

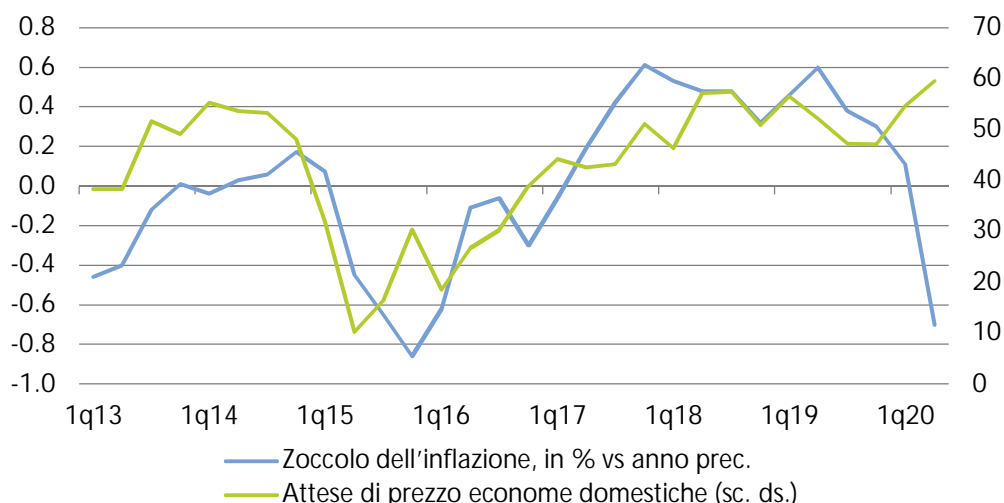
## L'inflazione non fa paura

L'economia svizzera si è rimessa in marcia lasciandosi alle spalle la fase di «lockdown». Soprattutto il commercio al dettaglio ha potuto risalire la china e mettere a segno un netto incremento della cifra d'affari. Dopo un iniziale recupero, la frequenza nei negozi accusa però già un rallentamento, situandosi nettamente al di sotto dei livelli precedenti alla crisi. Le agenzie di viaggio non sono le uniche a dover combattere a colpi di sconti per la riconquista dei clienti. A una lieve inflazione è seguita così una leggera deflazione.

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

### Grafico del mese: il ritorno della deflazione

Prezzi al consumo in Svizzera



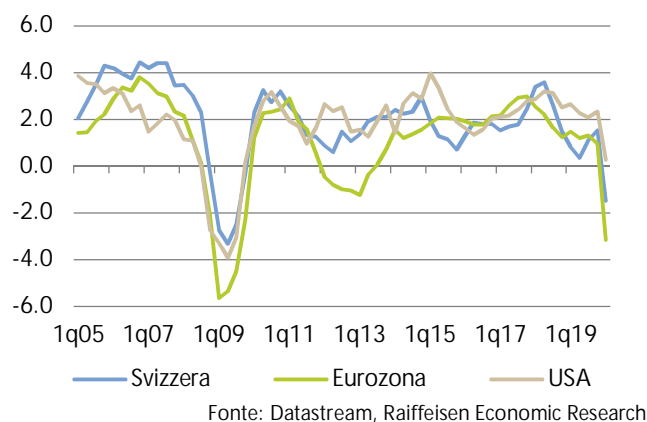
Fonte: SECO, UST, Raiffeisen Economic Research

Durante la crisi, nonostante il calo dei prezzi al consumo, le economie domestiche private si aspettavano un rincaro sia in Svizzera che in altre nazioni industrializzate. Dobbiamo attenderci un'impennata dell'inflazione dopo l'apertura dei rubinetti monetari e l'allentamento delle politiche di bilancio? Assolutamente no. È vero che durante il «lockdown» ci sono stati problemi di fornitura e un temporaneo rincaro di alcuni prodotti, ma in generale il crollo dell'economia mondiale tende a frenare i prezzi. Ad eccezione dei metalli preziosi, le quotazioni delle materie prime sono nettamente inferiori ai livelli pre-Covid. Anche le imprese intendono abbassare ulteriormente i loro prezzi di vendita.

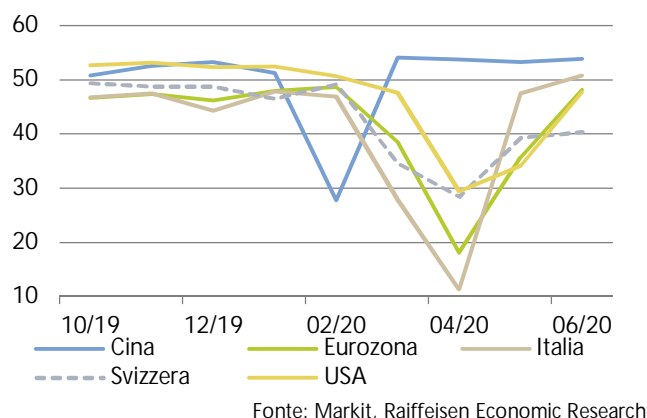
In un tale contesto, anche le inondazioni di liquidità delle banche centrali non rappresentano un rischio di inflazione o meglio il pericolo di un forte rialzo dei prezzi al consumo. Per un tale scenario bisognerebbe che la liquidità in eccesso venisse utilizzata per aumentare i consumi e gli investimenti. Ma non è così. Gli aiuti vengono usati essenzialmente come «tampone». Le imprese riducono al minimo indispensabile i loro investimenti. La liquidità confluisce così di nuovo nei valori patrimoniali, ovvero – a causa dei bassi tassi di interesse – in azioni e immobili. Lì i prezzi salgono.

# Congiuntura

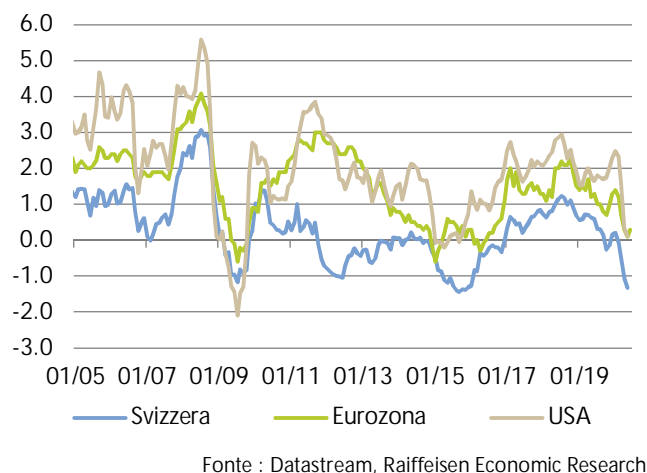
PIL, reale, in % vs anno prec.



Indici dei direttori agli acquisti (PMIs)  
Industria manifatturiera, quota produzione



Prezzi al consumo, in % vs anno prec.



Buona ripartenza dopo il «lockdown»

In Svizzera, come in altri paesi, l'economia ha ripreso rapidamente quota dopo il graduale allentamento delle misure anti-contagio. Ciò vale soprattutto per il commercio al dettaglio, che durante il «lockdown» aveva subito un'erosione in parte totale del fatturato. Tuttavia, dopo una prima fase di recupero, l'affluenza nei negozi sta già rallentando. Le restrizioni tuttora in vigore e la reticenza volontaria dei consumatori nella nuova normalità frenano le cifre d'affari in molti settori dei servizi e in primis nella gastronomia.

Come prevedibile, il «sentiment» delle imprese ha evidenziato un netto recupero dopo aver toccato nuovi minimi. Gli indici dei direttori agli acquisti (PMIs) per l'industria manifatturiera rimangono tuttavia piuttosto deludenti. I valori intorno a 50 indicano un lieve ampliamento dell'attività aziendale, ma a livelli ancora bassi dopo il tracollo storico.

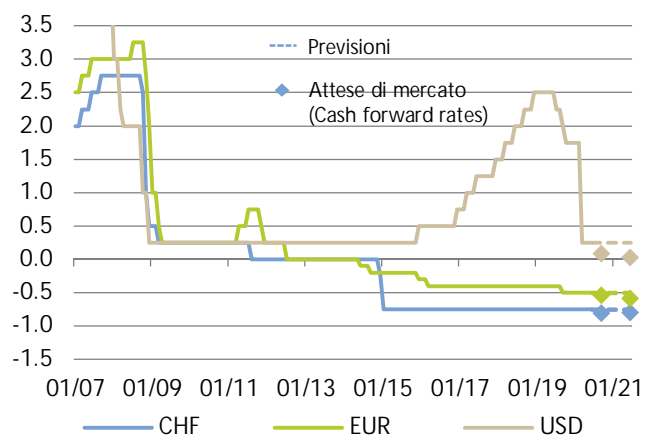
Secondo un recente sondaggio condotto dalla BNS tra gli operatori con cui intrattiene rapporti commerciali, le imprese svizzere di tutti i settori prevedono un netto incremento delle cifre d'affari nel secondo semestre, ma solo poche contano di raggiungere i livelli precedenti alla crisi entro la fine dell'anno. La maggior parte delle aziende ha inoltre bloccato gli investimenti per motivi di liquidità e in previsione di un indebolimento della domanda. Non solo: sull'arco dell'anno le imprese di tutti i comparti intendono diminuire ulteriormente la loro spesa di investimento. Non si prospetta dunque un rapido ritorno sul sentiero di crescita come nel periodo pre-Covid.

Nessuna pressione sui prezzi

Sulla scia della crisi provocata dalla pandemia, i tassi di inflazione indicano in tutto il mondo un movimento al ribasso, guidato dal crollo delle materie prime. Con il parziale recupero dei prezzi del petrolio, nella seconda metà dell'anno si prevede una stabilizzazione dei tassi di inflazione annui, ma la pressione sui prezzi rimane generalmente molto bassa a causa del carente sfruttamento delle capacità. Questo dato è confermato dalle attese sui prezzi delle imprese, che preannunciano per i prossimi mesi dei ribassi più moderati ma persistenti.

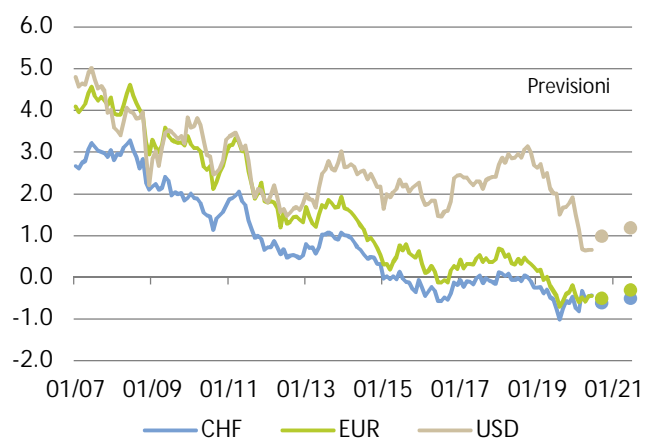
# Tassi

Tassi di riferimento, in %



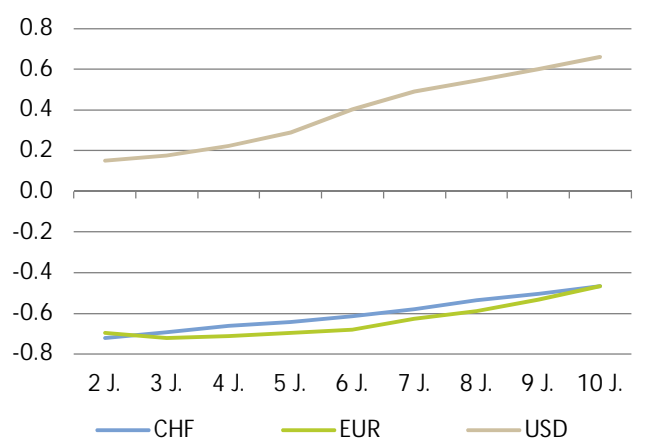
Fonte: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Titoli di Stato decennali, in %



Fonte: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Curva dei tassi (stato: 30.06.20)



Fonte: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Le banche centrali hanno messo i paletti

All'apice delle turbolenze provocate dal coronavirus, le banche centrali hanno inondato di liquidità i mercati finanziari in brevissimo tempo, evitando così una spirale ribassista. I massicci acquisti di obbligazioni e crediti hanno provocato un rapido calo dei premi al rischio. Ciò consente alle banche centrali di allentare il loro supporto, tanto più che non intendono livellare i premi al rischio. Poiché il mercato dei titoli societari è tornato a funzionare abbastanza bene non è necessario un intervento troppo forte.

In caso di bisogno, le banche centrali sono però pronte a rincarare la dose. La normalizzazione dei tassi rimane un lontano miraggio. Neppure la banca centrale americana prende in considerazione l'eventualità di un aumento dei tassi. Di conseguenza le attese sui tassi rimangono piatte sul lungo periodo. Anche dopo una prolungata ripresa congiunturale, la Fed e la BCE non avranno nessuna fretta di tirare le redini monetarie. Se sui mercati dei tassi gli operatori dovessero mostrare segni di impazienza, le banche centrali potrebbero reagire a un indesiderato rialzo dei tassi a lungo termine con maggiori acquisti di titoli di Stato, come hanno già fatto in passato.

La BCE ha potenziato per tempo il suo nuovo Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Inizialmente ha acquistato soprattutto titoli di Stato italiani, perché voleva impedire un ulteriore divario tra le condizioni di finanziamento. Una volta tornata la calma sui mercati finanziari, ha incrementato gli acquisti di obbligazioni tedesche. Nonostante il maggiore fabbisogno di finanziamento della Germania, i titoli di Stato tedeschi cominciano così a scarseggiare.

La BNS ha potuto di nuovo difendere la soglia 1.05

Per la BCE un interesse negativo più marcato è attualmente fuori questione. Anche la BNS, nella sua ultima analisi della situazione, non ha citato esplicitamente la possibilità di un nuovo ribasso dei tassi. In caso di bisogno la Banca nazionale intende affidarsi di nuovo agli interventi sui mercati delle divise.

Ultimamente non ce n'è stato bisogno. I segnali di una ripresa congiunturale nell'eurozona hanno spinto al rialzo l'euro, anche contro il franco svizzero. La BNS ha potuto così abbassare leggermente la guardia. Sarà pronta però a reagire anche nelle prossime settimane se il cambio dovesse avvicinarsi a quota 1.05.

## Settori svizzeri – flash sulla stagione estiva

Il 15 giugno, giusto in tempo per le vacanze estive, è stata ripristinata la libera circolazione delle persone in Europa. Gran parte dei paesi europei ha riaperto le sue porte anche ai turisti svizzeri. L'attività turistica esita però a risvegliarsi dal letargo. All'aeroporto di Zurigo, per esempio, il numero di atterraggi e decolli rimane inferiore di oltre il 70% ai livelli dell'anno scorso. Molte destinazioni remote rimangono chiuse agli stranieri o pongono severi vincoli agli ingressi. Questo però non è il motivo principale della titubante ripresa. Stando ai dati dell'Ufficio federale di statistica, le destinazioni extraeuropee rappresentano meno del 10% dei viaggi svizzeri con almeno un pernottamento. All'aeroporto di Kloten più del 75% del volume passeggeri è generato da viaggi in Europa. Ma anche questi ultimi esitano a prendere quota. Ciò che frena la voglia di viaggiare, per i turisti svizzeri e stranieri, sono soprattutto timori di ordine sanitario. Secondo i sondaggi, molti svizzeri hanno cancellato le vacanze all'estero per questo motivo e ora intendono trascorrere l'estate in Svizzera.

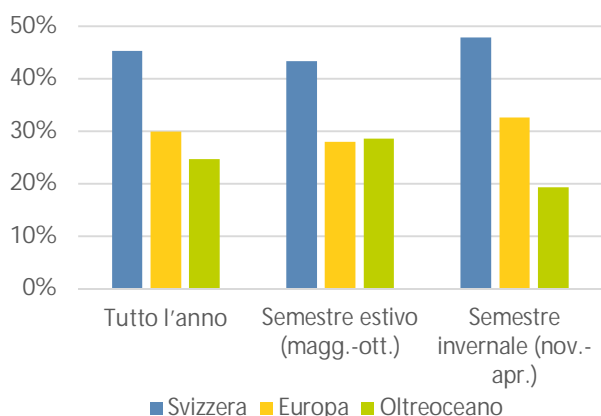
Nel semestre estivo, una percentuale elevata dei pernottamenti in Svizzera (circa 30%) è riconducibile a turisti extraeuropei (vedi grafico), che quest'anno saranno più o meno assenti. Negli hotspot turistici dell'Oberland bernese e del Cantone di Lucerna, la loro quota supera addirittura il 50%. Quest'estate il settore del turismo spera di poter compensare una parte delle perdite con clienti svizzeri. La stagione estiva, che va da maggio a ottobre, riveste grande importanza per il settore. In 80 dei 100 maggiori Co-

muni turistici il numero dei pernottamenti estivi supera quelli invernali. In particolare in Ticino il turismo estivo rappresenta il 75% dei pernottamenti ed è così decisivo per il bilancio annuale.

I primi dati indicano effettivamente un più vivo interesse da parte dei clienti svizzeri. Finora questa tendenza va a vantaggio soprattutto dell'industria para-alberghiera, tra cui campeggi, abitazioni di vacanza a uso commerciale e Airbnb. Nel Cantone del Vallese, per esempio, le prenotazioni di turisti svizzeri hanno segnato in maggio un netto rialzo (vedi grafico). Per i mesi di luglio e agosto, il numero delle prenotazioni provenienti dalla Svizzera supera addirittura del 9% le cifre dell'anno scorso. Nel Vallese, come nel resto del Paese, le perdite di cifra d'affari degli ultimi mesi sono state però così pesanti da non poter essere più compensate entro l'anno. Ciò vale anche per gli alberghi tradizionali, che traggono meno vantaggio dall'aumento della domanda interna rispetto al settore para-alberghiero e al turismo giornaliero. Nelle città la domanda di camere d'albergo rimane bassa a causa del divieto di grandi manifestazioni e del minore numero di viaggi d'affari.

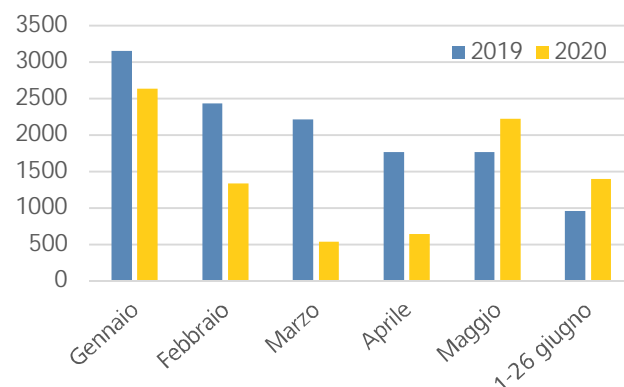
Nel complesso, la stagione estiva non potrà dunque colmare il buco miliardario provocato dalla pandemia. Secondo SECO e KOF i pernottamenti del 2020 risulteranno inferiori all'anno scorso di ca. il 30%, il che equivale a una perdita di cifra d'affari di 1,8 mrd. CHF. Il totale delle perdite di valore aggiunto, dirette e indirette, è stimato a quasi 7 mrd. CHF, che corrisponde all'1% del PIL.

I turisti extraeuropei vengono soprattutto d'estate  
Distribuzione dei pernottamenti per paese d'origine



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Il settore paralberghiero ha preso quota in maggio  
Prenotazioni nel Cantone del Vallese (solo Svizzeri)

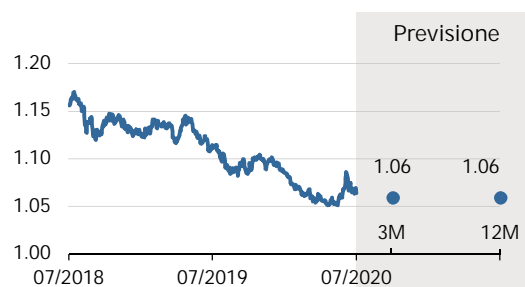


Fonte: Osservatorio vallesano del turismo, Raiffeisen Economic Research

# Valute

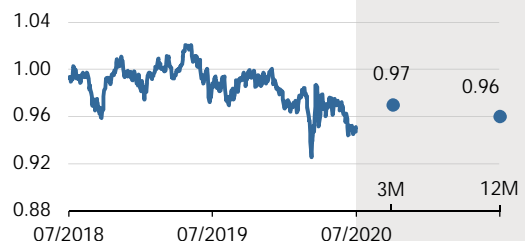
## EUR/CHF

Nel corso del rally di ripresa sui mercati azionari, anche la pressione al rialzo sul franco svizzero si è in parte attenuata. Gli interventi della Banca centrale europea (BCE) hanno rafforzato la fiducia degli operatori di mercato nell'euro, che a tratti ha toccato CHF 1.09, il livello più alto dall'inizio dell'anno. Tuttavia, la deludente riunione della Banca centrale statunitense (Fed) del 10 giugno ha riportato un clima di incertezza sui mercati e anche la moneta unica europea ha interrotto bruscamente il suo seppur esitante tentativo di ripresa. Sul periodo di un anno, continuiamo a prevedere che il corso EUR/CHF resterà invariato con un movimento laterale.



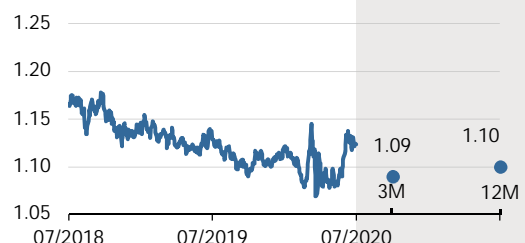
## USD/CHF

Con la sua valutazione, secondo cui la ripresa congiunturale negli Stati Uniti richiederà ancora molto tempo, la Fed ha messo un freno a molti investitori. Sebbene gli ultimi dati sul mercato del lavoro suggeriscano una leggera stabilizzazione, il numero di nuovi contagi da coronavirus sta aumentando rapidamente, soprattutto in stati economicamente importanti come la California. Inoltre, i persistenti scontri sul razzismo e le imminenti elezioni presidenziali stanno mettendo il paese a dura prova. In questo contesto, ci aspettiamo che il corso USD/CHF registri un movimento laterale con una maggiore volatilità.



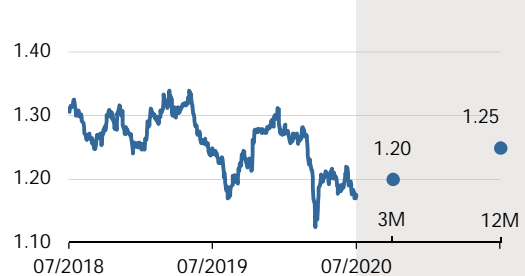
## EUR/USD

La Fed statunitense e la BCE fanno a gara nei loro programmi di acquisto di obbligazioni per contrastare le ripercussioni economiche dovute alla pandemia da coronavirus. Già oggi i capitali impiegati si attestano su un importo miliardario a tre cifre. La diminuita incidenza del contagio in Europa dà attualmente un leggero vantaggio all'economia locale. Su base annua, comunque, è improbabile che si verifichino movimenti significativi del corso EUR/USD, poiché i danni economici sono simili su entrambe le sponde dell'Atlantico. La moneta unica europea viene inoltre frenata dall'ulteriore accentuarsi della problematica dei debiti pubblici.



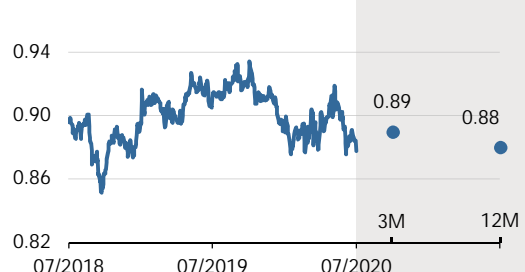
## GBP/CHF

Mentre la situazione relativa al coronavirus è leggermente migliorata anche in Gran Bretagna, il paese è ora minacciato da un nuovo disastro: l'uscita dall'Unione Europea senza un accordo di libero scambio (FTA). Attualmente la Gran Bretagna fa ancora parte dell'unione doganale e del mercato interno dell'Unione Europea. Se tuttavia entro la fine dell'anno non si riuscisse a raggiungere un accordo su un FTA, da quel momento gli scambi commerciali sarebbero soggetti a dazi doganali e controlli alle frontiere. Una «No-FTA-Brexit» di questo genere sarebbe per l'economia britannica probabilmente un male simile a quello che sarebbe risultato da una «No-deal-Brexit». A seguito della sottovalutazione della sterlina, a lungo termine vediamo la coppia di valute GBP/CHF comunque a 1.25.



## JPY/CHF\*

Dopo un ribasso all'inizio del mese, negli ultimi giorni lo yen giapponese è tornato a salire. Ciò è probabilmente dovuto non da ultimo alla significativa correzione dei corsi sui mercati azionari e al conseguente aumento dell'avversione al rischio tra gli investitori: un contesto in cui la valuta giapponese anticiclica era tipicamente in grado di sfruttare la sua forza quale valuta «safe haven». Poiché anche il franco svizzero è una valuta difensiva, il corso JPY/CHF non dovrebbe essere soggetto a forti oscillazioni. Al momento non vediamo quindi necessità di adeguamento e manteniamo le nostre previsioni a 3 e 12 mesi.



\* moltiplicato per 100

Fonti: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office e Economic Research

# Previsione Raiffeisen (I)

## Congiuntura

	2017	2018	2019	Previsione 2020	Previsione 2021
<b>PIL</b>					
Crescita annua media (in %)					
Svizzera	1.9	2.8	0.9	-5.0	4.3
Eurozona	2.5	1.9	1.1	-8.0	4.8
USA	2.4	2.9	2.3	-6.0	5.0
Giappone	2.2	0.3	0.8	-6.0	4.0
Cina	6.9	6.7	6.1	2.0	8.0
Globale (PPP)	3.8	3.6	3.3	-3.3	4.7

<b>Inflazione</b>					
Crescita annua media (in %)					
Svizzera	0.5	0.9	0.4	-0.8	0.0
Eurozona	1.5	1.8	1.2	0.2	1.3
USA	2.1	2.5	1.8	1.0	2.0
Cina	1.6	2.1	2.9	3.0	2.0
Giappone	0.5	1.0	0.5	-0.2	0.4

## Mercati finanziari

	2018	2019	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	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25
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	-0.42	-0.60	-0.50
EUR (Germania)	0.56	0.66	-0.46	-0.50	-0.30
USD	2.18	2.30	0.65	1.00	1.20
JPY	0.32	0.26	0.02	0.00	0.10

<b>Tassi di cambio</b>					
Fine anno					
EUR/CHF	1.20	1.09	1.06	1.06	1.06
USD/CHF	0.99	1.00	0.94	0.97	0.96
JPY/CHF**	0.83	0.83	0.88	0.89	0.88
EUR/USD	1.21	1.09	1.13	1.09	1.10
GBP/CHF	1.32	1.25	1.18	1.20	1.25

<b>Materie prime</b>					
Fine anno					
Greggio (Brent, USD/barile)	67	52	43	30	50
Oro (USD/oncia)	1303	1281	1803	1750	1780

\*08.07.2020

\*\* moltiplicato per 100

---

## Previsione Raiffeisen (II)

### Previsioni dettagliate sulla Svizzera

	2015	2016	2017	2018	2019	Previsioni	
						2020	2021
PIL, reale, variazione in %	1.3	1.7	1.9	2.8	0.9	-5.0	4.3
Consumo privato	1.7	1.4	1.3	1.0	1.1	-5.9	3.9
Consumo pubblico	1.1	1.3	1.2	0.3	1.3	2.0	2.0
Inv. per impianti e attrezzature	2.8	4.2	4.8	1.0	0.9	-8.2	3.8
Investimenti edilizi	1.5	-0.2	1.5	1.4	0.5	-1.9	1.8
Esportazioni	2.4	6.6	4.0	4.4	2.6	-5.9	3.2
Importazioni	2.8	4.4	4.4	2.5	1.3	-7.8	1.2
Tasso di disoccupazione in %	3.2	3.3	3.1	2.6	2.3	3.6	3.5
Inflazione in %	-1.1	-0.4	0.5	0.9	0.4	-0.8	0.0

## 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)

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.