

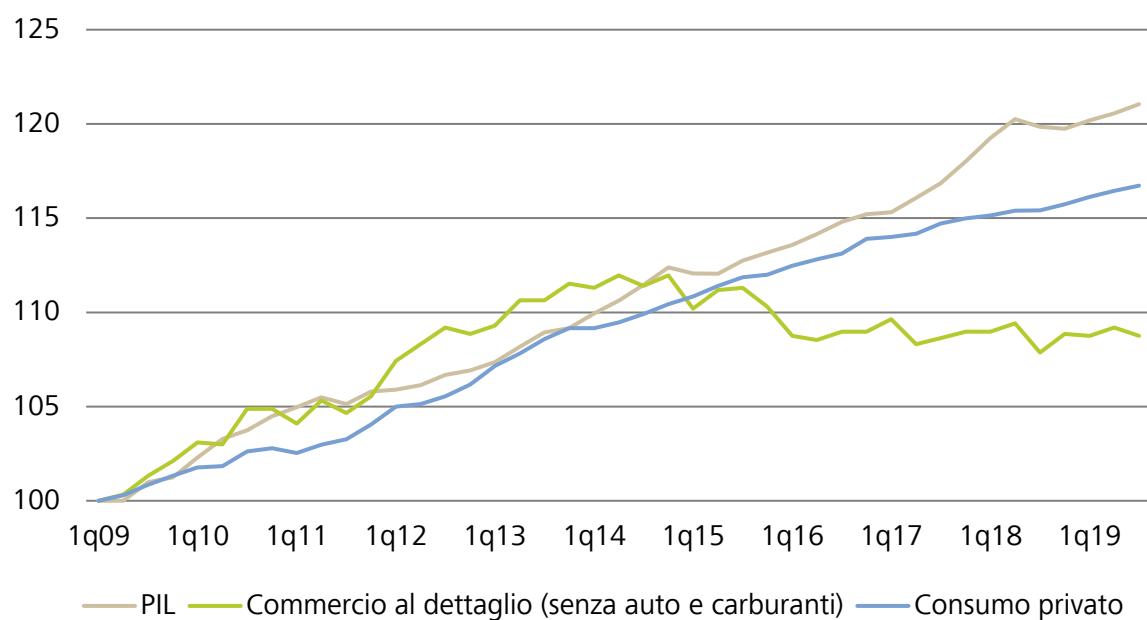
## Solo il farmaceutico ancora in forte rialzo

Gli indicatori anticipatori denotano un lieve recupero su scala mondiale, seppure a bassi livelli. La congiuntura globale rimane quindi debole e lascia il segno anche in Svizzera. Nel terzo trimestre la solida crescita del PIL svizzero era trainata quasi esclusivamente dal settore farmaceutico, che si conferma molto robusto. Questo dato ha tuttavia occultato la dinamica negativa delle cifre d'affari di molti rami, in primis l'industria meccanica, elettronica e metallurgica, particolarmente esposta agli effetti congiunturali. A prescindere da alcune riduzioni di posti di lavoro nell'industria manifatturiera, le imprese intendono in generale aumentare l'occupazione, anche se a ritmi meno sostenuti.

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: commercio al dettaglio svizzero ancora fanalino di coda

Indice (1q09=100), reale

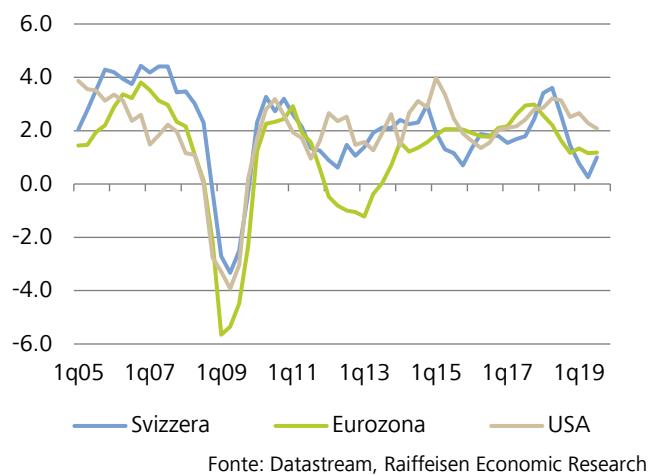


Fonte: KOF, Raiffeisen Economic Research

Nel terzo trimestre i consumi delle famiglie svizzere sono nuovamente cresciuti, sebbene a un ritmo inferiore alla media. Mentre la spesa per i servizi è in rialzo, il commercio al dettaglio classico, che rappresenta circa un quarto della spesa di consumo, è tornato in territorio negativo. Il commercio al dettaglio perde dunque ulteriore terreno rispetto all'economia complessiva. Questo fenomeno, che è iniziato con lo shock del franco svizzero nel 2015 e vede il retail sganciarsi sempre più dalla dinamica economica generale, è da ricondurre non solo a una diffusa saturazione dei consumi e a un incremento alquanto modesto dei salari reali, ma anche al turismo degli acquisti. Secondo le stime, quest'ultimo fa perdere al settore circa il 10% della cifra d'affari annua. La tendenza ad acquistare nei paesi limitrofi non si è acuita, ma continua a gravare fortemente sul commercio al dettaglio, già penalizzato dal boom delle ordinazioni online all'estero.

# Congiuntura

## PIL, reale, in % vs anno prec.

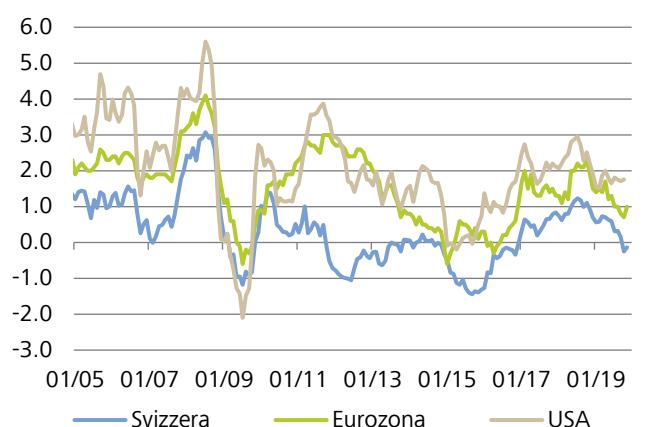


## Indici dei direttori agli acquisti (PMIs)

Standardizzato (media di lungo termine = 0)



## Prezzi al consumo, in % vs anno prec.



## La Svizzera: un'eccezione solo apparente

Nel terzo trimestre l'economia svizzera, a differenza dei paesi limitrofi, registra un leggero miglioramento. A prescindere dal record di esportazioni di corrente elettrica, dovuto alle favorevoli condizioni metereologiche, l'unico settore a trainare l'espansione industriale era la potente industria farmaceutica. Gli altri rami del comparto manifatturiero svizzero non sono invece riusciti a sottrarsi alla frenata della congiuntura mondiale.

Le dinamiche di crescita dovrebbero mantenersi modeste nello scorso finale del 2019. Nell'Eurozona e in particolare in Germania, le attese dell'industria manifatturiera sono leggermente migliorate, ma il "sentiment" rimane fragile. Gli indicatori preannunciano per fine anno un rallentamento del trend ribassista, ma pur sempre un andamento negativo. La persistente debolezza dell'industria ha tuttavia avuto un effetto limitato sugli altri settori economici. Soprattutto i consumatori rimangono fiduciosi.

## USA: prosegue la più lunga fase di ripresa della storia

Grande fiducia regna in particolare tra i consumatori statunitensi. Anche negli USA l'industria arretra, ma le sue prospettive sono più incoraggianti che in Europa. Soprattutto le piccole imprese americane non vedono compromessa la loro attività aziendale. La fase di rialzo della congiuntura e dell'occupazione ha raggiunto una longevità record e non accenna ad arrestarsi.

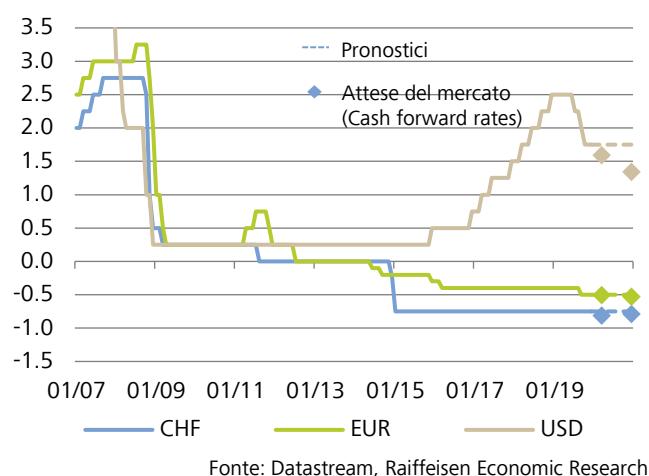
## Nessuna pressione inflazionistica

La debole dinamica congiunturale frena tuttavia l'evoluzione dei prezzi negli USA. Nonostante il rincaro di alcuni beni dovuto a dazi punitivi, l'inflazione di fondo rimane sotto la soglia del 2%. Ancora più basse sono le previsioni sui prezzi dell'Eurozona, dove l'inflazione "core" si attesta ormai da molto tempo intorno all'1% e non dà segni di accelerazione.

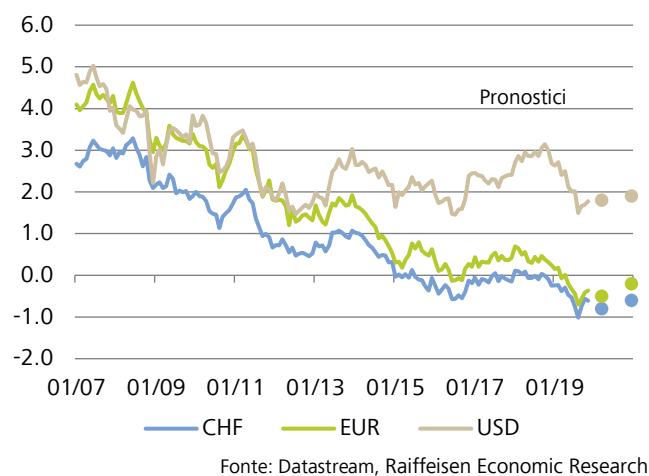
In Svizzera l'inflazione è di nuovo scesa in territorio negativo a causa del rafforzamento del franco e il calo dei prezzi dell'energia. I prezzi delle importazioni sono in netto ribasso, mentre quelli dei servizi denotano un modesto incremento. L'inflazione annua dovrebbe pertanto risultare solo leggermente positiva sia quest'anno che l'anno prossimo.

# Tassi

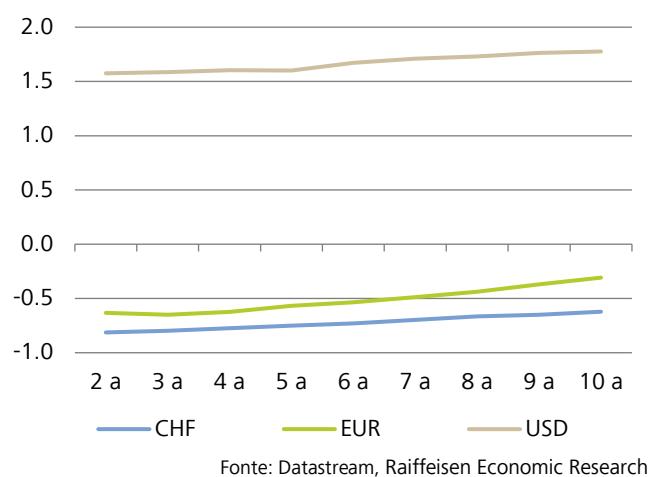
## Tassi di riferimento, in %



## Titoli di Stato decennali, in %



## Curva dei tassi (stato al 04.12.19)



## La BCE vuole mostrarsi paziente

In settembre la Banca centrale europea ha di nuovo abbassato i suoi tassi allo -0,5% e nel frattempo ha riattivato i suoi acquisti netti di titoli di Stato per un importo mensile di 20 mrd. di euro. Alla luce della persistente debolezza dell'industria europea e degli immutati rischi di rallentamento, la BCE si è detta inoltre disposta a intervenire in caso di bisogno.

Il Consiglio della BCE rimane però profondamente spaccato sull'utilità di nuove manovre, soprattutto in considerazione degli effetti indesiderati sempre più palesi. Del resto vi è un ampio consenso sul fatto che non bisogna calcare la mano. Le nuove misure hanno bisogno di tempo per dare i loro frutti. Non si prevedono pertanto interventi affrettati da parte della BCE.

## Tregua per la BNS

La situazione si presenta abbastanza distesa per la BNS visto che i mercati dei tassi non scontano un'ulteriore manovra ribassista della BCE. Il cambio EUR/CHF si è assestato poco sotto la soglia di 1.10 senza interventi della Banca nazionale. I membri della Direzione generale della BNS reiterano come un mantra la loro disponibilità ad abbassare nuovamente i tassi, ma in realtà non sono sotto pressione. La prima linea di difesa rimangono gli acquisiti di divise. Nella misura del possibile la BNS eviterà un nuovo giro di vite.

In previsione di una protracta 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.

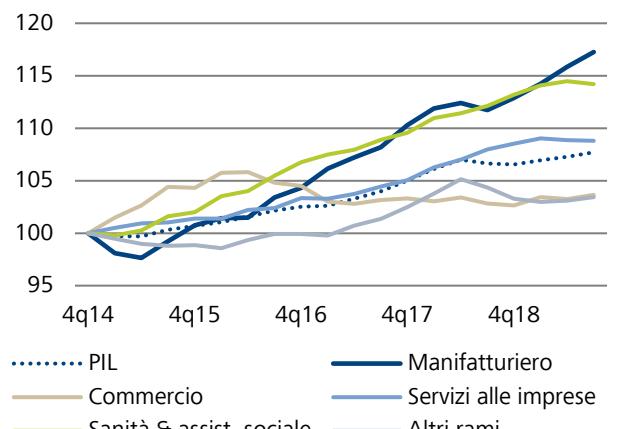
## Per la Fed il livello dei tassi è ben calibrato

Lo stesso vale per gli Stati Uniti. La banca centrale americana ha limato per tre volte i suoi tassi, come misura precauzionale per non mettere a repentaglio la ripresa. Secondo la Fed un ulteriore ciclo ribassista sarebbe opportuno solo in presenza di un netto deterioramento delle prospettive congiunturali. D'altro canto, per un rialzo dei tassi occorrerebbe invece una significativa accelerazione dell'inflazione. Di conseguenza, anche per gli Stati Uniti non ci aspettiamo un'impennata dei tassi a lungo termine.

# Settori svizzeri

## Creazione di valore per ramo

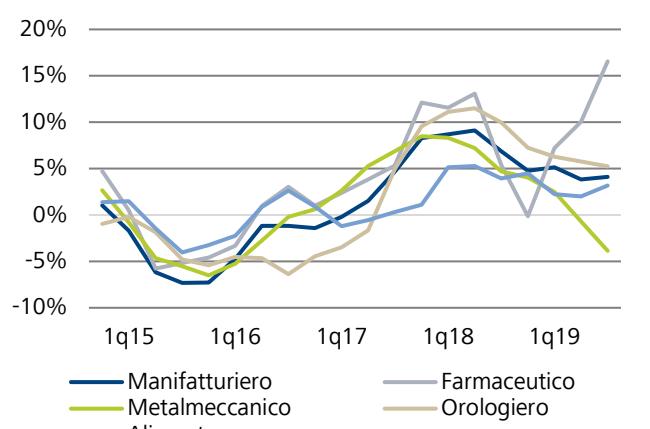
Indice (4q14 = 100)



Fonte: SECO, Raiffeisen Economic Research

## Cifre d'affari nel settore manifatturiero

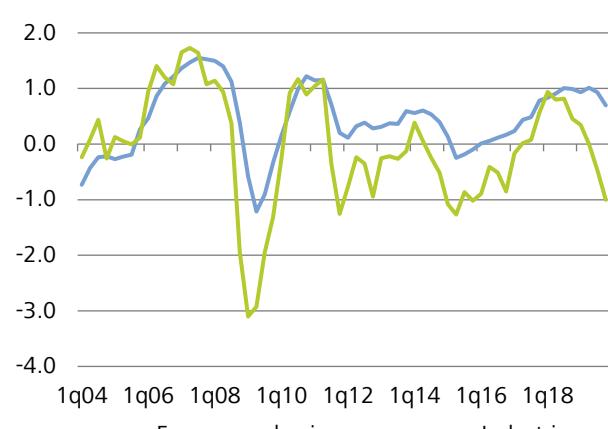
Per rami, in % vs anno prec.



Fonte: BFS, Raiffeisen Economic Research

## Occupazione: aspettative divergenti

Indicatore di occupazione KOF, standardizzato



Fonte: KOF, Raiffeisen Economic Research

## La forte crescita industriale è ingannevole

A dispetto del raffreddamento della congiuntura mondiale, l'industria manifatturiera è riuscita anche nel terzo trimestre a mettere a segno un netto incremento del valore aggiunto, grazie soprattutto alla solida crescita dell'industria farmaceutica, meno esposta alle fluttuazioni congiunturali. Negli altri rami dell'industria manifatturiera la creazione di valore è risultata invece nel complesso negativa. Il comparto alimentare e quello orologiero hanno mostrato una performance positiva, mentre le cifre d'affari di altri importanti rami come l'industria meccanica, elettronica e metallurgica erano di segno negativo.

Anche il terziario ha visto un indebolimento della maggior parte dei compatti nel terzo trimestre. I servizi alle imprese, per esempio, hanno accusato un calo del valore aggiunto per la seconda volta consecutiva. Questo ramo è ampiamente diversificato (va dai broker immobiliari alle agenzie di collocamento), ma di solito è esposto alla congiuntura. Per la prima volta da anni, il comparto socio-sanitario ha registrato un risultato negativo. Anche la dinamica occupazionale si è nettamente rallentata. Tuttavia, considerate le promettenti prospettive di questo settore, il calo della creazione di valore dovrebbe essere un fenomeno momentaneo.

## Prospettive negative per l'occupazione nell'industria

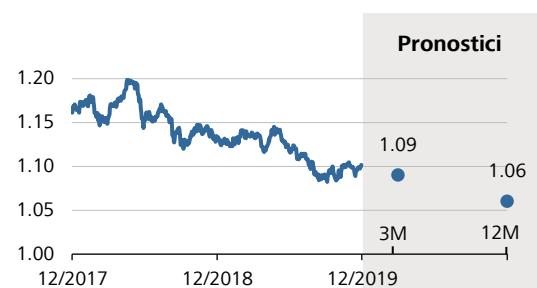
Il raffreddamento congiunturale non risparmia il mercato del lavoro svizzero. Nel terzo trimestre la crescita occupazionale è rimasta robusta a ben l'1%, ma la creazione di nuovi posti di lavoro è diminuita sia nell'industria che nel terziario. Negli ultimi mesi le prospettive si sono decisamente offuscate soprattutto nell'industria. Secondo l'indicatore occupazionale del KOF, la maggior parte delle imprese intervistate intende tagliare posti di lavoro nei prossimi tre mesi. Le attese sul fronte dell'occupazione sono basse quasi quanto nel periodo immediatamente successivo allo shock del franco.

Anche nel terziario si preannuncia un sensibile rallentamento della crescita occupazionale, rimasta finora sostenuta. Nel complesso, comunque, le imprese intervistate dal KOF intendono creare nuovi posti di lavoro. Non si delinea un calo dell'occupazione come quello osservato durante la crisi finanziaria.

# Valute

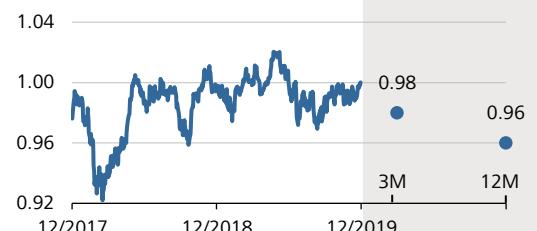
## EUR/CHF

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 BCE 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 leggermente 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 che il corso USD/CHF si trovi in una fascia di oscillazione piuttosto stretta e verso fine 2020 a CHF 0.96.



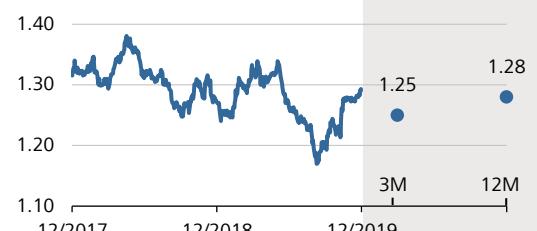
## EUR/USD

La tendenza ribassista dell'EUR contro l'USD ha continuamente perso slancio nel corso dell'anno. Ultimamente il corso EUR/USD si è stabilizzato a circa 2 centesimi sopra il minimo annuale di ottobre. La volatilità di questa coppia di valute si trova nel frattempo vicina ai minimi storici. Mancano impulsi per un maggior movimento. Poiché le banche centrali su entrambe le sponde dell'Atlantico sono in ibernazione, anche nei prossimi mesi non ci dovrebbe essere alcun impulso almeno dalla politica monetaria. Sul medio termine l'EUR ha un potenziale senz'altro rialzista che, in assenza di migliori dati sulla crescita, non dovrebbe svilupparsi a breve.



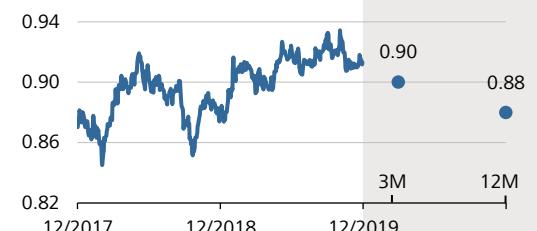
## GBP/CHF

Per la prima volta dopo 45 anni, quest'anno in Gran Bretagna si torna a votare in inverno. Il 12 dicembre vi sono buone probabilità di una vittoria di Boris Johnson con i suoi Tories. Non è tuttavia chiaro se poi il nuovo governo realizzerà la promessa di una rapida uscita dall'Unione europea (UE). Vi sono abbastanza scenari alternativi che porterebbero con sé un'ulteriore fase di insicurezza. Per la GBP, che ha una valutazione conveniente, la persistente incertezza è veleno. Ora che il «worst case» è già stato scontato, riteniamo che l'ulteriore potenziale di ripresa della valuta sul medio termine sia limitato.



## JPY/CHF\*

Nelle ultime settimane, lo JPY ha registrato una forte 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, un 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: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office

# Pronostici Raiffeisen (I)

## Congiuntura

	2016	2017	2018	Previsione 2019	Previsione 2020
<b>PIL</b>					
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
<b>Inflazione</b>					
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
<b>Tasso di riferimento</b>					
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
<b>Tassi d'interesse del mercato dei capitali</b>					
Rendimenti dei titoli di stato decennali (a fine anno; rendimenti in %)					
CHF	-0.15	-0.25	-0.61	-0.80	-0.60
EUR (Germania)	0.56	0.66	-0.30	-0.50	-0.20
USD	2.18	2.30	1.78	1.80	1.90
JPY	0.32	0.26	-0.03	-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	1.30	1.25	1.28

## Materie prime

Fine anno					
Greggio (Brent, USD/barile)	67	52	63	60	56
Oro (USD/uncia)	1303	1281	1475	1500	1550

\*05.12.2019

\*\* moltiplicato per 100

# Pronostici Raiffeisen (II)

## Previsioni dettagliate sulla Svizzera

	Previsioni						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>PIL, reale, variazione in %</b>	<b>2.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>2.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>
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
<b>Tasso di disoccupazione in %</b>	<b>3.0</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>
<b>Inflazione in %</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.9</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>

**Editore**

Raiffeisen Economic Research  
Martin Neff, economista capo  
Brandschenkestr. 110d  
8002 Zurigo  
[economic-research@raiffeisen.ch](mailto:economic-research@raiffeisen.ch)

**Autori**

Domagoj Arapovic, CFA  
[domagoj.arapovic@raiffeisen.ch](mailto:domagoj.arapovic@raiffeisen.ch)

Oliver Hackel, CFA  
[oliver.hackel@raiffeisen.ch](mailto:oliver.hackel@raiffeisen.ch)

Alexander Koch, CFA  
[alexander.koch@raiffeisen.ch](mailto: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.