

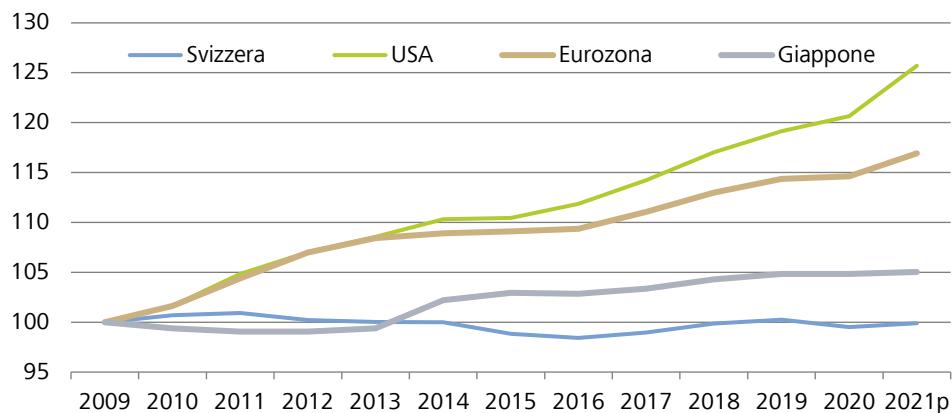
Rassegna congiunturale

Il rinvio di ulteriori allentamenti delle restrizioni legate al Covid e il protrarsi delle strozzature nelle catene di approvvigionamento mondiali frenano la ripresa economica. La scarsità di alcuni beni, durata più a lungo del previsto, ha inoltre provocato un'impennata di molti prezzi. A fronte di un forte rialzo dell'inflazione, la banca centrale americana si avvicina rapidamente ai suoi obiettivi di inflazione media e intende pertanto cominciare già quest'anno la normalizzazione della politica monetaria. La BCE ritiene, invece, di essere ancora lontana dalla metà. Non si preannuncia di conseguenza una svolta nella politica dei tassi negativi della BNS, che continua ad acquistare valuta nel tentativo di contrastare l'apprezzamento del franco nei confronti dell'euro.



GRAFICO DEL MESE: LA FORBICE DEI PREZZI RAFFORZA IL FRANCO

Indice dei prezzi al consumo (2009=100)



Fonte: Eurostat, UST, Raiffeisen Economic Research

Nella sua riunione trimestrale di settembre, la BNS ha confermato la necessità di mantenere invariata la sua politica monetaria espansiva. Se necessario, continuerà a intervenire sul mercato dei cambi per contrastare la spinta al rialzo della moneta elvetica, considerata tutt'ora sopravvalutata.

Nel corso del 2021 ha dovuto apparentemente intervenire più volte sul mercato valutario, sia all'inizio dell'anno che in agosto, quando il corso di cambio EUR/CHF è scivolato sotto 1.08. Sorprendentemente, secondo le sue stesse informazioni, la BNS ha effettuato acquisti di valuta estera per 5.4 miliardi di franchi anche nel secondo trimestre, sebbene la coppia di valute EUR/CHF sia rimasta per la maggior parte del tempo sopra il limite di 1.09. I custodi della moneta svizzera non sono quindi ancora disposti ad abbassare la loro soglia d'intervento, in vigore ormai da qualche tempo.

Eppure, sarebbe ormai il momento di cambiare tattica, visto che l'economia svizzera è in buona salute e l'incremento dei

prezzi è meno sostenuto rispetto ad altre aree monetarie. In queste condizioni, il franco diventa sempre meno sopravvalutato, a condizione che lo sia ancora. La crescita dei prezzi più contenuta in Svizzera giustifica, infatti, un apprezzamento nominale del franco che garantirebbe nel tempo una giusta relazione fra i prezzi, la cosiddetta parità di potere di acquisto.

Il nuovo forte rialzo dei prezzi registrato anche quest'anno nell'Eurozona ha allargato la forbice fra gli indici dei prezzi al consumo a oltre il 17% dal 2009 a oggi. Se si includono anche i prezzi alla produzione, che contengono meno servizi interni «immobili» e che sono più rilevanti per la competitività internazionale dei prezzi, il divario arriva addirittura a superare il 25%. In questo contesto, una soglia d'intervento «fissa» diventa sempre meno appropriata.

Congiuntura



INDICE DELL'ATTIVITÀ ECONOMICA SECO

Attività economica in % rispetto al livello 4Q19



Fonte: SECO, Raiffeisen Economic Research

La risalita diventa più ardua

L'economia mondiale continua a riprendersi dalla crisi, ma la pandemia non è del tutto scomparsa. La maggior parte dei paesi non è ancora in grado di ritirare completamente le restrizioni, il che ritarda la normalizzazione nei comparti dei servizi più colpiti. A ciò si aggiunge la perdita di vigore del rimbalzo registrato dopo i precedenti lockdown.

La congiuntura ha così innestato una marcia più bassa, anche in Svizzera, dove gli allentamenti sono stati introdotti prima di altri paesi. Mentre in Francia il commercio al dettaglio si è ripreso ulteriormente nel terzo trimestre, quello svizzero ha subito una forte flessione. La domanda nel comparto industriale rimane certo vivace, ma il nutrito carnet d'ordini rimane in parte inevaso a causa del pieno sfruttamento delle capacità o delle persistenti strozzature nelle forniture. I conseguenti adeguamenti e tagli di produzione frenano l'espansione. Oltre due terzi degli interlocutori commerciali della BNS lamentano, per il terzo trimestre, criticità nell'approvvigionamento di materiali. Le aziende intendono però ampliare l'organico, soprattutto nel settore sanitario e alberghiero.

Mentre nel secondo trimestre il PIL era riuscito a raggiungere i livelli precrisi grazie a un incremento di ben l'1.8%, nel terzo trimestre l'economia svizzera non ha potuto confermare la precedente dinamica, anzi, secondo l'indice dell'attività economica settimanale della SECO ha accusato una vera e propria frenata.

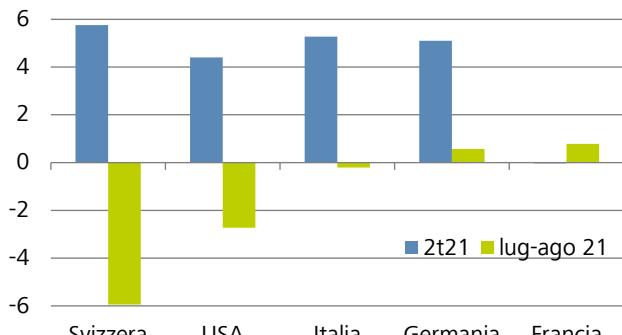
Strozzature senza fine

Per il momento non si registrano allentamenti nelle strozzature delle catene di approvvigionamento mondiali. Il surriscaldamento dei prezzi rimane elevato e le aziende intendono ribaltare sempre più l'aumento dei costi sui consumatori finali. I forti rialzi dei prezzi per alcuni beni di consumo dovranno però riassorbirsi non appena si assistrà a un riequilibrio fra domanda e offerta. Più durature però saranno le strozzature, più categorie di prodotti ne saranno impattate e più aumenterà la probabilità di effetti «second round», fra cui le rivendicazioni di aumenti salariali. Soprattutto negli USA, l'atteso ridimensionamento dei forti tassi di inflazione potrebbe intervenire più tardi del previsto. Ancora una volta, la pressione sui prezzi in Svizzera è relativamente bassa, grazie anche alla forza della sua moneta.



COMMERCIO AL DETTAGLIO

Cifre d'affari del retail, reali, in % vs trimestre precedente



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



PREZZI AL CONSUMO

In % rispetto anno precedente

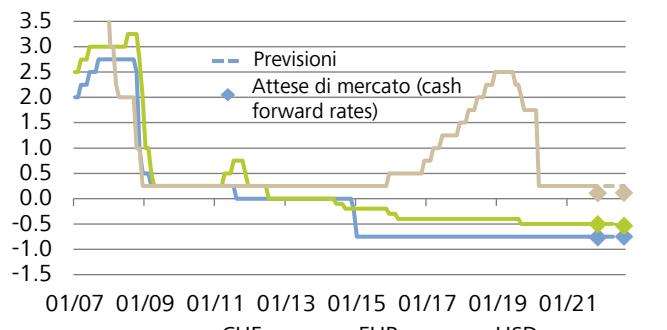


Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Tassi



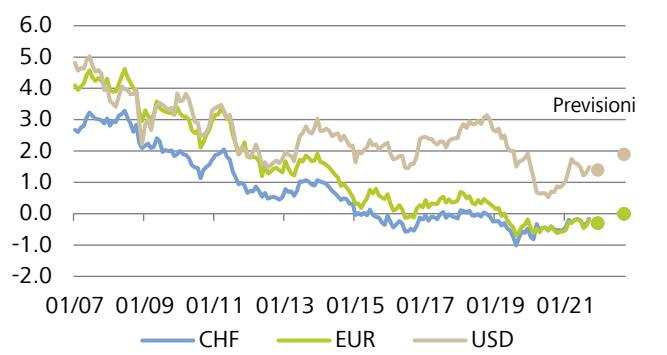
TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



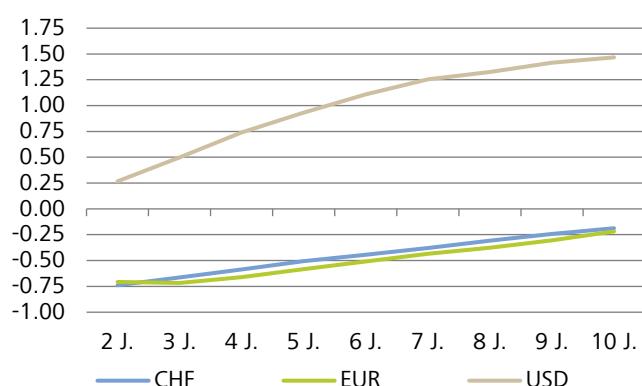
TITOLI DI STATO DECENNIALI, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



CURVA DEI TASSI (STATO: 01.10.21), IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La Fed è pronta ad avviare la normalizzazione

Grazie alle persistenti spinte sui prezzi, la banca centrale americana si sta avvicinando rapidamente al suo obiettivo di inflazione. Il presidente della Fed ha ventilato la possibilità che già alla prossima seduta di novembre si decida di ridimensionare gli acquisti di titoli. A quanto pare regna già anche un ampio consenso sul ritmo del «tapering»: la Fed intende terminare gli acquisti netti entro la metà dell'anno prossimo. Inoltre, i membri del Federal Open Market Committee (FOMC) si aspettano una normalizzazione dei tassi nettamente anticipata rispetto a quanto prospettato mezz'anno fa. La metà dei banchieri centrali prevede ora una prima manovra rialzista già entro la fine dell'anno prossimo. Le attese sui tassi variano però notevolmente, a conferma della grande incertezza sulla futura evoluzione dei prezzi. La Fed continua a considerare il balzo dell'inflazione come un fenomeno prevalentemente passeggero. Se l'ascesa dei prezzi dovesse rallentare, non si esclude che l'anno prossimo l'atteso rialzo dei tassi venga di nuovo rimandato. Per il momento, tuttavia, i rischi d'inflazione sono in forte rialzo, tanto da sollevare, almeno leggermente, i tassi a lungo termine dai loro livelli «depressi».

La BCE ricalibra il suo programma di acquisti

In settembre la BCE ha deciso di ridimensionare lievemente i suoi acquisti di obbligazioni che aveva fortemente rafforzato nel mese di marzo. Non è stata invece ancora annunciata la fine del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Gli acquisti netti di titoli proseguiranno comunque indipendentemente dal PETT e termineranno solo poco prima dell'inizio della normalizzazione dei tassi. Per questo motivo, la presidente della BCE ha tenuto a precisare che la modifica del ritmo degli acquisti non deve essere considerata un «tapering» come nel caso della Fed, bensì una «ricalibratura» degli acquisti flessibili. Con un'inflazione prevista a medio termine sul 1.5%, e quindi decisamente inferiore al valore target, Lagarde vede la BCE ancora ben lungi dalla normalizzazione.

La BNS mantiene invariato il tasso negativo

Di conseguenza anche la Direzione generale della BNS non vede alcuna possibilità di porre fine alla politica dei tassi negativi. La Banca nazionale vuole mantenere invariato il differenziale dei tassi rispetto all'Eurozona. Il tasso di riferimento dello -0.75% non si tocca. Per contrastare i crescenti squilibri sul mercato degli immobili residenziali, la BNS non intende ricorrere a un aumento dei tassi, ma sta considerando di riattivare il cuscinetto anticiclico di capitale per le banche, soppresso temporaneamente durante la pandemia. Questa misura, finalizzata a rafforzare la resilienza delle banche, non dovrebbe però avere alcun impatto sulla domanda tuttora molto elevata di immobili.

Settori svizzeri – costi energetici

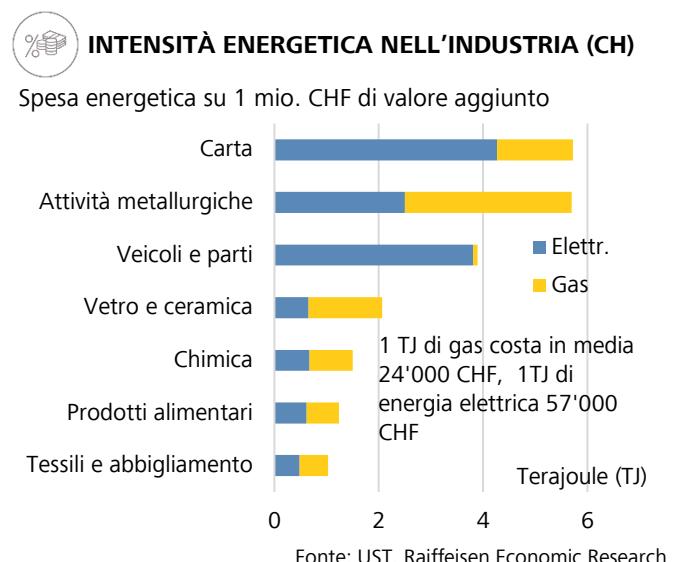
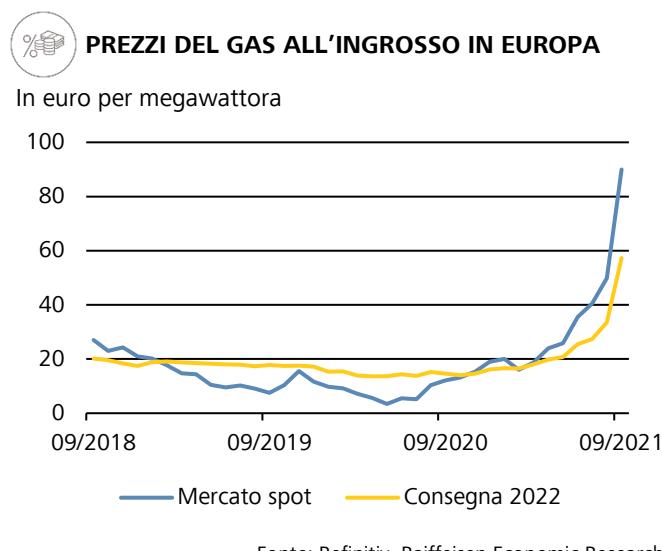
Dopo l’impennata dei metalli industriali e di molte altre materie prime, anche i prezzi energetici sono saliti alle stelle, soprattutto nell’UE e nel Regno Unito. Il rialzo ha colpito in primis il gas naturale, il cui prezzo supera di varie volte i livelli prepandemici. Di conseguenza anche l’approvvigionamento elettrico si è notevolmente rincarato, visto che il gas rappresenta in molti paesi europei una notevole parte del mix di energia elettrica, con una media di circa il 20%. I motivi dello shock del gas sono molteplici. I depositi nazionali di gas naturale vengono riempiti in estate e autunno in preparazione dell’inverno, un’operazione che quest’anno si rivela invece difficile. Gli stock rimangono bassi perché l’inverno scorso si è dovuto riscaldare più del solito e la domanda di gas naturale è rimasta elevata sulla scia della ripresa congiunturale su scala mondiale. Inoltre, quest’anno si è dovuto destinare una maggiore quantità di gas alla produzione di energia elettrica perché le centrali eoliche hanno prodotto meno a causa di un’eccezionale mancanza di vento.

La Svizzera copre il suo fabbisogno di gas naturale con importazioni dall’Europa, che a loro volta provengono per circa la metà dalla Russia. L’acquisto avviene per lo più sul mercato a termine a prezzi prefissati, cosicché un rialzo dei prezzi all’ingrosso si ripercuote solo con un certo ritardo sui prezzi al consumo. Questo processo è però già iniziato. In Svizzera alcune delle circa cento aziende locali di gas hanno già alzato i loro prezzi di oltre il 10%. Rispetto all’UE le ricadute sono però meno drammatiche. In Germania, ad esempio, quasi un appartamento su due è riscaldato a metano e in Gran Bretagna questa cifra è nettamente superiore. In Svizzera, invece, solo una famiglia su cinque ha un riscaldamento a gas e, a differenza dell’UE, il gas naturale

non è utilizzato per produrre energia elettrica. L’anno prossimo non si prevede pertanto un forte aumento delle tariffe elettriche praticate dai gestori di rete. Nel 2022 una famiglia media dovrà pagare un 3% in più, una PMI vedrà aumentare la sua bolletta elettrica in media del 2%. Anche per l’industria, che copre il 40% del suo fabbisogno energetico con energia elettrica, l’aumento dei prezzi dovrebbe essere sostenibile.

Il gas naturale rappresenta circa il 30% del fabbisogno industriale ed è impiegato soprattutto per produrre il calore necessario ai procedimenti tecnici. Il rimanente 30% del fabbisogno energetico è coperto da diverse categorie di minore importanza, tra cui l’olio da riscaldamento. In quasi tutti i settori industriali ad alta intensità energetica il gas naturale è utilizzato nella stessa misura della corrente elettrica, se non di più (vedi grafico). Il maggiore consumo di gas si registra nei comparti «carta», «attività metallurgiche», «vetro e ceramica» e «chimica». In questi quattro settori energivori i costi del gas incidono in media tra il 2.5% e il 7.5% sul valore aggiunto generato, una percentuale che per alcune imprese può diventare gravosa se le pressioni sui prezzi perdurano a lungo.

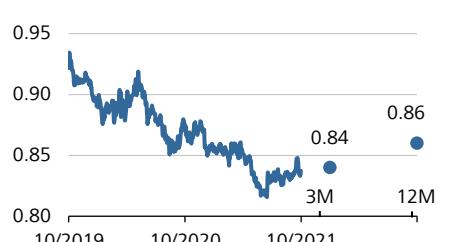
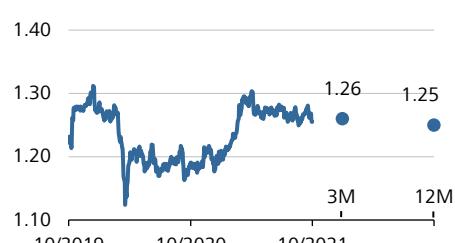
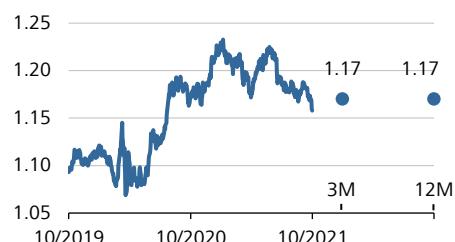
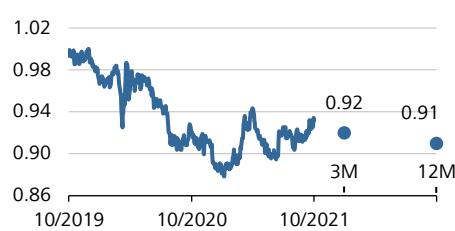
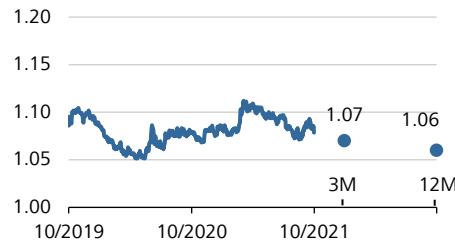
Negli altri rami industriali l’onere è nettamente minore, in particolare nel comparto farmaceutico che in proporzione è il più sobrio in termini di consumi energetici. Eppure, anche qui incombe la minaccia di un peggioramento della situazione economica se lo shock del caro energia dovesse durare ancora a lungo, per esempio a causa di un inverno particolarmente rigido. In questo caso la congiuntura europea non potrebbe mantenere un ritmo di crescita così sostenuto come quello attuale.



VALUTE



PREVISIONE



EUR/CHF

A settembre il corso EUR/CHF si è stabilizzato sopra la soglia di 1.08. Le incessanti preoccupazioni per la pandemia da coronavirus e il rallentamento della ripresa economica globale continuano tuttavia a gravare sull'euro. Inoltre, costituisce un ostacolo la crescente divergenza d'inflazione tra l'Eurozona e la Svizzera. Per un indebolimento del franco svizzero servirebbe ad esempio un netto aumento dei tassi di interesse nell'Eurozona, che però non si intravede. Per la Banca nazionale svizzera (BNS) dovrebbe pertanto diventare sempre più difficile contrastare la forza del franco tramite interventi sul mercato delle divise.

USD/CHF

Il Presidente della Fed Jerome Powell continua a lasciare i mercati nell'incertezza in merito alla data di avvio della riduzione degli acquisti obbligazionari. Di recente ha però lasciato intendere che accadrà molto presto. Inoltre, il «tapering» dovrebbe concludersi già entro metà 2022. Una parte dei banchieri centrali ritiene inoltre possibile un primo aumento dei tassi già l'anno prossimo. Recentemente la prospettiva di una politica monetaria più restrittiva ha dato una spinta al dollaro statunitense. Dovrebbe avere invece effetti negativi la discussione sul tetto del debito negli USA. Inoltre il «twin deficit» penalizza strutturalmente il «biglietto verde». Per questo prevediamo un corso USD/CHF leggermente inferiore.

EUR/USD

A inizio settembre l'euro ha cercato di superare l'importante soglia di resistenza tecnica a USD 1.19. Ha però fallito, indietreggiando, quindi, fino a USD 1.15 nel corso del mese. Gli eventi pandemici e il calo della dinamica congiunturale espongono a venti contrari la moneta unica europea. Rappresenta un ostacolo anche la prospettiva di un'imminente riduzione degli acquisti obbligazionari della Banca centrale statunitense (Fed). A sua volta il dollaro statunitense viene penalizzato dal tetto del debito e dalla conseguente spada di Damocle di un «government shutdown» negli USA. Prevediamo un movimento laterale del corso EUR/USD.

GBP/CHF

Ultimamente, con il 3.2%, l'inflazione in Gran Bretagna è stata ben superiore all'obiettivo della Bank of England (BoE) del 2.0%. La crescente divergenza rispetto all'inflazione svizzera penalizza la sterlina britannica. Rappresentano un ostacolo anche le difficoltà di fornitura e di personale dovute alla Brexit, che frenano l'economia britannica. Intanto la sterlina britannica viene sostegnuta sul lato dei tassi: a settembre, ad esempio, per i titoli di stato decennali la differenza rispetto al franco svizzero è aumentata di circa 14 punti base. Per questo manteniamo le nostre previsioni a 3 e 12 mesi per la coppia di valute GBP/CHF a 1.26 risp. 1.25.

JPY/CHF*

Con oltre 3'100 giorni di mandato, Haruhiko Kuroda è il governatore della Bank of Japan (BoJ) con il mandato più lungo di tutti i suoi 29 predecessori. Ma la Banca centrale giapponese non è resistente solo in fatto di governatori. Alla riunione di settembre i banchieri centrali hanno infatti deciso di rimanere del tutto fedeli alla loro politica monetaria molto accomodante. A breve termine cambia quindi poco per lo yen giapponese, nonostante i recenti aumenti verso CHF 0.85. A nostro avviso, la differenza d'interesse positiva e la forte sottovalutazione nei confronti del franco svizzero sono favorevoli a un leggero movimento rialzista del corso JPY/CHF sul lungo periodo.

*moltiplicato per 100

Fonti: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Previsione Raiffeisen (I)



CONGIUNTURA

PIL (Crescita annua media in %)

	2018	2019	2020	Previsione 2021	Previsione 2022
Svizzera	2.9	1.2	-2.5	2.8	2.5
Eurozona	1.9	1.3	-6.8	4.0	3.8
USA	3.0	2.2	-3.5	6.0	3.5
Cina	6.7	6.0	2.3	8.0	5.3
Giappone	0.6	0.3	-4.8	3.0	2.0
Globale (PPP)	3.6	3.3	-3.5	5.5	4.0

Inflazione (Crescita annua media in %)

	2018	2019	2020	Previsione 2021	Previsione 2022
Svizzera	1.0	0.4	-0.8	0.4	0.6
Eurozona	1.8	1.2	0.3	2.0	1.5
USA	2.5	1.8	1.2	4.2	2.3
Cina	2.1	2.9	2.5	1.5	2.2
Giappone	1.0	0.5	0.0	0.2	0.2



MERCATI FINANZIARI

Tasso di riferimento (Fine anno in %)

	2019	2020	Actuel.*	Previsione 3M	Previsione 12M
CHF	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75
EUR	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
USD	1.50-1.75	0.00-0.25	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 %)

	2019	2020	Actuel.*	Previsione 3M	Previsione 12M
CHF	-0.50	-0.58	-0.12	-0.30	0.00
EUR (Germania)	-0.19	-0.57	-0.16	-0.30	0.00
USD	1.88	0.91	1.60	1.40	1.90
JPY	-0.02	0.02	0.08	0.10	0.10

Tassi di cambio (Fine anno)

	2019	2020	Actuel.*	Previsione 3M	Previsione 12M
EUR/CHF	1.09	1.08	1.07	1.07	1.06
USD/CHF	0.97	0.89	0.93	0.92	0.91
JPY/CHF (x100)	0.89	0.86	0.83	0.84	0.86
EUR/USD	1.12	1.22	1.15	1.17	1.17
GBP/CHF	1.27	1.21	1.26	1.26	1.25

Materie prime (Fine anno)

	2019	2020	Actuel.*	Previsione 3M	Previsione 12M
Greggio (Brent, USD/barile)	68	52	83	72	68
Oro (USD/oncia)	1515	1898	1757	1900	1950

*08.10.2021

Previsione Raiffeisen (II)



SVIZZERA - PREVISIONI DETTAGLIATE

	2017	2018	2019	2020	Previsione 2021	Previsione 2022
PIL, reale, variazione in %	1.7	2.9	1.2	-2.5	2.8	2.5
Consumo privato	1.2	0.6	1.4	-3.7	1.6	3.1
Consumo pubblico	0.6	1.0	0.7	3.5	8.0	1.0
Inv. per impianti e attrezzature	4.9	2.1	1.3	-2.5	4.6	4.0
Investimenti edilizi	1.4	0.1	-0.8	-0.4	1.6	-0.5
Esportazioni	3.7	4.9	1.5	-6.0	5.2	4.2
Imporrtazioni	3.9	3.5	2.3	-7.8	2.3	4.5
Tasso di disoccupazione in %	3.1	2.6	2.3	3.2	2.9	2.5
Inflazione in %	0.5	0.9	0.4	-0.7	0.4	0.6

Editore

Raiffeisen Svizzera Economic Research
Martin Neff, economista capo di Raiffeisen
The Circle 66
8058 Zürich
economic-research@raiffeisen.ch

Autoren

Alexander Koch
Domagoj Arapovic

Pubblicazioni

Scoprite la nostra attuale visione dei mercati finanziari nelle nostre pubblicazioni
www.raiffeisen.ch/pubblicazioni-research-macro.html

Consulenza

Vogliate mettervi in contatto con il vostro consulente agli investimenti oppure con la vostra Banca Raiffeisen locale:
www.raiffeisen.ch

Nota legale

Esclusione di offerta

I contenuti della presente pubblicazione sono forniti esclusivamente a scopo informativo e pubblicitario. Essi non costituiscono pertanto né un'offerta agli effetti di legge né un invito o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di strumenti d'investimento. La pubblicazione non rappresenta né un annuncio di quotazione né un prospetto ai sensi degli artt. 35 e segg. LSF. Le condizioni complete applicabili e le avvertenze dettagliate sui rischi relative a questi prodotti sono contenute nei rispettivi documenti di vendita giuridicamente vincolanti (ad es. prospetto, contratto del fondo). Questi documenti possono essere richiesti gratuitamente alla Raiffeisen Svizzera società cooperativa, Raiffeisenplatz, 9001 San Gallo. 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 è soggetta a limitazioni. La presente pubblicazione non ha lo scopo di offrire all'investitore una consulenza agli investimenti e non deve essere intesa quale supporto per le decisioni d'investimento. Gli investimenti qui descritti dovrebbero essere effettuati soltanto dopo un'adeguata consulenza alla clientela e / o dopo l'analisi dei documenti di vendita giuridicamente vincolanti. Decisioni prese in base ai presenti documenti avvengono a rischio esclusivo dell'investitore. Per ulteriori informazioni rimandiamo all'opuscolo «Rischi nel commercio di strumenti finanziari». Per quanto riguarda la performance indicata si tratta di dati storici, da cui non si può ricavare l'andamento del valore attuale o futuro. Ai fini del calcolo dei dati relativi alla performance non sono stati considerati i commissioni e i costi richiesti al momento dell'emissione e in caso di eventuale riscatto delle quote.

Esclusione di responsabilità

Raiffeisen Svizzera intraprenderà tutte le azioni opportune atte a garantire l'affidabilità dei dati presentati. Raiffeisen Svizzera non fornisce tuttavia alcuna garanzia relativamente all'attualità, all'esattezza e alla completezza delle informazioni contenute in questa pubblicazione. Raiffeisen Svizzera non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti, indiretti e consecutivi) causati dalla distribuzione della presente pubblicazione, 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. Spetta al cliente informarsi su eventuali conseguenze fiscali. A seconda dello stato di domicilio, si possono verificare differenti conseguenze fiscali. Per quanto riguarda eventuali conseguenze fiscali derivanti dall'acquisto dei titoli, Raiffeisen Svizzera e le Banche Raiffeisen respingono qualsivoglia responsabilità.

Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria

La pubblicazione è stata redatta da Raiffeisen Svizzera e 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 si applicano pertanto a questa pubblicazione.