l'oro. Ce lo mostra anche uno sguardo al passato, in cui forti fluttuazioni del prezzo del petrolio hanno sempre trascinato al rialzo anche i prezzi dell'oro (v. grafico 2). Manteniamo quindi un posizionamento cautamente ottimista sull'oro.

I prezzi del petrolio sono ormai decisamente lontani dal minimo di inizio 2016

Prezzo del petrolio di tipo Brent, in USD/barile



Le quotazioni del petrolio in aumento quale sostegno al prezzo dell'oro?

Fasi di forti aumenti del prezzo del petrolio e prezzo dell'oro



L'euro segnato dai rischi politici

La stabilizzazione dei dati congiunturali europei e una BCE più ottimista hanno consentito una ripresa dell'euro, del franco, ma anche delle valute scandinave. Se questa tendenza è destinata a proseguire dipende anche dai rischi quali politica commerciale e bilancio italiano che a nostro avviso rimangono considerevoli.

Dai minimi di agosto, EUR/USD è riuscito a riprendersi e a tratti anche a sfiorare la soglia di 1.18 (grafico 1) per la prima volta da giugno. La ripresa è stata spinta da vari sviluppi. Dati congiunturali più stabili nell'Eurozona uniti ai commenti recenti dei funzionari della BCE hanno dato un supporto fondamentale all'euro. Mentre Jens Weidmann della Bundesbank tedesca mette in primo piano i rischi dei mercati finanziari con una politica monetaria troppo espansiva, Mario Draghi e Bernd Nothweit sono nel frattempo più fiduciosi che nel prossimo futuro l'inflazione di base tornerà ad aumentare. Questo sarebbe per noi un segnale importante di una persistente tendenza rialzista dell'euro.

Al supporto fondamentale all'euro che va formandosi lentamente si oppongono tuttavia ancora grandi rischi politici. In Italia il bilancio non può andare oltre i limiti. Anche un'escalation del conflitto commerciale tra gli USA e la Cina rimane un grande rischio. Sulla nostra prospettiva positiva per l'euro sul medio-lungo termine continuano perciò, finora, a incomberne rischi. Gli afflussi verso il «bene rifugio» della Svizzera recente-

mente hanno sicuramente sostenuto il franco. Riteniamo inoltre che uno dei fattori alla base della rivalutazione del franco siano i solidi dati congiunturali della Svizzera. Ad esempio, nel T2 il tasso di crescita reale del PIL in Svizzera è aumentato al 3.4% (yoy). Rimaniamo tuttavia convinti del fatto che la moderata pressione inflazionistica in Svizzera consentirà alla BNS di normalizzare la politica monetaria solo dopo un aumento dei tassi della BCE.

Le valute emergenti riprendono fiato

La recente debolezza del dollaro è dovuta, oltre ai motivi già elencati, anche al fatto che le controversie commerciali non hanno avuto sinora alcun effetto significativo sull'economia mondiale. La situazione può cambiare da un momento all'altro, soprattutto se gli USA a gennaio 2019 aumenteranno i dazi sulle importazioni cinesi, ma fino ad allora c'è ancora tempo per trovare un compromesso. Gli investitori sembrano approfittare attualmente di questa occasione per acquistare le valute dei paesi emergenti ipervendute. Vogliamo tuttavia sottolineare il fatto che le differenze nella crescita tra i paesi emergenti (grafico 2) e i paesi sviluppati (in particolare gli USA) non sembra indicare un forte rally. Ad ogni modo crediamo che almeno uno dei seguenti sviluppi sia necessario per una ripresa netta e sostenibile delle valute dei paesi emergenti: primo, una forte ripresa dei dati congiunturali nei paesi emergenti (grafico 2); secondo, una fine del conflitto commerciale tra gli USA e la Cina o, terzo, la Fed annuncia una pausa nel suo ciclo di aumento dei tassi.

Da agosto l'euro si è nettamente ripreso rispetto all'US Dollar

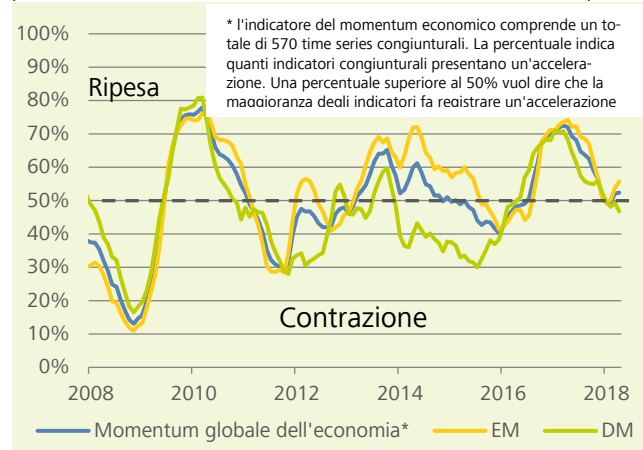
Euro sintetico prima di gennaio 1999



Fonte: Datastream, Vontobel Asset Management

EM-FX: I dati congiunturali non suggeriscono un forte rally

ponderati in base al PIL, Ø 3 mesi, in % di indicatori in ripresa



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% | 9.9% | 0% | 5% | 40% | 9.5% | 0% | 5% | 40% | 7.0% | 0% | 5% | 40% | 6.3% | 0% | 5% | 40% | 5.3% |
| Cash | | | | 9.9% | | | | 9.5% | | | | 7.0% | | | | 6.3% | | | | 5.3% |
| Obbligazioni (durata auspicata 6.0 anni) | 65% | 80.0% | 95% | 69.1% | 45% | 60.0% | 75% | 51.2% | 25% | 40.0% | 55% | 35.0% | 5% | 20.0% | 35% | 17.3% | 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% | 4.0% | 0% | 4.0% | 14% | 4.0% | 0% | 4.0% | 14% | 4.0% | 0% | 4.0% | 14% | 4.0% | 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 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 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% | 21.0% | 0% | 15.0% | 30% | 21.0% | 0% | 15.0% | 30% | 21.0% | 0% | 15.0% | 30% | 21.5% | 0% | 15.0% | 30% | 21.9% |
| 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% | 3.0% | 0% | 3.0% | 13% | 3.0% | 0% | 3.0% | 13% | 3.0% | 0% | 3.0% | 13% | 3.0% | 0% | 3.0% | 13% | 3.0% |
| Total | | 100% | | 100.0% | | 100% | | 100.0% | | 100% | | 100.0% | | 100% | | 100.0% | | 100% | | 100.0% |
| Valuta estera | | 6% | | 8.0% | | 16% | | 16.3% | | 26% | | 25.0% | | 37% | | 34.6% | | 48% | | 44.1% |
| Quota attuale*** | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| USD | | 6% | | 8.0% | | 12% | | 13.5% | | 19% | | 20.0% | | 25% | | 26.2% | | 31% | | 32.3% |
| 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% | | 23.0% | | 31% | | 31.3% | | 41% | | 40.0% | | 52% | | 49.6% | | 63% | | 59.1% |

* 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 | 3.1 | 2.0 |
| 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 | 1.0 | 0.8 |
| Germania | 0.2 | 0.5 | 1.7 | 1.8 | 1.8 |
| Eurozona | 0.0 | 0.2 | 1.5 | 1.7 | 1.6 |
| USA | 0.1 | 1.3 | 2.1 | 2.4 | 2.2 |
| Cina | 1.4 | 2.0 | 1.6 | 2.1 | 2.4 |
| Giappone | 0.8 | -0.1 | 0.5 | 1.0 | 1.1 |
| Mercati finanziari | | | | | |
| | 2016 | 2017 | Attuale* | Previsione a 3 mesi | Previsione a 12 mesi |
| Libor a 3 mesi | | | | | |
| Fine anno (in %) | | | | | |
| CHF | -0.73 | -0.75 | -0.74 | -0.75 | -0.50 |
| EUR | -0.32 | -0.33 | -0.32 | -0.35 | -0.10 |
| USD | 1.00 | 1.69 | 2.40 | 2.85 | 3.20 |
| JPY | -0.05 | -0.02 | -0.05 | 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 | 0.44 | 0.6 | 0.9 |
| EUR (PIIGS) | 2.01 | 2.01 | 2.54 | 2.4 | 2.7 |
| USD | 2.45 | 2.41 | 3.06 | 3.1 | 3.3 |
| JPY | 0.04 | 0.05 | 0.14 | 0.1 | 0.1 |
| Tassi di cambio | | | | | |
| Fine anno | | | | | |
| EUR/CHF | 1.07 | 1.17 | 1.13 | 1.16 | 1.20 |
| USD/CHF | 1.02 | 0.97 | 0.98 | 0.98 | 0.97 |
| JPY/CHF (per 100 JPY) | 0.87 | 0.86 | 0.86 | 0.89 | 0.95 |
| EUR/USD | 1.05 | 1.20 | 1.15 | 1.18 | 1.24 |
| USD/JPY | 117 | 113 | 114 | 110 | 102 |
| Materie prime | | | | | |
| Fine anno | | | | | |
| Greggio (Brent, USD/b.) | 57 | 67 | 85 | 80 | 85 |
| Oro (USD/oncia) | 1152 | 1303 | 1194 | 1250 | 1290 |

*02.10.2018

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.