



## Politica d'investimento – Dicembre 2018

Investment Office Gruppo Raiffeisen

Intatta la speranza in un leggero rialzo

Banca Raiffeisen Obertoggenburg

Architetto: ARGE Jeannette Geissmann und Tom Munz

Fotografo: Tobias Bruderer

**RAIFFEISEN**

# Contenuti

Asset allocation tattica in sintesi	3
Commento sul mercato <b>Intatta la speranza in un leggero rialzo</b>	4
Congiuntura <b>La crescita in Svizzera dovrebbe «normalizzarsi»</b>	5
Obbligazioni <b>Obbligazioni ad alto rendimento sotto pressione solo per poco</b>	6
Azioni <b>Per ora resta opportuno un atteggiamento di attesa</b>	8
Investimenti alternativi <b>Il calo dei prezzi del petrolio non dovrebbe continuare</b>	10
Valute <b>Il rafforzamento dell'euro prende tempo</b>	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 29 novembre 2018; 16:00

# 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

- Volge al termine un anno borsistico caratterizzato da alti e bassi. Il mercato azionario svizzero potrebbe però ancora chiudere il 2018 con un leggero rialzo. Le condizioni sono un'ulteriore distensione nella controversia commerciale tra USA e Cina e una Fed che tolga ai mercati il timore di un eccessivo aumento dei tassi nel prossimo anno.
- Con tassi d'interesse ancora bassi, il contesto per investimenti obbligazionari rimane difficile. Manteniamo un posizionamento neutrale sulle obbligazioni dei paesi emergenti e sulle obbligazioni ad alto rendimento.
- La ripresa dell'euro si fa aspettare. I rischi politici portano sempre a un rafforzamento del CHF. Riteniamo che nei prossimi mesi il potenziale di ripresa per EUR/CHF sia limitato a livelli intorno a 1.17.

# Commento sul mercato

## Intatta la speranza in un leggero rialzo

**Volge al termine un anno borsistico caratterizzato da alti e bassi. Il mercato azionario svizzero potrebbe però ancora chiudere il 2018 con un leggero rialzo. Le condizioni sono un'ulteriore distensione nella controversia commerciale tra USA e Cina e una Fed che tolga ai mercati il timore di un eccessivo aumento dei tassi nel prossimo anno.**

Sul mercato azionario svizzero, per una volta sono le aziende a grande capitalizzazione a superare le più piccole. Il vantaggio delle grandi si delinea dall'estate, quando si è intensificata la controversia commerciale Cina-USA e si è rafforzato in autunno a seguito di un temporaneo aumento dei tassi a lungo termine negli USA. Entrambi gli eventi hanno alimentato i timori sulle prospettive per l'economia mondiale, mettendo quindi sotto pressione i titoli «growth» ciclici. I pesi massimi difensivi avevano invece ritrovato il favore degli investitori a differenza degli anni scorsi, in cui le aziende più piccole erano nettamente in vantaggio (v. grafico). Le preoccupazioni per la crescita non si notano solo nelle aziende svizzere a piccola e media capitalizzazione; anche nel settore tecnologico USA e nei paesi emergenti, ad esempio, si diffondono i timori di non poter soddisfare le aspettative di crescita.

Gli indicatori globali mostrano in effetti un calo della dinamica. Attualmente il motore della crescita USA procede a pieno ritmo, ma il prossimo anno gli effetti delle riduzioni fiscali saranno meno evidenti. Anche in Svizzera la crescita economica è peggiorata, il che, dopo i trimestri precedenti molto solidi,

non dà motivo di preoccuparsi. Per l'anno prossimo prevediamo una crescita economica svizzera di circa il 2%, dopo un 2018 ben al di sopra della media con quasi il 3%.

La dinamica della crescita è quindi leggermente in calo, ma la base economica resta intatta. Prevediamo quindi che le turbolenze dei mesi scorsi sui mercati finanziari non sfoceranno in una forte correzione, ma che verranno sempre compensate da solidi dati economici. Nel breve termine, però, ci sono anche pochi margini di rialzo. Lo scontro sul bilancio del governo italiano con l'UE è infatti ben lungi dall'essere risolto e la Brexit continuerà a provocare tensioni fino alla conclusione prevista per marzo ed eventualmente anche oltre.

A sorpresa, uno dei fattori a sostegno del mercato nelle prossime settimane potrebbe essere la Banca centrale USA. La fase avanzata del ciclo dei tassi continua a essere un importante fattore di ostacolo sui mercati azionari e anche a dicembre prevediamo un ulteriore aumento dei tassi da parte della Fed. Tuttavia, visto il calo degli indicatori congiunturali e il nervosismo sui mercati finanziari, i banchieri centrali potrebbero ancora premere verbalmente sul freno lasciando così aperta la possibilità di un rallentamento degli aumenti dei tassi. In tal modo sarebbe spianata la strada per un mese finale solido sui mercati azionari e gli investitori nel mercato azionario svizzero avrebbero la possibilità di chiudere con un leggero rialzo un 2018 nel complesso turbolento.

[roland.klaeger@raiffeisen.ch](mailto:roland.klaeger@raiffeisen.ch)

### Azioni a piccola e media capitalizzazione sotto pressione

Rendimento annuale sul mercato azionario svizzero



Fonte: Bloomberg, Investment Office Gruppo Raiffeisen

### Ciclo dei tassi USA molto avanzato

Libor a 3 mesi e aspettativa del mercato, in %



Fonte: SECO, Investment Office Gruppo Raiffeisen

# Congiuntura

## La crescita in Svizzera dovrebbe «normalizzarsi»

**Dopo l'attuale boom della congiuntura, negli USA e in Svizzera la crescita dovrebbe tornare «più normale». Nell'EZ e in Cina, invece, dopo un terzo trimestre debole la congiuntura dovrebbe riprendersi a fine anno nonostante il perdurare del conflitto commerciale.**

Oltre al già elevato utilizzo delle capacità produttive dell'economia USA, la crescita economica nel 2019 sarà frenata dal fatto che la spinta data nel 2018 dalle riduzioni fiscali e dal programma delle spese avrà un effetto molto minore l'anno prossimo. A causa della tensione del mercato del lavoro prevediamo una crescita dei salari del 3%. L'inflazione dovrebbe tuttavia essere contenuta per via degli aumenti della produttività. La Fed procederà comunque anche nel nuovo anno a ulteriori aumenti dei tassi.

Dal 2° trimestre 2017, l'economia svizzera ha beneficiato di tassi di crescita elevati. Questo boom, generato da un franco svizzero più debole, è ora probabilmente finito, poiché il potenziale di ripresa della congiuntura svizzera dopo lo shock del franco nel 2015 è «esaurito». È quanto suggerisce la produzione nell'industria manifatturiera. Dopo una crescita nel 2° trimestre del 9.2% rispetto al trimestre dell'anno scorso, nel 3° trimestre è aumentata soltanto dell'1.7%.

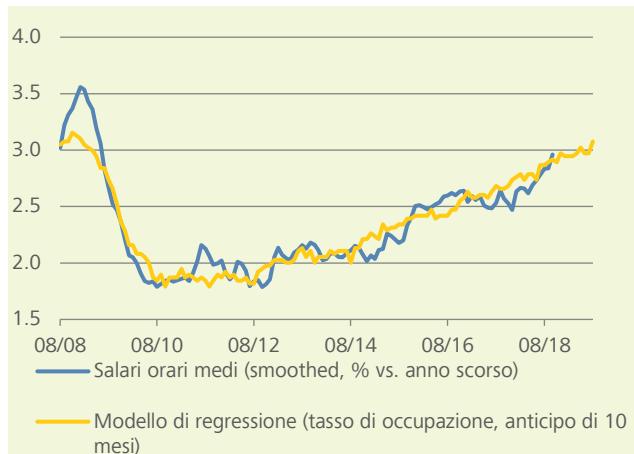
Prevediamo che nel 4° semestre l'economia dell'EZ tornerà a crescere maggiormente rispetto al debole T3 scorso (solo 0.2% qoq). Nel trimestre in corso dovremmo assistere a una netta ripresa della produzione automobilistica, fortemente calata a causa dei nuovi test UE sulle emissioni entrati in vigore il 1° settembre (v. grafico 2). Riteniamo che anche l'anno prossimo la crescita dell'EZ si manterrà sui livelli di quest'anno, ovvero intorno all'1.9%. Per la crescita è importante che non ci siano escalation nelle controversie commerciali con gli USA né nelle aree problematiche «interne» Brexit e Italia. Nonostante l'indebolimento temporaneo dei dati economici prevediamo che nella prossima riunione di metà dicembre la Banca centrale europea annuncerà l'arresto dal programma di acquisto di obbligazioni (QE) a fine anno.

### Cina: la crescita economica dovrebbe continuare

Per quanto riguarda la Cina, invece, ci aspettiamo che i nuovi programmi di stimolo avviati dal governo aiuteranno a ristabilire la crescita minata dai dazi USA sulle importazioni. Quanto la nuova «medicina» cinese impiegherà ad avere effetto è difficile a dirsi. In linea di massima, comunque, un'intensificazione dell'attività edilizia e un aumento dei consumi sarebbero importanti anche per le industrie delle esportazioni dell'EZ e svizzere, e sosterrebbero la ripresa congiunturale.

### L'alto tasso di occupazione USA indica un'accelerazione dei salari

Tassi di crescita salariale negli USA



Fonte: BLS, Thomson Reuters Datastream, Vontobel

### In Germania cresce l'indicatore della fiducia dell'industria automobilistica di esportazione tedesca

Esportazioni di auto tedesche: effettive e previste



Fonte: Ifo, Destatis, Thomson Reuters Datastream, Vontobel

# Obbligazioni leggermente sottoponderate

## Obbligazioni ad alto rendimento sotto pressione solo per poco

A novembre, le obbligazioni ad alto rendimento hanno sofferto il calo dei prezzi del petrolio e un possibile indebolimento della crescita negli USA. A seguito di ciò si erano temuti tassi di insolvenza molto più alti tra le aziende. Considerando i dati fondamentali stabili delle obbligazioni ad alto rendimento e una prospettiva congiunturale ancora favorevole per il 2019 riteniamo tali timori prematuri e prevediamo che nei prossimi mesi questo segmento del mercato obbligazionario otterrà un rendimento positivo.

Da ottobre, nemmeno le obbligazioni ad alto rendimento (high yield) si sono potute sottrarre al clima teso sui mercati. Questo andamento era però dovuto in gran parte al calo dei prezzi del petrolio (v. grafico 1), cosa in genere negativa per le high yield poiché molti degli emittenti USA di questi titoli sono aziende energetiche. In effetti a novembre il settore energetico high yield, che rappresenta il 15% del mercato mondiale, ha perso quasi il doppio del settore high yield al di fuori del settore energetico.

### La Fed diventa più prudente

C'è stato però ancora un altro motivo per la svendita delle obbligazioni ad alto rendimento che ha causato elevati deflussi: la nuova valutazione di un atteso rallentamento globale della crescita. Questa ha portato il Presidente della Banca centrale USA a sembrare leggermente meno fiducioso quanto a futuri aumenti dei tassi di riferimento. Di seguito a ciò sono scesi i tassi

### Bond HY USA soffrono il calo dei prezzi del petrolio

Govt-Spread HY USA e prezzo WTI in USD/barile



Fonte: BofAML, Bloomberg, Vontobel Asset Management

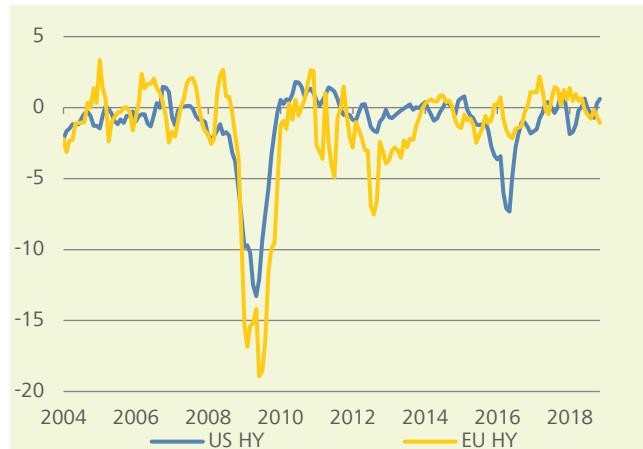
d'interesse nella maggior parte dei mercati, i differenziali di rendimento sono aumentati e le azioni sono state evitate.

Riteniamo tuttavia questa correzione in high yield temporanea e non crediamo che il ciclo del credito si stia già avvicinando a uno stadio di declassamenti del rating e insolvenze chiaramente più frequenti. Ciò dipende dalle nostre prospettive per il 2018 che danno come poco probabile una recessione e dai dati fondamentali sempre buoni degli emittenti high yield.

Inoltre l'andamento per solvibilità sul mercato delle obbligazioni ad alto rendimento rimane stabile (v. grafico 2). Ciò significa che gli emittenti di obbligazioni high yield – anche gli emittenti USA, tendenzialmente finanziati con capitale di terzi – sono in grado di onorare i propri debiti con gli utili e, se necessario, ottenere un rifinanziamento dalle banche. Ammesso che non si verifichi una recessione, la situazione non dovrebbe cambiare.

Come si è visto in passato, in assenza di una recessione le obbligazioni high yield sono generalmente in grado di realizzare rendimenti positivi su un periodo di dodici mesi. Questa rimane la nostra ipotesi di base, nonostante la prospettiva di un indebolimento della crescita economica per il 2019 rispetto al 2018. Riteniamo quindi che nei prossimi dodici mesi le obbligazioni high yield dovrebbero ottenere un rendimento positivo, anche se i loro differenziali di rendimento rispetto alle obbligazioni benchmark potrebbero leggermente aumentare. Nei nostri portafogli rimane quindi opportuna una ponderazione neutrale.

### Rating per obbligazioni HY restano nel complesso stabili Variazioni del rating a 3 mesi, in %



Fonte: BofAML, Bloomberg, Vontobel Asset Management

# Obbligazioni leggermente sottoponderate

## – Obbligazioni con qualità del credito da elevata a media

Nei titoli di stato dei paesi industrializzati rimaniamo nettamente sottoponderati. I rendimenti a scadenza rimangono storicamente bassi e poco interessanti.

Nel contesto di tassi bassi le obbligazioni societarie di qualità del credito da elevata a media mostrano ancora un potenziale di reddito leggermente positivo, mentre i rischi di credito sono gestibili. Confermiamo la sovraponderazione delle obbligazioni societarie.

## = Global high yield

«Trumponomics» a vantaggio degli emittenti di obbligazioni ad alto rendimento: possono ora utilizzare il denaro rimpatriato 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, un contesto macroeconomico globale finora ancora stabile e un USD che non si rafforza troppo fanno per ora sembrare opportuno il posizionamento neutrale malgrado prezzi delle materie prime sotto pressione.



# Azioni neutrali

## Per ora resta opportuno un atteggiamento di attesa

**Anche nelle ultime settimane, la maggior parte dei mercati azionari ha avuto flessioni dei corsi. Timori per la congiuntura globale e paura di guerre commerciali hanno colpito soprattutto azioni cicliche. Gli investitori si sono rifugiati in titoli meno rischiosi e in azioni value, a lungo trascurate in passato.**

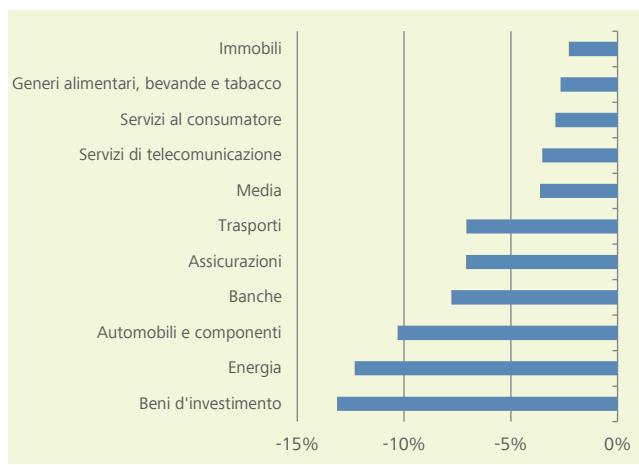
Se consideriamo il mercato azionario come un termometro della congiuntura, esso negli ultimi due mesi ha emesso il suo verdetto: l'anno prossimo sarà congiunturalmente più freddo.

Difficile spiegare altrimenti l'andamento debole dei mercati azionari e in particolare la differenza di performance tra industrie cicliche e difensive. Analizzando queste ultime, dal 21 settembre, quando l'indice MSCI World Index – in valute locali – ha raggiunto un nuovo massimo storico, si nota un andamento particolarmente debole nelle industrie sensibili alla congiuntura come automobili, semiconduttori o macchinari.

Vi sono in effetti ragioni per preoccuparsi: ad esempio, la ripresa economica negli USA dura già da quasi dieci anni, un periodo storicamente molto lungo. A seguito dell'inflazione in aumento, la Fed punta ad aumentare ancora i tassi e a ritirare liquidità dal mercato. Il conflitto commerciale latente tra USA e Cina, con i reciproci annunci di dazi e gli effetti negativi che ne risultano per le catene di fornitura globali, può inasprirsi in qualsiasi momento e già ora ha un'influenza negativa. Si potrebbe ad es. arrivare per la prima volta da molto tempo a un calo delle vendite di automobili in Cina.

### Rendimento compl. settori industriali globali (selezione)

Dal 21 settembre 2018,  
in valuta locale



Fonte: FactSet, Vontobel Asset Management

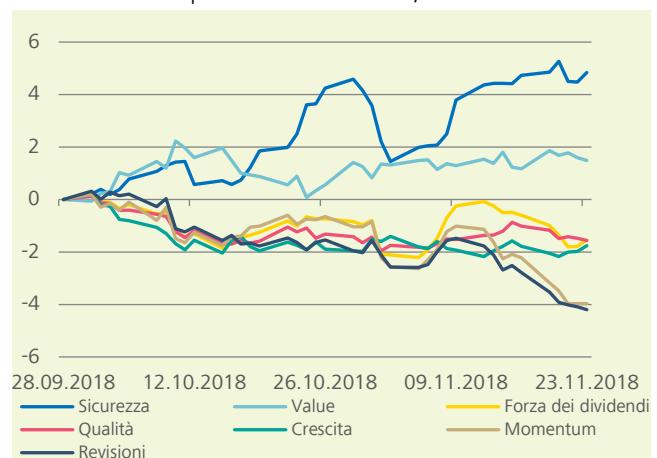
Se consideriamo il mercato azionario da un altro punto di vista è evidente che gli investitori non solo hanno fatto una distinzione tra gruppi industriali rischiosi e meno rischiosi, ma anche all'interno dei singoli settori hanno preferito le azioni apparentemente più sicure. Intendiamo in questo caso azioni che in passato hanno avuto una volatilità inferiore, presentano una maggiore capitalizzazione di mercato e quelle i cui utili futuri sono più facilmente prevedibili. Anche queste aziende «sicure» hanno segnato perdite da ottobre, ma di ben cinque punti percentuali in meno rispetto alle aziende che in base a questi indici appaiono rischiose.

Sono riuscite a resistere piuttosto bene anche le azioni «value», a lungo trascurate, ossia azioni con valutazione favorevole perché ad es. in precedenza hanno registrato un aumento inferiore dei prezzi («momentum» debole) o mostrano una crescita moderata. Con le azioni di momentum e di crescita, invece, gli investitori hanno effettuato prese di beneficio. Titoli preferiti dagli investitori, infatti, come ad es. Amazon, Apple, Facebook e Netflix, hanno perso oltre il 20% di valore.

Dato che al momento riteniamo la probabilità di una recessione nel 2019 piuttosto bassa, la reazione del mercato sul breve periodo ci sembra eccessiva. Tuttavia, considerate le attuali incertezze, per i prossimi mesi un atteggiamento più difensivo pare opportuno.

### Performance di singole categorie di fattori

Performance relativa cumulata tra il migliore e il peggiore 20% delle azioni per settore industriale, in %



Fonte: FactSet, Vontobel Asset Management

# Azioni neutrali

## = 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

Molte delle attuali incertezze per l'Eurozona (Brexit, Italia, conflitto commerciale) dovrebbero ormai essere scontate. Se non ci saranno ulteriori inasprimenti su questi fronti, le azioni europee dovrebbero essere ben protette dai ribassi. Raccomandiamo quindi di mantenere un posizionamento neutrale sulle azioni europee.

## - 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

Le azioni dei paesi emergenti sono state fortemente penalizzate, non da ultimo dal conflitto commerciale. Rispetto all'MSCI World, quindi, queste azioni nel frattempo sono tornate ad avere valutazioni attraenti, rendendo interessanti gli ingressi in questi mercati. Inoltre, poiché non prevediamo maggiori penalizzazioni dovute a un ulteriore aumento dell'USD, continuiamo a ritenere opportuna una quota leggermente sovraponderata.

-- Forte sottoponderazione

- Leggera sottoponderazione

= Neutrale

+ Leggera sovraponderazione

++ Forte sovraponderazione

# Investimenti alternativi leggermente sovraponderati

## Il calo dei prezzi del petrolio non dovrebbe continuare

**Le sanzioni americane contro l'Iran sono meno incisive del previsto e la produzione del petrolio di scisto USA è inaspettatamente elevata – due fattori che hanno portato a un crollo dei prezzi del petrolio. Un'impennata dei prezzi verso USD 100.– al barile è ora decisamente meno probabile. Al contempo, i prezzi non dovrebbero scendere ulteriormente.**

Il crollo dei prezzi del petrolio negli ultimi due mesi è stato impressionante: da USD 85.– a poco meno di USD 60.– al barile. Ciò ha interessato soprattutto i prezzi a pronti e i contratti a breve termine, mentre i prezzi a più lungo termine sono stati meno sotto pressione (v. grafico).

La causa non dovrebbe essere un calo della domanda – di solito, la crescita della domanda subisce un forte rallentamento solo in fasi di recessione e a nostro avviso uno scenario del genere non si verificherà nei prossimi dodici mesi. Il motivo della correzione dei prezzi va quindi ricercato nell'offerta.

Da un lato, la decisione del governo Trump di concedere una deroga limitata nel tempo a determinati paesi importatori di petrolio iraniano ha sorpreso i mercati, e anche noi. Tale decisione ha reso meno probabile un'impennata dei prezzi verso quota USD 100.–, uno degli scenari delineatosi di recente. Solo gravi cali di produzione in paesi instabili quali Venezuela, Libia,

Nigeria e Iraq potrebbero far tornare d'attualità quota USD 100.

Dall'altro, dai giacimenti di scisto USA sgorga un'inattesa abbondanza di petrolio. I produttori di petrolio di scisto USA sembrano in grado di mantenere la crescita della produzione a livello elevato, malgrado il fatto che i nuovi pozzi si esauriscano rapidamente. Rispetto allo scorso anno, nel 2018 l'offerta USA dovrebbe essere aumentata di circa 1.62 milioni di barili/giorno, e anche per il prossimo anno il ministero dell'Energia USA prevede tassi di crescita notevoli. Tuttavia, finché la domanda cresce di oltre 1 milione di barili al giorno, non prevediamo in generale un eccesso di offerta per il 2019, per cui riteniamo ancora opportuno un posizionamento neutrale.

### Potenziale rialzista per l'oro

Continuiamo a raccomandare una sovraponderazione anche sull'oro oltre che sulle strategie alternative (forte) e sugli investimenti immobiliari indiretti svizzeri (leggera). Dopo un anno deludente, il prezzo del metallo giallo sembra essersi stabilizzato e nei prossimi mesi dovrebbe avere addirittura un leggero potenziale rialzista – non da ultimo per il fatto che le maggiori Banche centrali si trovano in fasi diverse dei rispettivi cicli di normalizzazione. Mentre infatti la Fed si avvicina al culmine della sua normalizzazione della politica monetaria, altre Banche centrali dovrebbero iniziare a normalizzare i tassi nel 2019. Ciò dovrebbe indebolire l'USD e favorire il prezzo dell'oro (v. grafico).

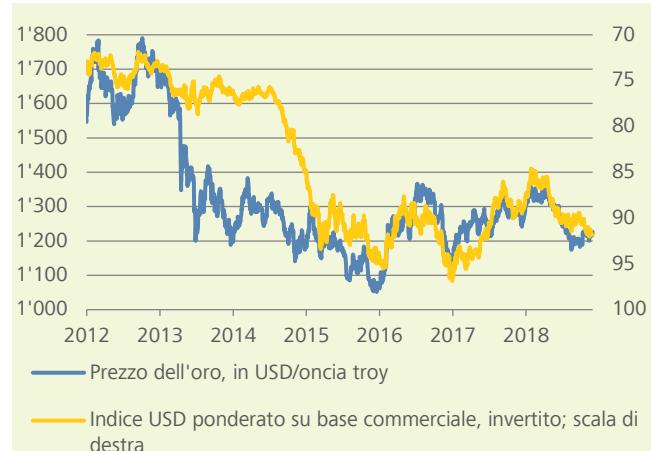
### Quotazioni relativamente stabili per i contratti petroliferi di lungo periodo

Prezzi del petrolio Brent, in USD al barile



### USD più debole dovrebbe sostenere il prezzo dell'oro

Prezzo dell'oro e indice USD



## Il rafforzamento dell'euro prende tempo

**I rischi politici e i deboli dati congiunturali sono ancora favorevoli al dollaro nel breve periodo. Tuttavia, nelle prossime settimane sono previsti eventi importanti che possono fortemente influenzare i mercati valutari in positivo o in negativo. Il nostro scenario di base di un leggero rallentamento congiunturale indica però una certa debolezza del dollaro nel 2019.**

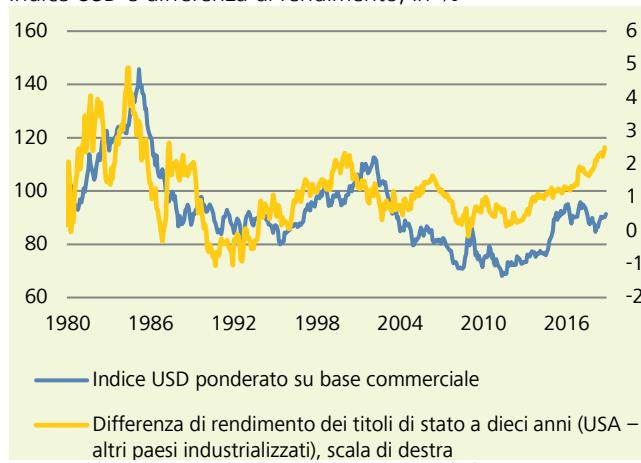
Negli ultimi mesi i dati a favore di un dollaro forte sono diventati più rari. Ad esempio, un'escalation del conflitto commerciale non vi è finora stata. Il Presidente della Fed ha inoltre alimentato le speranze di una pausa degli aumenti dei tassi nel 2019. Ciò ha complessivamente un po' stabilizzato il tasso di cambio EUR/USD. I dati fondamentali, tuttavia, non indicano ancora una fine del rialzo dell'USD. I dati congiunturali europei, ad esempio, restano particolarmente deboli, più deboli che negli USA. A nostro avviso una ripresa congiunturale in Europa è però necessaria per avviare una ripresa duratura dell'euro e per mantenere la tabella di marcia della BCE (aumento dei tassi nel 2019). Per il momento, i rischi politici sotto forma di «Brexit», «guerra commerciale» e «Italia» continuano a penalizzare l'euro. A nostro avviso è quindi ancora troppo presto per costituire posizioni in euro.

### Scenario di base sfavorevole al dollaro nel 2019

Il nostro scenario di un leggero rallentamento congiunturale senza timori di recessione indica per il 2019 una lenta conclusione del ciclo di aumento dei tassi USA e l'inizio di un tale ciclo

### Le differenze d'interesse con gli USA si avvicinano a massimi storici

Indice USD e differenza di rendimento, in %



in Europa. Prevediamo quindi una lenta riduzione delle grandi divergenze in materia di politica monetaria tra USA e resto del mondo. Dovrebbero nuovamente diminuire persino le differenze d'interesse tra USA e resto del mondo. Riteniamo quindi raggiunto il picco del dollaro.

### La ripresa EUR/CHF nel 2019 dovrebbe restare moderata

Nel nostro scenario di leggero indebolimento della crescita, la sequenza logica delle valute (dalla più forte alla più debole) è: EUR, CHF, JPY e USD. La distanza tra EUR e CHF dovrebbe tuttavia restare limitata. Il motivo di ciò è la nostra previsione di una moderata crescita economica del 2% nell'EZ. L'elevata eccedenza delle partite correnti, unita a una congiuntura svizzera relativamente forte, indica che il CHF è sopravvalutato in modo meno forte di quanto la BNS ci dia a intendere. Riteniamo che il valore equo sia 1.20, laddove esso nel tempo dovrebbe ulteriormente scendere (figura 2). Nel caso si riuscisse a eliminare i rischi politici «Brexit», «guerra commerciale» e «Italia», un livello di 1.20 pare possibile. Tuttavia resta però ancora elevato il pericolo che almeno uno di questi rischi persista sul mercato. Anche la politica monetaria della BNS giocherà un ruolo importante. Qualora si confermasse la nostra stima che la BNS oserà il primo aumento dei tassi pressoché in contemporanea con la BCE, il potenziale di ripresa per EUR/CHF dovrebbe essere limitato a livelli intorno a 1.17.

### A parità di potere d'acquisto, la sopravvalutazione del CHF è modesta

EUR/CHF e parità del potere d'acquisto



# Panoramica del portafoglio

Categoria d'investimento	Sicurezza			Reddito			Equilibrio			Crescita			Azioni				
	strategico	tattico	min.	neutrale	max.	strategico	tattico	min.	neutrale	max.	strategico	tattico	min.	neutrale	max.		
<b>Liquidità</b>	0 %	5%	25%	<b>7.0 %</b>	0 %	5%	40 %	<b>5.6 %</b>	0 %	5%	40 %	<b>2.5 %</b>	0 %	5%	40 %	<b>0.7 %</b>	
Cash				<b>7.0 %</b>				<b>5.6 %</b>				<b>2.5 %</b>				<b>0.7 %</b>	
<b>Obligazioni (durata auspicata 6.0 anni)</b>	<b>6.5%</b>	<b>80.0 %</b>	<b>9.5 %</b>	<b>72.0 %</b>	<b>4.5%</b>	<b>60.0 %</b>	<b>7.5 %</b>	<b>53.5 %</b>	<b>2.5%</b>	<b>40.0 %</b>	<b>5.5 %</b>	<b>36.5 %</b>	<b>5%</b>	<b>20.0 %</b>	<b>3.5 %</b>	<b>17.9 %</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>	
VE con qualità del credito da elevata a media (hedged)	15%	30.0%	45%	<b>32.8 %</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>	
Qualità del credito bassa (hedged)**	0%	4.0%	14%	<b>4.0 %</b>	0%	4.0%	14%	<b>4.0 %</b>	0%	4.0%	14%	<b>4.0 %</b>	0%	4.0%	14%	<b>4.0 %</b>	
Paesi emergenti (hedged)	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>
	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>
<b>Actions</b>	0 %	<b>0.0 %</b>	0 %	<b>0.0 %</b>	5 %	<b>20.0 %</b>	3.5 %	<b>19.9 %</b>	25 %	<b>40.0 %</b>	5.5 %	<b>40.0 %</b>	45 %	<b>60.0 %</b>	7.5 %	<b>60.0 %</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>	
Azioni Global	0%	0.0%	0%	<b>0.0 %</b>	0%	8.0%	18%	<b>7.5 %</b>	5%	15.0%	25%	<b>14.0 %</b>	14%	24.0%	34%	<b>22.8 %</b>	
Azioni Europa (escl. CH)					0.0%				3.0%				5.0%				9.0%
Azioni USA					0.0%				4.0%				8.0%				7.0%
Azioni Asia Pacifico / Giappone					0.0%				1.0%				2.0%				2.0%
Paesi emergenti					0%	0.0%	0%	<b>0.0 %</b>	0%	2.0%	12%	<b>2.4 %</b>	0%	5.0%	15%	<b>6.0 %</b>	
									0%	5.0%	15%	<b>6.0 %</b>	0%	6.0%	16%	<b>7.2 %</b>	
<b>Investimenti alternativi</b>	0 %	<b>15.0 %</b>	30 %	<b>21.0 %</b>	0 %	<b>15.0 %</b>	30 %	<b>21.0 %</b>	0 %	<b>15.0 %</b>	30 %	<b>21.0 %</b>	0 %	<b>15.0 %</b>	30 %	<b>21.5 %</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>	
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>	
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>	
Materie prime	0%	3.0%	13%	<b>3.0 %</b>	0%	3.0%	13%	<b>3.0 %</b>	0%	3.0%	13%	<b>3.0 %</b>	0%	3.0%	13%	<b>3.0 %</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>Valuta estera</b>	<b>6 %</b>	<b>8.0 %</b>			<b>16 %</b>	<b>17.9 %</b>			<b>26 %</b>	<b>28.0 %</b>			<b>37 %</b>	<b>39.6 %</b>			
Quota attuale***																	
USD	6%	<b>8.0 %</b>			12%	<b>13.9 %</b>			19%	<b>21.0 %</b>			25%	<b>27.6 %</b>			
EUR	0%	<b>0.0 %</b>			3%	<b>3.0 %</b>			5%	<b>5.0 %</b>			9%	<b>9.0 %</b>			
JPY	0%	<b>0.0 %</b>			1%	<b>1.0 %</b>			2%	<b>2.0 %</b>			3%	<b>3.0 %</b>			
Max	21%	<b>23.0 %</b>			31%	<b>32.9 %</b>			41%	<b>43.0 %</b>			52%	<b>54.6 %</b>			

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

\*\*Obligazioni societarie, sub investment grade (<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	2.9	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
<b>Inflazione</b>					
Crescita annua media (in %)					
Svizzera	-1.1	-0.4	0.5	1.0	1.0
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
<b>Libor a 3 mesi</b>					
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	2.74	2.85	3.20
JPY	-0.05	-0.02	-0.12	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	-0.06	0.2	0.6
EUR (Germania)	0.23	0.45	0.35	0.6	0.9
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	2.49	2.4	2.7
USD	2.45	2.41	3.04	3.1	3.3
JPY	0.04	0.05	0.09	0.1	0.1
<b>Tassi di cambio</b>					
Fine anno					
EUR/CHF	1.07	1.17	1.13	1.16	1.17
USD/CHF	1.02	0.97	1.00	1.01	0.96
JPY/CHF (per 100 JPY)	0.87	0.86	0.88	0.90	0.91
EUR/USD	1.05	1.20	1.14	1.15	1.22
USD/JPY	117	113	113	112	105
<b>Materie prime</b>					
Fine anno					
Greggio (Brent, USD/b.)	57	67	62	66	70
Oro (USD/oncia)	1152	1303	1231	1250	1290

\*03.12.2018

**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.