

MARZO 2019

# Guida agli investimenti



## L'anno del maiale

L'esercizio di equilibrismo  
cinese (continua)

**RAIFFEISEN**

# La nostra visione dei mercati

**IN QUESTA EDIZIONE**

**P.3** Tema in focus: L'Anno del Maiale – L'esercizio di equilibrio cinese (continua)

**P.5** Le nostre valutazioni:

- Obbligazioni
- Azioni
- Investimenti alternativi
- Valute

**P.8** Le nostre previsioni:

- Congiuntura
- Inflazione
- Politica monetaria

**Prevalgono i dati negativi:** nelle scorse settimane è proseguita la serie di dati economici negativi. In Europa e Giappone gli indici dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera sono addirittura scesi sotto la soglia di espansione di 50 punti. Anche negli USA la dinamica congiunturale ha nettamente rallentato. Nel primo trimestre del 2019 si delinea quindi un ulteriore indebolimento della crescita. Di recente, comunque, le prospettive per il resto dell'anno mostrano un leggero miglioramento.

**La Cina allenta il freno a mano:** nell'«Anno del Maiale» il governo cinese sembra voler mettere da parte, almeno a breve, gli sforzi riformisti a favore di una stabilizzazione della crescita. Dopo le agevolazioni fiscali per famiglie e aziende e varie misure di allentamento della politica monetaria, a gennaio è ora seguito anche un forte incremento del volume dei crediti. Nel secondo semestre questi stimoli dovrebbero riflettersi in migliori dati di crescita e dare un impulso positivo anche all'economia mondiale.

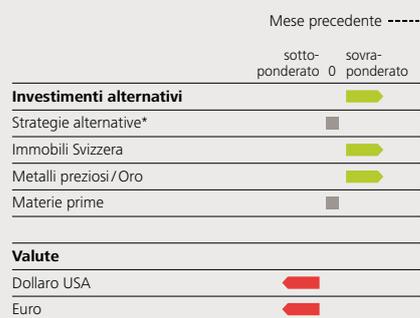
**I rischi politici sono solo rinviati:** via Tweet, il Presidente degli Stati Uniti Trump ha prolungato la «tregua» tra USA e Cina a tempo indeterminato. La Cina segnala disponibilità per taluni punti in discussione, quanto ai punti

critici, invece, un accordo è illusorio per cui a medio termine vi è latente potenziale di delusione. Anche il governo britannico continua a rimandare una decisione. Un rinvio della data della «Brexit» è probabile, non si può tuttavia ancora escludere un'uscita disordinata della Gran Bretagna dall'UE.

**Impennata dei mercati azionari:** per gli azionisti febbraio è stato di nuovo soddisfacente. Tuttavia, dopo il rally delle scorse settimane gli indicatori del momentum per molti indici azionari sono ai livelli ipercomprati. Agli attuali livelli dei corsi, consigliamo dal punto di vista tattico di investire solo in modo selettivo. Anche se la forte ampiezza di mercato degli ultimi tempi rende improbabile un nuovo test dei minimi di dicembre, nel breve termine vi sono molti indizi di un consolidamento.

**Le obbligazioni rimangono poco interessanti:** la combinazione di dati macro costantemente deboli e di una pausa degli sforzi di normalizzazione delle Banche centrali ha pesato fortemente sui tassi negli ultimi tempi. In particolare sul mercato obbligazionario svizzero, dove attualmente i rendimenti con scadenze fino a 15 anni sono negativi, il rapporto rischio/opportunità in questa classe d'investimento non è attraente. Raccomandiamo di continuare a sottoponderare le obbligazioni nei portafogli.

## IL NOSTRO POSIZIONAMENTO



\*con copertura valutaria

# L'esercizio di equilibrismo cinese (continua)



## ASPETTI PRINCIPALI IN BREVE

La Cina si trova di fronte a numerose sfide. L'inquinamento diventa problematico, l'indebitamento continua a crescere, il ceto medio in aumento ha esigenze sempre maggiori e la popolazione invecchia rapidamente. Il paese corre il pericolo di invecchiare prima di raggiungere la ricchezza. Per riuscire a diventare un paese industrializzato è necessario passare a un nuovo modello di crescita, che il governo stimola con un'economia pianificata. Pechino non perde mai di vista la crescita: in questo difficile processo gli attriti devono essere sempre ridotti al minimo. Stavolta però si rinuncia ampiamente a misure infrastrutturali finanziate con debiti. Per evitare un forte raffreddamento congiunturale si preferiscono ora misure di stimolo selettive.

Mentre nell'astrologia occidentale ogni mese è governato da un segno zodiacale diverso, in quella cinese all'intero anno è attribuito un segno e uno dei cinque elementi (fuoco, acqua, terra, legno e metallo). Se quindi nel 2017 è stata la volta del dominante Gallo di fuoco e nel 2018 del fedele Cane di terra, nel 2019 tocca al Maiale nell'elemento terra. Il maiale è un importante simbolo di felicità e benessere non solo nel mondo occidentale, ma anche in Cina. Tra i segni zodiacali cinesi è il più ottimista, la sua fiducia nel futuro è contagiosa, e proprio il maiale di terra è considerato risoluto. Considerando le numerose sfide economiche e sociali cui al momento il Regno di Mezzo si trova confrontato, questa caratteristica è anche quanto mai necessaria.

Il programma di riforme che il Presidente cinese Xi Jinping porta avanti in maniera più forzata dalla sua rielezione da parte dell'Assemblea nazionale del Popolo a marzo 2018 è infatti più che ambizioso: riduzione dei rischi finanziari, lotta all'inquinamento, trasformazione del vecchio modello di crescita basato sulle esportazioni in una moderna società di servizi, maggiore benessere per un ceto medio in continua crescita... La lista potrebbe continuare all'infinito. Ancor più difficile risulta quindi conciliare tutti gli obiettivi. Altre sfide, quali il conflitto commerciale con gli USA, l'atteggiamento in genere più critico dei

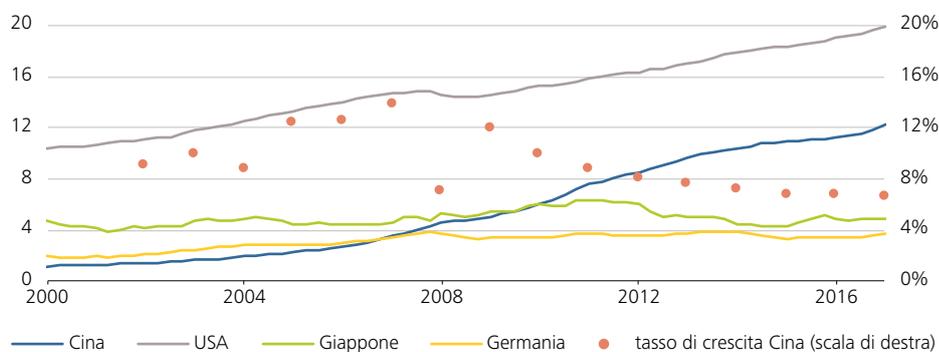
paesi industrializzati occidentali verso la politica (economica) cinese e il costante indebolimento della crescita aumentano ancora la pressione.

Partendo proprio dall'esempio del raffreddamento congiunturale, l'azione del governo mostra la proverbiale risolutezza del maiale. Lo scorso anno, ad es., la crescita economica è scesa al 6.6%, il livello più basso dagli anni '90 ► **Grafico 1**. Stavolta, però, a Pechino si rinuncia alla «crescita basata sui crediti» del passato. Questa ricetta tradizionale si è spesso rivelata efficace: durante la crisi finanziaria 2008/2009, ad es., quando un enorme pacchetto di spese di 4 bilioni di yuan (13% del prodotto interno lordo), non solo evitò una disoccupazione di massa in Cina ma contribuì in maniera sostanziale a stabilizzare l'economia mondiale. Anche nell'episodio del 2015/2016, quando la valuta cinese subì un'improvvisa netta svalutazione e si diffusero timori di un atterraggio «duro», furono soprattutto programmi infrastrutturali a portare una svolta congiunturale. Alcuni numeri per comprendere le dimensioni del boom edilizio dell'ultimo decennio: solo tra il 2012 e il 2016 si è prodotto in Cina quasi il triplo del cemento prodotto negli USA in tutto il XX secolo. Ma tutto ciò non è stato immune da effetti collaterali. Stando alle stime, oggi un appartamento su cinque negli agglomerati urbani è sfritto – per un totale di 65 milioni di unità.

### 1 La crescita della Cina si indebolisce

Le cifre assolute restano tuttavia impressionanti

Prodotto interno lordo di vari paesi in bilioni di USD e tasso di crescita Cina



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office



## IL CIO SPIEGA: COSA SIGNIFICA QUESTO PER LA SVIZZERA?

A differenza di esportatori di materie prime quali Australia o Brasile, riguardo ai cambiamenti in Cina la Svizzera fa tendenzialmente parte dei vincitori. L'attuale debolezza della congiuntura cinese è percepibile anche da noi nell'industria, ad es. tra i fornitori di componenti automobilistici. Del trend verso una società dei consumi sul modello occidentale dovrebbero tuttavia beneficiare sul lungo termine vari settori. Già oggi la Cina è il maggior acquirente di orologi svizzeri. Nel Regno di Mezzo, il settore dei beni di lusso ha un notevole potenziale di crescita sull'arco di diversi anni. Non è nemmeno necessario cercare tanto lontano: anche il fatturato del turismo svizzero presenta attualmente tassi di crescita a due cifre grazie a cinesi ben disposti a spendere.

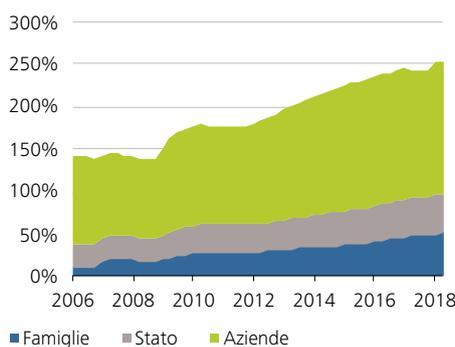


**Matthias Geissbühler**  
CIO Raiffeisen Svizzera

Anche stavolta, l'obiettivo è un «atterraggio morbido». L'economia viene però stimolata sul lungo termine e con impiego di forze molto minore. A trattenere il governo dal realizzare la prossima grande iniezione di crescita non sono soltanto le immagini delle città fantasma. Un problema ancora più grande è l'elevato indebitamento dei comuni e delle aziende ► **Grafico 2**, fortemente aumentato nell'ultimo decennio e ora a livelli pericolosamente alti. La lotta alla dipendenza dai crediti, soprattutto da quelli concessi al di fuori del regolare sistema bancario (dalle cosiddette banche ombra), è quindi una delle priorità principali del governo cinese. Da tempo ormai la parola d'ordine è infatti «crescita qualitativa» anziché «quantitativa», in modo da poter giustificare senza problemi anche un obiettivo di crescita inferiore. Non sarebbe quindi sorprendente se nelle prossime settimane il governo definisse una fascia ancora più bassa – tra il 6% e il 6.5% – quale nuovo obiettivo.

### 2 Crescente montagna di debiti limita margine di manovra di Pechino

La «crescita basata su debiti» appartiene al passato  
Indebitamento in rapporto alla produzione economica



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali, Raiffeisen Svizzera CIO Office

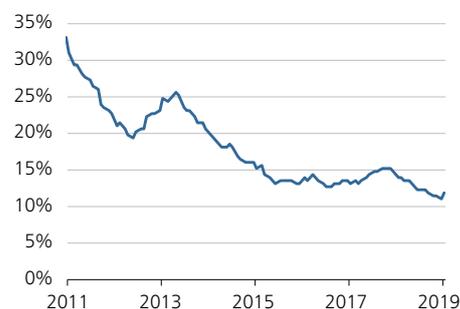
Dalla scorsa estate si lavora tuttavia a diverse strategie alternative per preparare il terreno alla crescita. Rispetto al passato, si dà ora comunque maggiore importanza allo stimolo fiscale. Nei mesi scorsi, ad es., sono state introdotte numerose agevolazioni fiscali per aziende e famiglie. Poco a poco si allenta anche la politica monetaria. In tal senso si hanno ad es. misure

quali minori costi di rifinanziamento per le banche e interessi creditizi inferiori per le piccole e medie imprese. Finora si è invece rinunciato a un segnale più forte come un taglio del tasso di riferimento determinante. Anche così, comunque, gli sforzi iniziano a dare i primi frutti. Gli ultimi dati economici, ad es., mostrano che a inizio anno l'importante indice della disponibilità del credito e della liquidità nell'economia («total social financing») è aumentato in modo sorprendentemente netto ► **Grafico 3**. Ciò indica che nei prossimi mesi l'impulso al credito dovrebbe aumentare e la congiuntura dovrebbe provvisoriamente stabilizzarsi.

### 3 L'impulso al credito si stabilizza...

...e dovrebbe preparare il terreno alla congiuntura

Tasso di crescita per gli aggregati di credito dell'economia cinese



Fonte: Banca centrale cinese, Raiffeisen Svizzera CIO Office

Ma l'esercizio di equilibrio cinese non è certo ancora finito. A breve, altre questioni quali il rapido invecchiamento della popolazione porteranno nuovi problemi. In se stessa questa istantanea è comunque positiva, giacché lascia intravedere una certa stabilizzazione anche per la congiuntura mondiale. E tuttavia il processo non ha luogo senza attriti, soprattutto per i perdenti della svolta come il settore edilizio o le aziende pubbliche improduttive. Forse la guerra commerciale con gli USA non è poi così scomoda per il Presidente Xi, in quanto può essere accusata di essere la causa di duri destini per i lavoratori e i dipendenti.

# Obbligazioni

La BCE ha sospeso il suo programma di acquisto di obbligazioni. Nel frattempo quest'anno in Europa giunge a scadenza una somma record di titoli di stato che deve essere rifinanziata. I rendimenti dovrebbero salire.

Da quando la BCE ha dato avvio all'acquisto di obbligazioni a marzo 2015, nel bilancio della Banca centrale si sono accumulate consistenze obbligazionarie per oltre EUR 2.6 bilioni. Ma ora è finita: il controverso programma di acquisto di obbligazioni è terminato a fine 2018. In futuro quindi sul fronte della domanda viene meno un grosso acquirente netto. Senza dubbio con queste misure la BCE è riuscita a far scendere i tassi facilitando di molto il rifinanziamento a paesi in parte fortemente indebitati. Ora sarà interessante vedere in che direzione si muoveranno i rendimenti nei prossimi mesi.

sivo del «Bel Paese» e quindi di gran lunga la somma più elevata nel profilo delle scadenze ► **Grafico 4**. Anche la Francia deve rifinanziare obbligazioni dell'ordine di EUR 257 miliardi e in Spagna sono prossimi alla scadenza EUR 142 miliardi.

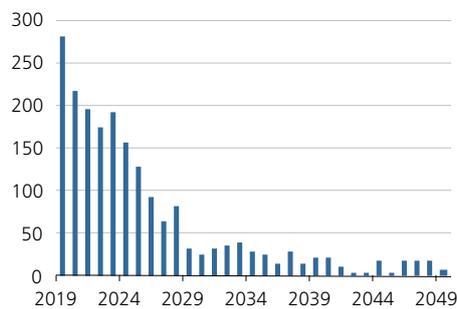
Al centro dell'attenzione è però soprattutto l'Italia. Solo di recente – e a seguito di forti pressioni dell'Unione europea (UE) – il controverso governo ha (leggermente) adeguato la legge di bilancio. Sulla carta il deficit di bilancio è stato ridotto dall'iniziale 2.4% al 2.04%. Il problema è che alla base del bilancio vi è una crescita del prodotto interno lordo (PIL) dell'1.0% per il 2019. Dopo che l'Italia nel quarto trimestre 2018 è scivolata in recessione, un tale tasso di crescita è ormai del tutto irrealistico. La stessa UE prevede attualmente una crescita del PIL di appena lo 0.2%. La montagna di debiti italiana dovrebbe quindi crescere ancora. Con un livello di debito di oltre il 130% del PIL, l'Italia è già ora molto lontana dai parametri di Maastricht.

Nonostante l'Italia abbia sfruttato la ripresa sui mercati a inizio anno per emettere nuove obbligazioni, la pressione sul rifinanziamento resta elevata. A causa della tesa situazione finanziaria e del calo della dinamica congiunturale, i rischi rimangono quindi elevati. Poiché ora viene meno anche la BCE come acquirente, prevediamo un tendenziale aumento dei tassi in Italia e negli stati europei periferici. Rimaniamo quindi sottoponderati nei titoli di stato europei.

## 4 Fabbisogno di rifinanziamento record in Italia

Tendenzialmente i tassi dovrebbero salire

Profilo di scadenza dei titoli di Stato italiani



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

Quest'anno vari stati hanno un elevato fabbisogno di rifinanziamento. In cima alla lista l'Italia, dove nel corso dell'anno vanno in scadenza EUR 279 miliardi in titoli di stato. Ciò corrisponde a circa il 14 per cento del debito compless-



### LO SAPEVATE?

Il 7 febbraio 1992, gli stati membri dell'Unione europea (UE) si sono per la prima volta reciprocamente impegnati a rispettare i criteri di convergenza dell'UE (detti anche parametri di Maastricht). Questi criteri sono valori preimpostati in materia fiscale e monetaria. Inoltre, il deficit di bilancio non può superare il 3% e l'indebitamento complessivo di uno stato il 60% del rispettivo prodotto interno lordo. Quanto all'indebitamento complessivo, al momento solo l'esatta metà dei 28 paesi membri dell'UE rispetta il criterio. Il debito pubblico aggregato nell'UE è attualmente pari all'81% della produzione economica.

# Azioni

**A febbraio si è interrotta la forte inversione di tendenza sui mercati azionari. Nella speranza di una prossima fine del conflitto commerciale, le azioni dei paesi emergenti sono salite in modo sproporzionato. La situazione si fa difficile.**

## LO SAPEVATE?

Quando si tratta di mercati emergenti, si parla spesso dei cosiddetti «Stati BRICS». Con questo termine si indicano cinque economie emergenti. L'acronimo «BRICS» è composto dalle iniziali dei cinque stati Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica. Il termine è stato coniato da Jim O'Neill, economista capo della banca d'investimento Goldman Sachs, che l'ha utilizzato in una serie di pubblicazioni, per la prima volta a fine 2001. Questi paesi emergenti hanno avuto per un lungo periodo di tempo tassi di crescita annui della produzione economica tra il 5 e il 10%.

Ufficialmente, il 1° marzo è scaduto il termine per la «tregua» nel conflitto commerciale tra USA e Cina. La scadenza è stata ora prorogata a tempo indeterminato e i negoziati continuano a pieno ritmo. Gli USA chiedono alla Cina un più ampio accesso al mercato, una migliore protezione della proprietà intellettuale e una riduzione del deficit commerciale USA. Altrimenti, Washington minaccia di aumentare i dazi punitivi dall'attuale 10 al 25% sulle importazioni dalla Cina per un controvalore di USD 200 miliardi.

### 5 Azioni dei paesi emergenti: vincitrici sul lungo termine

Chiara «outperformance» negli ultimi 20 anni  
Andamento dei corsi MSCI Emerging Markets, MSCI World e SPI (indicizzato) in CHF



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

Esaminando l'andamento dei mercati azionari nelle scorse settimane, sembra che nel frattempo gli operatori prevedano una soluzione di comune accordo nella controversia commerciale. Da inizio anno, la borsa continentale cinese di Shanghai registra un aumento del 22% ed è quindi uno dei migliori mercati azionari

del 2019. Anche altri paesi emergenti hanno registrato aumenti in parte significativi. È quindi il momento di aumentare gli impegni nei mercati emergenti?

In generale, gli investitori orientati al lungo termine non possono evitare di investire nei paesi emergenti. Negli ultimi 20 anni, calcolando in franchi svizzeri, le azioni dei mercati emergenti, con il 7.3% annuo, hanno reso quasi il doppio dell'indice azionario mondiale MSCI World (+3.7% l'anno). Anche il mercato azionario svizzero misurato con lo Swiss Performance Index (SPI) non regge il confronto, con una performance annua del 4.6% ► **Grafico 5**. Va comunque tenuto presente che la volatilità nell'andamento dei corsi è decisamente più elevata. Le forti oscillazioni sono per così dire il «prezzo» che gli investitori devono pagare per il rendimento più elevato a lungo termine per azioni dei paesi emergenti.

Prevediamo che questo andamento di lungo periodo proseguirà anche in futuro. I motivi sono evidenti: da un lato i tassi di crescita sono nettamente più elevati e dall'altro anche fattori demografici sono spesso favorevoli ai paesi emergenti. Solo in Cina, India e Indonesia vivono circa 3 miliardi di persone, quasi il 40% della popolazione mondiale.

Dopo la solida performance da inizio anno, a breve termine il margine per quotazioni più elevate si è ridotto anche per le azioni dei paesi emergenti. Vi è inoltre il rischio che le speranze di una prossima fine del conflitto commerciale vengano deluse. Sul lungo termine, tuttavia, le azioni dei paesi emergenti, viste le loro buone prospettive di crescita, continuano a far parte di un portafoglio diversificato.

## Investimenti alternativi

Analogamente ai mercati azionari, da inizio anno il prezzo del petrolio è in costante aumento. Con il sostegno dell'OPEC, prossimamente i prezzi dovrebbero navigare in acque più tranquille.

### COSA SIGNIFICA ESATTAMENTE...?

#### OPEC+

L'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) è stata fondata nel 1960 a Baghdad e dal 1965 ha sede a Vienna. Sin dalla fondazione, l'OPEC ha dimostrato più volte il suo ruolo di cartello che determina i prezzi. Nell'ultimo decennio, però, è stata notevolmente indebolita dalla mancanza di disciplina nelle estrazioni di singoli membri o messa alla prova dalla crescente importanza di fonti di energia alternative quale ad esempio il petrolio di scisto USA. Dal 2016, gli attuali 14 paesi membri dell'OPEC coordinano la propria politica di estrazione con altri dieci paesi produttori tra cui Russia, Kazakistan e Messico. Complessivamente l'OPEC+ rappresenta più del 55% della produzione mondiale di petrolio e persino più del 90% delle riserve petrolifere accertate.

I tagli alla produzione dell'OPEC+ hanno effetto. È almeno quanto suggerisce uno sguardo all'andamento dei prezzi del greggio, ultimamente tendente al rialzo. Oltre a fattori tecnici di mercato, un ruolo importante nell'aumento

dei prezzi dovrebbe averlo l'attuazione disciplinata della riduzione della produzione concordata a dicembre. Stavolta i membri del cartello hanno mantenuto le promesse molto più rapidamente che non in occasione dell'ultimo «freno alla produzione» di due anni fa. Per prima l'opinion leader Arabia Saudita, che ha già ridotto la produzione da 11 a 10.2 milioni di barili al giorno ► **Grafico 6**. Anche nella strategia di comunicazione l'OPEC segue stavolta nuove vie – non si fissa un periodo definito per il taglio alla produzione, segnalando in tal modo flessibilità. Ciò complica la pianificazione a medio termine dell'industria del petrolio di scisto USA, così che essa non si è finora ancora affrettata a colmare la lacuna nella produzione. Se l'OPEC+ mantiene questa disciplina, vediamo il prezzo del petrolio a corsi di USD 60 ben coperto al ribasso. Senza notevoli perdite di produzione in hot spot geopolitici quali Venezuela o Iran, invece, sul fronte superiore per il momento non si dovrebbe superare in modo duraturo la soglia di USD 70.

#### 6 L'Arabia Saudita scatta in avanti

Attuazione disciplinata dei tagli alla produzione

Estrazione di greggio in milioni di barili al giorno



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

## Valute

Attualmente, vari fattori causano bande di oscillazione relativamente strette nelle principali coppie di valute. Per quanto riguarda la sterlina britannica, i diversi scenari della «Brexit» serbano invece potenziale di volatilità elevata.

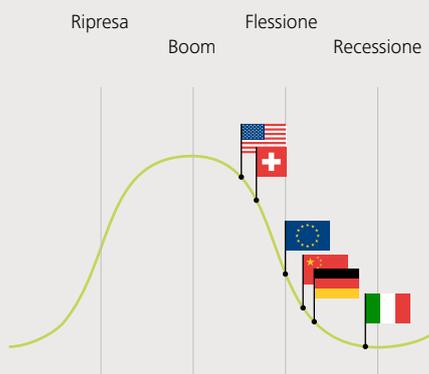
Sul mercato valutario, nelle ultime settimane e mesi le oscillazioni sono nettamente diminuite. Il cambio EUR/USD – una coppia di valute solitamente propensa alle oscillazioni – si muove da inizio dicembre solo entro una fascia di applicazione del tre per cento, segnando così uno dei periodi di maggiore stabilità dall'introduzione della moneta unica. Anche rispetto al franco svizzero nell'ultimo semestre l'euro si muove in una fascia di soli tre centesimi. Questa inerzia di molte coppie di valute è dovuta a vari fattori che in gran parte si neutralizzano. Ad esempio la dinamica economica è attualmente in netto calo, fatto in realtà negativo per valute quali il dollaro australiano. Tuttavia negli ultimi tempi le Banche centrali hanno frenato i loro sforzi di normalizzazione, supportando in tal modo tali valute cicliche. Per il dollaro USA, la pausa nell'aumento dei tassi non è comunque del

tutto negativa, poiché per ora rimane in assoluto la valuta con il più alto tasso d'interesse. E infine gli USA hanno di recente perso parte del loro vantaggio di crescita, tuttavia nel resto del mondo finora non si vedono segnali di accelerazione, per cui anche su questo fronte mancano gli impulsi per una maggiore debolezza del dollaro. Al momento, tra le valute principali, solo per la sterlina britannica vi sono sufficienti argomenti per un maggiore movimento dei corsi. La tattica di temporeggiamento di Theresa May favorisce un premio di rischio sempre elevato. Nel caso probabile di uno slittamento della data della «Brexit» vi è un limitato potenziale di ripresa a breve termine. Nel frattempo, però, lo scenario negativo di una «Brexit» disordinata prenderebbe alla sprovvista molti operatori di mercato e causerebbe forti perdite di corso.

# Uno sguardo al futuro

La normalizzazione della politica monetaria rallenta. A seguito del debole contesto economico globale, la Fed fa una pausa negli aumenti dei tassi. Anche BNS e BCE non hanno fretta di passare a un corso più restrittivo.

## CONGIUNTURA



- Nel 2019 la crescita economica **svizzera** si raffredderà. Nel nostro scenario di normalizzazione prevediamo un tasso di crescita dell'1.2%. I vari settori dell'economia dovrebbero continuare a contribuire in maniera relativamente equilibrata alla crescita.
- L'Italia si trova per definizione di nuovo in recessione. La Germania, finora locomotiva della crescita, l'ha evitata di poco, registrando una stagnazione nell'ultimo trimestre 2018. Prevediamo a breve una stabilizzazione della congiuntura nell'**EZ** a un livello inferiore e ci aspettiamo ora una crescita su base annua dell'1.4%.
- Ultimamente la locomotiva della crescita **USA** ha perso ulteriormente slancio e quest'anno dovrebbe rallentare ancora (2.4%). Lo stimolo del pacchetto di sgravi fiscali si allenta, mentre il mercato immobiliare mostra segni di debolezza. Sono aumentati i timori di un'incombente recessione; non prevediamo però un tale crollo prima del 2020.

## INFLAZIONE

### L'effetto base del prezzo del petrolio... ...preme sull'inflazione

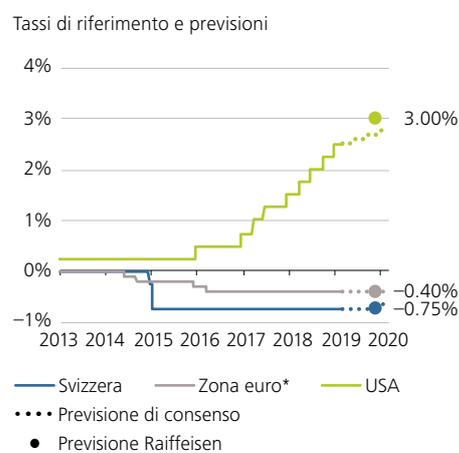


Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

- L'inflazione **da noi** ha già nuovamente superato il suo punto massimo. A gennaio l'inflazione è scesa allo 0.6%. Per l'intero 2019 prevediamo un moderato aumento dei prezzi dello 0.8%.
- Anche nell'**EZ** l'andamento dell'inflazione mostra una tendenza al ribasso. L'effetto base del prezzo del petrolio dovrebbe frenare la crescita dei prezzi ancora fino a terzo trimestre inoltrato. Attualmente la nostra previsione sull'inflazione per il 2019 è dell'1.5%.
- Ci si deve attendere un aumento della pressione inflazionistica piuttosto negli **USA**, dove attualmente i salari crescono a un tasso di oltre il 3%. Nel frattempo, ultimamente vari beni di consumo di base hanno registrato aumenti di prezzo. Per quest'anno prevediamo un'inflazione del 2.2%.

## POLITICA MONETARIA

### Fine della divergenza nella politica monetaria... ...non ancora in vista



\*Tasso di interesse sui depositi  
Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

- La **BCE** ha sospeso all'inizio dell'anno il programma di acquisto di titoli, ma il Presidente della BCE Mario Draghi dovrebbe prendersi ancora tempo prima di adottare ulteriori misure di normalizzazione della politica monetaria. Anche da parte della **BNS** ci aspettiamo un primo aumento dei tassi solo nel 2020. In Europa i tassi negativi non sono ancora superati.
- Nelle ultime settimane, la **Fed** ha effettuato una decisa inversione di tendenza. Per ora ulteriori aumenti dei tassi sembrano esclusi. Nel verbale della riunione di gennaio si trovano inoltre segnali di un'imminente fine della riduzione del bilancio. Tuttavia non individuiamo una fine del ciclo di aumenti dei tassi. A fine anno vediamo il tasso di riferimento al 3%.

### Editore

Raiffeisen Svizzera CIO Office  
Raiffeisenplatz  
9001 San Gallo  
ciooffice@raiffeisen.ch

### Internet

[www.raiffeisen.ch/investire](http://www.raiffeisen.ch/investire)

### Consulenza

Vogliate mettervi in contatto con il Vostro consulente agli investimenti oppure con la Vostra Banca Raiffeisen locale:

[www.raiffeisen.ch/web/la+mia+banca](http://www.raiffeisen.ch/web/la+mia+banca)

### Ulteriori pubblicazioni

Qui potete consultare questa pubblicazione e anche abbonarvi per ricevere ulteriori pubblicazioni di Raiffeisen: [www.raiffeisen.ch/rch/it/clientela-privata/investire/mercati-opinioni/pubblicazioni-research-macro.html](http://www.raiffeisen.ch/rch/it/clientela-privata/investire/mercati-opinioni/pubblicazioni-research-macro.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.

## CONTATTO E AVVERTENZE LEGALI



### I NOSTRI AUTORI



#### Matthias Geissbühler, CFA, CMT

CIO Raiffeisen Svizzera  
[matthias.geissbuehler@raiffeisen.ch](mailto:matthias.geissbuehler@raiffeisen.ch)

Matthias Geissbühler è Chief Investment Officer di Raiffeisen Svizzera e il vostro specialista per tutte le questioni riguardanti il tema investimenti. Insieme al suo team analizza costantemente quanto accade sui mercati finanziari di tutto il mondo, sviluppa la strategia d'investimento della Banca e fornisce raccomandazioni per voi quali investitori.



#### Oliver Hackel, CFA

Responsabile Macro & Investment Strategy  
[oliver.hackel@raiffeisen.ch](mailto:oliver.hackel@raiffeisen.ch)

Oliver Hackel è Responsabile Macro & Investment Strategy presso Raiffeisen Svizzera. Analizza quotidianamente il contesto macroeconomico, gli sviluppi sui mercati finanziari e le implicazioni per voi come investitori. Le informazioni ricavate confluiscono nell'opinione di mercato della Banca.