

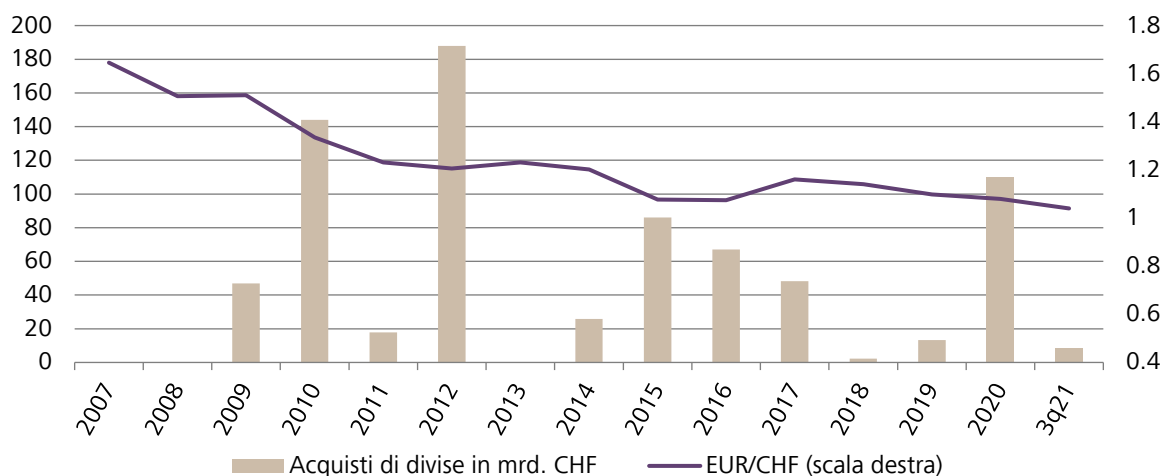
Rassegna congiunturale

Le nuove misure introdotte per contenere la variante Omicron stanno mettendo i bastoni tra le ruote all'economia mondiale. Il loro obiettivo è di mitigare il danno senza dover ricorrere a lunghi «lockdown» generalizzati e senza mettere a repentaglio la dinamica della ripresa. Per questo motivo le banche centrali si concentrano ora sull'evoluzione dei prezzi. La Fed reagisce all'alto tasso di inflazione accelerando il processo di normalizzazione monetaria. A differenza del passato, la BCE ammette quantomeno la presenza di rischi inflazionistici, mentre la BNS tollera il rafforzamento del franco.



GRAFICO DEL MESE: LA BNS PERMETTE UN CERTO APPREZZAMENTO

Interventi della BNS sui mercati valutari



Fonte: BNS, Raiffeisen Economic Research

Dalla crisi finanziaria, cioè da ben 13 anni, la Banca nazionale svizzera è sempre sul «chi va là», pronta a intervenire sul mercato valutario per contrastare le spinte al rialzo del franco. Ad eccezione del 2013 ha acquistato divise ogni anno, da 2.3 mrd. CHF nel 2018 fino a 188 mrd. CHF nel 2012, quando è culminata la crisi del debito sovrano europeo. Nel complesso è intervenuta finora per un importo di circa 760 mrd. CHF. All'inizio della pandemia la BNS ha effettuato interventi massicci, ma di recente li ha ridotti notevolmente sebbene il rapporto EUR/CHF abbia toccato i minimi storici dal 2015. Mentre nei primi tre trimestri dello scorso anno – in presenza di un cambio EUR/CHF costantemente sopra a 1.07 – ha acquistato divise per 8.5 mrd. CHF, da allora non ha più ampliato i suoi interventi: è quanto emerge dai dati sui depositi a vista delle banche presso la BNS. Sebbene il cross EUR/CHF sia sceso in dicembre sotto alla soglia di 1.04, i depositi a vista sono rimasti praticamente immutati.

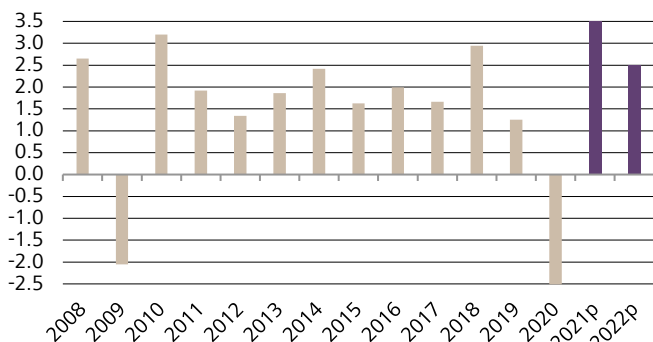
I consueti prelievi di contanti a fine anno, destinati alla «ottimizzazione fiscale», hanno avuto probabilmente un effetto frenante, ma la BNS stessa ha confermato la sua intenzione di tollerare una «certo» apprezzamento. Secondo il presidente della BNS Thomas Jordan il cambio nominale del franco, ponderato per il commercio estero, contribuisce a frenare le spinte inflazionistiche in Svizzera. In particolare, il tasso di cambio reale, ponderato per l'interscambio, che tiene conto del differenziale di inflazione tra Svizzera ed estero, è rimasto pressoché invariato dall'inizio della pandemia a causa delle divergenze tra i tassi di inflazione. Secondo la BNS un ulteriore rafforzamento del franco potrebbe però pesare sulla congiuntura e addirittura riportare l'inflazione in territorio negativo. Per questo motivo la BNS rimane pronta a scendere in campo in caso di bisogno e non si piegherà facilmente ad accettare la parità con l'euro.

Congiuntura



CONGIUNTURA

PIL svizzero, in termini reali, in % rispetto all'anno precedente

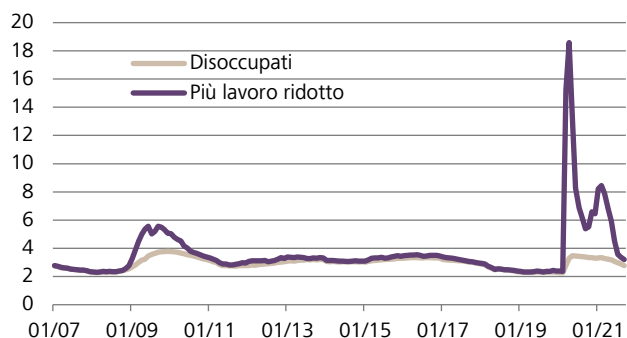


Fonte: SECO, Eurostat, Raiffeisen Economic Research



MERCATO DEL LAVORO SVIZZERO

Tasso di disoccupazione in %, destagionalizzato

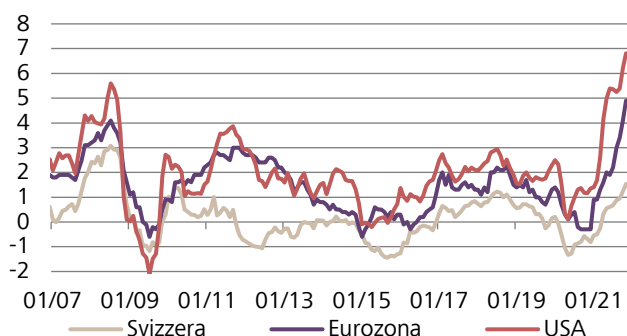


Fonte: SECO, Raiffeisen Economic Research



PREZZI AL CONSUMO

In % rispetto all'anno precedente



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Le nuove varianti frenano l'economia

La vigorosa ripartenza dell'economia svizzera ha subito una battuta d'arresto verso la fine dell'anno. Gli effetti della domanda arretrata si sono affievoliti o addirittura invertiti. Inoltre le nuove misure di contenimento provocano ulteriori perdite alle aziende attive nei servizi vicini alle persone. Il settore della ristorazione e quello degli eventi accusano di nuovo un forte aumento delle cancellazioni. Anche il commercio al dettaglio lamenta un ristagno delle cifre d'affari dopo un promettente inizio delle vendite natalizie. Di conseguenza gli indicatori dei consumi privati hanno spinto di nuovo al ribasso il barometro congiunturale KOF di dicembre.

Nessun crollo all'orizzonte

Se non sarà introdotto un «lockdown» generalizzato e prolungato, le ripercussioni negative dovrebbero restare contenute ed evitare una nuova caduta libera dell'economia. Un fattore stabilizzante è senza dubbio la domanda industriale che rimane sostenuta, anche se per il momento le strozzature nella fornitura di prodotti intermedi non accennano a scomparire. 2/3 delle aziende interpellate dalla BNS continuano a lamentare difficoltà di rifornimento nel quarto trimestre. La situazione è però critica solo nel settore automobilistico, mentre le altre imprese trovano per lo più un modo per mitigare le perdite di produzione. Dopo una crescita del PIL di circa il 3.5% lo scorso anno, per il 2022 ci aspettiamo un 2.5%, un dato sì inferiore, ma pur sempre positivo e superiore alla media.

Nel finale del 2021, il rapido calo della disoccupazione parziale ha subito una battuta d'arresto a causa delle nuove restrizioni anti-Covid e dei ritardi di approvvigionamento nell'industria. Ciò nonostante, le imprese prevedono nuove assunzioni su ampia scala, ma si scontrano con una carenza di manodopera specializzata, non da ultimo nel ramo degli alloggi e della ristorazione. Il tasso di disoccupazione stagionale è sceso gradualmente al 2.4% alla fine del 2021 e ha così sfiorato i minimi pre-pandemici.

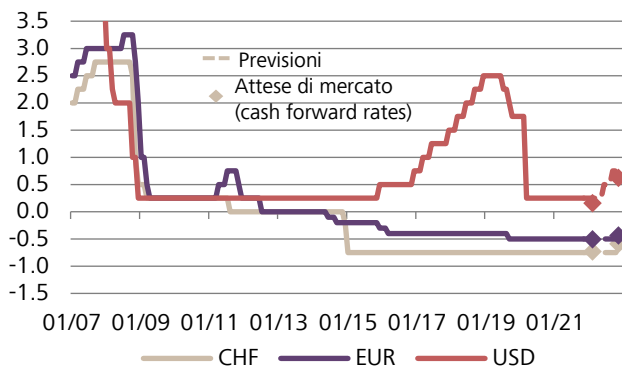
Nuove spinte inflazionistiche

L'aumento dei prezzi delle materie prime, la carenza di prodotti intermedi e i conseguenti sforzi per evitare perdite produttive hanno fatto lievitare i costi di produzione. Molte imprese possono e vogliono ribaltare l'aumento dei prezzi di acquisto sui consumatori finali. Queste tendenze si fanno sentire anche in Svizzera, ma in misura relativamente modesta. Le stime di inflazione rimangono comodamente nella fascia obiettivo di 0-2% stabilita dalla BNS. Negli USA invece i prezzi al consumo si sono infiammati sotto la spinta del boom della domanda, mentre i consumatori dell'Eurozona vedono diminuire il loro potere d'acquisto, falcidiato dall'impennata dei prezzi del metano.

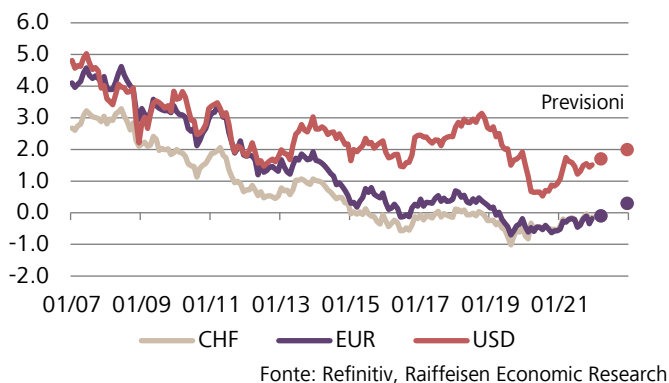
Tassi



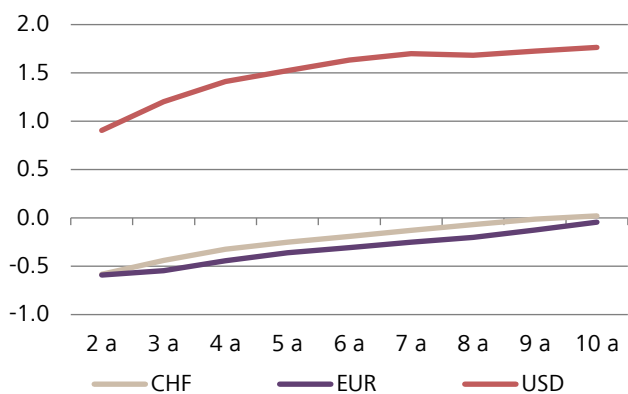
TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %



CURVA DEI TASSI (STATO: 10.1.22), IN %



La Fed vicina alla normalizzazione dei tassi

L'inflazione galoppante, a quasi il 7%, e i notevoli miglioramenti sul fronte dell'occupazione hanno spinto in dicembre la banca centrale americana ad accelerare ulteriormente la normalizzazione della sua politica monetaria. Gli acquisti netti di obbligazioni dovrebbero esaurirsi entro marzo. Ciò non comporta però necessariamente un rialzo immediato dei tassi d'interesse, anche se il presidente della Fed Jerome Powell non esclude una stretta nel prossimo futuro. In ogni caso, nella riunione di dicembre, il Comitato di politica monetaria ha anticipato in modo significativo le sue aspettative sui tassi d'interesse. La maggioranza dei membri ipotizza ben tre aumenti di 25 punti base ciascuno entro la fine del 2022.

Nonostante l'inizio anticipato della normalizzazione dei tassi d'interesse, le attese a medio termine della Fed rimangono finora ben ancorate. Una volta superati gli squilibri fra domanda e offerta indotti dalla pandemia, si prevede un allentamento ritardato dei prezzi a partire dalla fine dell'anno. La normalizzazione dei tassi inizierà quindi prima, ma nello scenario di base dovrebbe anche rallentare o terminare prima del previsto. Nel complesso, la Fed sta ancora puntando a un livello di tassi considerevolmente più basso sul lungo periodo rispetto ai cicli precedenti. Per il momento, i tassi d'interesse a lungo termine non dovrebbero pertanto puntare verso l'alto.

La BCE vuole ancora tenere duro quest'anno

Dopo una leggera flessione all'inizio dell'anno, l'economia dell'Eurozona si trova, secondo la BCE, su un percorso di ripresa. Ciò dovrebbe contribuire a registrare ulteriori progressi nel raggiungimento del target di inflazione. Ma poiché l'obiettivo del 2.0% non potrà essere raggiunto sul medio termine, Christine Lagarde considera molto improbabile un rialzo dei tassi entro la fine del 2022.

A differenza del passato, ora la BCE evidenzia il possibile impatto della ripresa sui prezzi: un rimbalzo congiunturale più rapido o un più forte aumento delle retribuzioni potrebbero infiammare l'inflazione. Qualche decimo sarebbe già sufficiente per rendere possibile un aumento dei tassi nel 2023 – sempre che non vengano fuori nuove sorprese.

BNS imperterrita

Per il momento, la Banca Nazionale Svizzera continua con la sua politica monetaria espansiva. A causa dell'aumento dei prezzi e dei differenziali di inflazione con altri paesi, la BNS ha recentemente permesso al franco di rafforzarsi, ritiene però che la moneta svizzera sia troppo forte e rimane pertanto attiva sul mercato dei cambi. In questo contesto, la BNS considera indispensabile mantenere il tasso di riferimento a 0.75%.

Flash sui settori svizzeri: il mercato del credito

In tempi di crisi, di solito si concedono meno crediti alle imprese. La domanda cala, perché le imprese riducono gli investimenti a fronte delle prospettive congiunturali incerte. Le banche, a loro volta, inaspriscono le condizioni di accesso al credito e abbassano i limiti. Non a caso, dopo la crisi finanziaria e lo shock del franco svizzero del 2015 si è registrata una flessione del volume di crediti. Nella crisi da Covid non è invece così. Attualmente, il volume di crediti alle imprese è superiore di CHF 43 mrd. a quello pre-pandemia. Circa un quinto di tutte le aziende svizzere ha ricevuto un finanziamento transitorio nell'ambito del programma di prestiti Covid 19 della Confederazione; nel settore della ristorazione la quota raggiunge il 60%. Tuttavia, il volume totale del programma ammontava a «solo» 16.9 miliardi di franchi, un quarto dei quali è già stato rimborsato. Circa due terzi dell'aumento di 43 miliardi di franchi è quindi riconducibile a normali crediti alle imprese da parte delle banche.

Anche durante la pandemia, la dinamica di crescita del mercato creditizio non è cambiata significativamente rispetto agli anni precedenti. I limiti di credito e l'utilizzo effettivo dei crediti sono aumentati di circa il 5% su base annua, crescendo praticamente allo stesso ritmo del 2018 o del 2019 (vedi grafico a sinistra). Le banche hanno aumentato i limiti di credito per le grandi imprese in maggior misura che per le PMI, ma in termini di utilizzo la velocità di crescita è uguale per entrambi i segmenti. Si osservano invece forti disparità nella ripartizione settoriale (vedi grafico a destra). Secondo la Banca nazionale svizzera, la maggior parte delle aziende non riscontra difficoltà nell'accesso al credito. Tuttavia, nei settori che sono stati particolarmente colpiti dalla pandemia o le cui prospettive rimangono incerte, le aziende sentono una maggiore riluttanza da parte delle banche. Fra queste si trovano soprattutto le imprese del comparto degli alloggi e della ristorazione nonché quello

dei trasporti. Ma anche nell'industria manifatturiera, che finora ha superato bene la crisi, la disponibilità delle banche ad assumere rischi nel finanziamento di progetti sembra essere di recente diminuita. I limiti di credito sono calati drasticamente nel 2021. D'altro canto, anche la domanda di crediti da parte delle imprese si è ridotta e, nonostante il programma di prestiti Covid 19, il volume dei crediti in essere è tornato ai livelli pre-crisi. Ciò suggerisce che la propensione delle imprese a investire nel settore manifatturiero è attualmente sottotono.

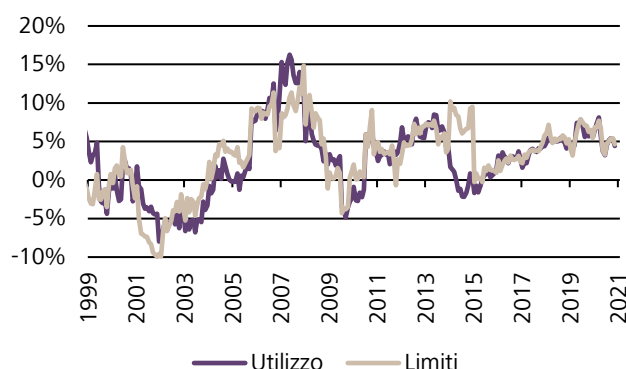
Nel complesso, tuttavia, non ci sono segni di razionamento del credito da parte delle banche. Il numero di fallimenti inferiore alla media e il boom delle start-up dimostrano che il mercato del credito sta ancora funzionando bene. Anche se i fallimenti sono aumentati l'anno scorso, sono ancora ben al di sotto dei livelli pre-crisi. La creazione di nuove imprese ha invece raggiunto livelli record. È il commercio al dettaglio a fare la parte del leone, soprattutto nella vendita online, e questo si riflette anche nelle statistiche del credito. L'anno scorso, l'utilizzo del credito nella categoria «commercio» ha segnato l'incremento più elevato di tutti gli altri settori.

Oltre al comparto degli alloggi e della ristorazione, anche il settore del tempo libero e dell'intrattenimento è stato colpito duramente dalla pandemia. Ma mentre le banche sono caute nel concedere prestiti a ristoranti e alberghi, i limiti di credito per le imprese del settore del tempo libero e dell'intrattenimento sono aumentati in modo significativo e vengono ben utilizzati. Il settore non ha registrato un boom di start-up, ma continua a mostrare buone prospettive di crescita a medio termine nonostante l'attuale incertezza. La trasformazione strutturale del consumo privato continua infatti a dirigersi maggiormente verso i servizi nel settore del tempo libero.



CREDITI BANCARI ALLE IMPRESE

Crediti in essere, increm. rispetto all'anno precedente

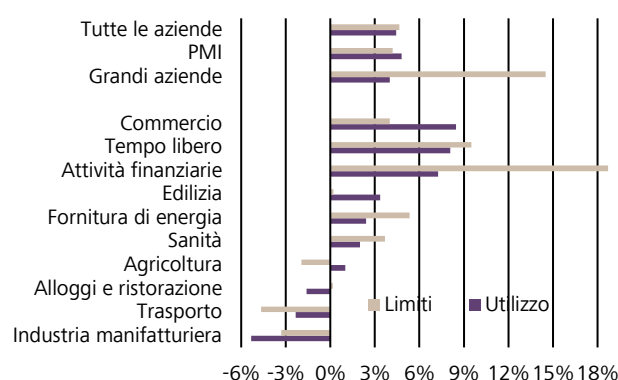


Fonte: BNS, Raiffeisen Economic Research



RIPARTIZIONE SETT. DEI CREDITI ALLE IMPRESE

Crediti in essere, incremento nel 2021

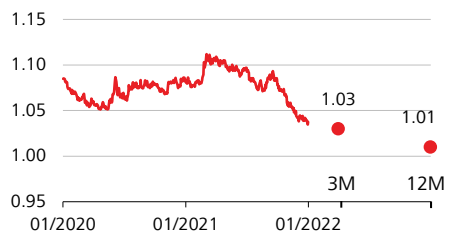


Fonte: BNS, Raiffeisen Economic Research

Valute



PREVISIONE



EUR/CHF

Dapprima sembrava che il corso EUR/CHF si fosse stabilizzato intorno alla soglia di 1.04. A fine dicembre, tuttavia, la coppia di valute è scesa sotto l'1.035. L'elevato debito pubblico all'interno dell'Eurozona, la crescente differenza d'inflazione rispetto alla Svizzera e, non da ultimo, le latenti preoccupazioni degli investitori per la variante Omicron indeboliscono la moneta unica europea. La Banca Nazionale Svizzera (BNS) continuerà probabilmente a opporsi, con interventi sul mercato delle divise, al franco svizzero da essa ritenuto sopravvalutato. Prima o poi, tuttavia, la parità con l'euro dovrebbe essere inevitabile. Manteniamo quindi le nostre precedenti previsioni.

USD/CHF

Vista l'inflazione ostinatamente elevata, la Banca centrale USA (Fed) sta accelerando il «tapering». Il programma di acquisto di obbligazioni si conclude a marzo 2022. In seguito dovrebbero essere d'attualità aumenti dei tassi – per ora ne prevediamo due. La prospettiva di un aumento dei tassi d'interesse è in linea di massima favorevole al dollaro USA. Saranno tuttavia d'ostacolo l'inflazione sempre molto elevata e il rallentamento congiunturale a seguito della politica monetaria più restrittiva della Fed. Sul «biglietto verde» grava inoltre il doppio deficit degli USA (bilancio, bilancia delle partite correnti). Nel complesso sul periodo di 12 mesi prevediamo un corso USD/CHF leggermente inferiore.

EUR/USD

Mentre la Fed irrigidisce nettamente la propria politica monetaria, la Banca centrale europea (BCE) – malgrado la persistente pressione sui prezzi – si esprime contro un percorso più restrittivo. La prospettiva di un aumento dei tassi d'interesse negli USA è un chiaro vantaggio per il dollaro. Tuttavia, dopo la forte svendita degli ultimi mesi, sul fronte dell'euro nel tasso di cambio dovrebbero essere già scontati molti fattori negativi. Inoltre, l'esplosione del debito pubblico USA limita il potenziale rialzista del «biglietto verde». Di conseguenza, nei prossimi mesi per il corso EUR/USD prevediamo un movimento laterale.

GBP/CHF

La Bank of England (BoE) ha aumentato il tasso di riferimento di 15 punti base allo 0.25%. È stata quindi la prima grande banca centrale al mondo a intervenire sui tassi. Di conseguenza, dopo la sua recente discesa, a fine 2021 la sterlina britannica si è stabilizzata sopra CHF 1.23. Nelle prossime settimane, i tassi più elevati rispetto al franco svizzero dovrebbero dare una certa spinta. Non si devono tuttavia attendere grandi sbalzi della sterlina britannica dato che su di essa gravano pesantemente le conseguenze economiche della Brexit e le preoccupazioni globali dovute al virus. Su base annua vediamo il corso GBP/CHF a CHF 1.25.

JPY/CHF*

A dicembre, lo yen giapponese non è riuscito a mantenersi in modo duraturo sopra la soglia di CHF 0.81. Le preoccupazioni degli operatori di borsa per la variante Omicron e la decisione della Bank of Japan (BoJ) di mantenere la sua politica monetaria ultra espansiva hanno gravato sulla domanda della valuta giapponese. Il 30 dicembre, a 0.7938, il corso JPY/CHF ha registrato il suo livello più basso dall'estate 2015. A lungo termine, tuttavia, la valuta giapponese sarà supportata dalla differenza d'interesse positiva e dalla forte sottovalutazione rispetto al franco svizzero. Sul periodo di 12 mesi prevediamo quindi uno yen leggermente più forte.

* moltiplicato per 100

Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Economic Research, Raiffeisen CIO Office

Previsione Raiffeisen (I)



CONGIUNTURA

PIL (Crescita annua media in %)

	2018	2019	2020	Previsione 2021	Previsione 2022
Svizzera	2.9	1.2	-2.5	3.5	2.5
Eurozona	1.9	1.3	-6.8	5.0	3.8
USA	3.0	2.2	-3.5	6.0	3.5
Cina	6.7	6.0	2.3	8.0	4.8
Giappone	0.6	0.3	-4.8	3.0	2.5
Globale (PPP)	3.6	3.3	-3.5	5.5	3.9

Inflazione (Crescita annua media in %)

	2018	2019	2020	Previsione 2021	Previsione 2022
Svizzera	1.0	0.4	-0.8	0.6	1.0
Eurozona	1.8	1.2	0.3	2.5	2.3
USA	2.5	1.8	1.2	4.5	4.5
Cina	2.1	2.9	2.5	1.5	2.2
Giappone	1.0	0.5	0.0	0.2	0.7



MERCATI FINANZIARI

Tasso di riferimento (Fine anno in %)

	2019	2020	Actual.*	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	0.50-0.75
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	Actual.*	Previsione 3M	Previsione 12M
CHF	-0.50	-0.58	0.02	-0.10	0.30
EUR (Germany)	-0.19	-0.57	-0.05	-0.10	0.30
USD	1.88	0.91	1.76	1.70	2.00
JPY	-0.02	0.02	0.15	0.10	0.10

Tassi di cambio (Fine anno)

	2019	2020	Actual.*	Previsione 3M	Previsione 12M
EUR/CHF	1.09	1.08	1.05	1.03	1.01
USD/CHF	0.97	0.89	0.93	0.92	0.90
JPY/CHF (x 100)	0.89	0.86	0.80	0.82	0.84
EUR/USD	1.12	1.22	1.13	1.12	1.12
GBP/CHF	1.27	1.21	1.26	1.26	1.25

Materie prime (Fine anno)

	2019	2020	Actual.*	Previsione 3M	Previsione 12M
Greggio (USD/barile)	68	52	82	75	75
Oro (USD/oncia)	1515	1898	1807	1900	1950

*11.01.2022

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	3.5	2.5
Consumo privato	1.2	0.6	1.4	-3.7	2.6	3.5
Consumo pubblico	0.6	1.0	0.7	3.5	5.2	-1.0
Inv. per impianti e attrezzature	4.9	2.1	1.3	-2.5	3.8	2.9
Investimenti edilizi	1.4	0.1	-0.8	-0.5	1.4	-0.2
Esportazioni	3.7	4.9	1.5	-6.0	8.6	4.5
Importazioni	3.9	3.5	2.3	-7.8	4.9	5.3
Tasso di disoccupazione in %	3.1	2.6	2.3	3.2	3.0	2.2
Inflazione in %	0.5	0.9	0.4	-0.7	0.6	1.0

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 le 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.