



## Politica d'investimento – Gennaio 2017

Raiffeisen Investment Office

I mercati resistono alle imponderabilità

Banca Raiffeisen Region Heiden, Agenzia Speicher

Architetto: Felix Sigrist AG

Fotografo: Leo Boesinger

**RAIFFEISEN**

# Contenuti

Asset allocation tattica in sintesi	3
Commento sul mercato <b>I mercati resistono alle imponderabilità</b>	4
Congiuntura <b>La crescita economica mondiale dovrebbe aumentare leggermente</b>	5
Obbligazioni <b>High yield in Europa ampiamente supportati</b>	6
Azioni <b>Tiro alla fune tra maggiori utili e rischi politici</b>	8
Investimenti alternativi <b>Il petrolio ha poco margine sopra USD 60</b>	10
Valute <b>Franco rispetto all'euro sempre con pressione rialzista</b>	11
Panoramica del portafoglio	12
Previsioni	13

# 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			
Bassa qualità del credito (global high yield)		o			
Paesi emergenti			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					o
Metalli preziosi / Oro				o	
Materie prime				o	
Immobili				o	

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

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

## Messaggi chiave

1. I mercati azionari continuano ad avere una valutazione cara. Per i profitti aziendali si delinea tuttavia un leggero miglioramento. Aumentiamo leggermente a neutrale la quota per le azioni svizzere. I pesi massimi dell'indice dovrebbero stabilizzarsi a seguito delle prospettive congiunturali globali.
2. Un aumento dei tassi basato sulla previsione di una maggiore crescita economica non deve necessariamente avere un effetto negativo sulle obbligazioni societarie – neppure sulle obbligazioni high yield. Le obbligazioni societarie continuano a costituire la parte principale del portafoglio obbligazionario. Manteniamo una ponderazione neutrale per le obbligazioni dei paesi emergenti.
3. Prezzi del petrolio superiori a USD 60 al barile ci sembrano difficilmente sostenibili a causa di una produzione prevedibilmente maggiore negli USA. Siamo invece molto più ottimisti per l'andamento dei metalli preziosi nei prossimi mesi. Gli investimenti immobiliari rimangono interessanti con tassi solo leggermente più elevati.

## I mercati resistono alle imponderabilità

**I mercati hanno terminato in modo confortante un turbolento 2016. I portafogli, diversificati in ogni categoria d'investimento e regione, hanno complessivamente ottenuto un leggero aumento, malgrado il debole mercato azionario CH. Anche nel 2017 le azioni sono indispensabili, benché a breve termine le oscillazioni rimarranno forti.**

Nonostante le imponderabilità, nel 2017 i mercati finanziari hanno resistito bene. Almeno da un punto di vista globale. Il mercato azionario CH è stato tra i pochi che hanno terminato l'anno in settore negativo – assieme a Cina e Italia (v. grafico). Per contro, gli indici USA e europei mostrano rendimenti che sono nella media pluriennale. La Brexit o l'elezione di Donald Trump a Presidente USA hanno scosso i mercati solo temporaneamente. Anche un ulteriore aumento dei tassi da parte della Fed è stato assorbito senza timori. A nostro avviso, però, le aspettative per i programmi congiunturali del nuovo Governo USA sono ancora troppo ottimistiche. E anche gli effetti negativi di una politica protezionistica della più grande economia mondiale vengono ancora in gran parte ignorati. Rimaniamo quindi tatticamente prudenti per quanto riguarda le azioni. Esse rimangono tuttavia indispensabili non da ultimo per gli interessanti dividendi e dovrebbero essere risparmiate da forti correzioni a causa dei tassi sempre molto bassi. Le prospettive per le azioni CH sono leggermente migliorate. I pesi massimi dell'indice, che nel 2016 hanno penalizzato il mercato, dovrebbero essersi stabilizzati, beneficiando non da ultimo del miglioramento delle prospettive congiunturali nei paesi emergenti.

Una ponderazione neutrale del portafoglio è opportuna in questo contesto.

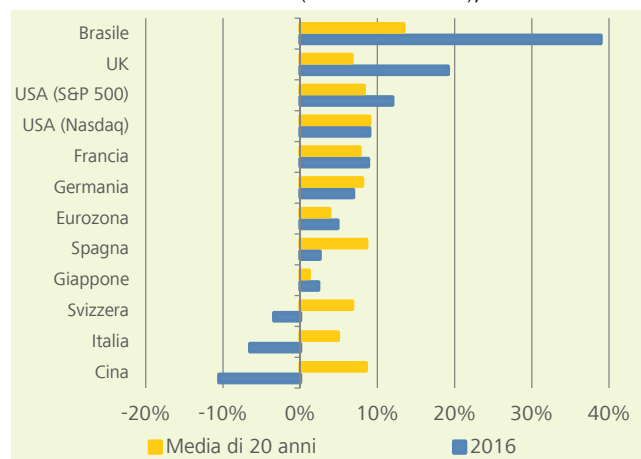
### I tassi d'interesse rimangono bassi – gli investimenti alternativi interessanti

L'aumento dei rendimenti del mercato dei capitali dopo l'elezione di Trump è stato notevole. I rendimenti dei titoli della Confederazione sono riusciti a sganciarsi nettamente dai loro livelli minimi dell'estate 2016. Nella valutazione a lungo termine, questo movimento è però più un'inversione di livelli irrazionalmente bassi che un'inversione dei tassi (vedi grafico). E per il momento il margine per un ulteriore aumento rimane limitato. Il ritmo dell'aumento dei tassi da parte della Fed dovrebbe rimanere molto limitato e la BCE ha addirittura prorogato il suo programma di acquisti di obbligazioni. Inoltre le aspettative inflazionistiche con il predominante ottimismo congiunturale negli USA sono già nettamente aumentate e scontate negli attuali tassi del mercato dei capitali. A fronte di dati congiunturali sempre solidi e di un leggero aumento della tendenza inflazionistica, nei prossimi mesi prevediamo solo un ulteriore moderato aumento dei rendimenti. I rendimenti più alti delle obbligazioni societarie rispetto ai titoli di stato rimangono interessanti. I premi di rischio delle obbligazioni societarie potrebbero addirittura diminuire di nuovo un po' con il previsto andamento economico durante il programma di acquisti di obbligazioni della BCE. I tassi persistentemente bassi sono sempre favorevoli agli immobili e all'oro. La recente ripresa del prezzo dell'oro dovrebbe essere supportata anche dal limitato potenziale verso l'alto dell'USD.

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

### Indice svizzero in posizione arretrata

Rendimento azionario 2016 (dividendi inclusi), in %



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

### Gli interessi rimangono bassi

Rendimento titoli di stato svizzeri decennali, in %



Fonte: Datastream, Raiffeisen Investment Office

## La crescita economica mondiale dovrebbe aumentare leggermente

**Rispetto al 2016 la crescita economica USA dovrebbe accelerare, nell'EZ e in CH continuare circa con la stessa velocità e in Cina – come desiderato dalle autorità cinesi – rallentare leggermente.**

Tra il 2012 e il 2015 la crescita dell'economia USA ha superato nettamente quella dell'Eurozona. Nel 2016, invece, USA e Eurozona, con una crescita economica di ca. l'1.5 per cento ciascuno, dovrebbero essere praticamente alla pari. Agli Stati Uniti fino ad agosto 2016 ha creato problemi la debolezza dell'industria manifatturiera. Attribuiamo la ripresa dell'indice dei responsabili degli acquisti USA da settembre 2016 a due fattori. Con il forte aumento del prezzo del petrolio dal minimo di gennaio 2016, la domanda di macchinari del settore dell'energia, dopo il forte crollo, si è di nuovo ripresa. Inoltre le misure di rilancio annunciate da Donald Trump fanno salire le prospettive di utili delle aziende USA. La crescita economica della più grande nazione industrializzata dovrebbe quindi accelerare nel 2017. Nell'Eurozona l'indice dei responsabili degli acquisti è rimasto su un solido livello dal 2015. Da settembre 2016 gli indici dei responsabili degli acquisti degli USA, dell'Eurozona, della Cina e del Giappone mostrano per la prima volta dopo molto tempo di nuovo un rialzo simultaneo (vedi grafico 1). Nell'Eurozona, però, ogni euforia sarebbe prematura – troppo incerta sembra infatti la situazione prima delle elezioni in diversi paesi e prima della prossima uscita della GB dall'Unione europea. Per la Svizzera nel 2017 ci attendiamo una crescita del PIL

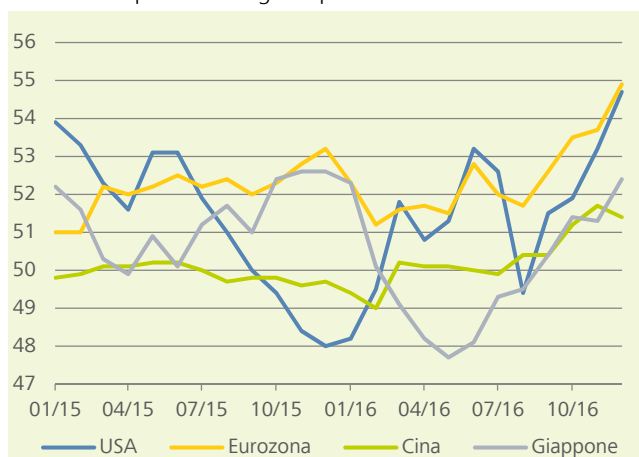
dell'1.4% - solo di poco variata rispetto all'anno scorso. L'industria rimane sotto pressione a seguito della forza del franco, mentre il consumo privato continua a essere un importante supporto della crescita. In Svizzera, per la prima volta dall'autunno 2014 a dicembre l'inflazione non è stata in settore negativo. Per l'anno in corso prevediamo un'inflazione media dello 0.4%, alimentata soprattutto dai prezzi del petrolio all'inizio dell'anno, in forte aumento rispetto all'anno scorso.

**Cina: dopo la crescita ora sono al centro dell'attenzione i rischi del mercato finanziario**

Al momento la Cina ha un andamento migliore del previsto. Gli indicatori congiunturali anticipatori del settore dei servizi e di quello manifatturiero si trovano vicini ai livelli massimi pluriennali. Prevediamo quindi che per le autorità ora il controllo del mercato immobiliare, surriscaldato in molte città, e la chiusura delle aziende zombie non redditizie saranno in primo piano. L'ultimo problema è stato affrontato finora solo in modo poco convincente. Dopo le recenti affermazioni del Presidente cinese, Xi Jinping, secondo cui l'obiettivo di crescita dell'economia del 6.5 per cento non è immutabile, vediamo confermata la nostra prospettiva. Ci aspettiamo quindi un rallentamento congiunturale dall'attuale 6.7 al 6.3 per cento nel 2017. In questo scenario lo yuan cinese dovrebbe avere ulteriore potenziale ribassista, soprattutto se gli USA con Donald Trump introdurranno imposte sulle importazioni dei prodotti cinesi.

### I responsabili degli acquisti rimangono ottimisti

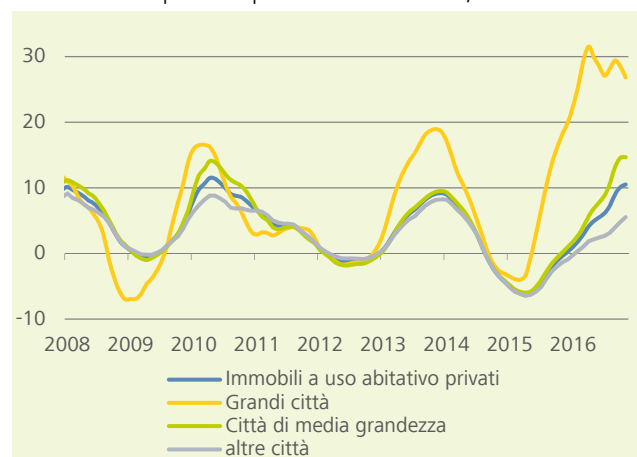
Indici dei responsabili degli acquisti industria manifatturiera



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

### Mercato immobiliare surriscaldato in Cina

Variazione dei prezzi rispetto all'anno scorso, in %



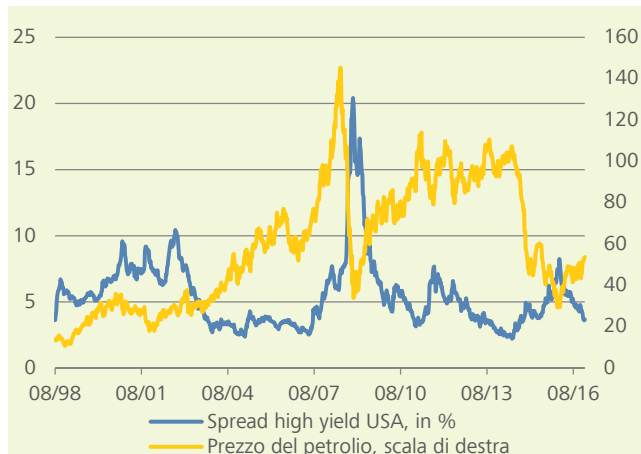
Fonte: Datastream, Raiffeisen Investment Office

## High yield in Europa ampiamente supportati

**Un aumento dei tassi basato sulla previsione di una maggiore crescita economica non deve necessariamente avere un effetto negativo sulle obbligazioni societarie – neppure sulle obbligazioni high yield. Le obbligazioni societarie continuano a costituire la parte principale del portafoglio obbligazionario. Manteniamo una ponderazione neutrale per le obbligazioni dei paesi emergenti.**

A nostro parere diversi fattori indicano che le obbligazioni ad alto rendimento rimarranno ben supportate anche nel 2017: la stabilizzazione dei prezzi del petrolio, una forte crescita economica USA con la prospettiva di un calo dei tassi di insolvenza e la continuazione del programma di acquisti di obbligazioni da parte della BCE. A seguito di questi fattori i premi di rischio di credito dovrebbero probabilmente stabilizzarsi o diminuire leggermente e quindi contrastare il leggero aumento dei tassi dei titoli di stato. Infatti le obbligazioni ad alto rendimento sono piuttosto insensibili ai tassi d'interesse, poiché in genere i loro spread scendono quando i tassi aumentano a causa del miglioramento delle prospettive congiunturali. Questo movimento opposto contribuisce a una certa stabilità dei corsi delle obbligazioni ad alto rendimento, anche in periodi di aumento dei tassi. Il prezzo del petrolio dovrebbe però continuare a essere soggetto a forti oscillazioni, per cui per le obbligazioni high yield USA continuiamo a rimanere prudenti, mentre preferiamo l'Eurozona, che dovrebbe essere ben supportata anche dal programma di acquisti di obbligazioni della BCE. Già nel 2016 la stabilizzazione dei prezzi del petrolio ha permesso alle obbligazioni ad alto rendimento di ottenere un'ottima performance (v. grafico).

### Prezzi del petrolio e premi di rischio con trend opposto



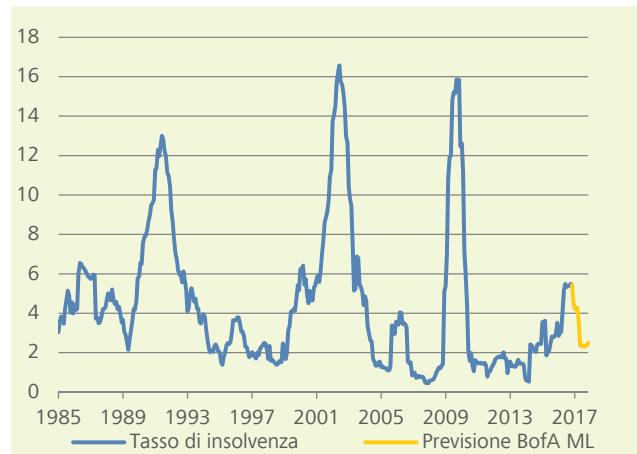
Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

grafico). Le insolvenze aziendali generate dai bassi prezzi del petrolio hanno raggiunto l'apice nel corso dell'anno, ma grazie al miglioramento delle prospettive congiunturali il mercato ha ricevuto una spinta. L'ondata di insolvenze, riscontrabile nel 2015 e 2016 nelle società dell'energia, ha tolto dal mercato gli emittenti di obbligazioni più deboli ponendo la base per una migliore performance. Prezzi dell'energia stabili o in leggero aumento e la prospettiva di un aumento della crescita economica negli USA potrebbero determinare un calo delle insolvenze aziendali nel segmento ad alto rendimento, dove le società dell'energia hanno un peso elevato. L'agenzia di rating Moody's prevede che nel 2017 il tasso di insolvenza nel segmento ad alto rendimento USA scenderà da oltre il 5 al 4 per cento. Alcuni operatori di mercato focalizzati su obbligazioni ad alto rendimento prevedono addirittura un calo più forte del tasso di insolvenza fino al 2.5 per cento ca. nel corso dell'anno (v. grafico). Fino a concretizzazione dell'inversione di tendenza dei tassi di insolvenza, è tuttavia opportuna la prudenza.

### Anche per le obbligazioni dei paesi emergenti è previsto un andamento solido

Raccomandiamo ancora un'integrazione del portafoglio con obbligazioni di paesi emergenti. Nei mesi scorsi, le prospettive congiunturali sono migliorate di nuovo nettamente. Inoltre, quest'anno la Fed dovrebbe aumentare i tassi solo leggermente, il che tendenzialmente supporta le obbligazioni dei paesi emergenti. Di conseguenza manteniamo una quota neutrale in USD, mentre evitiamo ancora le obbligazioni in valuta locale.

### Tassi di insolvenza in calo nei prossimi mesi, in %



Fonte: BofA, Raiffeisen Investment Office

# Obbligazioni leggermente sottoponderate

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

Nei titoli di stato dei paesi industrializzati rimaniamo nettamente sottoponderati. Nonostante il recente aumento, 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 rendimento leggermente positivo, mentre i rischi di credito sono controllabili.

## – Global High-Yield

I tassi di insolvenza per obbligazioni high yield saranno in calo con l'aumento dei prezzi del petrolio. Le obbligazioni ad alto rendimento dell'EZ dovrebbero inoltre essere ben supportate dal programma di acquisti della BCE.

## = Mercati emergenti

Manteniamo neutrale la quota delle obbligazioni dei paesi emergenti in USD. Le prospettive di crescita dei paesi emergenti sono migliorate di nuovo e i rischi diminuiti di conseguenza, a fronte di un potenziale di rendimento sempre interessante. In questa categoria d'investimento è indispensabile un'ampia diversificazione geografica.



Fortemente sottoponderato



Leggermente sottoponderato



Neutrale



Leggermente sovraponderato



Fortemente sovraponderato

# Azioni leggermente sottoponderate

## Tiro alla fune tra maggiori utili e rischi politici

**Dalla crisi finanziaria, il mercato azionario europeo si è trovato spesso all'ombra del suo corrispondente americano. Nel frattempo la valutazione relativa è favorevole alle azioni europee, ma le incertezze politiche potrebbero penalizzare l'andamento borsistico in Europa. Aumentiamo leggermente a neutrale la quota per le azioni svizzere.**

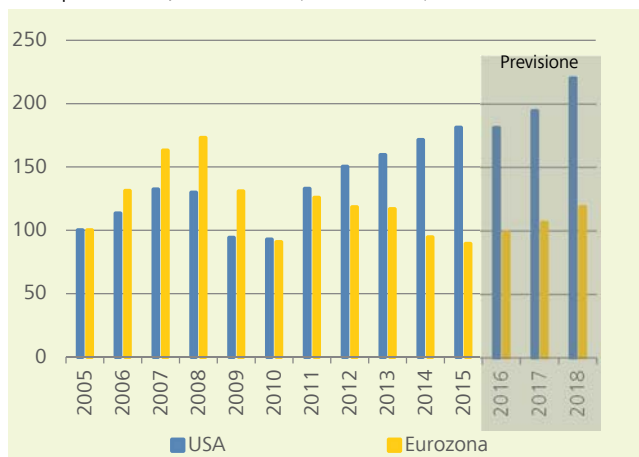
Nel 2016 ci sono stati sconvolgimenti politici al di qua e al di là dell'Atlantico. La dinamica nelle piazze borsistiche europee e americane è stata tuttavia diversa. La decisione dei britannici di uscire dall'UE ha determinato inizialmente reazioni di panico, mentre l'elezione di Donald Trump a 45° Presidente USA ha generato un'euforia in borsa. Altrettanto differenti si presentano i dati fondamentali. A un raddoppiamento dei profitti aziendali negli USA dal 2009 si contrappone una stagnazione dei profitti nell'Eurozona. In particolare le banche statunitensi dopo la crisi finanziaria hanno dimostrato grande agilità, annullando cattivi crediti e procurandosi nuovo capitale. In Europa invece, come mostra uno sguardo all'Italia, finora questo processo non è stato ancora completato.

### Migliorata crescita degli utili in Europa

Tuttavia la forbice comincia a chiudersi. Nel 2016 la crescita economica in Europa e in America è stata paragonabile. Il prossimo anno l'andamento degli utili delle aziende europee dovrebbe addirittura superare quello delle aziende statunitensi.

### I profitti aziendali dovrebbero aumentare leggermente nel 2016

Utile per azione, indicizzato (2005 = 100)



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

Alla base di ciò vi sono soprattutto due motivi: Da un lato anche l'Europa è uno dei beneficiari principali di un'economia mondiale in crescita, il che si riflette già in diversi indicatori economici. Dall'altro lato, l'euro più debole dovrebbe stimolare le esportazioni. Questo è un segnale che la ripresa degli utili continua come previsto.

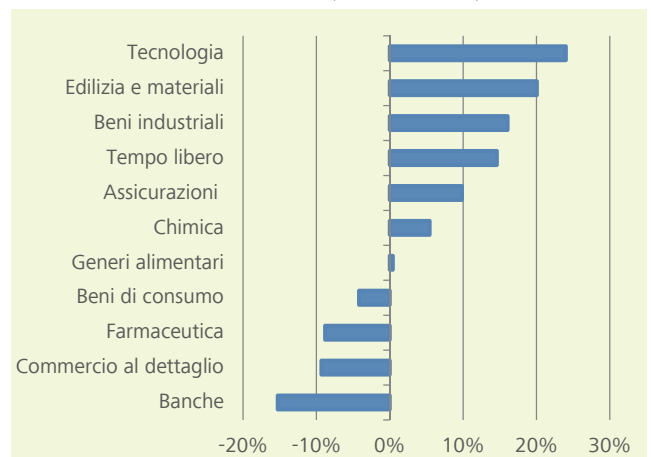
### Aumentare leggermente a neutrale la quota azionaria Svizzera.

È comunque d'obbligo essere prudenti, poiché uno sguardo al calendario elettorale europeo fa prevedere un anno molto movimentato. Non solo in Francia e in Germania, ma anche nei Paesi Bassi si terranno elezioni. In Italia, dopo le dimissioni di Matteo Renzi continua a covare una crisi di governo. Il governo britannico, a sua volta, intende accelerare il processo di uscita dall'UE. A ciò si aggiunge il fatto che i sondaggi sulle votazioni non permettono più conclusioni affidabili, come si è visto prima della Brexit e delle elezioni USA. Le azioni europee, quindi, nonostante le buone premesse, difficilmente dovrebbero avviare un rialzo duraturo, fintanto che sussisteranno le imponderabilità politiche.

Anche in Svizzera la tendenza degli utili dovrebbe essere leggermente rialzista. Inoltre i pesi massimi dell'indice nel mercato svizzero sembrano essersi stabilizzati, non da ultimo a seguito del miglioramento delle prospettive congiunturali nei paesi emergenti. Di conseguenza aumentiamo leggermente a neutrale la quota per le azioni svizzere.

### Banche e farmaceutica dovrebbero stabilizzarsi dopo il debole 2016

Rendimento dei settori svizzeri (incl. dividendi) nel 2016



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office



# Azioni leggermente sottoponderato

## = Svizzera

Considerando il rapporto prezzo / utile, il mercato svizzero continua a presentare una valutazione relativamente cara. Tuttavia i pesi massimi dell'indice con il miglioramento delle prospettive dei paesi emergenti si stabilizzano. Aumentiamo leggermente a neutrale l'allocazione.

---

## - Europa

La politica monetaria espansiva promossa dalla BCE ha un effetto incentivante. Le prospettive congiunturali rimangono solide, ma senza alcun segnale di accelerazione della crescita. Le incertezze politiche rimangono un importante fattore di rischio.

---

## - USA

I mercati USA hanno assorbito bene l'aumento dei tassi della Fed. Per le imprese USA, orientate al mercato interno e a più bassa capitalizzazione, grazie allo sforzo del governo Trump di stimolare l'economia nazionale vediamo tatticamente un vantaggio rispetto alle blue chip. Nel complesso le elevate aspettative per il programma congiunturale nascondono potenziale di delusione.

---

## - Giappone

L'Abenomics non riesce ancora a stimolare bene la congiuntura.

---

## = Mercati emergenti

A differenza di molti paesi industrializzati, dall'inizio dell'anno gli indici delle azioni dei paesi emergenti mostrano un forte andamento, anche dopo che l'aumento dei tassi a seguito dell'elezione di Trump aveva penalizzato momentaneamente il mercato. Il mantenimento della politica monetaria accomodante nei paesi industrializzati ha un effetto positivo. Continua la stabilizzazione della congiuntura nei paesi emergenti. Manteniamo la quota neutrale per le azioni dei paesi emergenti.



Fortemente sottoponderato



Leggermente sottoponderato



Neutrale



Leggermente sovrapponderato



Fortemente sovrapponderato

## Il petrolio ha poco margine sopra USD 60

**Dalla decisione dell'OPEC del novembre scorso di ridurre la produzione di petrolio, i prezzi del petrolio sono in tendenza rialzista. Prezzi superiori a USD 60 al barile ci sembrano tuttavia difficilmente sostenibili a causa di una produzione prevedibilmente maggiore negli USA. Siamo invece molto più ottimisti per l'andamento dei prezzi dei metalli preziosi nei prossimi mesi.**

Il 30 novembre, all'interno dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) è stata presa una decisione inaspettata - gli stati membri vogliono diminuire la produzione per la prima volta dal 2008: rispetto al livello di produzione dell'anno scorso, nel 2017 la produzione dovrà essere inferiore di 1.2 milioni di barili al giorno. Ciò ha determinato un impressionante rally dei prezzi del petrolio di fine anno, rafforzato dal fatto che anche i paesi al di fuori dell'OPEC, anzitutto la Russia, hanno prospettato riduzioni. I crescenti problemi finanziari di parecchi stati potrebbero aver giocato un ruolo in tal senso. A nostro avviso, però, è stato determinante piuttosto il fatto che la maggior parte dei membri OPEC erano vicini al limite di produzione (vedi grafico). Era quindi solo una questione di tempo che questi stati raggiungessero i loro limiti di produzione. Le prospettive per i prezzi del petrolio sembrano favorevoli anche perché la domanda ogni anno aumenta di 1 milione di barili al giorno. Si devono quindi prevedere nel 2017 prezzi di USD da 70 a 80? Difficilmente. I grandi beneficiari del recente accordo OPEC - i produttori di petrolio di scisto USA - sfrutteranno l'aumento

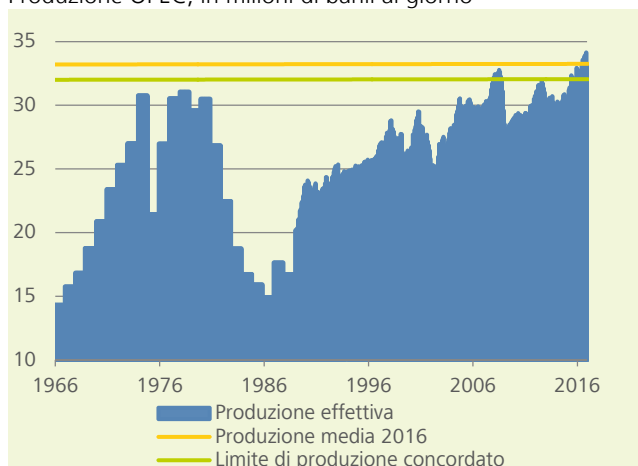
delle quotazioni per incrementare la loro produzione. Ciò a sua volta dovrebbe nei prossimi mesi mantenere il prezzo dell'«oro nero» a un livello di circa USD 55.

### Interessante livello d'ingresso per l'oro

Mentre i prezzi dell'energia e dei metalli sulla scia delle speranze congiunturali sono nettamente aumentati, nell'ultimo trimestre per i metalli preziosi si è presentato un quadro opposto. Dal 1° ottobre 2016 il prezzo dell'oro è diminuito di circa USD 160, attestandosi a USD 1'157 per oncia troy alla fine dell'anno. Il motivo di ciò erano le aspettative che un governo Trump si mostrasse favorevole all'economia USA. Di conseguenza è crollata la domanda degli investitori di fondi in oro negoziati in borsa (vedi grafico). Le misure congiunturali statali provocano un aumento dei tassi d'interesse, il che a differenza dell'oro - che non offre alcun tasso d'interesse - rende altre categorie d'investimento interessanti per gli investitori, questa la logica. Importanti per la futura valutazione del prezzo dell'oro sono quindi le previsioni sui tassi reali USA. Il prossimo anno prevediamo un aumento dell'inflazione USA, mentre i tassi di mercato decennali statunitensi dovrebbero aumentare solo leggermente. I tassi reali USA più bassi che ne risultano dovrebbero quindi dare una nuova spinta al prezzo dell'oro. In considerazione del recente forte calo dei prezzi e della fiducia degli investitori estremamente negativa, a nostro avviso l'attuale livello dei prezzi rappresenta un interessante livello d'ingresso anche dal punto di vista tattico.

### Gli stati OPEC producono sempre a un livello record

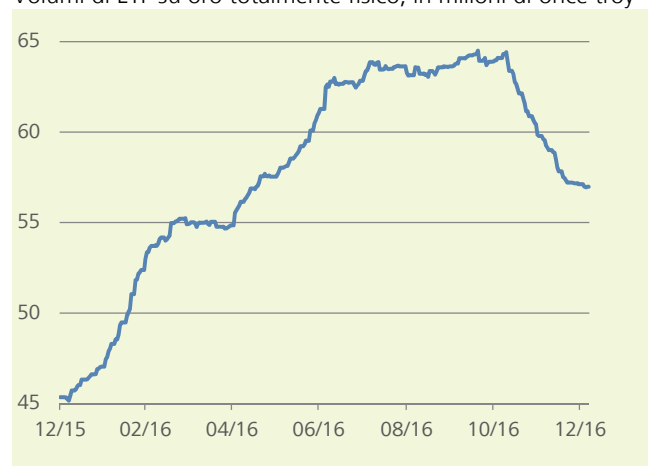
Produzione OPEC, in milioni di barili al giorno



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

### La svendita dell'oro fisico si è ultimamente indebolita

Volumi di ETF su oro totalmente fisico, in milioni di oncie troy



Fonte: Datastream, Raiffeisen Investment Office

## Franco rispetto all'euro sempre con pressione rialzista

**A breve termine l'USD/CHF dovrebbe mantenersi sopra la parità per l'effetto Trump. EUR/CHF rimane invariato attorno a 1.07 e non si prevede alcun indebolimento del CHF rispetto all'euro. La sterlina si è stabilizzata, ma dovrebbe rimanere vulnerabile.**

L'USD riceve una doppia spinta dalle previsioni di una politica fiscale più accomodante negli USA e di possibili misure protezionistiche. Gli stimoli politico-fiscali farebbero salire ulteriormente le aspettative di un aumento dei tassi USA, mentre un'imposta sulle importazioni ridurrebbe la domanda di importazioni e quindi di valute estere – il che alla fine supporta l'USD. Tuttavia rispetto al franco svizzero e soprattutto rispetto all'euro il dollaro non ha più molto margine al rialzo. Da un lato prevediamo che la Banca centrale europea (BCE) terminerà a poco a poco il suo programma di acquisti di obbligazioni alla fine del 2017. Dall'altro lato, barriere commerciali degli USA positive per l'USD, verrebbero probabilmente di nuovo abbattute da ritorsioni di paesi come la Cina. A medio termine, entrambi i fattori dovrebbero determinare una ripresa del tasso di cambio EUR/USD. Anche rispetto al CHF, l'USD dopo gli attuali aumenti dovrebbe scendere di nuovo verso la parità nel corso dell'anno.

Il Governo britannico dovrebbe avviare la «Brexit» alla fine del primo trimestre 2017. Successivamente sono prevedibili dure trattative con l'UE sulla forma dei futuri trattati commerciali. Questo è un altro motivo per la nostra previsione di un euro più

debole a breve termine. Questa circostanza dovrebbe però penalizzare ancor più la sterlina britannica. Il rischio che la valuta metta alla prova i livelli minimi di novembre 2016 sembra grande. Questi livelli offrono però interessanti opportunità d'ingresso, dopotutto la sterlina già oggi è enormemente sottovalutata.

Per contro, la pressione rialzista sul franco svizzero continua. Rispetto all'euro non è prevedibile alcun indebolimento. Per questo l'economia svizzera va troppo bene e l'eccedenza commerciale è troppo elevata. A ciò si aggiunge il fatto che i proventi dell'eccedenza commerciale svizzera dallo scoppio della crisi dell'euro nel 2008 vengono maggiormente riportati in Svizzera dagli esportatori. L'irrisolta crisi bancaria e le imminenti elezioni nell'Eurozona sono favorevoli a una continuazione di questa tendenza anche nell'anno in corso. Solo la prospettiva di una fine dell'espansiva politica monetaria della BCE a dicembre 2017 rappresenterebbe una valvola di sfogo per la pressione sul franco.

### Valute nordiche al centro dell'attenzione

Di recente, la Banca centrale svedese ha dato segnali che indicano una graduale uscita dal suo programma di acquisti di obbligazioni. Durante la riunione di dicembre la metà dei 6 membri del Comitato si è espressa contro una proroga fino all'estate 2017. Una forte congiuntura svedese e una netta sottovalutazione valutaria sono forti argomenti di acquisto per la corona svedese. Essa, a sua volta, dovrebbe trarre profitto dalla previsione di un aumento del prezzo del petrolio.

### Il biglietto verde dovrebbe di nuovo indebolirsi nell'ulteriore corso dell'anno

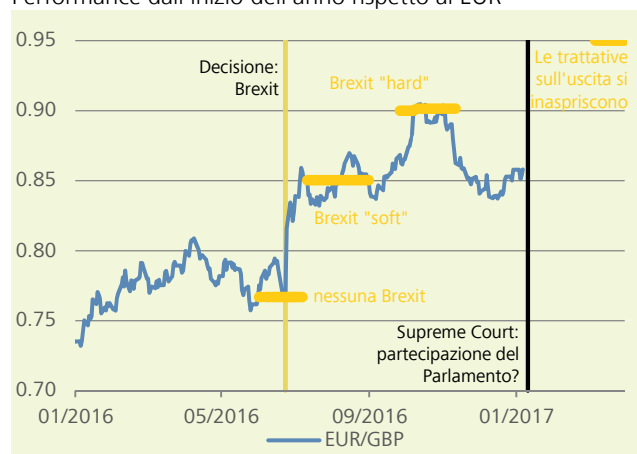
Tasso di cambio USD/CHF



Fonte: Datastream, Raiffeisen Investment Office

### La sterlina britannica potrebbe di nuovo mettere alla prova i livelli minimi del 2016

Performance dall'inizio dell'anno rispetto al EUR



Fonte: Datastream, Raiffeisen Investment Office

Categoria d'investimento	Sicurezza			Reddito			Equilibrio			Crescita			Azioni							
	strategico		tattico	strategico		tattico	strategico		tattico	strategico		tattico	strategico		tattico					
	min.	neutrale	max.	min.	neutrale	max.	min.	neutrale	max.	min.	neutrale	max.	min.	neutrale	max.					
<b>Liquidità</b>	<b>5.0%</b>		<b>32.3%</b>	0%	<b>5.0%</b>	40%	<b>7.2%</b>	0%	<b>5.0%</b>	40%	<b>7.0%</b>	0%	<b>5.0%</b>	40%	<b>6.9%</b>	0%	<b>5%</b>	35%	<b>2.6%</b>	
Cash			32.3%				7.2%				7.0%				6.9%				2.6%	
<b>Obbligazioni (durata auspicata 6.0 anni)</b>	<b>95.0%</b>		<b>57.7%</b>	45%	<b>60.0%</b>	75%	<b>53.0%</b>	25%	<b>40.0%</b>	55%	<b>35.0%</b>	5%	<b>20.0%</b>	35%	<b>16.3%</b>	0%	<b>0.0%</b>	15%	<b>0.0%</b>	
Qualità del credito elevata/media*	90.0%		53.7%	40%	55.0%	70%	49.0%	20%	35.0%	50%	31.0%	0%	15.0%	30%	12.3%	0%	0.0%	10%	0.0%	
Bassa qualità del credito** (global high yield)	0%	2.0%	12%	1.0%	0%	2.0%	12%	1.0%	0%	2.0%	12%	1.0%	0%	2.0%	12%	1.0%	0%	0.0%	10%	0.0%
Paesi emergenti	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%	0.0%	10%	0.0%
<b>Azioni</b>	<b>0%</b>	<b>0.0%</b>	0%	<b>0.0%</b>	5%	<b>20.0%</b>	35%	<b>18.4%</b>	25%	<b>40.0%</b>	55%	<b>36.0%</b>	45%	<b>60.0%</b>	65%	<b>56.0%</b>	65%	<b>80%</b>	95%	<b>76.0%</b>
Azioni Svizzera					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 mondiali					0%	6.0%	16%	4.4%	5%	15.0%	25%	11.0%	14%	24.0%	34%	20.0%	23%	33.0%	43%	29.0%
Aktien Europa						1.5%	1.0%			3.7%	2.5%			6.0%	4.8%			8.3%	7.1%	
Azioni USA						3.6%	2.8%			9.0%	7.0%			14.4%	12.4%			19.8%	17.8%	
Azioni Giappone						0.9%	0.6%			2.3%	1.5%			3.6%	2.8%			4.9%	4.1%	
Azioni dei paesi emergenti					0%	4.0%	14%	4.0%	0%	5.0%	15%	5.0%	0%	6.0%	16%	6.0%	0%	7.0%	17%	7.0%
<b>Investimenti alternativi</b>	<b>0%</b>	<b>0.0%</b>	15%	<b>10.0%</b>	0%	<b>15.0%</b>	30%	<b>21.4%</b>	0%	<b>15.0%</b>	30%	<b>22.0%</b>	0%	<b>15.0%</b>	30%	<b>20.8%</b>	0%	<b>15.0%</b>	30%	<b>21.4%</b>
Strategia alternative	0%	0.0%	10%	2.0%	0%	3.0%	13%	5.0%	0%	3.0%	13%	5.0%	0%	3.0%	13%	5.0%	0%	0.0%	10%	2.8%
Metalli preziosi / Oro	0%	0.0%	10%	3.0%	0%	4.0%	13%	5.6%	0%	3.0%	13%	5.0%	0%	3.0%	13%	5.0%	0%	0.0%	10%	2.0%
Materie prime	0%	0.0%	0%	0.0%	0%	4.0%	13%	4.8%	0%	5.0%	13%	6.0%	0%	6.0%	13%	6.8%	0%	8.0%	18%	9.4%
Immobili	0%	0.0%	10%	5.0%	0%	4.0%	13%	6.0%	0%	4.0%	13%	6.0%	0%	3.0%	13%	4.0%	0%	7.0%	17%	7.2%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>		<b>100.0%</b>		<b>100%</b>		<b>100.0%</b>		<b>100%</b>		<b>100.0%</b>		<b>100%</b>		<b>100.0%</b>		<b>100%</b>		<b>100.0%</b>	
<b>Valute</b>	<b>0%</b>	<b>20%</b>	<b>8.0%</b>	<b>0%</b>	<b>30%</b>	<b>12.8%</b>	<b>0%</b>	<b>40%</b>	<b>17.0%</b>	<b>0%</b>	<b>60%</b>	<b>25.5%</b>	<b>0%</b>	<b>70%</b>	<b>29.8%</b>					
Quota attuale***																				
EUR			4.0%			6.0%					8.0%				12.0%					14.0%
USD			4.0%			6.0%					8.0%				12.0%					14.0%
JPY			0.0%			0.8%					1.0%				1.5%					1.8%
altri			0.0%			0.0%					0.0%				0.0%					0.0%

\* Investment grade (rating da AAA fino a BBB)  
 \*\*Obbligazioni societarie, sub investment grade (<BBB)  
 \*\*\*Viene ottenuta tra l'altro mediante transazioni valutarie

# Previsioni

Congiuntura	2013	2014	2015	Previsione 2016	Previsione 2017
-------------	------	------	------	-----------------	-----------------

## PIL

Crescita annua media (in %)

Svizzera	1.8	1.9	0.9	1.4	1.3
Germania	0.6	1.6	1.5	1.8	1.5
Eurozona	-0.2	1.2	1.9	1.7	1.6
USA	1.7	2.4	2.6	1.6	2.2
Cina	7.7	7.3	6.9	6.7	6.3
Giappone	1.4	-0.1	0.6	0.7	0.9
Globale (PPP)	3.3	3.4	3.1	3.1	3.4

## Inflazione

Crescita annua media (in %)

Svizzera	-0.2	0.0	-1.1	-0.4	0.3
Germania	1.5	0.9	0.2	0.4	1.5
Eurozona	1.4	0.4	0.0	0.2	1.2
USA	1.6	1.8	0.1	1.3	2.1
Cina	2.6	2.2	1.4	2.0	2.3
Giappone	0.3	2.8	0.8	-0.1	0.5

## Mercati finanziari

2015      2016      Attuale\*      Previsione a 3 mesi      Previsione a 12 mesi

### Libor a 3 mesi

Fine anno (in %)

CHF	-0.76	-0.73	-0.73	-0.75	-0.75
EUR	-0.13	-0.32	-0.32	-0.35	-0.35
USD	0.61	1.00	1.01	1.10	1.60
JPY	0.08	-0.05	-0.03	-0.10	-0.10

### Tassi d'interesse del mercato dei capitali

Rendimenti dei titoli di stato decennali (a fine anno; rendimenti in %)

CHF	-0.06	-0.18	-0.21	-0.2	0.4
EUR (Germania)	0.66	0.23	0.29	0.3	0.9
EUR (PIIGS)	2.05	2.01	2.15	1.7	2.2
USD	2.30	2.45	2.38	2.4	2.6
JPY	0.26	0.04	0.06	0.0	0.1

### Tassi di cambio

Fine anno

EUR/CHF	1.09	1.07	1.07	1.08	1.08
USD/CHF	1.00	1.02	1.01	1.05	1.00
JPY/CHF (per 100 JPY)	0.83	0.87	0.87	0.91	0.92
EUR/USD	1.09	1.05	1.06	1.03	1.08
USD/JPY	120	117	116	115	109

### Materie prime

Fine anno

Greggio (Brent, USD/b.)	37	57	55	54	50
Oro (USD/oncia)	1061	1152	1185	1200	1260

\*10.01.2017

**Editore**

Raiffeisen Investment Office  
Raiffeisenplatz  
9000 St. Gallen  
[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  
<http://www.raiffeisen.ch/web/pubblicazioni>

---

**Importanti note legali****Esclusione di offerta**

I contenuti della presente pubblicazione vengono forniti esclusivamente a titolo informativo. Essi non rappresentano pertanto dal punto di vista legale né un'offerta né una raccomandazione all'acquisto ovvero alla vendita di strumenti d'investimento. La presente pubblicazione non rappresenta né un annuncio di quotazione né un prospetto di emissione ai sensi dell'art. 652a o dell'art. 1156 CO. Le condizioni complete applicabili e le avvertenze dettagliate sui rischi relativi a questi prodotti sono contenute nel rispettivo prospetto di quotazione. A causa delle restrizioni legali in singoli paesi, tali informazioni non sono rivolte alle persone la cui nazionalità o il cui domicilio si trova 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 in materia d'investimento e non deve essere intesa quale supporto per le decisioni d'investimento. Gli investimenti qui descritti dovrebbero essere effettuati soltanto dopo un'adeguata consulenza Clientela privata e/o dopo l'analisi dei prospetti informativi di vendita vincolanti. Decisioni prese in base alla presente pubblicazione avvengono a rischio esclusivo dell'investitore.

**Esclusione di responsabilità**

Raiffeisen Svizzera società cooperativa intraprenderà tutte le azioni opportune atte a garantire l'affidabilità dei dati presentati. Raiffeisen Svizzera società cooperativa non fornisce tuttavia alcuna garanzia relativamente all'attualità, all'esattezza e alla completezza delle informazioni contenute in questa pubblicazione.

Raiffeisen Svizzera società cooperativa non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti, indiretti e consecutivi), causati dalla distribuzione della presente pubblicazione o 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.

**Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria**

La presente pubblicazione 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 trovano di conseguenza applicazione nella presente pubblicazione.