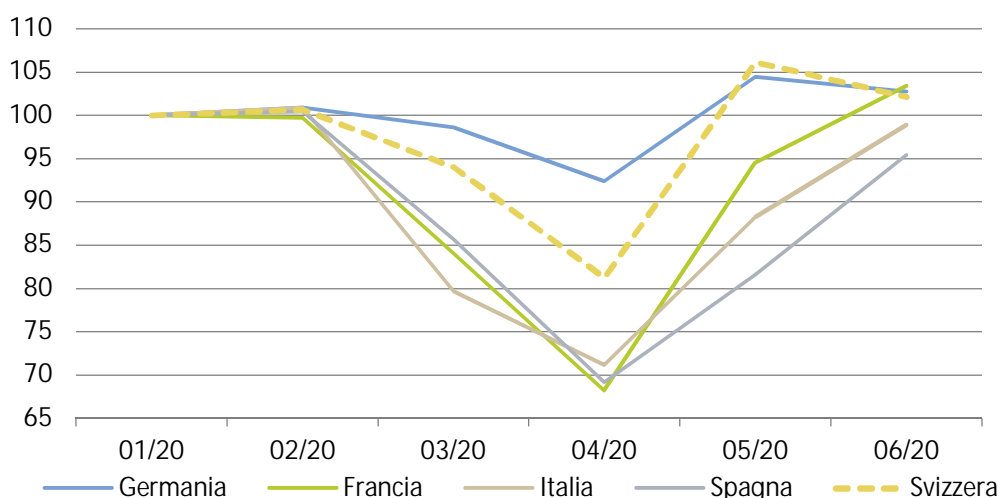


I consumi rimangono depressi

Le prime cifre sul PIL dei paesi limitrofi confermano il drammatico impatto del coronavirus nel secondo trimestre, con un crollo economico senza precedenti che eclissa addirittura le già pesanti perdite dei primi tre mesi. Uno scenario simile si prefigura per la Svizzera. I numeri trimestrali nascondono tuttavia il processo di stabilizzazione intervenuto nel frattempo. Da maggio un crescente numero di dati evidenzia un forte rialzo, a conferma di una netta ripresa del PIL nel trimestre in corso. Sarebbe tuttavia sbagliato parlare di una rapida normalizzazione. Dopo gli iniziali segnali di recupero, da metà anno si osserva un appiattimento, a cui contribuisce anche la recrudescenza dei contagi da Covid. Le banche centrali rimangono quindi sul «chi-va-là», pronte a intervenire in caso di bisogno.

Alle pagine seguenti trovate una valutazione dettagliata del previsto andamento della congiuntura e dei tassi di interesse, un flash settoriale sull'industria farmaceutica svizzera nonché i nostri previsioni.

Grafico del mese: lo stimolo della domanda arretrata si affievolisce rapidamente
Cifre mensili del commercio al dettaglio, al netto dell'inflazione, indice (01/20=100)

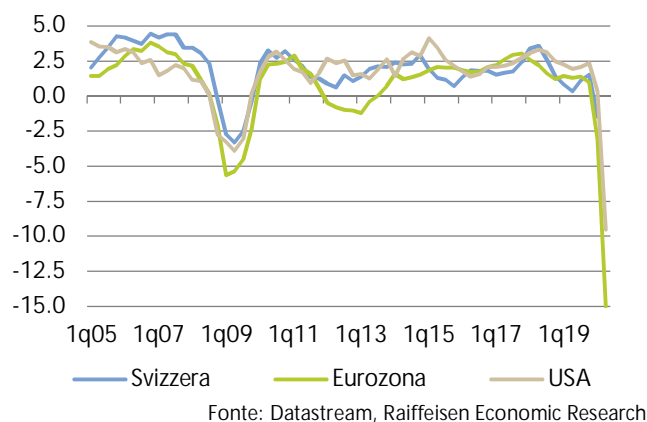


Fonte: Eurostat, UST, Raiffeisen Economic Research

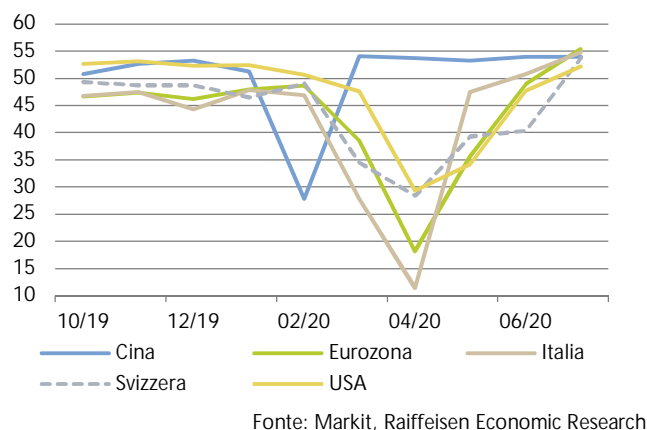
Dopo il «lockdown» le cifre d'affari del commercio al dettaglio si sono riprese a una velocità sorprendente. In Germania e in Svizzera, dove i negozi hanno riaperto i battenti prima di altri paesi, i livelli pre-Covid sono stati superati già in maggio. I dati di giugno indicano tuttavia un affievolirsi della propensione agli acquisti. Nel comparto non-food la domanda arretrata non basta a compensare le precedenti perdite di fatturato. Nelle vendite di automobili, la ripresa è ancora più esitante. Lo stesso vale per la spesa per servizi, che rappresenta la maggiore fetta dei consumi privati. Le restrizioni in vigore penalizzano in particolare il settore dell'intrattenimento. Anche la ristorazione lavora al di sotto delle sue capacità. Le prenotazioni nei ristoranti sono in aumento, ma solo perché i clienti tendono a prenotare per tempo a causa della minore disponibilità di posti. Nel secondo trimestre i consumi privati dovrebbero quindi segnare una forte caduta e rimanere depressi anche nel resto dell'anno.

Congiuntura

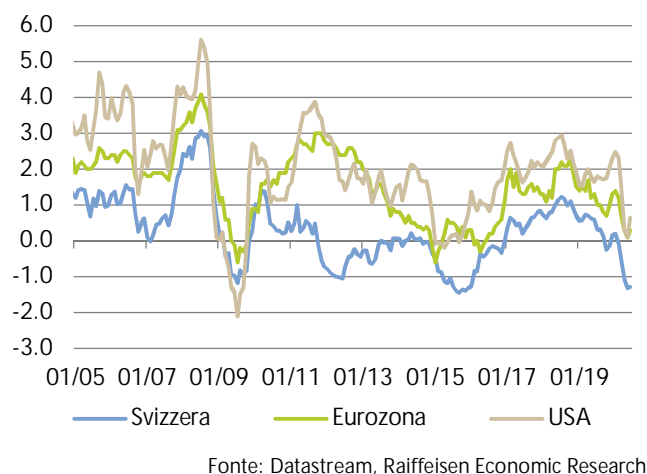
PIL, reale, in % vs anno prec.



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



Prezzi al consumo, in % vs anno prec.



Un trimestre da dimenticare

Le prime cifre relative all'impatto del «lockdown» sull'economia svizzera nel secondo trimestre saranno pubblicate solo a fine mese. Le stime dei paesi limitrofi tracciano però una chiara traiettoria: l'Eurozona ha accusato un tonfo del 12,1%, superando di gran lunga le già dolorose perdite del primo trimestre. Il tracollo è stato particolarmente drastico in Spagna con un -18,5%.

I dati mensili indicano tuttavia che il punto di svolta inferiore è stato toccato già in maggio e che da allora l'attività economica è in netta ripresa sia nell'Eurozona che in Svizzera. Ciò vale in particolare per il commercio al dettaglio che durante il «lockdown» ha visto sfumare buona parte – se non la totalità – del suo fatturato.

Ripresa stentata

Dopo un'iniziale fase di recupero, l'affluenza nei negozi sta già rallentando. Inoltre l'aumento dei contagi ha indotto la Svizzera e altri paesi – non da ultimo gli USA – a reintrodurre misure restrittive, che a breve termine possono avere ripercussioni a livello locale o settoriale. Per il momento non si intravedono segnali di un nuovo crollo economico generalizzato, ma si prevede una ripresa stentata, con perdite anche elevate in alcuni settori dei servizi.

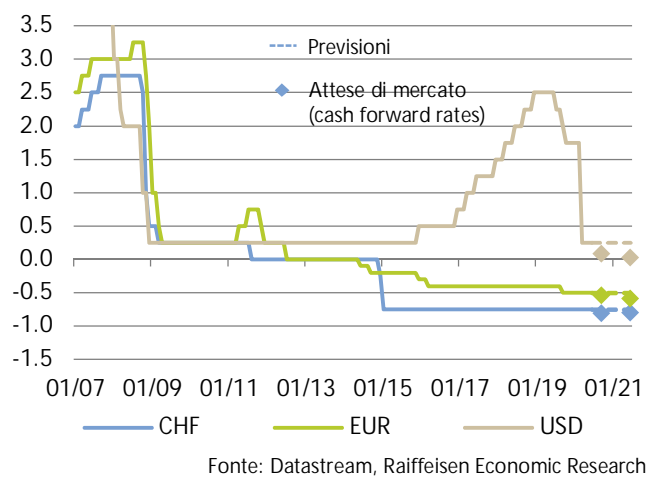
La fiducia delle imprese ha recuperato dai minimi storici quando l'economia ha ricominciato a salire la china. La ripresa a V emersa dai sondaggi non significa una ripresa a V della produzione. Le prospettive di esportazione e occupazione non sono più così negative come negli ultimi mesi, ma l'attività aziendale all'inizio del secondo semestre rimane decisamente inferiore ai livelli pre-Covid. Inoltre, di fronte a un ambiente così fragile, la maggior parte delle aziende intende ridurre la spesa di investimento.

L'inflazione rimane a terra

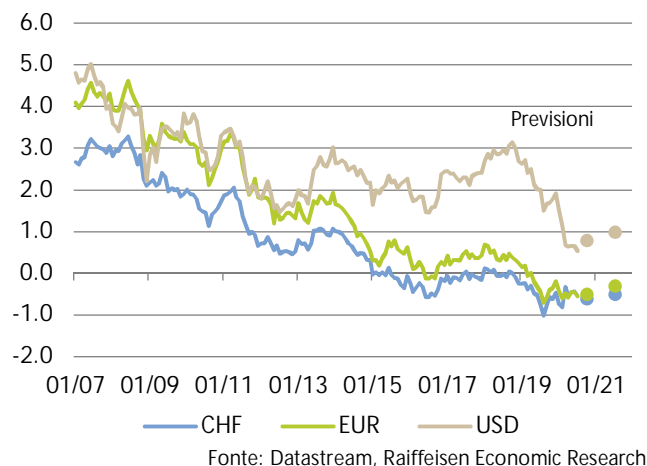
Sulla scia dell'emergenza coronavirus, i tassi di inflazione hanno segnato una forte flessione su scala mondiale sotto la spinta del crollo dei prezzi delle materie prime. Con il parziale recupero delle quotazioni petrolifere, l'inflazione ha ripreso leggermente quota verso metà anno. La pressione sui prezzi rimane però molto modesta a causa del basso sfruttamento delle capacità e della domanda depressa. In Svizzera il tasso annuo dovrebbe rimanere decisamente negativo fino alla fine dell'anno.

Tassi

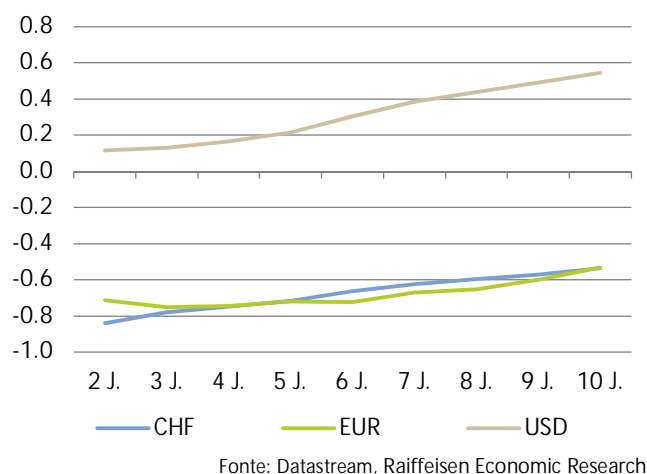
Tassi di riferimento, in %



Titoli di Stato decennali, in %



Curva dei tassi (stato: 06.08.20)



Le banche centrali sul «chi-va-là»

Le banche centrali sono passate da una «modalità di crisi» acuta a una «modalità di osservazione». I loro interventi massicci sono riusciti in gran parte a contrastare l'ampliamento dei premi al rischio, soprattutto per i titoli di buona solvibilità.

Grazie al migliore funzionamento dei mercati obbligazionari, sia la Fed sia la BCE hanno notevolmente ridotto i loro acquisti di titoli. Ciò non significa comunque una rapida fine dei loro programmi. Le banche centrali rimangono infatti pronte ad adeguare i volumi di acquisto se le condizioni di finanziamento dovessero di nuovo peggiorare. Per la presidente della BCE Christine Lagarde, l'attuale importo del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) di 1350 miliardi di EUR non è un tetto, bensì un obiettivo. Se la BCE continua a comprare meno obbligazioni sullo sfondo di mercati finanziari più tranquilli, il programma potrebbe durare anche oltre metà 2021, finché l'obiettivo non sarà raggiunto.

La prospettiva di una normalizzazione dei tassi si allontana sempre più. La possibilità di un aumento dei tassi non è presa in considerazione neppure dalla banca centrale americana. Di conseguenza le attese sui tassi rimangono piatte sul lungo periodo. Anche in caso di una rapida ripresa congiunturale, la Fed e la BCE non avranno nessuna fretta di tirare le redini monetarie. La banca centrale americana ritiene che sia necessaria una lunga fase di politica monetaria molto espansiva, per poter garantire il ritorno su un percorso di crescita davvero forte e sostenibile nell'arco dei prossimi anni.

La BNS ritocca i tassi del mercato monetario. Un nuovo taglio dei tassi è fuori questione per la BCE come per la BNS. Per stimolare la domanda di crediti la BCE punta su operazioni di rifinanziamento mirato per le banche, mentre la BNS mantiene invariata la sua politica valutaria focalizzata sugli interventi sui mercati delle divise.

Per il momento non c'è bisogno di tali manovre perché l'euro continua a riguadagnare terreno. Da metà maggio il cambio EUR/CHF oscilla al di sopra della soglia di 1.05. In compenso la BNS ha cercato, attraverso operazioni pronti contro termine con le banche, di avvicinare i tassi del mercato monetario a quello di riferimento. Il tasso sui crediti overnight garantiti SARON è così sceso da -0,66% a -0,70%.

Settori svizzeri – flash sul comparto farmaceutico

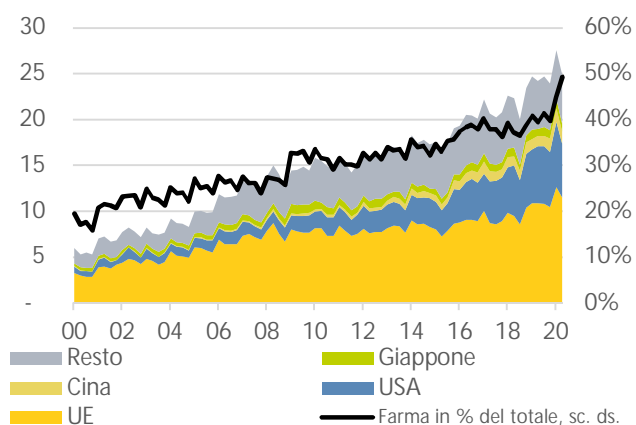
Come era prevedibile, il settore farmaceutico svizzero ha retto meglio di altri comparti alla crisi provocata dal coronavirus. È vero che durante il «lock-down» sono notevolmente diminuite le visite mediche e i trattamenti ospedalieri, ma in precedenza erano state acquistate grandi scorte di medicinali, cosicché il fatturato del primo semestre 2020 ha superato quello dello stesso periodo dell'anno precedente. In generale comunque, a preoccupare le case farmaceutiche svizzere non è tanto la crisi da Covid quanto il maggiore rischio per il settore, cioè la minaccia di una regolamentazione più rigida, tornata di recente sul tappeto della politica. I fari sono puntati soprattutto sul mercato statunitense, che è molto meno regolamentato rispetto ad altri paesi. Gli USA sono l'unica nazione industrializzata in cui le imprese farmaceutiche possono stabilire liberamente i loro prezzi di vendita, senza alcun controllo statale. Non a caso, i medicinali costano quasi quattro volte di più che in Europa. Per le industrie farmaceutiche a vocazione internazionale gli Stati Uniti sono quindi un mercato particolarmente lucrativo. A ciò si aggiunge la netta crescita degli ultimi anni, innescata dall'introduzione della «Obamacare» che per la prima volta ha permesso l'accesso all'assicurazione malattia a oltre 15 milioni di persone. Questi sviluppi sono andati anche a vantaggio delle case farmaceutiche svizzere. Dieci anni fa le loro esportazioni verso gli USA ammontavano a 8 mrd. CHF, l'anno scorso hanno raggiunto 24 mrd. Questa «success story» è ora in pericolo. Poiché il Congresso non è riuscito a trovare un accordo, il presidente Trump cerca di ottenere almeno un parziale calo dei prezzi per decreto. L'inten-

zione è, da un lato, di allentare il divieto di reimportazione o di importazioni parallele e, dall'altro, di agganciare all'inflazione i prezzi dei farmaci praticati nell'assicurazione malattia pubblica per persone anziane e invalide (Medicare). Questo provvedimento andrebbe però a vantaggio solo di circa il 15% della popolazione. Misure più drastiche sono rivendicate dai Democratici, che hanno attualmente buone chance di conquistare a novembre non solo la Casa Bianca ma anche le due Camere del Congresso. Secondo le loro proposte, Medicare – cioè lo Stato – dovrebbe negoziare i prezzi con l'industria farmaceutica. Si discute inoltre se frenare gli aumenti dei prezzi, agganciandoli all'inflazione generale.

È risaputo che senza il settore farmaceutico la bilancia commerciale svizzera sarebbe negativa. Ciò è dovuto principalmente all'interscambio di farmaci con gli USA, che nel 2019 ha generato un'eccedenza di oltre 20 mrd. CHF, una cifra corrispondente a più della metà dell'intero saldo della bilancia commerciale svizzera. Se gli USA dovessero decidere di tirare le briglie al settore, le conseguenze per la Svizzera non sarebbero tutte negative. Un minore avanzo degli scambi commerciali ridurrebbe le pressioni al rialzo del franco e andrebbe così a vantaggio di altre industrie esportatrici. Diminuirebbe anche il rischio di essere tacciati dagli USA come manipolatori valutari. Uno dei criteri utilizzati a questo scopo dagli USA è se il deficit bilaterale con la Svizzera supera 20 mrd. USD. Questa soglia è stata oltrepassata già nel 2017 – proprio a causa della forte crescita delle esportazioni svizzere di prodotti farmaceutici.

Mercato USA in forte crescita

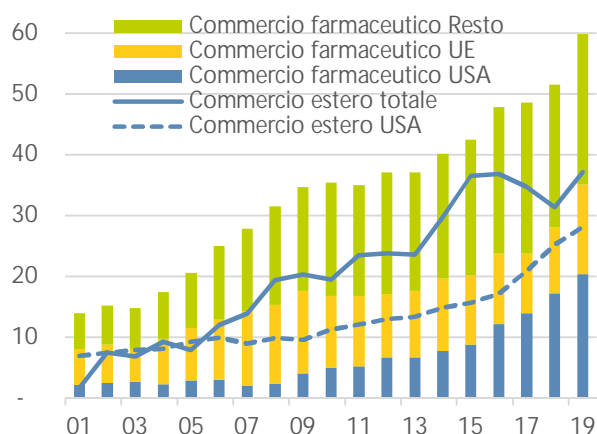
Export svizzero di prodotti farmaceutici in mrd. CHF



Fonte: AFD, Raiffeisen Economic Research

Il settore farma domina la bilancia commerciale

Saldo della bilancia commerc. svizzera in mrd. CHF

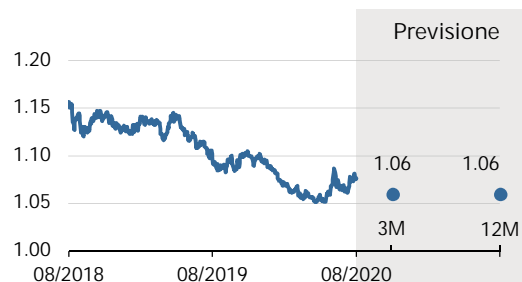


Fonte: AFD, Raiffeisen Economic Research

Valute

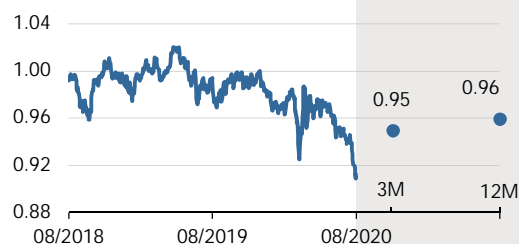
EUR/CHF

In molti paesi aumentano di nuovo i contagi da coronavirus e ritornano quindi anche le incertezze sulle borse. Dovrebbe pertanto intensificarsi nuovamente la pressione rialzista sul franco svizzero rispetto all'euro. Malgrado la Banca nazionale svizzera (BNS) non utilizzi i propri interventi valutari come arma politico-commerciale, la Svizzera rischia una volta ancora di essere dichiarata manipolatrice di valute dagli USA. La BNS dovrebbe tuttavia continuare a fare il possibile per evitare che l'euro scenda sotto la soglia di CHF 1.05. Per il corso EUR/CHF si resta quindi a una previsione laterale.



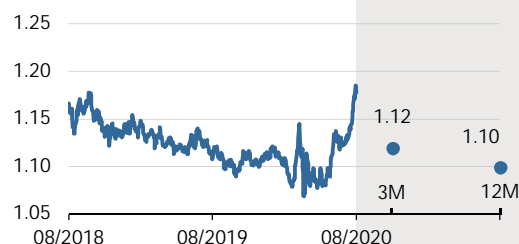
USD/CHF

Negli USA la situazione del coronavirus sfugge sempre più al controllo: ogni giorno i casi di contagio segnano nuovi record e i posti liberi in terapia intensiva diminuiscono in modo preoccupante. Persino il Presidente Donald Trump ha perso il suo ottimismo mediatico. Oltre ai dati fondamentali negativi e all'elevato deficit di bilancio, l'USD è penalizzato innanzitutto dal forte calo del supplemento d'interesse. L'aumento dei prezzi delle materie prime indica inoltre tendenzialmente una valuta USA un po' più debole. Abbiamo quindi rivisto leggermente al ribasso, a 0.95, la previsione a 3 mesi per USD/CHF.



EUR/USD

Attualmente, rispetto agli USA, l'Europa ha tutti gli assi nella manica: la pandemia sembra meglio controllata, la Banca centrale europea (BCE) supporta l'economia quanto possibile e anche il vantaggio d'interesse USA è nettamente diminuito. Abbiamo quindi leggermente aumentato il nostro corso target a tre mesi da USD 1.09 a 1.12. Sui dodici mesi la coppia di valute dovrebbe però muoversi lateralmente in una fascia di negoziazione relativamente stretta. Su entrambe le sponde dell'Atlantico i danni economici sono simili. Altro vento contrario per l'euro è la problematica del debito pubblico.



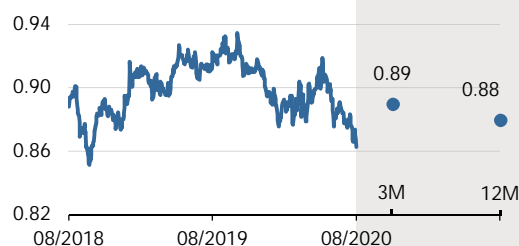
GBP/CHF

Il Primo ministro Boris Johnson vuole ridare slancio all'economia del suo paese colpita dalla pandemia con un'imponente pacchetto congiunturale. Nel solo potenziamento delle infrastrutture pubbliche dovrebbero a breve confluire circa 5 miliardi di sterline. Con la contemporanea riduzione delle entrate fiscali, tuttavia, tali spese pubbliche dovrebbero quasi certamente causare un'esplosione dell'indebitamento. Questo e il rischio di una «No-FTA-Brexit» (uscita dall'UE senza accordo di libero scambio) penalizzano la sterlina, che in base alla parità del potere d'acquisto ha tuttavia una valutazione troppo favorevole sul lungo periodo.



JPY/CHF*

Con il normalizzarsi dei mercati finanziari, è un po' diminuita anche la domanda di yen giapponese degli investitori. Esso manterrà tuttavia il suo ruolo di porto valutario sicuro e di affidabile diversificatore di portafoglio in situazioni di stress. La forte sottovalutazione e la positiva differenza d'interesse rispetto al franco svizzero sono inoltre argomenti a favore dello yen. Dato però che anche il franco svizzero è una valuta difensiva, il corso JPY/CHF non dovrebbe subire forti oscillazioni. Su base annua riteniamo quindi ancora realistico il livello di 0.88.



* moltiplicato per 100

Fonti: Datastream, Raiffeisen Svizzera CIO Office e Economic Research

Previsione Raiffeisen (I)

Congiuntura

	2017	2018	2019	Previsione 2020	Previsione 2021
PIL					
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

Inflazione					
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
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	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25
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	-0.53	-0.60	-0.50
EUR (Germania)	0.56	0.66	-0.54	-0.50	-0.30
USD	2.18	2.30	0.53	0.80	1.00
JPY	0.32	0.26	0.01	0.00	0.10

Tassi di cambio					
Fine anno					
EUR/CHF	1.20	1.09	1.08	1.06	1.06
USD/CHF	0.99	1.00	0.91	0.95	0.96
JPY/CHF**	0.83	0.83	0.86	0.89	0.88
EUR/USD	1.21	1.09	1.18	1.12	1.10
GBP/CHF	1.32	1.25	1.20	1.20	1.25

Materie prime					
Fine anno					
Greggio (Brent, USD/barile)	67	52	45	40	50
Oro (USD/oncia)	1303	1281	2061	1850	1950

*07.08.2020

** moltiplicato per 100

Previsione Raiffeisen (II)

Previsioni dettagliate sulle 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

Autori
Domagoj Arapovic, CFA
domagoj.arapovic@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.