

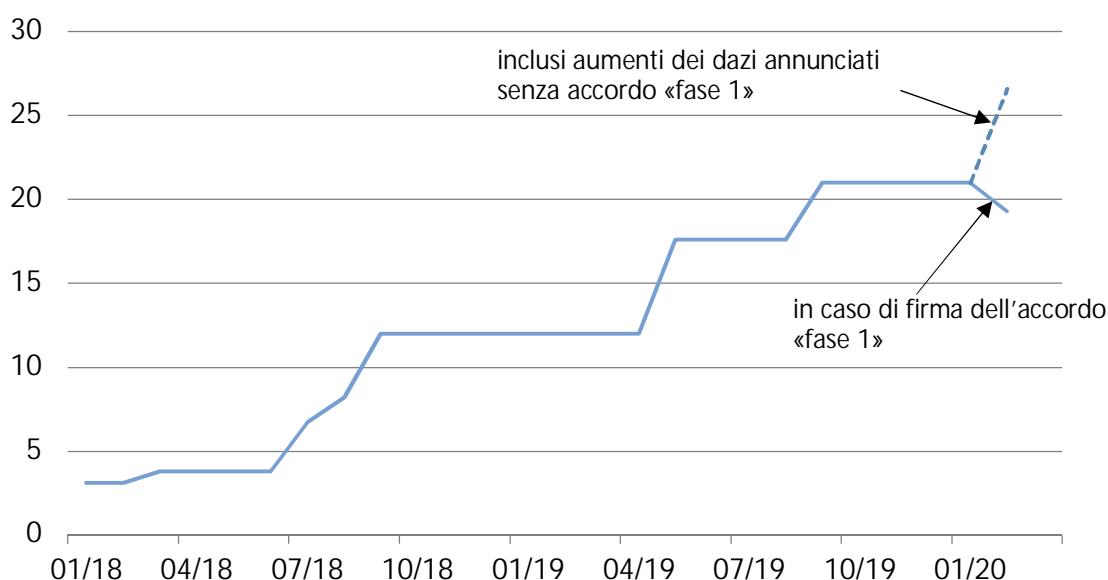
## Livello dei tassi ben calibrato

Verso la fine dell'anno l'industria, da tempo in affanno, ha ritrovato un po' di fiducia. I rischi di raffreddamento congiunturale sono meno pronunciati che in passato. Su questa tela di fondo, le grandi banche centrali ritengono adeguato il livello dei tassi e non sentono la necessità di nuovi interventi. Per il momento la BCE non ha alcuna intenzione di abbandonare i tassi negativi. Sulla stessa falsariga, anche la BNS rimane fedele alla sua strategia dei tassi negativi.

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

Grafico del mese: dazi punitivi ancora pesanti

Dazi USA medi sulle importazioni di merci cinesi in %

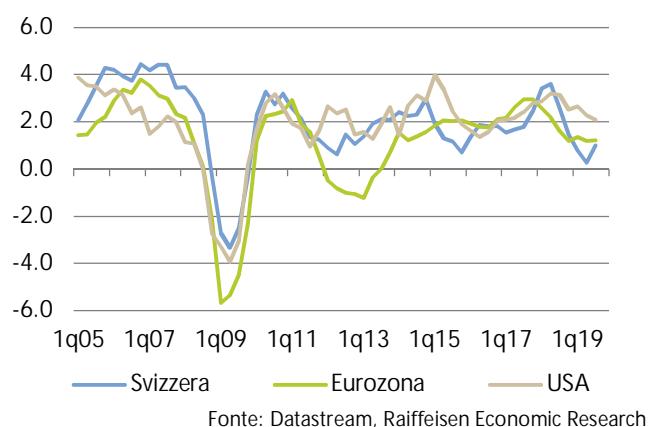


Fonte: USTR, Raiffeisen Economic Research

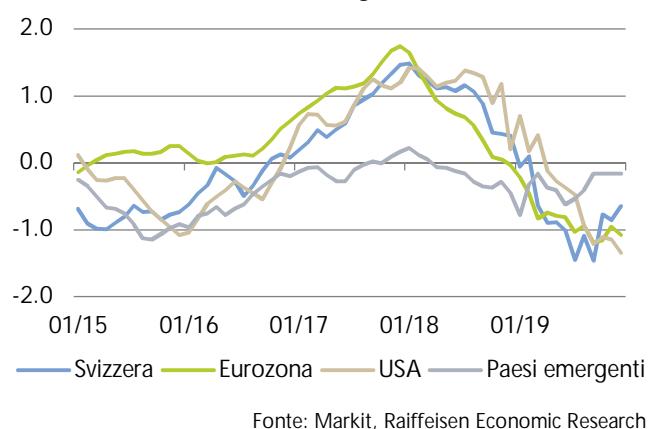
Alla fin fine l'escalation del conflitto commerciale fra USA e Cina non c'è stata, anzi, le parti hanno sottoscritto un accordo parziale «fase 1», in cui gli USA rinunciano a dazi punitivi per l'ultima tranche di importazioni dalla Cina. Gli americani dovrebbero inoltre ridurre della metà, quindi al 7,5%, i dazi applicati da settembre su 120 miliardi di merci «made in China». Questa mossa positiva, che dovrebbe essere sancita con la firma ufficiale dell'accordo il 15 gennaio prossimo, favorisce certo la ripresa congiunturale globale. Ma è prematuro cantare vittoria. Rimangono ancora da chiarire numerosi dettagli sull'applicazione dell'accordo parziale e altri aspetti commerciali controversi. A ciò si aggiungono molte incertezze sulla politica (commerciale) di Donald Trump, che tarpano le ali agli investimenti. Di recente, inoltre, sono state rinnovate le minacce di dazi punitivi nei confronti dell'UE. Anche se i dazi sulle merci cinesi dovrebbero abbassarsi, si mantengono pur sempre molto elevati, in media intorno al 20% contro il 3% di due anni fa, prima dello scoppio della guerra tariffaria.

# Congiuntura

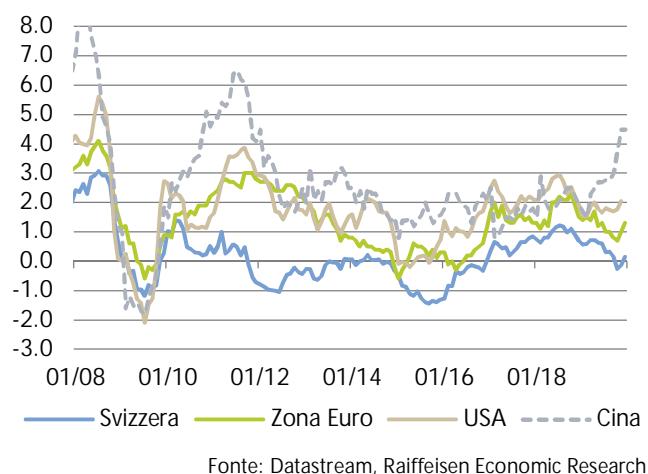
PIL, reale, in % vs anno prec.



Indici dei direttori agli acquisti (PMIs)  
Standardizzato (media di lungo termine = 0)



Prezzi al consumo, in % vs anno prec.



Lieve de-escalation nella guerra commerciale

Nell'ultimo scorso del 2019 le prospettive di crescita mondiali si sono leggermente rasserenate, grazie anche ai progressi raggiunti nei negoziati commerciali fra USA e Cina. I due contendenti hanno trovato una prima intesa e per il momento non imporranno nuovi dazi punitivi.

Già in vista dell'accordo, le attese degli operatori USA erano già leggermente migliorate. In particolare le imprese più piccole rimangono ottimiste e prevedono nuove assunzioni e aumenti salariali. La fase record di ripresa non accenna quindi a indebolirsi.

Anche nell'Eurozona il «sentiment» delle imprese è in risalita, soprattutto grazie alla resilienza del settore dei servizi. Ma anche l'industria manifatturiera, da tempo in affanno, ha ritrovato un po' di fiducia. Nonostante ciò si prevedono ancora dei tagli produttivi e quindi anche una crescita molto timida del PIL.

L'economia svizzera meno colpita

Ovviamente l'economia svizzera non può sottrarsi completamente al raffreddamento congiunturale registrato nel resto del mondo, ma la situazione continua a essere più rosea che nei paesi vicini. Per il 2020, l'industria elvetica prevede un nuovo incremento delle cifre d'affari, e non solo nel settore farmaceutico. Anche il comparto metalmeccanico, particolarmente esposto agli effetti congiunturali, ha di recente evidenziato un leggero ravvivamento. A fronte delle persistenti incertezze geopolitiche e la conseguente fiacchezza degli investimenti mondiali, non ci si può però aspettare una crescita più vigorosa.

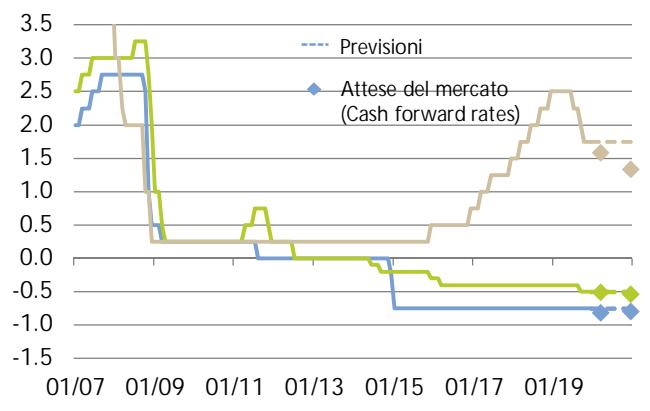
Prezzi tuttora moderati

La peste suina africana ha fatto svettare temporaneamente l'inflazione in Cina al 4%. I prezzi rimangono però moderati a causa della debole domanda in Cina e nel resto del mondo.

In Svizzera, il precedente apprezzamento del franco continua a frenare i prezzi delle importazioni. Nel 2019 l'inflazione annuale si è pertanto attestata di nuovo a un basso livello, pari allo 0,4%. Per il 2020 prevediamo, anche in vista di una nuova riduzione dei tassi ipotecari di riferimento, solo un incremento marginale dei prezzi dello 0,1%.

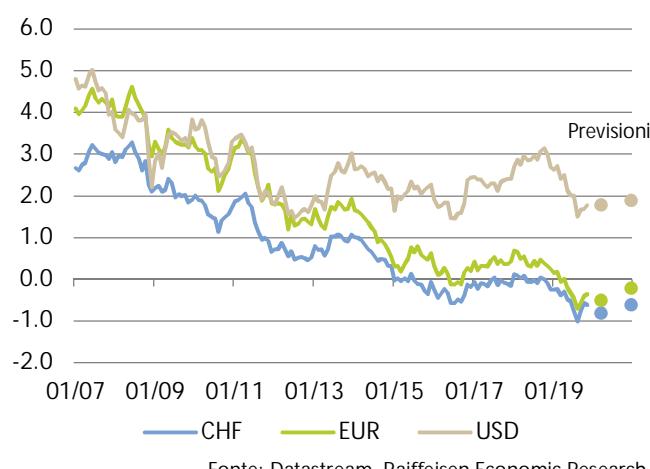
# Tassi

Tassi di riferimento, in %



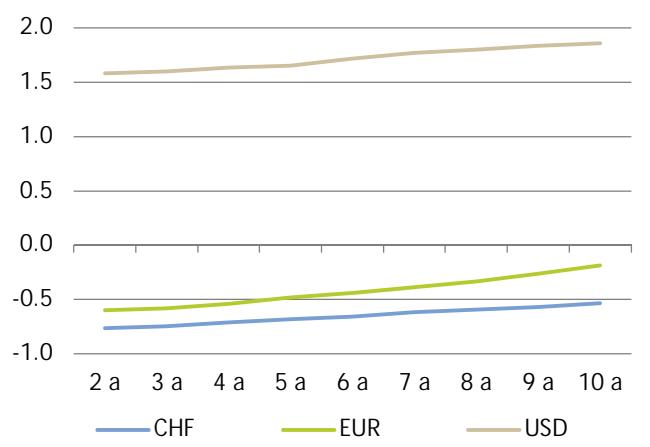
Fonte: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Titoli di Stato decennali, in %



Fonte: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Curva dei tassi (stato al 09.01.2020)



Fonte: Datastream, Raiffeisen Economic Research

La BNS ribadisce la necessità dei tassi negativi  
Nella sua seduta di dicembre, la Banca nazionale svizzera ha mantenuto invariato a -0,75% il suo tasso guida e riaffermato la sua disponibilità a intervenire all'occorrenza sul mercato dei cambi. Per il momento non se ne vede comunque la necessità.

Il presidente della BNS Thomas Jordan continua a ribadire l'importanza dei tassi negativi, affermando che la Svizzera non può sganciarsi dal contesto internazionale. Se si sopprimessero i tassi negativi, i tassi svizzeri aumenterebbero rispetto a quelli degli altri paesi, gli investimenti in franchi diventerebbero più appetibili e la moneta elvetica si apprezzerebbe rapidamente con conseguenze molto più nefaste per l'economia rispetto ai tassi negativi.

La BCE prevede rischi meno pronunciati

Uno dei grandi protagonisti internazionali nel campo dei tassi è la BCE. Per la Banca centrale europea le pressioni inflazionistiche continuano ad essere deboli, così come le dinamiche della crescita. Poiché vi sono segnali di una stabilizzazione del rallentamento della crescita, i rischi di ribasso sono meno pronunciati. Si ipotizza inoltre che le misure decise in settembre continueranno ad attecchire e porteranno presto dei frutti. In questo contesto, non ci si aspettano nuovi stimoli monetari nell'Eurozona.

Nel Consiglio direttivo della BCE si fanno sentire delle perplessità sugli effetti indesiderati causati dal protrarsi della politica dei tassi negativi. In via precauzionale, la Riksbank svedese ha terminato già a fine anno l'esperimento dei tassi negativi. Nei prossimi anni non intende però superare la soglia zero. Nel complesso, i tassi europei a lungo termine dovrebbero rimanere pertanto a bassi livelli.

La Fed considera «appropriato» il livello dei tassi  
Negli Stati Uniti la situazione non è molto diversa da quella europea. Dopo tre tagli precauzionali consecutivi, la banca centrale americana ha assunto una posizione attendista. Secondo il board della FED, il livello dei tassi è ben calibrato. Ulteriori ribassi sembrano poco probabili. Per una manovra al rialzo non basterebbe invece una semplice accelerazione della congiuntura, ma occorrerebbe un superamento duraturo dell'obiettivo d'inflazione del 2%. Non ci aspettiamo pertanto neanche per gli Stati Uniti un balzo in avanti dei tassi a lungo termine.

# Settori svizzeri: flash sul turismo invernale

Nella stagione estiva 2019, l'industria alberghiera svizzera ha messo a segno un nuovo record di pernottamenti. Oltre alle aree urbane, che hanno confermato il netto trend rialzista, anche le regioni montane hanno assistito a una forte ripresa e registrato il maggiore numero di pernottamenti dal 2009.

Anche per l'attuale stagione invernale è previsto un incremento. Nelle tre regioni turistiche più gettonate per lo sport invernale – Vallese, Grigioni e Oberland bernese – il numero dei pernottamenti rimane tuttavia nettamente inferiore ai livelli precedenti la crisi finanziaria. Un motivo importante è la persistente forza del franco contro l'euro. Il numero dei pernottamenti dei clienti tedeschi, per esempio, rimane dimezzato rispetto al 2008: solo un turista su dieci – invece di uno su cinque – proviene dalla Germania.

Il turismo invernale è penalizzato anche dalle nuove tendenze che guidano il settore del tempo libero e che non interessano solo il nostro paese. Le spiagge dei paesi caldi e le grandi città guadagnano di attrattiva, per gli Svizzeri anche grazie alla forza della valuta. Le funivie sono confrontate anche a un altro problema: la crescente popolarità degli sport invernali al di fuori delle piste.

## L'avanzata dei prezzi dinamici

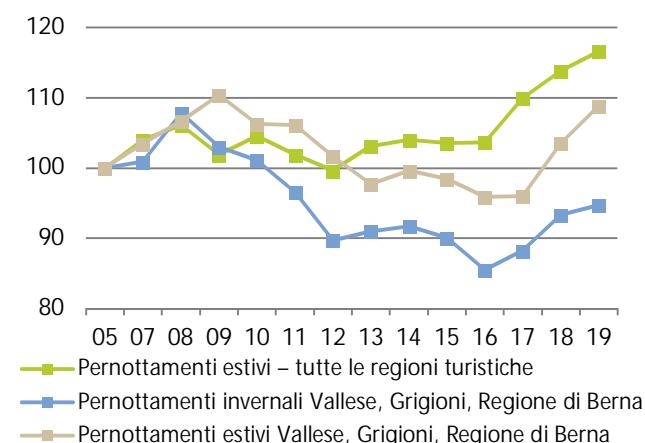
Per contrastare il calo dei clienti, le funivie puntano sempre più su modelli di prezzo dinamici. Già in 15 delle circa 250 stazioni sciistiche svizzere il prezzo di uno skipass giornaliero non è più fisso, ma varia in funzione del momento della prenotazione, delle condizioni meteorologiche o dell'affluenza sulle piste. In

questo modo i gestori degli impianti di risalita cercano di ribaltare sui frequentatori il rischio meteo e ottenere maggiore certezza nella loro pianificazione. Gli early booker, spesso famiglie, riescono così a risparmiare, mentre chi decide all'ultimo minuto deve pagare di più, soprattutto durante un week-end di bel tempo. Secondo la teoria economica i prezzi dinamici, essendo meglio adattabili alla propensione agli acquisti dei clienti, incrementano il benessere dell'economia generale, avvantaggiando però soprattutto le imprese. Per gli sciatori i prezzi diventano invece sempre meno trasparenti; non a caso hanno già fatto scendere in campo le associazioni di protezione dei consumatori.

Nel resto del mondo, solo le funivie americane praticano già da tempo i prezzi dinamici. Risultato: negli Stati Uniti gli abbonamenti sono diventati di anno in anno sempre più cari e, come in Europa, il numero degli sciatori non è aumentato, bensì diminuito. L'esperienza americana non permette necessariamente di trarre conclusioni valide per la Svizzera. Negli USA esistono solo pochi gestori di resort sciistici, che operano però in grande scala in tutto il paese e coprono l'intera offerta di una stazione sciistica, un po' come gli operatori di parchi a tema.

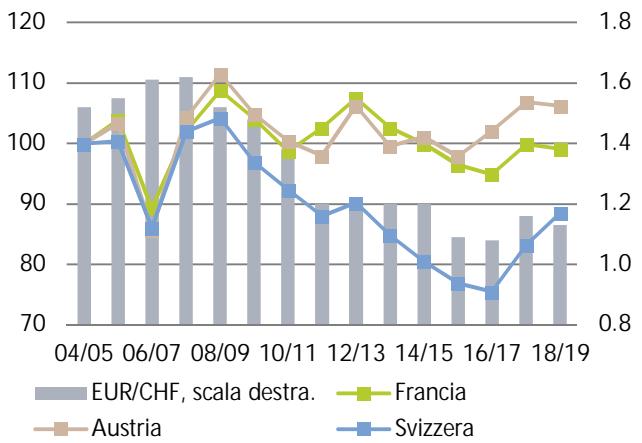
Alcune funivie svizzere si oppongono al trend dei prezzi dinamici per paura di perdere i loro clienti. La maggior parte dovrà comunque piegarsi al nuovo modello di pricing perché la pressione sul settore rimane notevole soprattutto per i piccoli gestori, e le nostre previsioni indicano un franco forte anche nel 2020.

Pernottamenti suddivisi per stagione turistica  
2006 = 100



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Primi passaggi nelle funivie (inverno)  
Stagione invernale 2004/2005 = 100



Fonte: Ferrovie Svizzere, Raiffeisen Economic Research

# Valute

## EUR/CHF

A dicembre la BNS ha detto chiaramente che anche dopo cinque anni la fase di tassi negativi in Svizzera è tutt'altro che finita. Il Presidente della BNS Jordan ha sottolineato il prevalere dei vantaggi per l'economia complessiva, malgrado le critiche del settore finanziario diventino sempre più forti. È quindi chiaro che anche nel 2020 la Banca centrale avrà poco margine di manovra – finché la BCE non si muoverà, essa avrà le mani legate. La pressione rialzista sul franco svizzero dovrebbe quindi persistere anche quest'anno. Sui dodici mesi prevediamo il corso EUR/CHF a CHF 1.06.

## USD/CHF

A fine dicembre la parità nel rapporto USD/CHF si è mostrata di nuovo un ostacolo non superabile a lungo termine. Dal punto di vista fondamentale non vediamo ragioni per cui nel 2020 questa soglia psicologica perda importanza. Malgrado la bassa avversione al rischio sui mercati d'investimento, il CHF è rimasto di recente molto forte. Date le sempre più probabili correzioni azionarie, esso dovrebbe tendere a essere forte anche nei prossimi mesi. Nel nuovo anno l'elevata eccedenza delle partite correnti svizzera resta un importante vantaggio. All'USD manca intanto la fantasia politico-monetaria, dato che nel 2020 non sono previsti aumenti dei tassi.

## EUR/USD

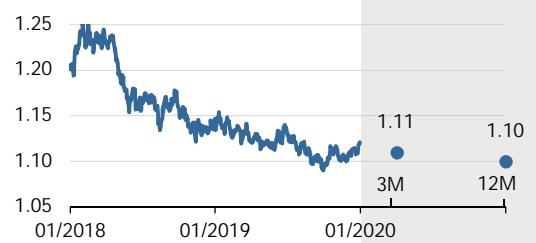
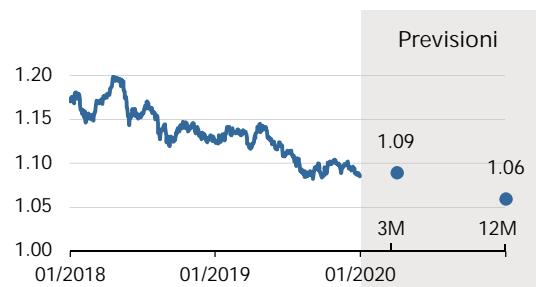
Nel 2019 il trend ribassista dell'EUR/USD ha costantemente perso slancio. Il minimo di ottobre a USD 1.09 è stato accompagnato da divergenze tecniche positive per cui dal punto di vista dell'analisi tecnica un'inversione di tendenza a lungo termine è più realistica. Essa necessita però anche di un cambio di segno di congiuntura e politica monetaria. Nel 2020 i tassi di crescita di EZ e USA dovrebbero avvicinarsi, in politica monetaria tuttavia le banche centrali sulle due sponde dell'Atlantico mantengono la loro linea accomodante. L'impulso necessario a un netto rialzo dell'EUR dovrebbe quindi mancare anche quest'anno.

## GBP/CHF

Alle elezioni del 12 dicembre 2019, Boris Johnson e i suoi Tory hanno vinto con chiara maggioranza. Come promesso, Johnson è presto passato ai fatti: la «Brexit» è stata approvata senza problemi dal Parlamento e verrà ora completata il 31 gennaio. Una proroga del periodo di transizione, che dura solo fino a fine anno, è stata esclusa per legge. Quanto alla sterlina britannica, a una breve euforia è quindi presto seguita la disillusione. La nuova e ravvicinata scadenza, che rende impossibile un accordo commerciale globale con l'UE, dovrebbe comportare maggiore volatilità del GBP/CHF anche nel 2020.

## JPY/CHF\*

Nelle ultime settimane, lo yen ha registrato una forte flessione. Essa dovrebbe essere riconducibile anche 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 a indebolirsi. Per la coppia di valute JPY/CHF, però, queste oscillazioni si mantengono di solito entro certi limiti, essendo anche il CHF una valuta difensiva. Al momento non vediamo necessità di adeguamento e manteniamo le nostre previsioni a 3 e 12 mesi.



\* moltiplicato per 100

Fonte: Datastream, 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	0.4	0.1
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	2.8	2.8
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	-0.53	-0.60	-0.50
EUR (Germania)	0.56	0.66	-0.19	-0.30	-0.20
USD	2.18	2.30	1.86	1.80	1.90
JPY	0.32	0.26	0.00	-0.10	-0.05

<b>Tassi di cambio</b>					
Fine anno					
EUR/CHF	1.20	1.09	1.08	1.09	1.06
USD/CHF	0.99	1.00	0.98	0.98	0.96
JPY/CHF**	0.83	0.83	0.89	0.90	0.88
EUR/USD	1.21	1.09	1.11	1.11	1.10
GBP/CHF	1.32	1.25	1.28	1.31	1.28

<b>Materie prime</b>					
Fine anno					
Greggio (Brent, USD/barile)	67	52	65	62	58
Oro (USD/oncia)	1303	1281	1549	1500	1550

\*10.01.2020

\*\* moltiplicato per 100

## Pronostici Raiffeisen (II)

### Previsioni dettagliate sulla Svizzera

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Previsioni
PIL, reale, variazione in %	2.5	1.3	1.7	1.9	2.8	1.0	1.3	
Consumo privato	1.3	1.7	1.4	1.3	1.0	1.1	1.1	
Consumo pubblico	2.2	1.1	1.3	1.2	0.3	1.2	1.0	
Inv. per impianti e attrezzature	2.8	2.8	4.2	4.8	1.0	0.5	1.6	
Investimenti edilizi	3.1	1.5	-0.2	1.5	1.4	0.4	0.2	
Esportazioni	5.2	2.4	6.6	4.0	4.4	3.0	2.2	
Importazioni	3.3	2.8	4.4	4.4	2.5	1.5	2.5	
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	0.4	0.1	

**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.