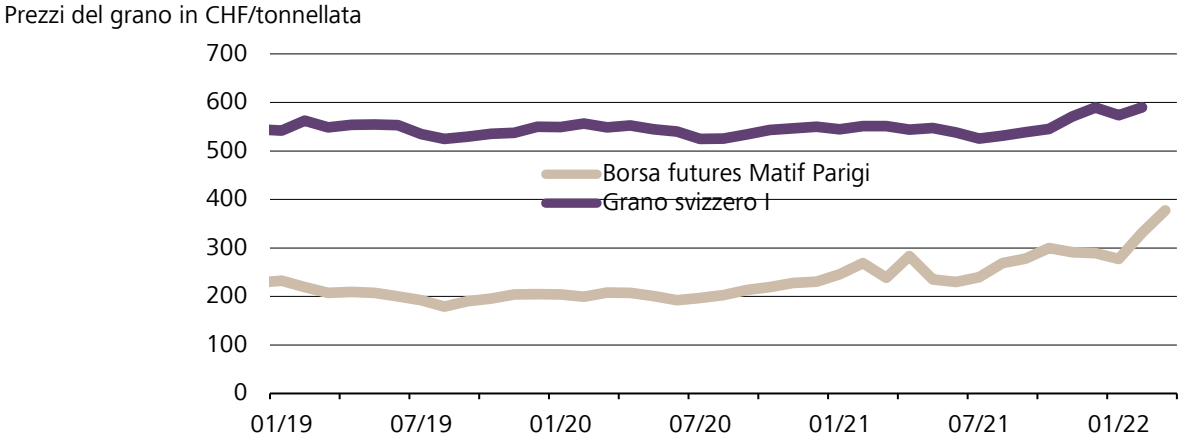
APRILE 2022

Rassegna congiunturale

Il mondo è passato senza soluzione di continuità dalla crisi del Covid 19 a quella della guerra in Ucraina. La conseguente impennata dei prezzi delle materie prime pregiudica di nuovo le prospettive congiunturali. In questo contesto già difficile si innesta un forte incremento dei rischi d'inflazione che ci ha spinto a correggere al rialzo le nostre previsioni d'inflazione per l'Eurozona (6.5%) e per la Svizzera (2.5%). A fronte delle ingenti pressioni sui prezzi, la Fed preme l'acceleratore nel processo di normalizzazione e vede addirittura una crescente necessità di rallentare attivamente l'economia USA. Anche la BCE si sta preparando prima del previsto ad abbandonare i tassi d'interesse negativi, mentre la BNS non vede motivo di cambiare strategia, vista la situazione relativamente distesa in termini d'inflazione in Svizzera.

GRAFICO DEL MESE: LA PROTEZIONE DOGANALE VIENE PRIMA DELL'INFLAZIONE



Fonte: Euronext, UFAG, Raiffeisen Economic Research

La crisi ucraina ha fatto svettare non solo i prezzi dell'energia, ma anche quelli del grano. Poiché la Russia e l'Ucraina rappresentano più di un quarto di tutte le esportazioni di grano, le quotazioni sono più o meno raddoppiate dalla metà dell'anno scorso.

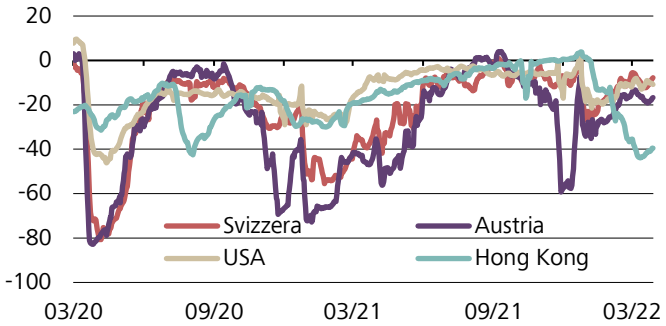
In Svizzera, paese con prezzi in generale elevati, i costi delle materie prime rappresentano una quota dei prezzi al consumo molto minore rispetto ad altri paesi: il costo, per esempio, del grano pesa solo di pochi punti percentuali sul prezzo del pane. Grazie a un mercato chiuso, le materie prime agricole svizzere sono già molto più costose nel raffronto internazionale e le loro quotazioni meno soggette a fluttuazioni. Il complesso sistema di protezione doganale tutela la produzione nazionale dalla concorrenza straniera. I beni agricoli più richiesti che non possono essere prodotti all'interno del paese possono essere importati quasi senza dazio tramite contingenti flessibili, ma tutto il resto è soggetto a tariffe proibitive. Per il grano, la maggior parte delle varietà è tassata a 275 CHF per tonnellata, il che spiega l'enorme divario con i prezzi UE (vedi grafico).

Il massiccio aumento dei prezzi internazionali del grano impatterà pertanto in minore misura il grano svizzero, che anche in passato non è quasi mai stato influenzato dalle fluttuazioni dei mercati internazionali, ma piuttosto dal prezzo obiettivo definito dalla "Commissione Mercato-qualità cereali". Infine, il Consiglio federale ha recentemente esteso i contingenti di importazione di grano per il 2022 a causa del cattivo raccolto dell'anno scorso. Questa misura consente di importare più grano, il cui prezzo all'estero è certo esploso, ma è sempre inferiore a quello del grano svizzero. Il pane non dovrebbe quindi costare di più. Grazie a questo stesso meccanismo, l'anno scorso i prezzi al dettaglio dei prodotti ortofrutticoli hanno registrato addirittura un netto calo.

Congiuntura

MOBILITÀ

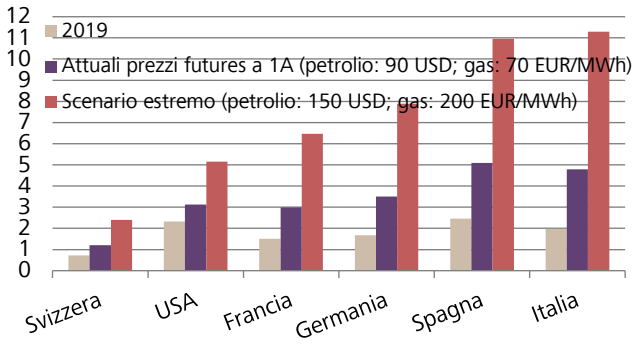
Ristorazione e alloggi, vendita al dettaglio e tempo libero



Fonte: Google, Raiffeisen Economic Research

ONERE COSTI ENERGIA

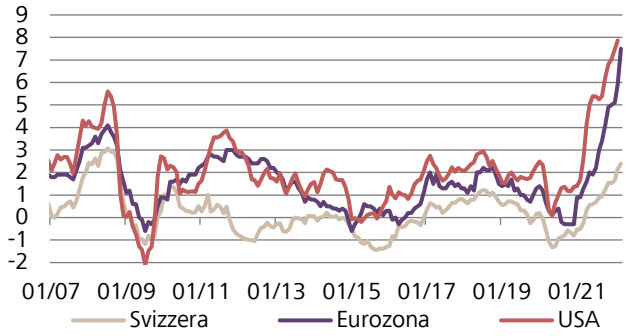
Quota costi di approvvigionamento gas e petrolio, in % del PIL



Fonte: BP, Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

PREZZI AL CONSUMO

In % vs anno precedente



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Addio situazione particolare

Si sta imparando a convivere con la variante omicron, più contagiosa ma anche meno aggressiva. La Svizzera ha revocato le ultime restrizioni il 1° aprile. Numerosi paesi si stanno muovendo nella stessa direzione, permettendo alla vita pubblica di tornare quasi a livelli pre-pandemici. Ne risulta una graduale risalita dell'economia, soprattutto nei rami dei servizi, fortemente penalizzati dalla crisi. In Cina, invece, dove un intervento più severo dello Stato è riuscito a meglio contenere la diffusione del virus nelle prime ondate, la bassa immunità di gregge e i vaccini meno efficaci si stanno ora "vendicando". I continui "lockdown" locali smorzano infatti la domanda interna.

Impatto guerra-materie prime

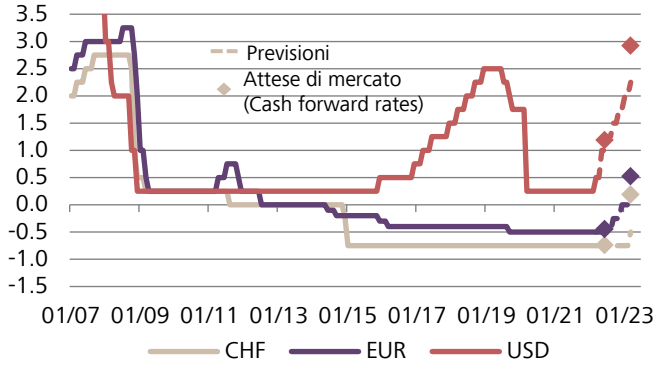
In Europa si è passati senza soluzione di continuità dalla crisi del Covid a quella dell'Ucraina. Dall'invasione del 24 febbraio, la comunità internazionale ha imposto severe sanzioni alla Russia - principalmente nella finanza e nel commercio di tecnologia. Il commercio di non-commodity con la Russia si era già fortemente ridotto dopo l'annessione della Crimea e, con una quota di circa l'1% delle esportazioni totali, non rappresenta un grande rischio per la crescita in Svizzera. La situazione è tuttavia ben diversa nel settore delle materie prime. La Russia ha infatti una posizione di forza o addirittura dominante in un gran numero di commodity. L'Europa non sarà in grado di rimpiazzare a breve termine le forniture di gas con altre fonti. Certo, con l'inizio del periodo caldo l'interruzione delle forniture non richiederebbe probabilmente un razionamento immediato degli idrocarburi, ma un'ulteriore impennata dei prezzi comporterebbe un nuovo incremento dei costi per i comparti industriali più energivori e quindi un aumento dei prezzi al consumo, come illustrato nel grafico di sinistra.

Aiuti per contrastare il calo di potere d'acquisto

Le strozzature nelle catene di fornitura durante la pandemia hanno già provocato rialzi persistenti dei prezzi. E gli effetti diretti e indiretti del rincaro dell'approvvigionamento sui prezzi al consumo vengono amplificati dall'attuale shock dell'offerta. Anche la Svizzera ne risente. Tuttavia, il franco forte, il livello dei prezzi interni già molto alto e la dipendenza relativamente minore dal gas contribuiscono a contenere le spinte inflazionistiche. Per il momento, è comunque molto difficile prevedere fino a che punto la depressione del potere d'acquisto indotta dallo shock del caro-energia graverà effettivamente sulla spesa dei consumatori. Le famiglie hanno infatti accumulato risparmi durante la pandemia, in alcuni casi in considerevole misura. Il rincaro del combustile per il riscaldamento non verrà ribaltato immediatamente sulle bollette e i politici stanno facendo a gara nel proporre sussidi che non riusciranno forse ad azzerare l'aumento dei prezzi energetici, ma sicuramente ad alleviarlo. Si può pertanto escludere come scenario base una recessione o una stagflazione, soprattutto in Svizzera, ma anche nell'Eurozona.

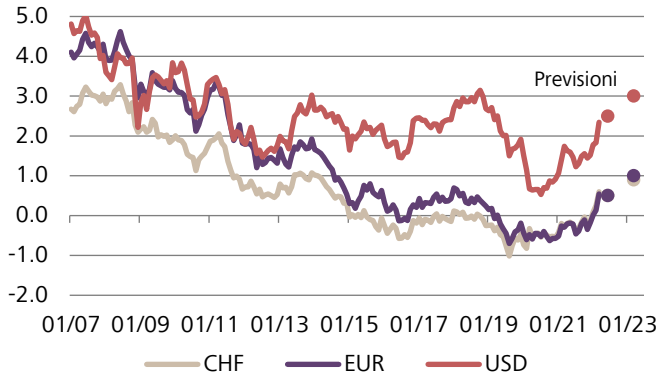
Tassi

TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



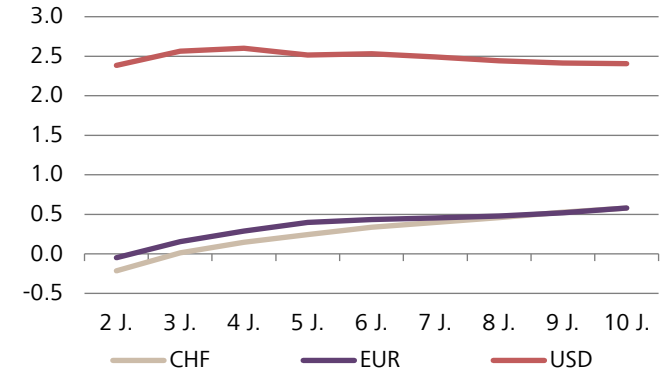
Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

CURVA DEI TASSI (STATO: 01.04.22), IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La Fed preme sull'acceleratore

La banca centrale americana ha mantenuto a lungo una politica monetaria ultra-espansiva nonostante la rapida e vigorosa ripresa dell'economia statunitense. Solo verso la fine dell'anno scorso ha iniziato con una certa esitazione a ridurre i suoi acquisti di obbligazioni. Da allora però procede senza sosta: a fronte della costante recrudescenza dell'inflazione ha posto fine agli acquisti netti e a marzo, per la prima volta, ha aumentato i tassi di 25 punti base. Fino a un anno fa la maggioranza del Federal Open Market Committee (FOMC) non prevedeva alcuna manovra di rialzo prima del 2023. Ora invece intende normalizzare i tassi al più presto o addirittura tirare le redini al di sopra del livello di equilibrio, stimato attorno al 2.5%, per frenare attivamente l'economia. In maggio si prevede inoltre una riduzione dell'enorme bilancio della Fed, che avrebbe un effetto analogo a una manovra rialzista e soprattutto prosciugherebbe la liquidità in eccesso sul mercato finanziario. Da quando la Fed preme sull'acceleratore, i tassi in USD – dopo un temporaneo shock dovuto alla guerra in Ucraina – sono tornati a salire in misura notevole, soprattutto nel segmento fino a due anni. Più moderato è invece il rialzo nel segmento a lungo termine sullo sfondo delle crescenti attese di una Fed decisa a contrastare l'inflazione o addirittura ad "andare oltre".

La BCE segue, ma a passi claudicanti

La BCE teme, a giusta ragione, maggiori rischi per la congiuntura dell'Eurozona rispetto a quelli previsti dalla Fed per gli USA. Considerata tuttavia la recente impennata dei prezzi in Europa, la BCE non abbandona i suoi piani di normalizzazione. Anzi, a partire da maggio intende ridurre i suoi acquisti netti di titoli a un ritmo più rapido del previsto. Se le prospettive a medio termine sul fronte dell'inflazione non miglioreranno entro la fine dell'anno, gli acquisti verranno interrotti completamente e, se necessario, saranno seguiti da una graduale normalizzazione dei tassi. Con una pipeline dei prezzi ben nutrita non si esclude un primo giro di vite della BCE in settembre.

La BNS rimane impassibile

La Banca Nazionale Svizzera non muove un passo. Nella sua seduta di marzo ha corretto nettamente al rialzo i suoi pronostici sull'inflazione di quest'anno, portandoli dall'1.0% al 2.1%, ma per il 2023 prevede un nuovo calo allo 0.9%, cioè nella zona mediana della sua fascia obiettivo di 0-2%. Non vi è dunque un urgente bisogno di intervento. Secondo la BNS ciò vale in particolare per i mercati valutari. Ultimamente, la Banca nazionale ha tollerato un certo apprezzamento del franco, che a suo parere è giustificato dagli elevati differenziali di inflazione e aiuta a smorzare le spinte inflazionistiche in Svizzera e assicurare la stabilità dei prezzi. Un apprezzamento troppo rapido potrebbe però pregiudicare la ripresa economica e addirittura aumentare il rischio di deflazione. Per questo motivo la BNS ha effettuato di recente nuovi, ma lievi interventi. I tassi di interesse negativi, o quantomeno più bassi che all'estero, rimangono uno strumento importante.

Settori svizzeri: indebitamento

Con la recrudescenza dell'inflazione si avvicina la fine di un periodo di tassi ai minimi storici a livello mondiale. Rispetto all'anno scorso, le attese sui tassi sono salite anche in Svizzera, provocando un netto rialzo degli interessi sui mercati dei capitali. Quali saranno le conseguenze di questa svolta per le imprese svizzere, che secondo la Banca dei regolamenti internazionali (BRI) denotano uno dei più alti livelli di indebitamento nel paragone internazionale?

I debiti delle imprese svizzere del settore non finanziario corrispondono, secondo la BRI, a oltre il 140% del prodotto interno lordo (PIL) contro meno del 100% in altri paesi industrializzati. Con la pandemia la quota di indebitamento mondiale si è di nuovo accresciuta. In Svizzera, a differenza di gran parte delle altre nazioni, l'indebitamento era nettamente aumentato già in precedenza. Sarebbe però sbagliato ricondurre questo dato unicamente ai tassi negativi. Le grandi aziende si sono rifinanziate sempre più sul mercato dei capitali approfittando dei bassi interessi, ma i crediti bancari domestici, nettamente più importanti in termini di volumi, non hanno evidenziato un'accelerazione.

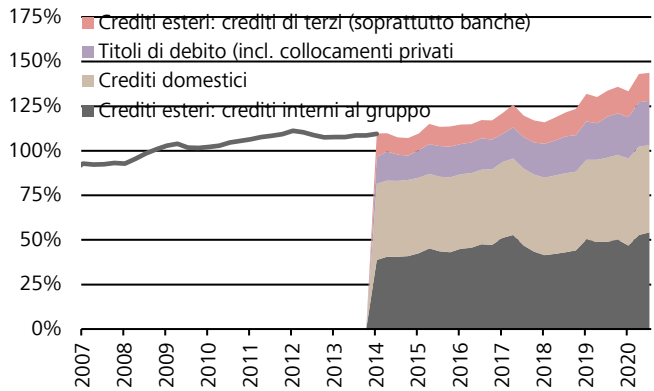
Gran parte del massiccio incremento del debito registrato dal 2015 è da ricondurre piuttosto agli intrecci internazionali dell'economia svizzera. Le numerose imprese multinazionali che contraggono debiti qui in Svizzera, contribuiscono con le loro attività internazionali al PIL di molti altri paesi. I loro debiti vengono però calcolati unicamente in Svizzera, meccanismo che provoca una distorsione nel paragone con il PIL. Anche i crediti concessi alle numerose filiali estere di gruppi svizzeri rendono difficile l'interpretazione della quota di indebitamento. Questi crediti, che sfiorano i 400 mrd. CHF, rappresentano circa il 40% dei debiti delle imprese svizzere attive nei settori non finanziari. Da un calcolo consolidato a livello di gruppo emerge invece un quadro meno minaccioso, con una quota di indebitamento svizzera che dal 140% scende a sotto il 90%.

Tra i crediti domestici colpisce l'elevata percentuale del comparto immobiliare che secondo stime prudenziali assorbe almeno un terzo dell'intero volume di crediti aziendali. Il settore delle attività immobiliari comprende principalmente società che finanziano tramite ipoteche immobili da reddito e progetti di promozione e sviluppo. Negli ultimi anni il comparto immobiliare è stato il principale responsabile del forte incremento dei crediti alla clientela aziendale. Solo l'agricoltura presenta un indebitamento maggiore in rapporto al valore aggiunto annuo (vedi grafico), ma la sua percentuale sul totale dei crediti aziendali in essere (3%) è molto più bassa. Ai crediti bancari in essere in Svizzera fanno riscontro elevati importi concessi in garanzia. Sui loro volumi non esistono dati definitivi, ma in media l'80% dei crediti è garantito da valori patrimoniali; nel settore immobiliare questa percentuale supera addirittura il 95%.

Nonostante ciò l'atteso aumento dei tassi aggrava la pressione sui margini. Le più penalizzate saranno le imprese che hanno già margini bassi. In generale il problema dell'indebitamento è molto meno grave di quanto facciano supporre le cifre della BRI. Non prevediamo pertanto gravi scossoni sui mercati, neppure nel settore immobiliare. La domanda residenziale, trainata dagli sviluppi demografici, rimane elevata anche in presenza di un rialzo dei tassi. Allo stesso tempo, per i prossimi anni si prefigura una situazione in cui l'offerta di spazi abitativi non riuscirà a tenere il passo con la domanda.

DEBITI DELLE IMPRESE SVIZZERE

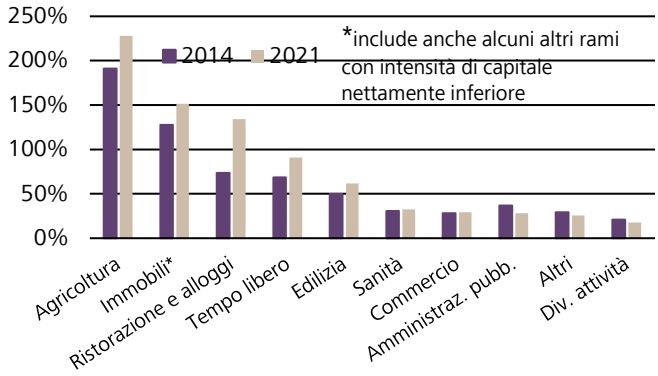
Imprese del ramo non finanziario, in % del PIL



Fonte: BRI, Raiffeisen Economic Research

INDEBITAMENTO PER SETTORI

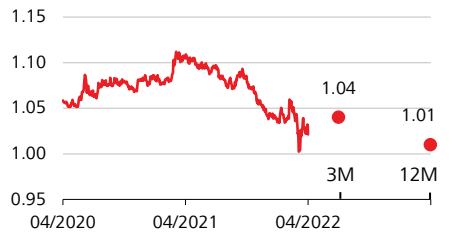
Crediti bancari in essere in % del valore aggiunto

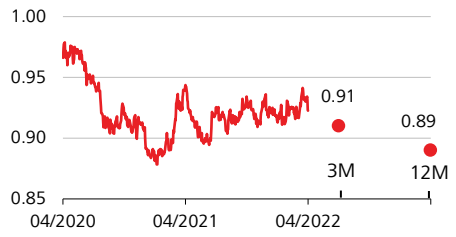


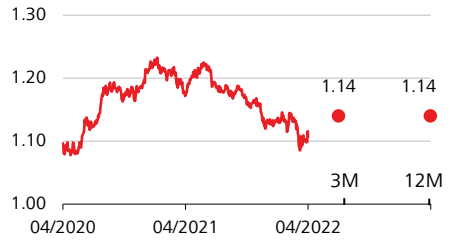
Fonte: BNS, Raiffeisen Economic Research

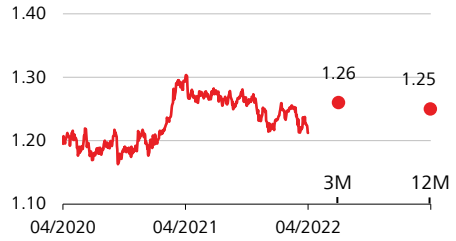
Valute

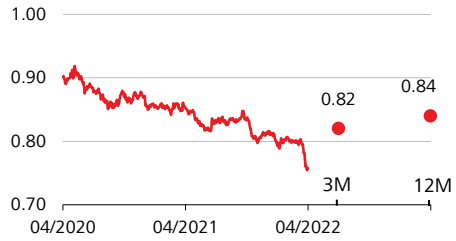
PREVISIONE











* moltiplicato per 100
Fonti: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office economic Research

EUR/CHF

A causa della guerra in Ucraina, a marzo l'euro ha oscillato tra CHF 0.9969 e CHF 1.0401. Per la prima volta dalla sospensione del corso minimo nel gennaio 2015, è stato quindi scambiato rispetto al franco svizzero a tratti sotto la parità. Le recenti tendenze di ripresa della moneta unica europea sono principalmente attribuibili alla precedente reazione eccessiva del mercato e a una maggiore attività sul mercato valutario da parte della Banca nazionale svizzera (BNS). Una prosecuzione della tendenza è improbabile. Rappresentano degli ostacoli l'aumento della domanda di valute «porto sicuro» come il franco e l'allargamento della differenza di inflazione tra la Svizzera e l'Eurozona.

USD/CHF

A marzo la Banca centrale statunitense Fed ha alzato i tassi di riferimento. In Svizzera, invece, i banchieri centrali probabilmente non opteranno per la stretta sui tassi fino all'inizio del 2023. Di conseguenza, l'ampliamento della differenza d'interesse rispetto al franco svizzero sostiene il dollaro USA. L'inflazione gioca però a suo sfavore. Questa «erode» sempre più l'economia con costi di produzione in aumento. Nemmeno la Svizzera viene risparmiata dall'inflazione, anche se nel nostro paese dovrebbe essere nettamente più moderata che negli Stati Uniti. Inoltre, sul «biglietto verde» pesa il crescente indebitamento pubblico statunitense. Prevediamo quindi ora il corso USD/CHF a 0.89 sul periodo di 12 mesi.

EUR/USD

Il mese scorso l'euro è sceso a tratti sotto la soglia di USD 1.10, per poi reagire e tornare appena sotto la sua media mobile a 50 giorni (USD 1.1181). La moneta unica europea soffre a seguito dell'invasione russa e del corso più restrittivo della Banca centrale statunitense Fed. Tuttavia, nei corsi attuali sono già presenti molti fattori negativi. Da parte sua, il «biglietto verde» è gravato dal doppio deficit negli Stati Uniti (bilancio, bilancia delle partite correnti). Per il corso EUR/USD prevediamo un movimento laterale.

GBP/CHF

Dallo scoppio della guerra in Ucraina, a causa del suo carattere ciclico la sterlina britannica si è mostrata volatile: la valuta britannica si è mossa all'interno della fascia di prezzo tra CHF 1.21 e 1.24. Nonostante l'ormai terzo aumento consecutivo dei tassi, è probabile che la Bank of England (BoE) adotterà una politica monetaria ancora più restrittiva: entro la fine dell'anno il mercato si attende ancora fino a cinque rialzi. Il conseguente ampliamento della differenza d'interesse rispetto al franco svizzero rafforzerà la sterlina. Tuttavia, il suo potenziale di rialzo è limitato dalle conseguenze economiche della Brexit. Su base annua vediamo la coppia di valute GBP/CHF invariata a 1.25.

JPY/CHF*

La Bank of Japan (BoJ) continua a vedere nella crescente pressione inflazionistica un fenomeno solo temporaneo. Contrariamente alla tendenza globale verso un'inversione dei tassi, i banchieri centrali mantengono quindi la loro politica monetaria ultraespansiva. A marzo, ciò ha penalizzato lo yen giapponese: rispetto al franco svizzero, è sceso a tratti fino allo 0.7509, il livello più basso dall'estate del 2015. Tuttavia, ci aspettiamo che la differenza d'interesse positiva e la forte sottovalutazione rispetto al franco svizzero nel lungo termine diano una spinta alla valuta giapponese. In questo contesto, al momento non vediamo alcuna necessità di adeguamento delle nostre previsioni JPY/CHF.

Previsione Raiffeisen (I)

CONGIUNTURA

PIL (Crescita annua media in %)

	2019	2020	2021	Previsione 2022	Previsione 2023
Svizzera	1.2	-2.5	3.7	2.5	1.8
Eurozona	1.3	-6.8	5.2	3.5	2.2
USA	2.2	-3.5	5.7	3.0	2.2
Cina	6.0	2.3	8.1	5.0	4.6
Giappone	0.3	-4.8	1.9	2.5	1.5
Globale (PPP)	2.8	-3.1	5.9	3.6	3.4

Inflazione (Crescita annua media in %)

	2019	2020	2021	Previsione 2022	Previsione 2023
Svizzera	0.4	-0.8	0.6	2.5	1.0
Eurozona	1.2	0.3	2.5	6.5	2.0
USA	1.8	1.2	4.7	7.0	2.5
Cina	2.9	2.5	0.9	2.2	2.0
Giappone	0.5	0.0	-0.3	1.5	1.0

MERCATI FINANZIARI

Tasso di riferimento (Fine anno in %)

	2019	2020	Actuel.*	Previsione 3M	Previsione 12M
CHF	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.50
EUR	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	0.00
USD	1.50-1.75	0.00-0.25	0.25-0.50	1.00-1.25	1.75-2.00
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	0.61	0.50	0.90
EUR (Germany)	-0.19	-0.57	0.62	0.50	1.00
USD	1.88	0.91	2.56	2.50	3.00
JPY	-0.02	0.02	0.23	0.20	0.20

Tassi di cambio (Fine anno)

	2019	2020	Actuel.*	Previsione 3M	Previsione 12M
EUR/CHF	1.09	1.08	1.02	1.04	1.01
USD/CHF	0.97	0.89	0.93	0.91	0.89
JPY/CHF (x 100)	0.89	0.86	0.75	0.82	0.84
EUR/USD	1.12	1.22	1.09	1.14	1.14
GBP/CHF	1.27	1.21	1.22	1.26	1.25

Materie prime (Fine anno)

	2019	2020	Actuel.*	Previsione 3M	Previsione 12M
Greggio (USD/barile)	68	52	105	105	90
Oro (USD/oncia)	1515	1898	1927	1950	1950

***07.04.2022**

Previsione Raiffeisen (II)

SVIZZERA - PREVISIONI DETTAGLIATE

	2018	2019	2020	2021	Previsione 2022	Previsione 2023
PIL, reale, variazione in %	**2.9**	**1.2**	**-2.5**	**3.7**	**2.5**	**1.8**
Consumo privato	0.6	1.4	-3.7	2.7	3.4	1.3
Consumo pubblico	1.0	0.7	3.5	2.7	-0.7	-0.1
Inv. per impianti e attrezzture	2.1	1.3	-2.5	4.0	3.1	2.8
Investimenti edilizi	0.1	-0.8	-0.5	1.2	-0.2	0.8
Esportazioni	4.9	1.5	-6.0	11.2	5.3	3.6
Imporrtazioni	3.5	2.3	-7.8	5.4	5.0	3.6
Tasso di disoccupazione in %	**2.6**	**2.3**	**3.2**	**3.0**	**2.3**	**2.1**
Inflazione in %	**0.9**	**0.4**	**-0.7**	**-0.6**	**2.5**	**1.0**

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

Autori
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.

RAIFFEISEN
Economic Research