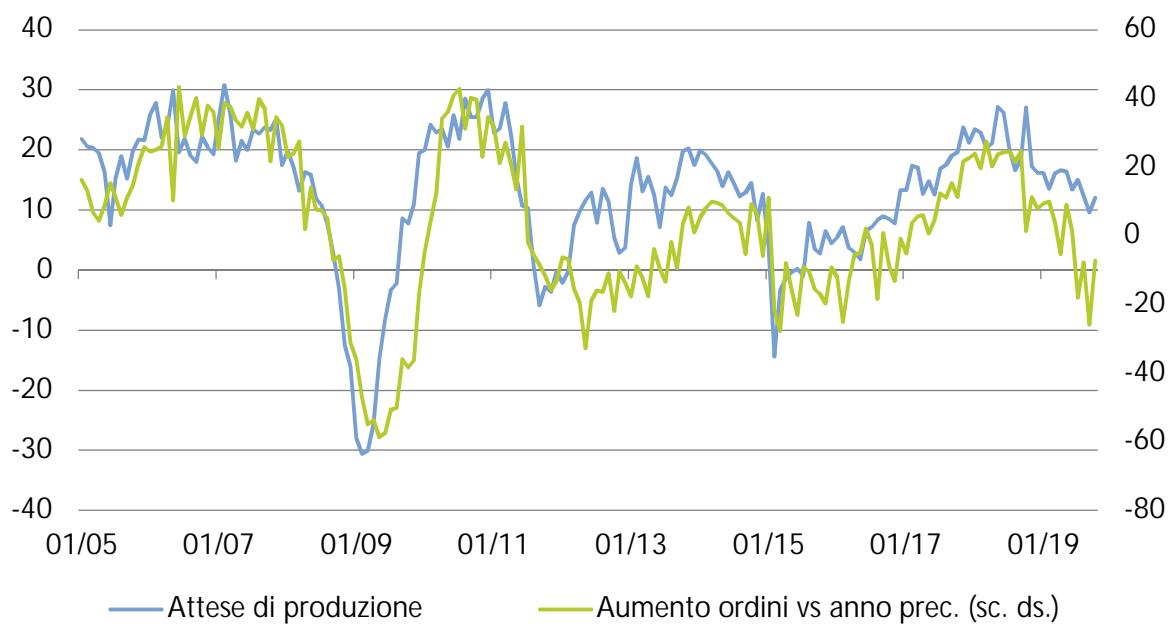


I limiti della politica monetaria

Le guerre commerciali continuano a gravare sugli scambi mondiali, penalizzando con particolare vigore anche i Paesi europei a vocazione esportatrice. Su questa di tela di fondo, la BCE ha deciso in settembre di abbassare di nuovo i suoi tassi d'interesse. Tuttavia, poiché prevale l'opinione che la BCE abbia ormai esaurito il suo margine di manovra monetario, le pressioni sul franco svizzero e sulla BNS sono rimaste contenute e hanno permesso alla banca d'emissione svizzera di lasciare invariati i propri tassi. In previsione di interessi molto bassi ancora per molto tempo, la BNS ha aumentato l'importo in franchigia per evitare che le banche ribaltino l'interesse negativo sui propri clienti.

Alle pagine seguenti troverete una valutazione sintetica del previsto andamento della congiuntura e dei tassi di interesse, un flash settoriale nonché i pronostici di Raiffeisen.

Grafico del mese: la produzione industriale svizzera regge
Sondaggio KOF, saldi

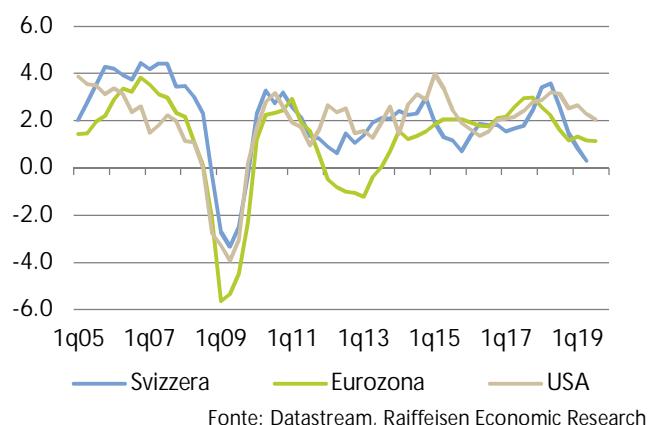


Fonte: KOF, Raiffeisen Economic Research

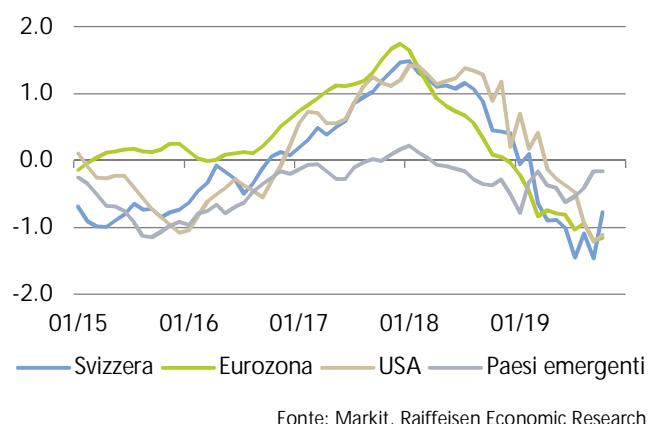
Sulla scia dell'indebolimento economico globale, il livello di ordini dell'industria svizzera ha subito in parte una forte contrazione, soprattutto nel settore meccanico che è particolarmente sensibile alle variazioni congiunturali. Tale flessione era rafforzata dal nuovo apprezzamento del franco. Eppure, nel complesso, le imprese sono abbastanza fiduciose. Dopo la passata fase di boom, le capacità rimangono per il momento ben utilizzate nonostante il volume di ordini in declino. In base ai recenti sondaggi, le imprese prevedono un normale grado di sfruttamento delle capacità e un lieve incremento della produzione. E malgrado una certa prudenza negli investimenti, la maggior parte dei settori si aspetta un ulteriore aumento dell'occupazione. Nell'industria svizzera ed europea non si delinea ancora un'inversione di tendenza e sussiste il rischio di una dinamica negativa, ma finora non si può parlare di crisi.

Congiuntura

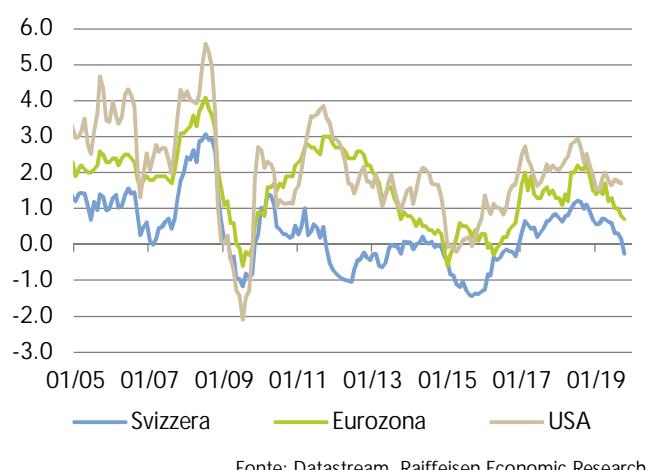
PIL, reale, in % vs anno prec.



Indice dei direttori agli acquisti (PMIs)



Prezzi al consumo, in % vs anno pr.



La spada di Damocle della guerra commerciale
La congiuntura globale è in affanno, frenata soprattutto dalla politica commerciale degli Stati Uniti. È vero che si è riusciti in extremis a evitare un'escalation del contenzioso con la Cina e le prospettive di un accordo parziale sono abbastanza promettenti, ma il braccio di ferro fra le due potenze continuerà probabilmente a generare tensioni.

Le grandi incertezze che pesano sulle industrie di tutto il mondo si riflettono anche in un maggiore attardismo negli investimenti. Le principali vittime sono i paesi a vocazione esportatrice come la Germania e la Svizzera, in cui gli ordini manifatturieri hanno subito un netto calo. Nel complesso la produzione industriale svizzera è rimasta comunque stabile grazie alla forza del settore farmaceutico. Altri compatti soffrono invece dell'indebolimento della domanda dai paesi vicini. La crescita del PIL dovrebbe quindi perdere di dinamismo, passando dal 2,8% del 2018 a circa l'1% di quest'anno, per poi recuperare lievemente nel 2020 e assestarsi a quota 1,3%.

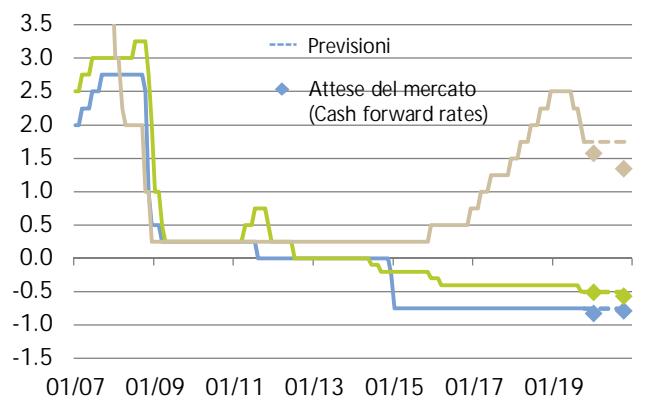
Nei sondaggi le imprese si dicono meno pessimiste. Il livello degli ordini rimane però molto debole e la flessione delle esportazioni potrebbe impattare il mercato del lavoro e i consumi privati. Per il momento, comunque, la disoccupazione in Svizzera, nell'Eurozona e negli Stati Uniti resiste a livelli in parte storicamente bassi.

Nuovo calo dei prezzi in Svizzera

Sulla scia del rallentamento economico globale, scendono anche i prezzi a livello mondiale. Le attese delle imprese sul fronte dei prezzi di vendita sono fortemente peggiorate. L'evoluzione dei prezzi negli Stati Uniti rimane abbastanza stabile a quasi il 2%. Nell'Eurozona l'inflazione si attesta tuttora a un livello più basso pari a quasi l'1%. In Svizzera il tasso annuo è di nuovo sceso in ottobre sotto lo zero. In seguito all'apprezzamento del franco, l'evoluzione dei prezzi verrà frenata anche dal forte ribasso dei prezzi all'importazione. Nel 2020, il tasso d'inflazione in Svizzera dovrebbe pertanto risultare solo leggermente positivo.

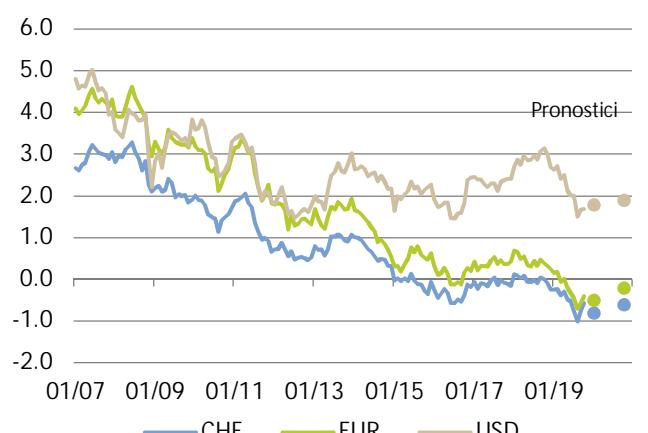
Tassi

Tassi di riferimento, in %



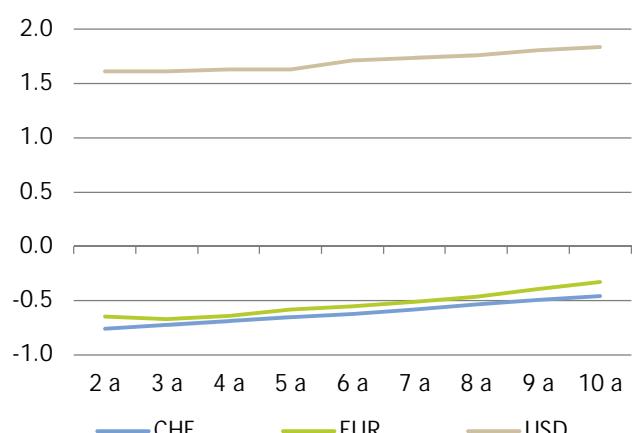
Fonte: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Titoli di Stato decennali, in %



Fonte: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Curva dei tassi (stato al: 07.11.19)



Fonte: Datastream, Raiffeisen Economic Research

I limiti della politica monetaria della BCE

In settembre, la Banca Centrale Europea ha varato una serie di misure, fra cui una riduzione dei tassi a -0,5% e acquisti obbligazionari. Visti i pericoli di rallentamento congiunturale, è pronta ad allentare ulteriormente la sua politica monetaria.

Il Consiglio della BCE è però sempre più spaccato sull'utilità di una nuova manovra espansiva. Crescono le preoccupazioni per gli effetti indesiderati dei tassi negativi. Di conseguenza, la politica dei tassi della BCE sembra aver raggiunto (sempre più) i suoi limiti. La banca centrale chiede quindi ai governi di intervenire più attivamente sulla loro politica di bilancio.

La BNS può rinunciare a un taglio dei tassi

Il fatto che la BCE sembra ormai aver esaurito il suo margine di manovra sui tassi, ha contribuito ad alleviare le pressioni sul franco svizzero e sulla BNS. Dopo la manovra ribassista della BCE, la BNS ha potuto evitare interventi sulle valute e non si è vista costretta ad abbassare i propri tassi, ma ha potuto mantenerli a -0,75%.

Nei prossimi mesi non si esclude un nuovo balzo in avanti del franco così come, in un secondo tempo, un'ulteriore riduzione dei tassi da parte della BNS. Riteniamo però che la Banca Nazionale ricorrerà a tale intervento solo come ultima ratio.

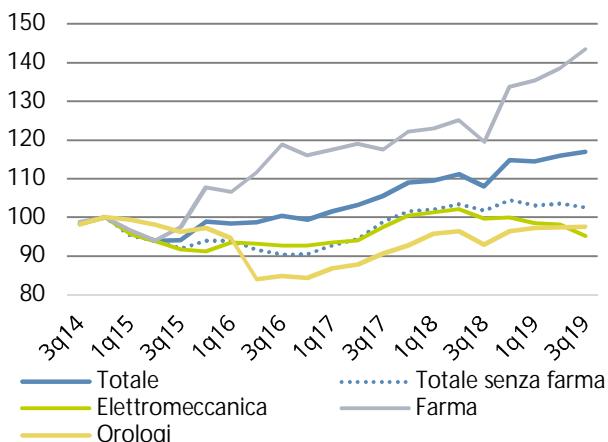
In previsione di una protratta fase di bassi tassi di riferimento, anche i tassi a lungo termine non dovrebbero segnare grossi movimenti né verso il basso né verso l'alto.

Per sicurezza la Fed taglia i tassi

Nello stesso periodo, anche la Banca centrale americana ha adottato una politica monetaria più accodante. Con un'inflazione a un livello soddisfacente, preferisce dare la priorità alla ripresa. Finora ha ridotto tre volte i tassi per un ultimo fine tuning. A fronte di un andamento economico robusto, la Fed non ha previsto un ulteriore ciclo di ribassi.

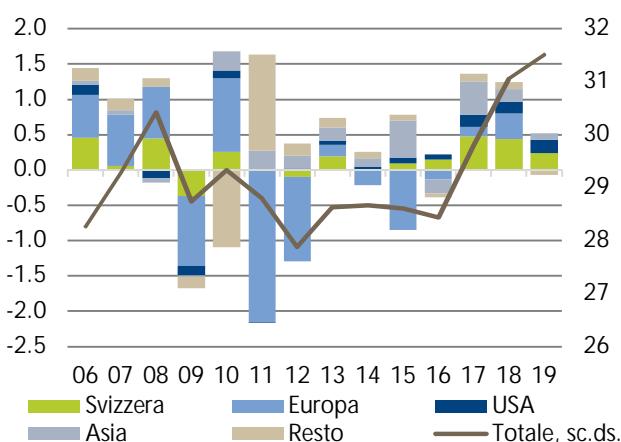
Settori svizzeri

Export per settori, Q4 2014 = 100



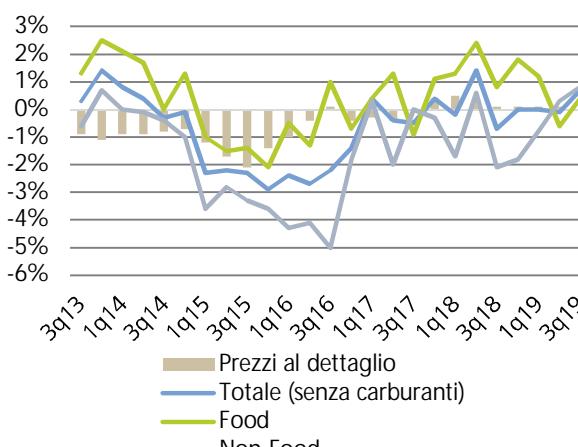
Fonte: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Pernottamenti (cumulati gen-sett) vs anno prec. e totale in milioni



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Cifre d'affari e prezzi nel commercio al dettaglio, crescita vs anno prec. in %



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Grandi disparità fra settori di export

Nonostante l'inflaccimento degli scambi mondiali, nel 3° trimestre le esportazioni svizzere di beni sono progredite di oltre l'8% rispetto all'anno precedente. La parte del leone l'ha fatta di nuovo il settore farmaceutico, ancora in forte crescita. Per motivi demografici, la domanda estera di prodotti farmaceutici non cessa di aumentare. Inoltre, grazie alla bassa sensibilità ai prezzi di tale comparto, il franco forte non penalizza le vendite. Nella maggior parte degli altri settori, le esportazioni sono invece in calo. L'industria meccanica, più esposta alle variazioni congiunturali, continua a soffrire. Una delle rare eccezioni positive è il settore orologiero, che ha messo a segno un aumento del 5% (vs anno precedente), ma che, come il comparto meccanico, è lungi dal raggiungere i livelli del 2014.

Turisti europei: crescita al palo

L'indebolimento dell'economia in Europa e l'apprezzamento del franco svizzero hanno avuto ripercussioni anche sulla filiera turistica. Il grande ritorno dei turisti europei non si è ripetuto nel 2019. Da gennaio a settembre si è registrato un lieve calo rispetto allo stesso periodo del 2018. Sono arrivati meno turisti anche dal Medio Oriente. Nonostante ciò, nel 2019 verrà battuto il record di pernottamenti dell'anno scorso grazie al crescente numero di turisti svizzeri, americani e asiatici.

Commercio al dettaglio in leggera ripresa

A differenza dell'industria, nel settore turistico e in altri servizi si continuano a creare nuovi posti di lavoro. Nel complesso, il mercato del lavoro rimane robusto. Ciò favorisce il consumo privato, sostenuto anche dalla crescita demografica e dalla bassa inflazione. Nel commercio al dettaglio, che determina circa un quarto del consumo privato, le cifre d'affari nominali sono salite di recente di quasi l'1% rispetto all'anno scorso, mentre prima erano rimaste immutate per diversi trimestri. Anche il comparto non food – altrimenti alle strette – ha evidenziato un incremento della cifra d'affari nel 3° trimestre. Nonostante ciò, il commercio al dettaglio, succube delle trasformazioni strutturali, continua a trovarsi in una situazione critica, complici la concorrenza spietata e la guerra dei prezzi.

Valute

EUR / CHF

Ultimamente, il corso EUR/CHF si è stabilizzato intorno alla soglia di CHF 1.10. Ora che i rischi e gli effetti collaterali della politica monetaria ultra-espansiva della Banca centrale europea si discutono sempre più intensamente e le opzioni di politica monetaria della BCE si riducono sempre di più, per il momento la pressione rialzista sul CHF è nettamente calata. Per la BNS è una situazione relativamente comoda, perché non deve gonfiare ulteriormente le proprie riserve valutarie. Senza una chiara svolta congiunturale nell'Eurozona l'andamento dell'EUR è comunque limitato. L'anno prossimo, il CHF dovrebbe rimanere relativamente forte.



USD / CHF

Da agosto, il CHF si è un po' indebolito anche rispetto all'USD. Per ora, la parità dovrebbe però rimanere un ostacolo non superabile a lungo termine. Con la nuova fase di allentamento della Fed, il biglietto verde è meno interessante in termini di tassi. Il terzo taglio consecutivo dei tassi a fine ottobre dovrebbe però aver chiuso l'aggiustamento della politica monetaria USA. Non c'è quindi nemmeno grande pressione ribassista, almeno dal punto di vista dei tassi. Nei prossimi 12 mesi ci aspettiamo perciò una fascia di oscillazione piuttosto stretta per l'USD/CHF. La procedura di impeachment contro Trump potrebbe però causare volatilità.



EUR / USD

All'inizio di ottobre, il corso EUR/USD ha toccato un nuovo minimo annuale. Da allora ha registrato però un plus di quasi il 3%. Continua quindi lo schema di quest'anno, con nuovi minimi marginali seguiti da movimenti di ripresa. Ciò riflette i limiti della politica monetaria europea e la contemporanea inversione di rotta della Fed. Continuano a migliorare anche i dati fondamentali per l'EUR: nell'Eurozona aumentano molto le eccedenze nella bilancia delle partite correnti e del traffico dei capitali. Vi sono le basi per una più netta rivalutazione dell'EUR sul medio termine. Affinché questa abbia luogo serve però una migliore dinamica economica.



GBP / CHF

Dopo un lungo tira e molla, Boris Johnson ha raggiunto il suo obiettivo: prima della fine dell'anno, la Gran Bretagna tornerà alle urne. L'opposizione aveva poche alternative da offrire e alla fine ha dovuto cedere. Le elezioni si terranno il 12 dicembre. Si apre così una nuova fase di incertezze e una chiara maggioranza di voti, che la potrebbe dissipare, è perlomeno incerta. È chiaro però che è nettamente diminuito il rischio di una «no deal Brexit». Nelle ultime settimane, la GBP ha rispecchiato questa situazione con un rally fino al 10%. Di conseguenza abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni.



JPY / CHF*

Nelle ultime settimane, lo JPY ha registrato una significativa flessione. Questa dovrebbe essere riconducibile non da ultimo a un calo dell'avversione al rischio degli operatori di mercato e a un aumento dei rendimenti sui mercati obbligazionari – contesto in cui la valuta giapponese anticiclica tende tipicamente a indebolirsi. Per la coppia JPY/CHF, però, queste oscillazioni si mantengono di solito entro certi limiti, essendo anche il CHF una valuta difensiva. Riteniamo quindi che per ora non vi siano necessità di adeguamento e manteniamo le nostre previsioni a 3 e 12 mesi.



* moltiplicato per 100

Fonte: Datastream, Raiffeisen Svizzera CIO Office

Raiffeisen Pronostici (I)

Congiuntura

	2016	2017	2018	Previsione 2019	Previsione 2020
PIL					
Crescita annua media (in %)					
Svizzera	1.7	1.9	2.8	1.0	1.3
Eurozona	1.9	2.6	1.9	1.1	1.3
USA	1.6	2.2	2.9	2.2	1.6
Giappone	0.6	1.9	0.8	0.8	0.3
Cina	6.7	6.8	6.6	6.2	5.9
Globale (PPP)	3.4	3.8	3.6	3.3	3.2

Inflazione					
Crescita annua media (in %)					
Svizzera	-0.4	0.5	0.9	0.5	0.4
Eurozona	0.2	1.5	1.8	1.2	1.3
USA	1.3	2.1	2.5	2.0	2.1
Cina	2.0	1.6	2.1	2.3	2.3
Giappone	-0.1	0.5	1.0	0.7	1.0

Mercati finanziari

	2017	2018	Attuale*	Previsione 3 M	Previsione 12 M
Tasso di riferimento					
Fine anno (in %)					
CHF	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75
EUR	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50
USD	1.25-1.50	2.25-2.50	1.50-1.75	1.50-1.75	1.50-1.75
JPY	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10

Tassi d'interesse del mercato dei capitali					
Rendimenti dei titoli di stato decennali (a fine anno; rendimenti in %)					
CHF	-0.15	-0.25	-0.41	-0.80	-0.60
EUR (Germania)	0.56	0.66	-0.27	-0.50	-0.20
USD	2.18	2.30	1.89	1.80	1.90
JPY	0.32	0.26	-0.07	-0.10	-0.05

Tassi di cambio					
Fine anno					
EUR/CHF	1.20	1.09	1.10	1.09	1.06
USD/CHF	0.99	1.00	0.99	0.98	0.96
JPY/CHF**	0.83	0.83	0.91	0.90	0.88
EUR/USD	1.21	1.09	1.11	1.11	1.10
GBP/CHF	1.32	1.25	1.27	1.25	1.28

Materie prime					
Fine anno					
Greggio (Brent, USD/barile)	67	52	62	60	56
Oro (USD/oncia)	1303	1281	1487	1500	1550

*07.11.2019

** moltiplicato per 100

Raiffeisen Pronostici (II)

Previsioni dettagliate sulla Svizzera

	Previsioni						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIL, reale, variazione in %	2.5	1.3	1.7	1.9	2.8	1.0	1.3
Consumo privato	1.3	1.7	1.5	1.2	1.0	1.1	1.1
Consumo pubblico	2.2	1.1	1.2	0.9	1.0	1.2	1.0
Inv. per impianti e attrezzature	2.8	2.8	5.3	4.6	2.8	0.5	1.9
Investimenti edilizi	3.1	1.5	0.4	1.4	0.9	0.4	0.2
Esportazioni	5.2	2.4	7.0	3.8	3.8	3.0	2.0
Importazioni	3.3	2.8	4.7	4.2	1.3	0.5	2.2
Tasso di disoccupazione in %	3.0	3.2	3.3	3.1	2.6	2.3	2.4
Inflazione in %	0.0	-1.1	-0.4	0.5	0.9	0.5	0.4

Editore
Raiffeisen Economic Research
Martin Neff, economista capo
Brandschenkestr. 110d
8002 Zürich
economic-research@raiffeisen.ch

Autori
Domagoj Arapovic, CFA
domagoj.arapovic@raiffeisen.ch

Oliver Hackel, CFA
oliver.hackel@raiffeisen.ch

Alexander Koch, CFA
alexander.koch@raiffeisen.ch

Importanti note legali

Esclusione di offerta

I contenuti della presente pubblicazione vengono forniti esclusivamente a titolo informativo. Essi non costituiscono dunque né un'offerta agli effetti di legge né un invito o una raccomandazione all'acquisto, ovvero alla vendita, di strumenti di 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 trovi in un paese in cui l'autorizzazione dei prodotti descritti nella presente pubblicazione sia 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 pertanto applicazione in questa pubblicazione.