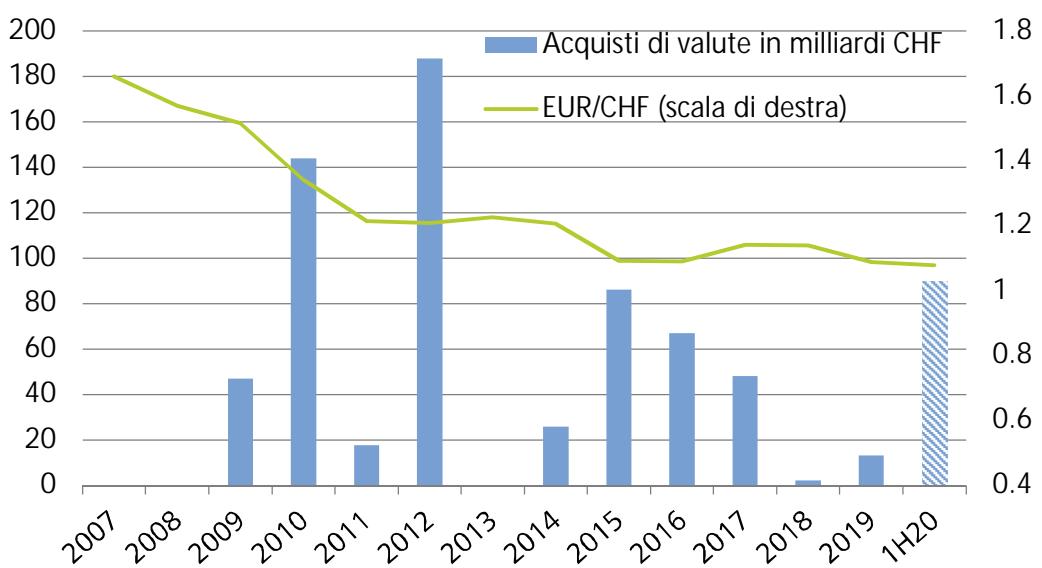


## La BNS ha colpito ancora duramente

Nelle sue nuove previsioni, la SECO ha corretto il crollo storico del PIL svizzero nel secondo trimestre dal -8,2% al -7,3%. Il danno collaterale provocato dalla sospensione delle attività ordinata dallo Stato è risultato così meno drastico del previsto. D'altro canto, l'energico rimbalzo osservato subito dopo la fine del lockdown sta già perdendo di dinamismo. A ciò si aggiunge la recrudescenza dei contagi che fa temere ulteriori restrizioni, con conseguenti ricadute negative verso la fine dell'anno. Alla luce di questa ripresa frammentaria, incerta e disomogenea, la BNS si dice disposta a procedere a «interventi più massicci» sul mercato delle divise.

Alle pagine seguenti trovate una valutazione dettagliata del previsto andamento della congiuntura e dei tassi di interesse, un flash settoriale nonché le nostre previsioni.

Grafico del mese: acquisti massici di valute della BNS



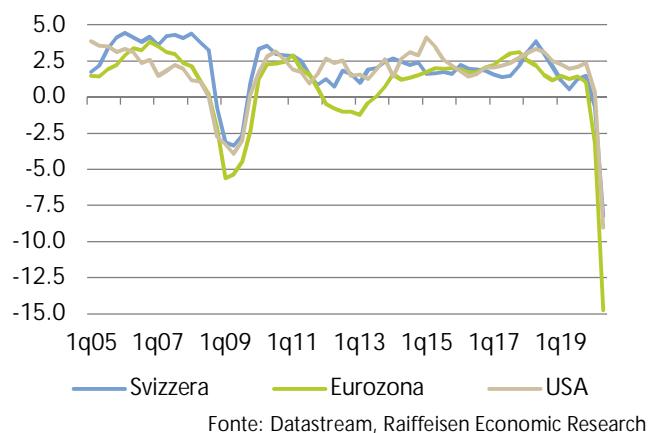
Fonte: BNS, Datastream, Raiffeisen Economic Research

La BNS continua ad affidarsi agli interventi sui mercati valutari – uno strumento di cui si è servita già abbondantemente nel corso di quest'anno. Finora la Banca nazionale pubblicava il volume degli interventi solo una volta all'anno nel suo rapporto di attività e quindi con ampio ritardo. In passato la mancanza di trasparenza è stata criticata a più riprese, non da ultimo dal Dipartimento del tesoro americano. Questo è uno dei motivi per cui la Svizzera rischia prossimamente di essere tacciata dagli USA come manipolatrice di valute.

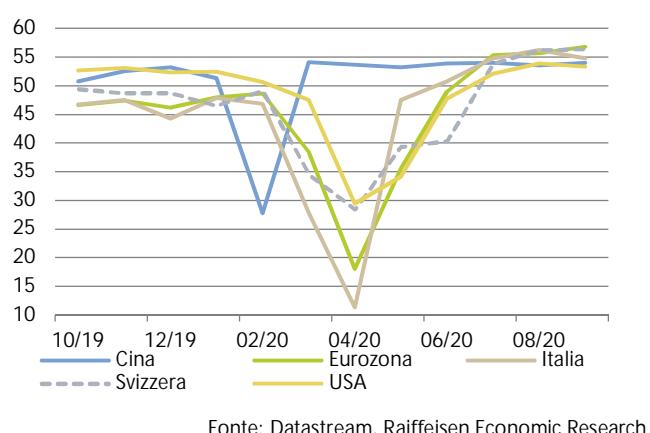
Ora la BNS pubblica i suoi interventi almeno alla fine di ogni trimestre. Secondo gli ultimi dati, nel primo semestre 2020 sono state acquistate divise per un totale di 90 miliardi in franchi svizzeri. Il volume degli interventi ha così toccato un nuovo massimo storico dal 2012. Gli investimenti in valuta estera della BNS sono lievitati al corrispondente di 860 miliardi in franchi svizzeri, ovvero al 130% del PIL svizzero. Da metà luglio il cambio EUR/CHF è tuttavia salito e si è stabilizzato a quota 1,08, il che rende superflui ulteriori interventi della Banca nazionale, almeno fino alle prossime turbolenze.

# Congiuntura

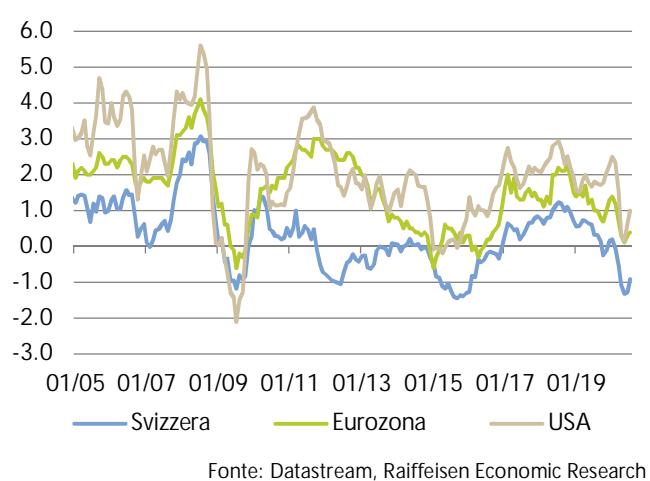
PIL, reale, in % vs anno prec.



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



Prezzi al consumo, in % vs anno prec.



## Caduta del PIL meno drastica del temuto

Nel secondo trimestre il PIL svizzero ha lasciato sul campo il 7,3%. Dopo il già forte calo del primo trimestre, ne risulta una regressione dell'8,2% rispetto all'anno precedente. Ad eccezione dell'amministrazione statale e delle assicurazioni, tutti i settori hanno accusato ingenti perdite, in primis le attività di ristorazione e alloggio con un meno di quasi il 60% nel primo semestre.

Il crollo della domanda mondiale ha travolto anche l'industria manifatturiera svizzera. Il ramo farmaceutico, che è riuscito a tener testa alla crisi, ha consentito tuttavia di dimezzare il calo di valore aggiunto nel settore industriale. È grazie a questo dato che l'economia svizzera se l'è cavata meglio di altre nazioni industrializzate.

L'effetto della domanda arretrata si affievolisce. Il commercio al dettaglio ha recuperato con straordinaria rapidità le perdite subite durante il lockdown. Il potere di acquisto dei privati è rimasto stabile grazie alle indennità di lavoro ridotto. A fronte del netto calo degli introiti diretti da salario, il reddito disponibile è diminuito solo in lieve misura.

Grazie al vigoroso effetto della domanda arretrata dopo la fine del lockdown, nel terzo trimestre si attende un sensibile rialzo del PIL. Questo dinamismo si sta però rapidamente affievolendo. Le restrizioni tuttora in vigore e le limitazioni autoimposte continuano a provocare perdite anche drammatiche soprattutto nei servizi alle persone. Sulla scia del peggioramento della crisi sanitaria, alcuni settori lamentano già un incremento delle perdite.

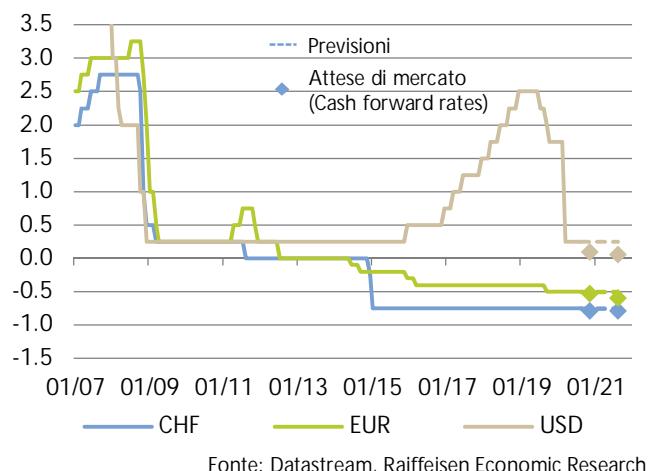
Le cifre d'affari dell'industria mantengono un trend positivo. Le capacità rimangono invece sotto-sfruttate. Soprattutto nel manifatturiero, molte aziende intendono ridimensionare i loro investimenti e ridurre l'organico.

## Una deflazione ancora moderata

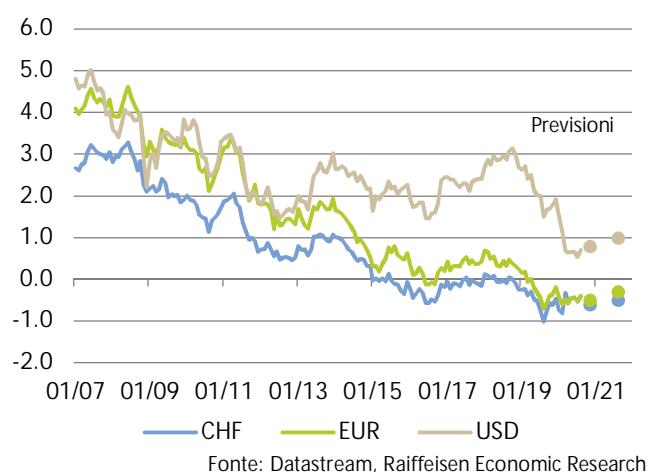
Dopo i ribassi osservati durante il lockdown, molti prezzi sono ritornati ai livelli originari. I tassi di inflazione rimangono tuttavia decisamente sotto ai livelli pre-crisi. La debolezza della domanda non fa presagire una controtendenza. A ciò si aggiunge, in Svizzera, l'impatto del precedente apprezzamento del franco che preme con effetto ritardato sul tasso annuale.

# Tassi

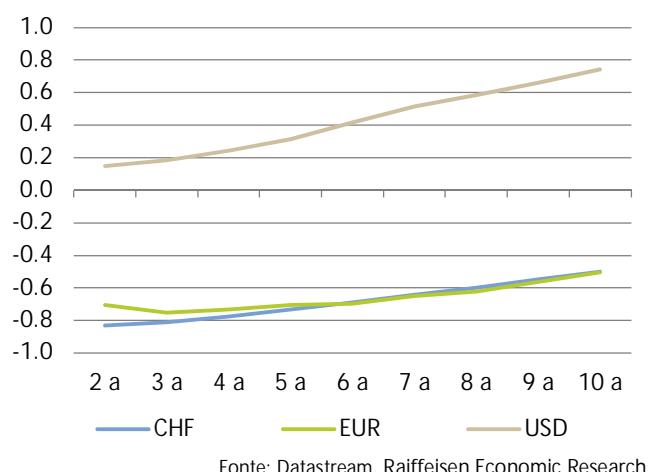
Tassi di riferimento, in %



Titoli di Stato decennali, in %



Curva dei tassi (stato: 06.10.20)



## Niente rialzo all'orizzonte

La banca centrale americana ha portato a termine la sua inversione di rotta nella gestione dell'inflazione media. I tassi dovranno restare immutati finché sarà raggiunta l'occupazione massima e l'inflazione si attesterà per un certo tempo sopra alla soglia del 2%.

Con un linguaggio assai vago, la Fed intende procedere con flessibilità nella futura normalizzazione dei tassi. L'allentamento delle redini o il mantenimento dell'attuale politica vengono condizionati alla concomitanza di due fattori: le condizioni del mercato del lavoro e la dinamica dell'inflazione.

La Fed si lascerà più tempo rispetto ai precedenti cicli. La stragrande maggioranza dei membri della banca centrale USA prevede che i tassi rimangano invariati almeno fino a fine 2023.

Intanto la Fed continua ad acquistare titoli di Stato USA per mantenere condizioni di finanziamento a lungo termine molto vantaggiose. Lo stesso vale anche per la BCE. Gli spread delle obbligazioni degli Stati membri altamente indebitati, come l'Italia, sono scesi sotto ai livelli pre-Covid, ma la congiuntura stenta a riprendersi a causa del nuovo incremento dei contagi e dell'apprezzamento dell'euro contro l'USD – due fattori che rendono probabile un nuovo aumento degli acquisti obbligazionari.

## La BNS centra il target

Un ulteriore taglio dei tassi rimane fuori questione sia per la BCE che per la BNS. In caso di bisogno, la Banca nazionale svizzera intende comunque intensificare i suoi interventi sui mercati delle valute. L'acquisto di valuta estera rimane dunque lo strumento privilegiato. Grazie a un cambio EUR/CHF relativamente stabile a quota 1.08 da metà luglio, la BNS non vede per il momento un'urgente necessità di intervenire.

A differenza della Fed e della BCE, la BNS non sottopone a regolare verifica la sua politica monetaria. La strategia è rimasta invariata dal 2000 e definisce come obiettivo per la stabilità dei prezzi un tasso annuo dei prezzi al consumo tra 0% e 2%. La Direzione generale della BNS non vede alcun motivo per cambiare approccio e considera che la sua definizione di stabilità dei prezzi sia tuttora quella «giusta». Poiché la BNS prevede a medio termine un ritorno del saggio d'inflazione in territorio leggermente positivo, non ritiene necessari ambiziosi sforzi per rispettare il target range.

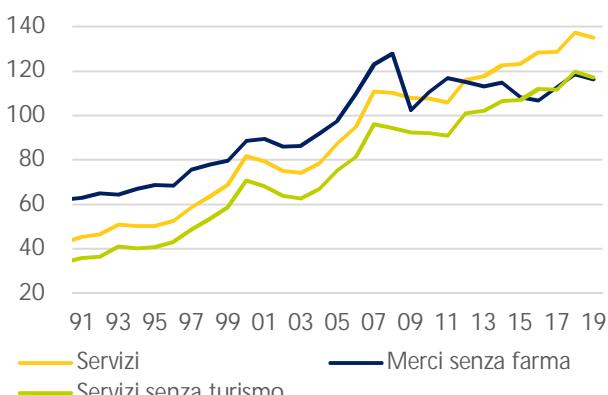
# Settori svizzeri – flash sulle esportazioni di servizi

Già da tempo la globalizzazione è associata soprattutto a immagini di grandi navi portacontainer e immensi porti di trasbordo. Quando si parla di commercio mondiale si pensa innanzitutto allo scambio di merci e spesso si dimentica che anche i servizi sono un'importante componente del commercio estero. In termini di valore, l'export di servizi è circa tre volte inferiore a quello dello scambio internazionale di merci, ma la sua crescita nell'ultimo decennio è stata di due volte maggiore e il suo peso aumenta con l'avanzare del progresso tecnologico. La digitalizzazione migliora la negoziabilità di un crescente numero di servizi e ne rende possibile l'esportazione. Escludendo il comparto farmaceutico, le cui esportazioni svettano su tutte le altre, la Svizzera esporta dal 2012 più servizi che merci (vedi grafico). Un settimo delle esportazioni di servizi è riconducibile alla spesa di turisti stranieri in Svizzera. Gli altri servizi sono forniti a livello transfrontaliero o tramite succursali all'estero.

La parte del leone, con quasi un quarto dell'export, è rappresentata dai proventi di licenze e brevetti, a riprova dell'elevata importanza internazionale della Svizzera come piazza di ricerca. Al secondo posto vengono i servizi finanziari, in particolare le operazioni da commissione. Questo è l'unico settore in cui i ricavi da esportazione sono oggi più bassi del 2006. Un'altra categoria di rilievo sono i servizi di trasporto (p. es. le attività di spedizione), i servizi per le aziende (come le attività di consulenza) e i servizi informatici e di comunicazione.

## Crescente importanza dell'export di servizi

Volume delle esportazioni svizzere in miliardi CHF



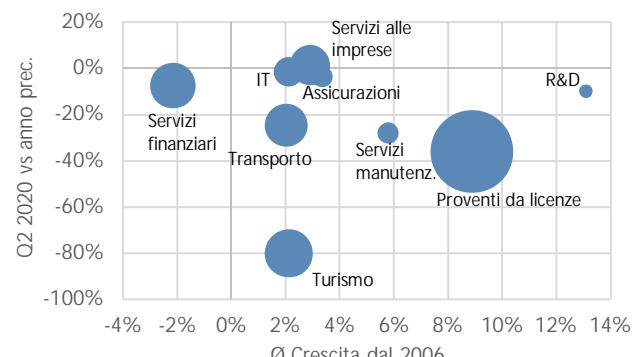
Fonte: SECO, Raiffeisen Economic Research

La crisi indotta dal coronavirus non solo ha paralizzato il turismo, ma ha inflitto anche un grave colpo alle esportazioni degli altri servizi. Gli introiti da licenze, per esempio, sono crollati perché alcuni dei più grandi organizzatori di eventi sportivi al mondo sono domiciliati in Svizzera e quest'anno non hanno potuto realizzare le loro manifestazioni. Vi sono però anche settori che hanno dimostrato una discreta resilienza. Le esportazioni del ramo informatico e dei servizi assicurativi hanno segnato solo una leggera flessione nel secondo trimestre (vedi grafico). I servizi per le imprese hanno chiuso addirittura in territorio lievemente positivo perché sono rimasti operativi anche durante il lockdown grazie al ricorso ai canali digitali.

Per quanto riguarda le ripercussioni a lungo termine della crisi da Covid, si teme un andamento simile a quello post-crisi finanziaria, ossia un rallentamento dei flussi mondiali di merci. Nel commercio dei servizi il potenziale di crescita rimane tuttavia elevato, soprattutto per i servizi ad alta intensità di know-how. Finora i costi di transazione erano più elevati nel commercio di servizi rispetto a quello di merci, ma la situazione sta cambiando rapidamente sotto l'effetto della digitalizzazione. A differenza dei mercati delle merci, quelli dei servizi erano finora in gran parte chiusi agli scambi internazionali. Anche qui si nota tuttavia un graduale cambiamento. Sono sempre più numerosi gli accordi commerciali che disciplinano esplicitamente l'apertura dei mercati dei servizi. Il previsto accordo di libero scambio della Svizzera con gli Stati MERCOSUR favorisce per esempio l'accesso agevolato al mercato anche ai prestatori svizzeri di servizi.

## Struttura e crescita delle esportazioni

Dimensione delle bolle in funzione del volume delle esportazioni svizzere 2019



Fonte: BNS, Raiffeisen Economic Research

# Valute

## EUR/CHF

Sia l'euro sia il franco svizzero risentono del nuovo aumento dei casi di coronavirus nel «Vecchio Continente» e dei timori di nuovi lockdown. Di conseguenza, nelle ultime settimane la moneta unica europea ha oscillato all'interno di uno stretto corridoio di prezzo tra CHF 1.07 e 1.08. Sebbene attualmente l'importante soglia psicologica di CHF 1.05 appaia un po' più lontana, la pressione rialistica sul franco dovrebbe persistere ancora a lungo. La Banca nazionale svizzera (BNS) ha pertanto, nell'ambito della sua valutazione della situazione trimestrale, riconfermato la politica monetaria adottata

## USD/CHF

Di recente la pressione ribassista sul dollaro USA si è leggermente attenuata. Dal punto di vista dell'analisi tecnica l'USD ha addirittura superato il limite superiore del canale ribassista mantenuto dall'inizio dell'estate. Un'inversione di tendenza nel medio termine appare comunque improbabile. Sulla valuta USA continuano a pesare il livello estremamente basso dei tassi e il rapido aumento del debito pubblico. L'approssimarsi delle elezioni presidenziali rappresenta un ulteriore ostacolo. Manteniamo perciò la nostra previsione per USD/CHF a CHF 0.92 su 3 mesi e a CHF 0.93 su base annua.

## EUR/USD

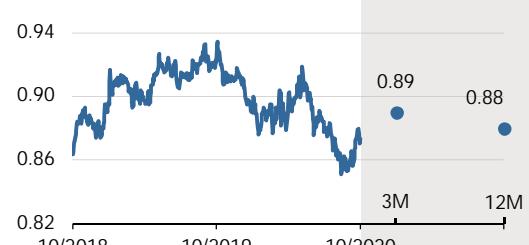
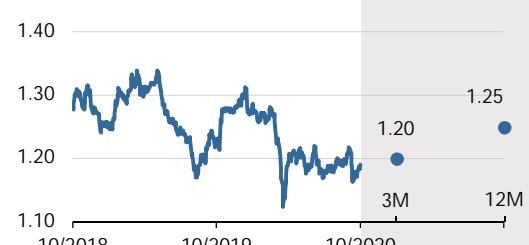
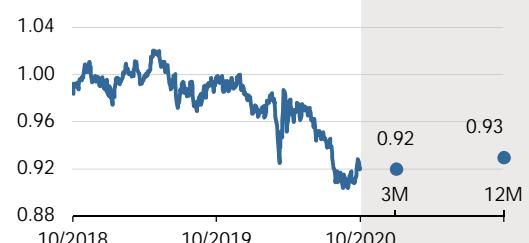
Il tentativo del corso EUR/USD di superare la soglia di USD 1.19 è fallito. Anche la linea di supporto a 50 giorni, importante nell'analisi tecnica, non ha retto alla conseguente pressione di vendita: la pandemia da coronavirus grava troppo pesantemente sull'Eurozona. La diminuzione del vantaggio d'interesse USA continua ad essere positiva per l'euro. Proprio di recente la Fed ha annunciato che manterrà l'attuale politica dei tassi fino al raggiungimento della piena occupazione sul mercato del lavoro e dell'obiettivo d'inflazione del 2%. Nei prossimi mesi non ci aspettiamo quindi movimenti significativi per la coppia EUR/USD..

## GBP/CHF

Le possibilità di un accordo di libero scambio tra Gran Bretagna e UE stanno diminuendo e l'ultimatum fissato dal primo ministro Boris Johnson per metà ottobre non cambierà certo le cose. Tuttavia, le conseguenze economiche di una No-FTA Brexit sarebbero enormi. Nello stesso tempo, il numero dei contagi nel Regno Unito rischia di sfuggire di mano e i timori di un nuovo lockdown crescono. Ciò rappresenta un notevole ostacolo per il corso GBP/CHF. In termini di parità del potere d'acquisto, la sterlina britannica mantiene comunque una valutazione troppo favorevole sul lungo periodo e gran parte dei fattori negativi sono già scontati.

## JPY/CHF\*

Dal 16 settembre il Giappone ha un nuovo primo ministro, Yoshihide Suga, ma la politica economica del paese rimarrà pressoché invariata: Suga è considerato un fautore della linea del suo predecessore Shinzo Abe, la cosiddetta «Abenomics». Ciononostante, il JPY dovrebbe continuare a essere richiesto quale diversificatore di portafoglio, sostenuto dalla positiva differenza d'interesse e dalla sua sottovalutazione rispetto al CHF. Dato il carattere altrettanto difensivo del franco, non si prevedono grandi oscillazioni per il corso JPY/CHF. Manteniamo invariato il nostro corso target di CHF 0.88 a 12 mesi



\* moltiplicato per 100

Fonti: Datastream, 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	1.7	3.0	1.1	-5.0	4.3
Eurozona	2.5	1.9	1.1	-8.0	4.8
USA	2.4	2.9	2.3	-5.0	4.0
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	-4.0	3.8

<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	-0.50	-0.60	-0.50
EUR (Germania)	0.56	0.66	-0.51	-0.50	-0.30
USD	2.18	2.30	0.77	0.80	1.00
JPY	0.32	0.26	0.04	0.00	0.10

<b>Tassi di cambio</b>					
Fine anno					
EUR/CHF	1.20	1.09	1.08	1.07	1.06
USD/CHF	0.99	1.00	0.92	0.92	0.93
JPY/CHF**	0.83	0.83	0.87	0.89	0.88
EUR/USD	1.21	1.09	1.18	1.16	1.14
GBP/CHF	1.25	1.28	1.18	1.20	1.25

<b>Materie prime</b>					
Fine anno					
Greggio (Brent, USD/barile)	54	66	42	40	50
Oro (USD/oncia)	1282	1517	1890	2000	2000

\*07.10.2020  
\*\* moltiplicato per 100

## Previsione Raiffeisen (II)

### Previsioni dettagliate sulla Svizzera

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Previsione
PIL, reale, variazione in %	1.6	2.0	1.7	3.0	1.1	-5.0	4.3	
Consumo privato	2.5	1.6	1.2	0.8	1.4	-5.9	3.9	
Consumo pubblico	0.6	0.4	0.6	0.9	0.9	2.0	2.0	
Inv. per impianti e attrezzature	2.4	4.8	4.9	1.2	2.2	-8.2	3.8	
Investimenti edilizi	1.5	-0.1	1.4	0.2	-0.5	-1.9	1.8	
Esportazioni	4.2	6.8	3.7	5.0	2.2	-5.9	3.2	
Importazioni	3.1	4.0	3.8	3.2	2.5	-7.8	1.2	
Tasso di disoccupazione in %	3.2	3.3	3.1	2.6	2.3	3.2	3.6	
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.