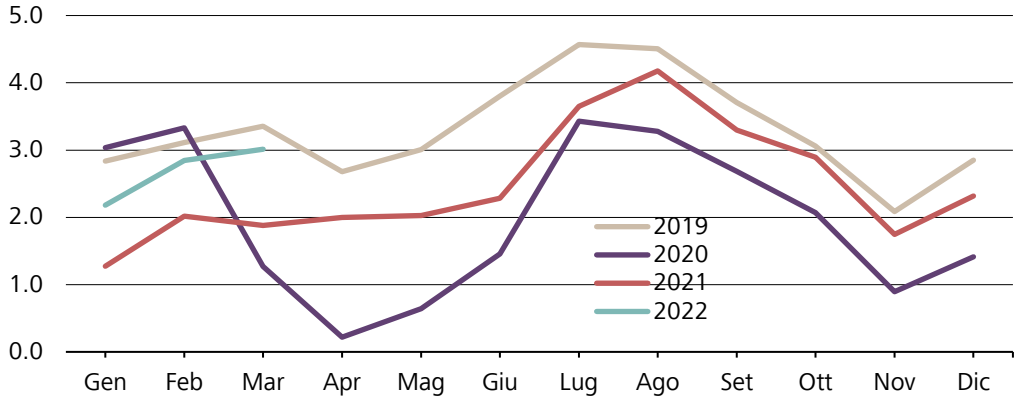
GIUGNO 2022

Rassegna congiunturale

L'economia svizzera ha resistito bene all'ondata di Omicron. Nel primo trimestre la crescita del PIL ha addirittura accelerato dallo 0.2% allo 0.5%. E nonostante il difficile clima economico globale, per il 2022 attendiamo un incremento del PIL di oltre il 2%. Nel raffronto internazionale, l'evoluzione del PIL è positiva e la pressione sui prezzi è nettamente inferiore alla media. La BNS non ha quindi bisogno di affrettarsi, anche se sta accennando a un possibile aumento dei tassi di interesse. Poiché la finestra di opportunità per questo intervento potrebbe richiudersi a breve e che la BCE dovrebbe effettuare i primi rialzi a partire da luglio, la BNS non dovrebbe tardare a operare una svolta e ad abbandonare almeno gli impopolari tassi di interesse negativi.

GRAFICO DEL MESE: BUONA STAGIONE INVERNALE

Pernottamenti nelle strutture ricettive svizzere, in milioni



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Quest'inverno Omicron ha nuovamente scoraggiato i viaggi all'estero e quindi penalizzato anche la Svizzera. Ciononostante, anche se i turisti provenienti dall'Europa e dall'America sono stati meno numerosi che in estate, l'industria del turismo ha registrato una buona stagione invernale. Grazie al ritiro delle restrizioni anti-Covid, il numero di pernottamenti ha recentemente recuperato i livelli pre-crisi. Ciò è dovuto non da ultimo alla continua vivace domanda del mercato interno. Il numero di pernottamenti degli ospiti svizzeri nell'ultimo semestre invernale è stato infatti superiore di quasi il 15% a quello pre-pandemico, a fronte di una diminuzione di oltre il 20% di quello dei turisti provenienti dall'estero. I visitatori del sud-est asiatico, in particolare, stentano a tornare. Manca ancora il 95% dei visitatori provenienti dalla Cina e la politica «zero-Covid» non contribuirà certo ad accelerare il loro ritorno.

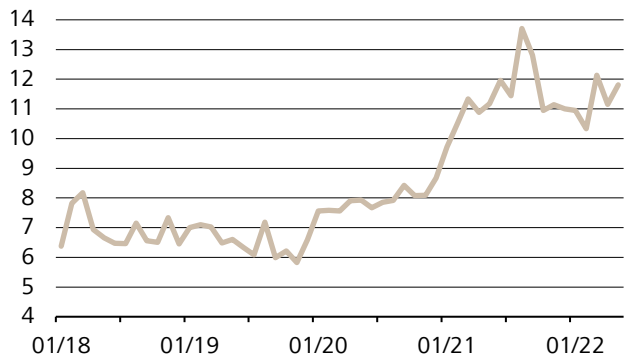
La stagione invernale è stata particolarmente favorevole per le ferrovie di montagna svizzere. L'anno scorso, alcune stazioni sciistiche hanno deciso all'ultimo momento di non aprire. Quest'inverno invece, anche i ristoranti di montagna erano aperti. La cifra d'affari del settore delle funivie è aumentata del 38%, superando così la media quinquennale.

Nonostante l'elevata inflazione, il numero di prenotazioni ha segnato una forte crescita: le persone sono ovviamente desiderose di approfittare del periodo estivo per recarsi all'estero. Ma anche gli svizzeri sono di nuovo molto più disposti a viaggiare. Il numero di passeggeri negli aeroporti svizzeri si è riavvicinato ai livelli pre-crisi e le operazioni all'estero di titolari di carte elvetiche sono in netta progressione. Il consumo di servizi potrebbe riprendersi anche in Svizzera. Mentre durante la pandemia le restrizioni sui viaggi avevano sostenuto l'economia di ben 0.1 punti percentuali, la libertà di recarsi all'estero e l'aumento del turismo degli acquisti potrebbero spingere la bilancia turistica svizzera in territorio negativo, ritrovando i livelli di prima della pandemia, e mettere sotto pressione il PIL.

Congiuntura

PERTURBAZIONI DELLE CATENE DI FORNITURA

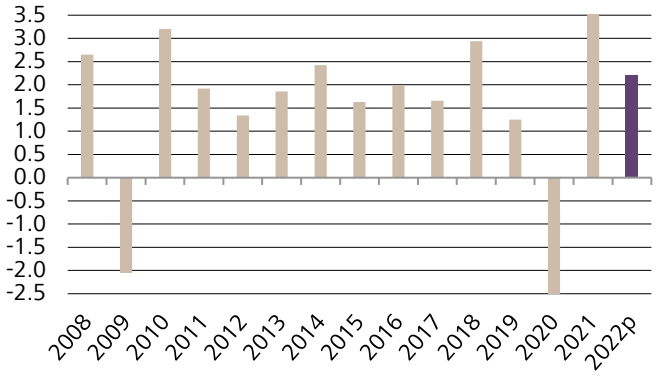
Quantità di merci su navi container non in movimento in %



Fonte: IfW, Raiffeisen Economic Research

CRESCITA DEL PIL SVIZZERO

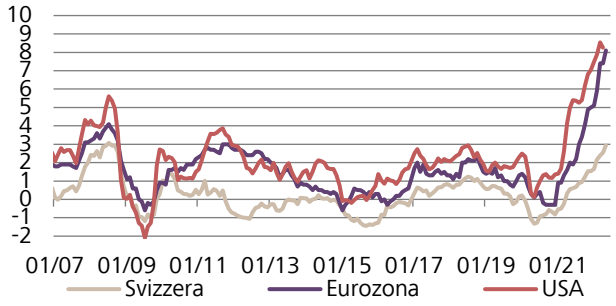
In % vs anno precedente, in termini reali



Fonte: SECO, Raiffeisen Economic Research

PREZZI AL CONSUMO

In % vs anno precedente



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Difficile contesto congiunturale

Il clima economico mondiale si è deteriorato. Dopo oltre tre mesi, la guerra in Ucraina non accenna a finire. Sebbene il blocco delle esportazioni verso la Russia non compromette sensibilmente il commercio mondiale, la situazione di penuria e incertezza delle forniture di numerose materie prime, dovuta alle sanzioni, mantiene alti i prezzi e mette a dura prova sia le aziende che le famiglie. Inoltre, la politica cinese dello zero-Covid, con le sue ripetute e drastiche restrizioni, provoca gravi perturbazioni nelle catene di fornitura.

A fronte delle turbolenze registrate nei primi mesi dell'anno, l'economia statunitense ha addirittura accusato una flessione dello 0.3% rispetto al trimestre precedente. Non si tratta però di una stagflazione: il segno negativo è imputabile alla forte volatilità delle importazioni e alle variazioni delle scorte. La domanda interna è invece robusta e la sfrenata ripresa dei consumi ha sostenuto anche le importazioni. I consumatori statunitensi non si sono infatti lasciati impressionare dalla pandemia grazie ai notevoli incrementi salariali e alle consistenti riserve finanziarie. L'esplosione dei prezzi dell'energia sta avendo invece un impatto molto più forte sull'umore dell'Eurozona. Anche in questo caso, però, i notevoli aiuti statali e i carnet d'ordini ben nutriti riescono a prevenire un rallentamento economico più grave. Inoltre, il ritiro delle misure anti-Covid sta favorendo la risalita del consumo di servizi.

L'economia svizzera naviga in acque più tranquille

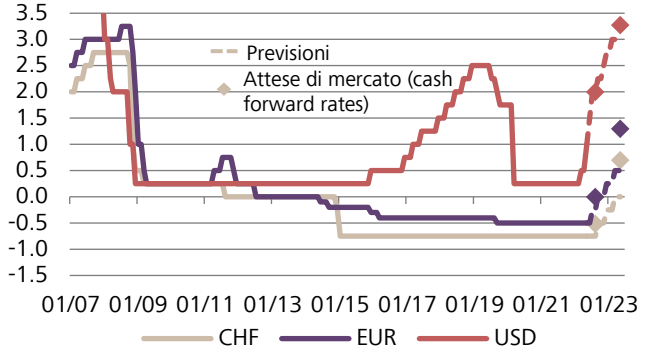
Questo vale anche per la Svizzera. L'abolizione in febbraio dell'obbligo di telelavoro e di certificato ha permesso il rimbalzo del settore della ristorazione e di altri servizi ed è riuscita ad arginare la frenata causata da Omicron all'inizio dell'anno. Trainata dall'industria in grande forma, la crescita del PIL svizzero è svettata nel primo trimestre allo 0.5%. Prima o poi, i fattori frenanti globali non risparmieranno di certo l'industria svizzera, anche se è meno energivora e meno sensibile ai cicli di molte altre. Nel complesso, tuttavia, il quadro economico rimane solido, non da ultimo nel mercato del lavoro. La Svizzera sta navigando in acque relativamente tranquille. Per il 2022, ci attendiamo pertanto un incremento del PIL superiore alla media, pari a oltre il 2%.

L'allentamento dei prezzi non è ancora in vista

Anche se il rialzo dei costi di approvvigionamento è rallentato, la pressione sui prezzi non accenna a calare e le aspettative di prezzo di vendita delle aziende rimangono quasi a livelli record. Soprattutto nell'Eurozona si fanno sempre più sentire gli effetti indiretti del rincaro dell'energia. Il tasso d'inflazione ha continuato a lievitare a maggio, raggiungendo l'8.1%, quasi come negli Stati Uniti. Anche in Svizzera le aziende intendono innalzare i prezzi, ma tale dinamica rimane comunque molto più contenuta, con un saggio d'inflazione annuo stimato di recente al 2.9%.

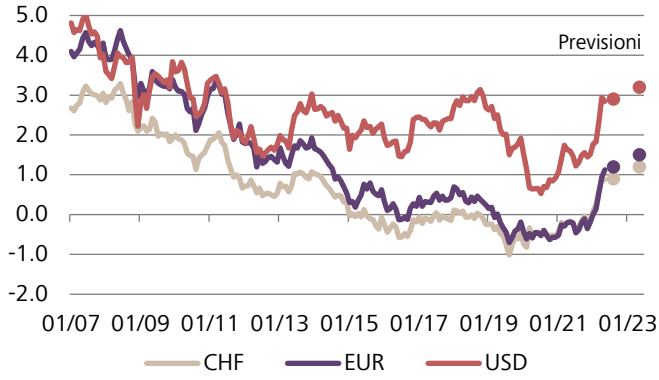
Tassi

TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



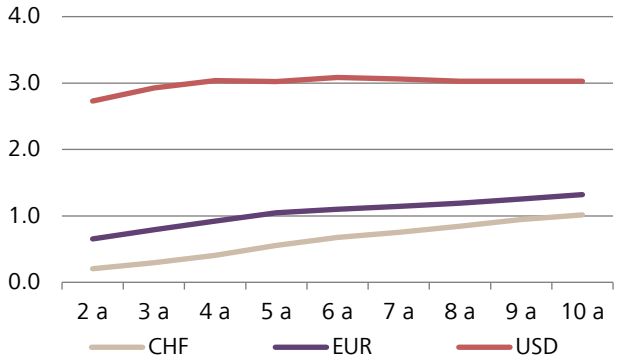
Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

CURVA DEI TASSI (STATO AL: 07.06.22), IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La Fed non demorde

Negli USA l'inflazione potrebbe aver raggiunto il picco al 8.5%, ma è ancora ben lungi dall'obiettivo del 2% fissato dalla Fed. Nel frattempo, i tassi di riferimento sono stati aumentati due volte per un totale di 75 punti base. Finché non ci saranno segnali chiari e convincenti di un maggiore indebolimento della dinamica dei prezzi, la Fed continuerà il suo valzer di rialzi. La stretta non si limita ai tassi, ma comporta anche una riduzione del bilancio. I tassi di interesse a lungo termine hanno già reagito ai piani sempre più decisi della Fed con un'impennata negli ultimi mesi. Poiché i banchieri centrali statunitensi non intendono abbandonare immediatamente l'inasprimento della politica monetaria anche in caso di forti correzioni dei mercati finanziari e di evidenti «sofferenze» per l'economia, gli operatori rimangono fiduciosi che l'inflazione possa essere riportata sotto controllo in un futuro non troppo lontano. Ciò ha recentemente attenuato le aspettative di inflazione a lungo termine e per il momento ha riportato i rendimenti dei Treasury decennali sotto la soglia del 3%.

La BCE pronta ad abbandonare i tassi di interesse negativi

Anche la BCE sta portando avanti la sua normalizzazione a un ritmo sempre più sostenuto. Christine Lagarde ha assunto una posizione eccezionalmente concreta e ha annunciato il percorso della politica monetaria per i prossimi mesi. La presidente della BCE intende terminare gli acquisti netti di obbligazioni molto presto nel terzo trimestre, spianando così la strada a un primo rialzo dei tassi alla riunione di luglio e all'abbandono dei tassi di interesse negativi entro la fine del terzo trimestre. E se a quel punto i rischi di deflazione non saranno nuovamente aumentati – cosa che al momento sembra estremamente improbabile – la BCE ritiene opportuno procedere a un'ulteriore normalizzazione e riportare i tassi in territorio positivo. Tuttavia, la presidente della BCE non vede (ancora) alcun motivo di precipitarsi e farsi prendere dal panico. Non ci sarà bisogno di imitare gli USA, visto che non ci sono ancora segnali di un'accelerazione indesiderata della dinamica salariale.

La BNS: eppur si muove

Sulla scia dei piani accelerati della BCE, anche la BNS sta uscendo allo scoperto. Nonostante le prospettive d'inflazione della Svizzera siano relativamente moderate, Thomas Jordan ha di recente sottolineato i rischi di effetti «second round». Se la pressione sui prezzi dovesse persistere, la BNS sarebbe quindi pronta a intervenire non solo sul mercato valutario, ma se necessario anche con rialzi dei tassi. La BNS non è ancora disposta, invece, a ridurre il differenziale dei tassi con l'Eurozona per evitare un ulteriore apprezzamento del franco svizzero. Non dovrebbe però aspettare troppo ad abbandonare gli impopolari tassi negativi, anche perché, vista l'estrema instabilità del contesto, la finestra di opportunità per farlo non rimarrà aperta a lungo. Un primo rialzo dei tassi di interesse della BNS entro settembre sembra ormai abbastanza probabile.

Settori svizzeri

Nel complesso, il mercato del lavoro svizzero ha incassato bene gli effetti negativi della pandemia. All'apice della crisi, oltre 1.3 milioni di persone lavoravano a orario ridotto, ora sono solo poche decine di migliaia. Sebbene il loro numero sia superiore a quello dei livelli pre-crisi, il grosso si concentra su pochi comparti, come quello degli alloggi e della ristorazione, dell'aviazione o dell'industria dei viaggi. Grazie alla ripresa congiunturale, anche l'occupazione è aumentata in modo significativo nella maggior parte dei settori. Dal gennaio 2022 il numero di disoccupati a livello nazionale è addirittura leggermente calato rispetto a prima della pandemia e con un tasso del 2.2% non è mai stato così basso negli ultimi 20 anni.

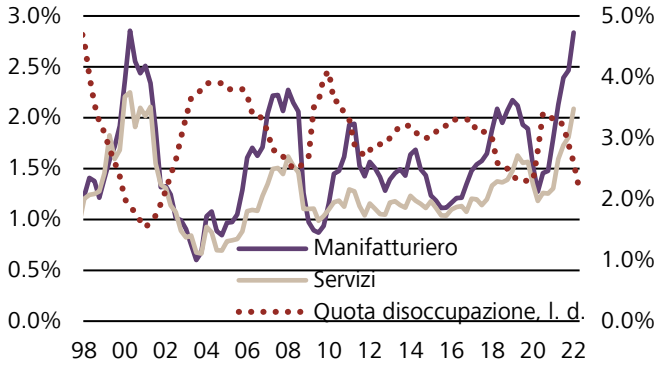
Il surriscaldamento del mercato del lavoro si riflette nel grande numero di posti vacanti. Sia nell'industria che nel settore dei servizi molte aziende sono alla disperata ricerca di personale. Nel primo trimestre del 2022 si è battuto un nuovo record: circa 100 000 posti di lavoro erano vacanti, ovvero 43 000 in più rispetto a un anno fa. A titolo di confronto, i centri regionali di collocamento contano attualmente poco più di 100 000 disoccupati e circa 180 000 persone in cerca d'impiego, ovvero quasi come prima della pandemia. In rapporto all'occupazione totale, il numero di posti vacanti è quasi pari a quello dell'inizio del millennio, quando il tasso di disoccupazione è rimasto sotto il 2% per sei mesi.

Rispetto alla situazione pre-pandemica, un periodo di quasi piena occupazione, oggi le aziende hanno molte più difficoltà a reperire personale adeguato. Secondo l'istituto di ricerca congiunturale KOF, una percentuale record di aziende dichiara che la carenza di personale impatta l'attività quotidiana in diversi comparti, come in quello manifatturiero o della ristorazione. La situazione è particolarmente precaria nell'industria metalmeccanica o nella sanità. In entrambi i rami la quota di posti vacanti è salita a livelli mai registrati fino a oggi. Il tasso di disoccupazione inferiore al 2% in entrambi i settori è molto basso e indica che rispetto ai posti vacanti il numero di persone in cerca d'impiego è molto basso. Anche il ramo IT è confrontato da anni alle stesse difficoltà: attualmente conta 5% di posti vacanti, cosa che non accadeva dagli anni del boom precedenti alla crisi finanziaria. Nel settore degli alloggi e della ristorazione la carenza di personale è invece un fenomeno nuovo. Il numero di posti vacanti non è mai stato così elevato dalla fine degli anni Novanta, quando, sulla scia della liberalizzazione del mercato, il comparto ha vissuto una forte crescita. Le attuali difficoltà di reclutamento sono imputabili alla pandemia: molti professionisti hanno cambiato lavoro durante la crisi e non sono più tornati al loro vecchio mestiere. Per assumere personale, i datori di lavoro hanno quindi iniziato a offrire condizioni di lavoro più interessanti. Secondo l'indagine del KOF, l'industria degli alloggi e della ristorazione è uno dei tre settori in cui quest'anno si prevedono i maggiori aumenti salariali (2%). Non sorprende che gli altri due siano proprio il settore metalmeccanico e quello dell'IT.

Ma una singola tornata salariale non basterà certo per ovviare alla carenza di personale qualificato. Ci vorrà molto di più. Nonostante i maggiori rischi congiunturali sarebbe però deleterio rivedere al ribasso i piani occupazionali delle aziende. Se l'economia svizzera, in proporzione agli altri paesi più resistente alla crisi, continuerà a crescere come previsto nei prossimi 4-6 trimestri, anche il tasso di disoccupazione rimarrà basso. Ciò significa che nei settori citati, la penuria di manodopera qualificata rimane uno dei problemi di maggiore attualità.

QUOTA DEI POSTI VACANTI

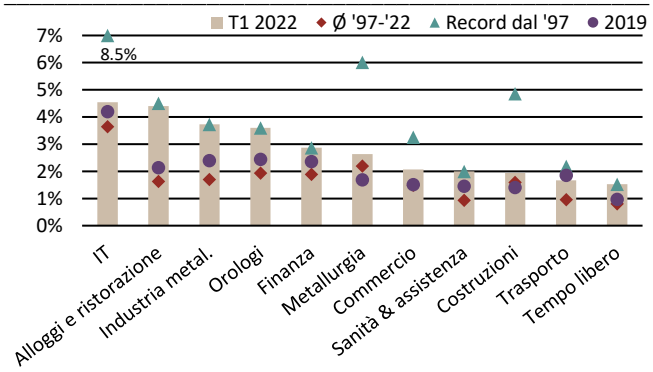
In % del numero di posti di lavoro



Fonte: UST, SECO Raiffeisen Economic Research

POSTI VACANTI PER SETTORE

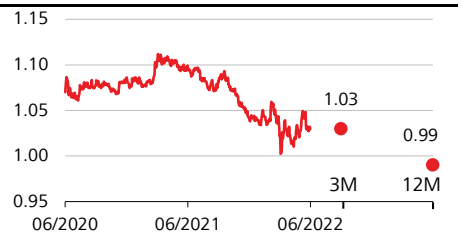
In % del numero di posti di lavoro



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

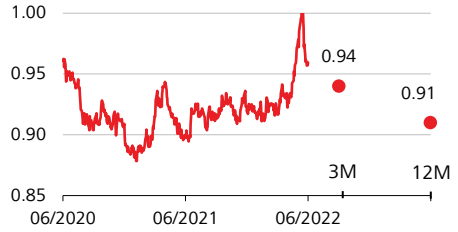
Valute

PREVISIONE



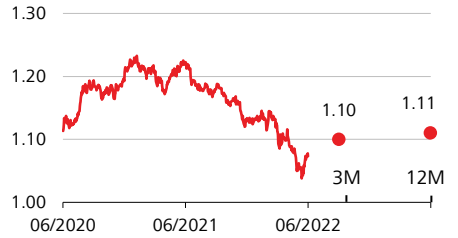
EUR/CHF

Con le sue recenti dichiarazioni sull'inflazione, Thomas Jordan, Presidente della Banca nazionale svizzera (BNS), ha alimentato le speculazioni su un possibile aumento dei tassi. A nostro avviso i banchieri centrali elvetici adotteranno una politica monetaria più restrittiva solo dopo la Banca centrale europea (BCE). Il mese scorso, intanto, l'euro si è mostrato una volta ancora volatile – il tasso di cambio EUR/CHF ha infatti oscillato tra 1.0194 e 1.0512. Alla luce dei numerosi fattori di rischio (inflazione, indebolimento congiunturale, guerra in Ucraina) prevediamo ora che, sul perio-do di un anno, la moneta unica europea scenderà sotto la parità rispetto al franco.



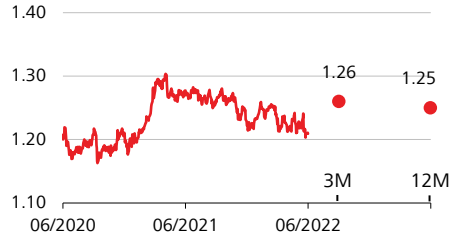
USD/CHF

A maggio il dollaro USA ha avuto un andamento a montagne russe. A seguito della politica monetaria più restrittiva della Banca centrale USA (Fed) e della forbice dei tassi che si va quindi aprendo rispetto all'estero, a metà mese il corso USD/CHF è salito fino alla parità – tanto caro il «biglietto verde» non lo era da dicembre 2019. Con questo movimento di corso la valuta USA è però salita in modo nettamente eccessivo, per cui, nel corso del mese, è di nuovo scesa a CHF 0.96. A seguito del crescente debito pubblico USA, dell'indebolimento della dinamica congiunturale e dell'inflazione chiaramente più elevata rispetto alla Svizzera, prevediamo un'ulteriore svalutazione del dollaro.



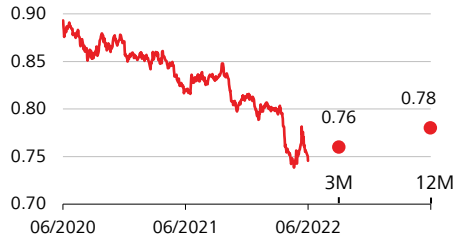
EUR/USD

Secondo i verbali della riunione di aprile della BCE, cresce il supporto dei banchieri centrali a una rapida normalizzazione della politica monetaria. La Presidente della BCE, Christine Lagarde, ha inoltre prospettato la fine dei tassi negativi per settembre. A metà maggio, le fantasie sui tassi insorte di conseguenza tra gli operatori di mercato, hanno arrestato il calo dell'euro rispetto al dollaro USA. Prevediamo che i banchieri centrali aumenteranno gradualmente i tassi a partire da luglio. Una politica monetaria più restrittiva della BCE e il problema irrisolto del debito USA dovreb-bero sostenere l'euro. Su base annua vediamo quindi la coppia di valute EUR/USD a 1.11.



GBP/CHF

L'attuale mix di inflazione, indebolimento congiunturale e guerra in Ucraina penalizza la sterlina britannica sensibile al rischio. A maggio il corso GBP/CHF ha quindi proseguito il suo trend laterale volatile. Per evitare un possibile scenario di stagflazione, probabilmente la Bank of England (BoE) inasprirà ulteriormente la politica monetaria – attualmente gli operatori di mercato prevedono ancora almeno quattro rialzi dei tassi entro fine anno. Il conseguente aumento della differenza d'interesse rispetto al franco svizzero dovrebbe rafforzare la valuta britannica. Un movimento duraturo oltre la soglia di 1.25 è però improbabile. Manteniamo quindi invariate le nostre prece-denti previsioni.



JPY/CHF*

Data la persistente pressione sui prezzi, sono sempre più numerose le banche centrali del mondo che adottano una politica monetaria più restrittiva. La Bank of Japan (BoJ) continua a opporsi a questo trend. Il crescente gap tra i tassi rispetto all'estero penalizza considerevolmente lo yen giapponese. Esso quindi, malgrado il contesto di mercato volatile, non è al momento praticamente richiesto dagli investitori come porto sicuro per i capitali. Prevediamo che la ormai forte sottovalu-tazione rispetto al franco svizzero darà allo yen di nuovo un po' di slancio nel medio termine. Non dovrebbero però esservi grandi rialzi di corso. Sul periodo di 12 mesi vediamo la coppia di valute JPY/CHF a 0.78.

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

Previsione Raiffeisen (I)

CONGIUNTURA

PIL (Crescita annua media in %)

	2019	2020	2021	Previsione 2022	Previsione 2023
Svizzera	1.2	-2.5	3.7	2.2	1.5
Eurozona	1.3	-6.8	5.2	2.5	1.0
USA	2.2	-3.5	5.7	2.0	1.5
Cina	6.0	2.3	8.1	3.0	4.0
Giappone	0.3	-4.8	1.9	1.5	0.5
Globale (PPP)	2.8	-3.1	5.9	2.5	2.0

Inflazione (Crescita annua media in %)

	2019	2020	2021	Previsione 2022	Previsione 2023
Svizzera	0.4	-0.8	0.6	2.5	1.5
Eurozona	1.2	0.3	2.6	7.0	3.0
USA	1.8	1.2	4.7	7.5	4.0
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 %)

	2020	2021	Actuel*	Previsione 3M	Previsione 12M
CHF	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	0.00
EUR	-0.50	-0.50	-0.50	-0.25	0.50
USD	0.00-0.25	0.00-0.25	0.75-1.00	1.75-2.00	2.75-3.00
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 %)

	2020	2021	Actuel*	Previsione 3M	Previsione 12M
CHF	-0.58	-0.15	0.99	1.00	1.20
EUR (Germania)	-0.57	-0.18	1.15	1.10	1.50
USD	0.91	1.51	3.17	2.80	3.20
JPY	0.02	0.07	0.25	0.30	0.50

Tassi di cambio (Fine anno)

	2020	2021	Actuel*	Previsione 3M	Previsione 12M
EUR/CHF	1.08	1.04	1.05	1.03	1.01
USD/CHF	0.89	0.91	0.99	0.94	0.89
JPY/CHF (x 100)	0.86	0.79	0.76	0.76	0.78
EUR/USD	1.22	1.14	1.05	1.10	1.14
GBP/CHF	1.21	1.23	1.22	1.26	1.25

Materie prime (Fine anno)

	2020	2021	Actuel*	Previsione 3M	Previsione 12M
Greggio (Brent, USD/barile)	52	78	120	105	90
Oro (USD/oncia)	1898	1829	1845	1950	2000

***07.06.2022**

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**	**2.2**	**1.5**
Consumo privato	0.6	1.4	-3.7	2.7	3.2	0.9
Consumo pubblico	1.0	0.7	3.5	2.7	3.0	-0.1
Inv. per impianti e attrezzature	2.1	1.3	-2.5	4.0	0.9	2.3
Investimenti edilizi	0.1	-0.8	-0.5	1.2	-1.0	0.6
Esportazioni	4.9	1.5	-6.0	11.2	4.7	3.8
Imporrtazioni	3.5	2.3	-7.8	5.4	8.9	3.8
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**	**1.5**

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/publikationen

Internet
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