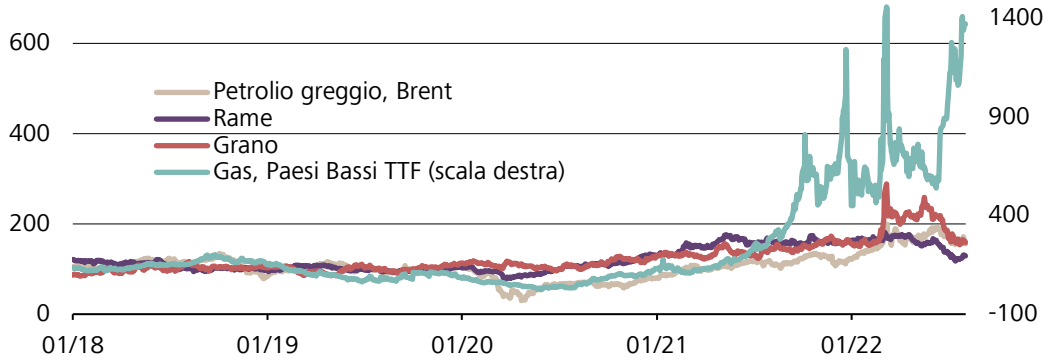
AGOSTO 2022

# Rassegna congiunturale

**Per il secondo trimestre consecutivo l'economia statunitense ha subito una lieve contrazione, entrando così in una cosiddetta recessione «tecnica». In Europa, invece, la fine delle restrizioni anti-Covid ha consentito un nuovo rimbalzo, anche se, sulla scia della crisi energetica, le prospettive economiche si stanno deteriorando molto più rapidamente che altrove. La forte inflazione ha fatto sprofondare la fiducia dei consumatori anche in Svizzera, spingendoci a fissare a 1.9% la crescita del PIL attesa per il 2022 e a rivedere quindi al ribasso le precedenti previsioni. Per contrastare il forte rincaro, le banche centrali intendono inasprire ulteriormente la politica monetaria. In Europa, la finestra di opportunità per questi interventi potrebbe però chiudersi abbastanza rapidamente a fronte di un rallentamento congiunturale più marcato.**

## GRAFICO DEL MESE: IL PREZZO DEL GAS FA ECCEZIONE

Prezzi delle materie prime, indice (2019=100)




Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

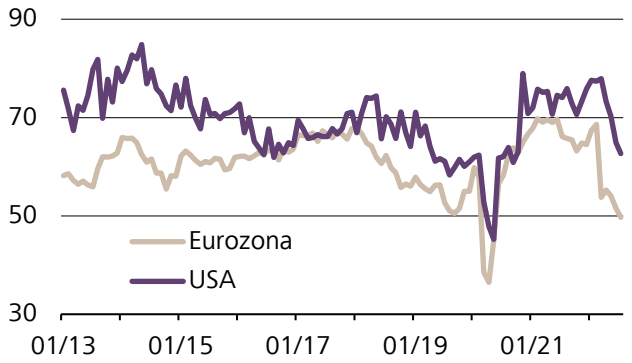
L'attenuazione degli effetti positivi prodotti dalle riaperture dei servizi e le incessanti spinte inflazionistiche hanno tarpato le ali all'economia mondiale. La flessione della domanda di beni ha permesso di riassorbire più rapidamente le criticità nelle catene di fornitura. Questi fattori e i crescenti timori di recessione hanno provocato un ribasso dei prezzi di numerose materie prime. Sebbene le quotazioni dei metalli industriali rimangano a livelli nettamente più elevati rispetto al periodo pre-Covid, i massimi dell'anno scorso sono ormai alle spalle. Questo vale, ad esempio, per il rame, spesso utilizzato come indicatore dello stato dell'economia globale. Una delle principali cause è il raffreddamento dell'attività edilizia negli Stati Uniti imputabile all'impennata dei tassi ipotecari. Di conseguenza, anche i prezzi del legname si sono avvicinati ai livelli pre-crisi. Si registra inoltre un arretramento dei prezzi delle materie prime agricole. Il grano, in particolare, ha ceduto di nuovo in modo significativo, nonostante il perdurare della guerra in Ucraina. Certo, l'accordo tra i belligeranti per consentire nuovamente le consegne di grano via mare sta contribuendo a ridurre le tensioni. Infine, nonostante il progetto di ulteriori sanzioni sulle esportazioni di petrolio russo, anche il Brent è sceso di nuovo sotto i 100 dollari. L'eccezione assoluta rimane il prezzo del gas, o più precisamente quello del gas europeo. Il gigante russo Gazprom ha di recente ridotto ulteriormente le forniture all'UE, già notevolmente limitate. La Germania riceverà solo il 20% del volume pre-crisi tramite il gasdotto Nord Stream 1. Questo rende ancora più difficile riempire a sufficienza gli impianti di stoccaggio per il prossimo inverno. Il gas commerciato nei Paesi Bassi continuerà quindi ad avere un costo record, quasi 14 volte superiore a quello del 2019, che sta già pesando sull'economia, a prescindere da un'eventuale penuria di gas.

RAIFFEISEN
Economic Research

# Congiuntura

## ATTESE DI PRODUZIONE

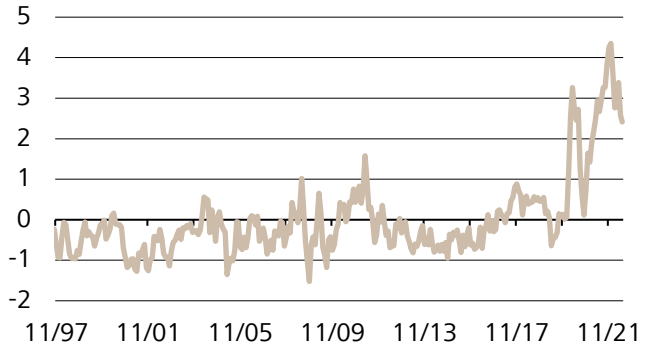
Indice direttori agli acquisti (PMI), industria manifatturiera




Fonte: S&P, Raiffeisen Economic Research

## INDICE DI PRESSIONE DELLE CATENE DI FORNITURA

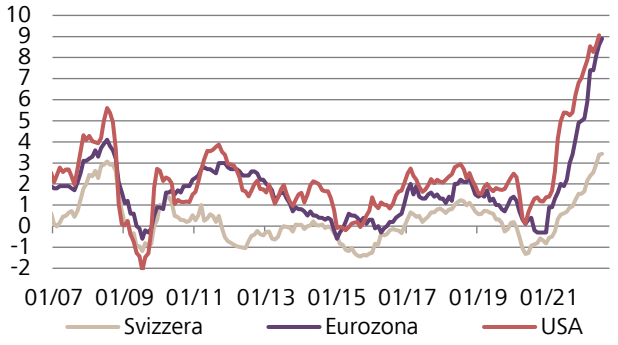
Globale, 0 = media di lungo periodo




Fonte: New York Fed, Raiffeisen Economic Research

## PREZZI AL CONSUMO

In % vs. anno precedente




Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### Nuvoloni all'orizzonte

Man mano che dileguano gli effetti della fine delle restrizioni anti-Covid e che i prezzi continuano a lievitare, sempre più nubi si addensano nel cielo dell'economia mondiale. Ciò vale in particolare per l'Europa che subisce l'impatto del costo dell'energia. Il turismo e la spesa per altri servizi stanno certo recuperando terreno, conferendo soprattutto ai paesi dell'Europa meridionale una robusta crescita del PIL nel secondo trimestre. Tuttavia, gli enormi incrementi di prezzo stanno mettendo a dura prova il potere d'acquisto delle famiglie e hanno fatto crollare a un nuovo minimo storico la fiducia dei consumatori nell'Eurozona e in Svizzera. Nonostante il risparmio accumulato durante la pandemia, i sostegni statali e la positiva situazione occupazionale, le famiglie si vedono sempre più costrette a limitare i propri consumi. Ciò si riflette in un calo significativo della domanda di beni e in una conseguente diminuzione delle vendite reali al dettaglio.

Anche nell'industria, la fine del boom del consumo di beni e l'incertezza delle prospettive economiche stanno causando una correzione del volume degli ordini. L'attuale riserva di commesse dovrebbe attenuare il declino dell'attività produttiva. Molto probabilmente non ci sarà invece la forte accelerazione sperata con il superamento delle strozzature nelle catene di fornitura. Le aspettative di produzione dei direttori degli acquisti dell'Eurozona sono scese ulteriormente a luglio, attestandosi su un livello fortemente inferiore alla media. Lo stesso vale per il barometro congiunturale svizzero KOF. Come nei paesi limitrofi, anche dall'indagine del KOF emerge un deterioramento, seppure meno accentuato, dei pacchetti di indicatori relativi al settore manifatturiero e ai consumi.

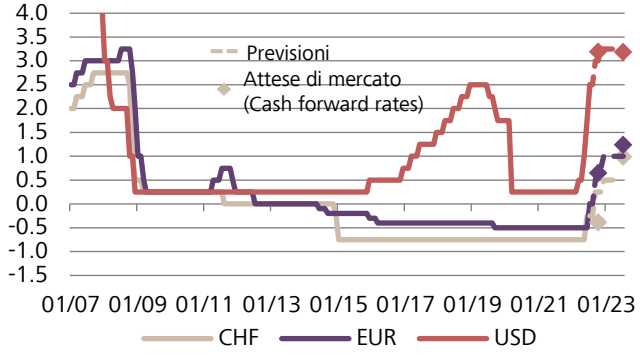
### Ascesa ininterrotta dei prezzi al consumo

Sebbene la politica cinese di «zero Covid» stia ancora causando ampie interruzioni delle forniture in tutto il mondo, si accumulano i segnali di un allentamento duraturo delle strozzature globali. Soprattutto i costi di trasporto navale si sono dimezzati rispetto al loro picco.

Accanto a una distensione dei prezzi delle materie prime – ad eccezione del gas europeo – la pressione sui prezzi a monte si sta gradualmente allentando. I produttori registrano solo lievi incrementi. Al momento, invece, non si delinea una chiara inversione di tendenza nei prezzi al consumo finale. Le aspettative sui prezzi nel commercio al dettaglio e nel settore dei servizi hanno iniziato a diminuire leggermente all'inizio del secondo semestre, ma rimangono quasi ai massimi storici. I prezzi al consumo sono aumentati più del previsto. Negli Stati Uniti, il tasso annuo è salito a giugno a oltre il 9% e nell'Eurozona è solo leggermente inferiore. In Svizzera, nonostante il recente apprezzamento del franco, ha pur sempre sfiorato la soglia del 3.5%.

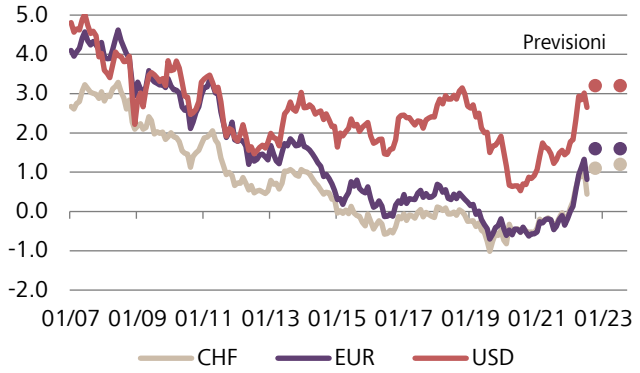
# Tassi

**TASSI DI RIFERIMENTO, IN %**



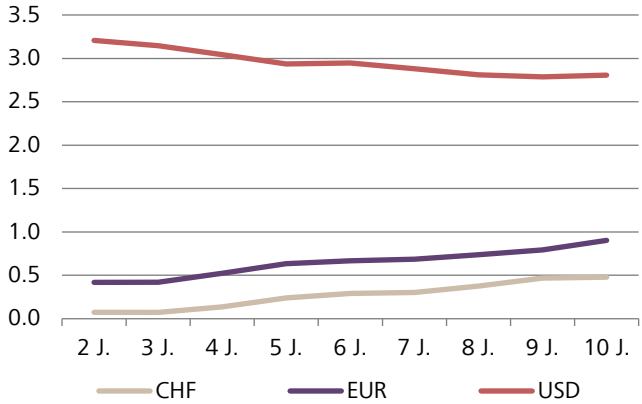

Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

**TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %**




Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

**CURVA DEI TASSI (STATO: 08.08.22), IN %**




Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### La Fed ha raggiunto il limite di velocità

Un'inflazione quasi a due cifre accompagnata da un basso livello di disoccupazione mantengono la pressione sulla Fed, che si vede costretta a inasprire la sua politica monetaria, anche se l'economia statunitense mostra sempre più chiari segni di raffreddamento. I banchieri centrali non hanno accelerato nuovamente la stretta sui tassi a giugno, ma ritengono ancora necessario un rapido e ulteriore rialzo fino a quando non vi saranno chiari segnali di un calo sostenuto della dinamica dei prezzi. Riprendere il controllo dell'inflazione è infatti una priorità assoluta. A tal fine, la Fed rimane pronta ad accettare un rallentamento più marcato dell'economia e a non invertire la rotta al primo segnale di decelerazione economica. La determinazione dimostrata dalla banca centrale, accanto alle accresciute preoccupazioni per l'economia, hanno fatto precipitare le aspettative sui tassi a lungo termine alla fine del primo semestre, spingendo i tassi di interesse del mercato dei capitali ben al di sotto dei massimi raggiunti.

### La BCE abolisce i tassi di interesse negativi

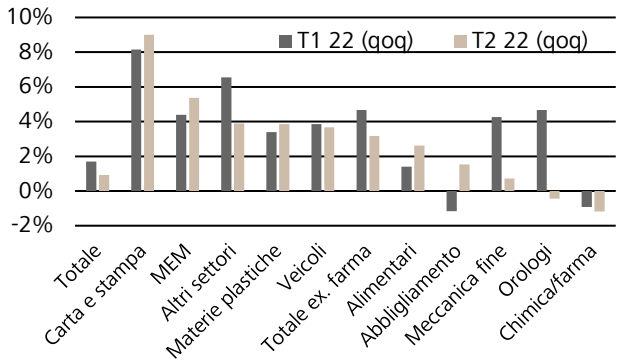
Anche la BCE sta accelerando la normalizzazione dei tassi di interesse. Dopo la cessazione degli acquisti netti di obbligazioni all'inizio di luglio, nella riunione di luglio ha deciso un aumento dei tassi di riferimento di 50 punti base, il doppio di quanto annunciato in precedenza. Il tasso di deposito è quindi pari a zero. I fattori decisivi sono stati il concretizzarsi del rischio di inflazione e il nuovo meccanismo anti-frammentazione «Transmission Protection Instrument», grazie al quale la BCE può ora, se necessario, effettuare acquisti flessibili di obbligazioni per contrastare un incremento «ingiustificato» dei premi di rischio di singoli Paesi membri nel corso della normalizzazione dei tassi d'interesse. Viste le attuali prospettive di inflazione, la BCE ritiene appropriati ulteriori e continui innalzamenti dei tassi verso un livello neutro. Tuttavia, una più forte contrazione economica potrebbe presto richiudere la finestra di opportunità per questi interventi.

### Franco forte e rialzo dei tassi

Dopo il rialzo preventivo di 50 punti base della BNS, la coppia EUR/CHF è scesa nettamente sotto la parità – anche se in misura «controllata», soprattutto in considerazione del notevole differenziale di inflazione. Ciò significa che nella riunione di settembre anche la BNS potrebbe dirigersi verso la fine della politica dei tassi di interesse negativi, probabilmente con un'ulteriore ampia manovra di rialzo. Tuttavia, se il franco dovesse ancora apprezzarsi, la BNS potrebbe essere tentata di rallentare la normalizzazione invece di intervenire di nuovo sul mercato valutario. In ogni caso, la necessità di normalizzazione rimane meno urgente in Svizzera, vista la situazione inflazionistica più distesa. Ciò ha provocato di recente una considerevole correzione al ribasso delle aspettative di mercato per il tasso di riferimento della BNS e un netto abbassamento dei tassi di interesse a lungo termine anche nel nostro Paese.

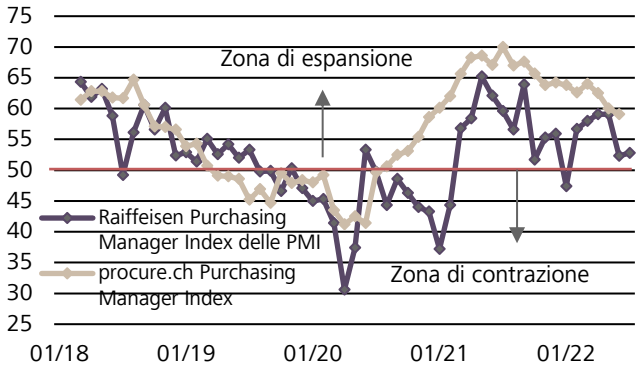
# Settori svizzeri

## CRESCITA DELL'EXPORT



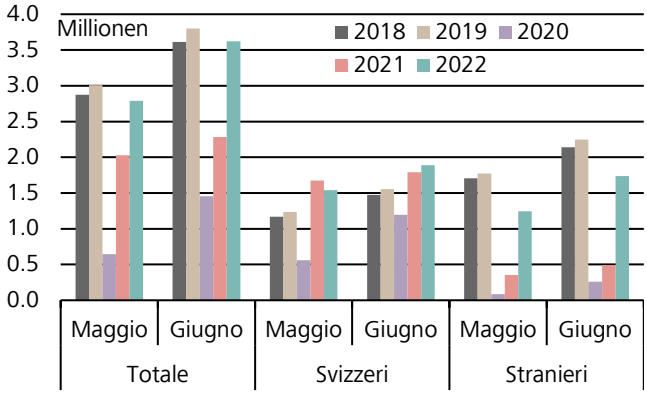

Fonte: AFD, Raiffeisen Economic Research

## FIDUCIA DELLE IMPRESE




Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

## PERNOTTAMENTI




Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

### Industrie MEM: forte balzo delle esportazioni

I due maggiori settori di esportazione svizzeri, quello chimico-farmaceutico e quello degli orologi, hanno recentemente subìto un netto calo dell'export. Ciononostante, nel secondo trimestre le esportazioni elvetiche sono aumentate per l'ottava volta consecutiva, anche se in misura minore rispetto al passato. Il contributo maggiore alla crescita è venuto dal terzo più grande comparto di esportazione, le industrie MEM, in particolare il settore dei metalli, le cui vendite all'estero hanno raggiunto un livello record. I «lockdown» in Cina hanno zavorrato l'export svizzero, in particolare quello orologiero che è letteralmente crollato. Le industrie MEM, invece, sono riuscite ad aumentare in modo significativo le loro vendite nel Regno di Mezzo. Nel complesso, tuttavia, le prospettive per gli esportatori si sono offuscate negli ultimi tempi. Oltre alla Cina, la crescita economica si sta indebolendo rapidamente anche negli Stati Uniti e nell'Eurozona, con conseguenti ripercussioni sulla domanda estera di beni svizzeri.

### Frenata per le PMI industriali

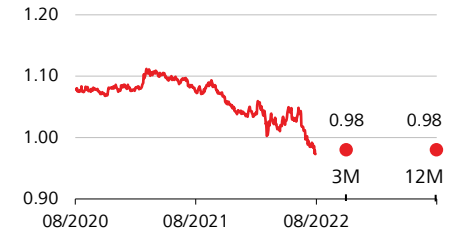
I carnet d'ordini dell'industria ancora pieni fino all'inverosimile offrono un buon cuscinetto agli esportatori. Tuttavia, negli ultimi tempi sono emersi segnali di rallentamento, soprattutto tra le PMI, che registrano un numero sempre minore di nuovi ordini. Il Raiffeisen Purchasing Manager Index delle PMI si è attestato a un livello solo lievemente superiore alla soglia di crescita di 50. Nelle grandi aziende, la dinamica di crescita è invece più sostenuta, come suggerisce il PMI di procure.ch che copre tutta l'economia. La diversa valutazione della situazione aziendale era in precedenza dovuta principalmente alle criticità nelle catene di fornitura che hanno penalizzato maggiormente le piccole e medie imprese. Ora, però, ci sono anche chiare differenze nella valutazione dei carnet d'ordini.

### Il turismo in risalita

L'industria del turismo, invece, ha iniziato bene la stagione estiva. Sebbene la popolazione abbia ripreso a viaggiare all'estero dopo l'allentamento delle restrizioni, le vacanze in Svizzera rimangono molto gettonate. In maggio e giugno il numero dei pernottamenti in Svizzera ha superato di gran lunga il livello pre-pandemia. Inoltre, i pernottamenti degli ospiti stranieri si sono più che triplicati rispetto all'anno precedente. Come emerge dai dati sugli atterraggi giornalieri negli aeroporti svizzeri, questa tendenza è proseguita anche a luglio. Nel complesso, il numero di pernottamenti all'inizio dell'estate ha quindi quasi recuperato il livello pre-crisi. Rimano però un notevole potenziale di crescita tra i visitatori stranieri, in particolare tra i turisti provenienti dall'Asia e soprattutto dalla Cina.

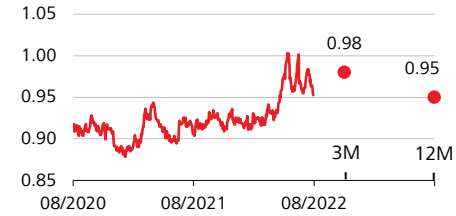
# Valute

## PREVISION



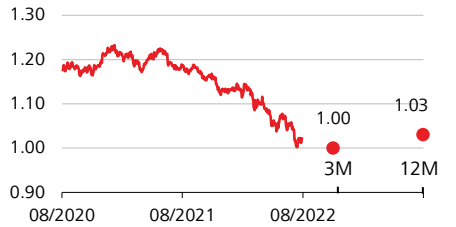

### EUR/CHF

La Banca nazionale svizzera (BNS) non ritiene più sopravvalutato il franco. Attualmente, quindi, non si oppone in modo estremo a una rivalutazione, tanto più che un franco più forte frena l'inflazione importata. Nel frattempo, a luglio, la Banca centrale europea (BCE) ha aumentato i tassi per la prima volta dal 2011 (+0.5%). Per tenere sotto controllo l'inflazione sono tuttavia necessari ulteriori aumenti. Questo e l'incombente arresto delle forniture di gas russe, alimentano il rischio di recessione nell'Eurozona. Un'inversione di tendenza del corso EUR/CHF non è quindi in vista. La nostra previsione a 3 mesi per la coppia di valute è ora a 0.98.



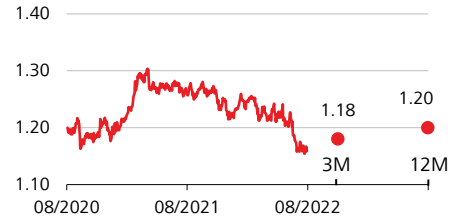

### USD/CHF

Per la seconda volta consecutiva la Banca centrale USA (Fed) ha aumentato i tassi di riferimento dello 0.75% – da inizio anno ciò corrisponde a un aumento totale dei tassi di 225 punti base. Il livello dei tassi nominali di conseguenza nettamente più alto rispetto al franco svizzero, sostiene il dollaro USA. Dopo che nel secondo trimestre gli USA sono scivolati in una recessione tecnica, in fatto di aumenti dei tassi la Fed dovrebbe però aver lentamente raggiunto il capolinea. Inoltre, probabilmente, a medio termine la questione del debito pubblico tornerà maggiormente in primo piano. A nostro avviso il «biglietto verde» dovrebbe quindi aver ampiamente esaurito il potenziale rialzista.



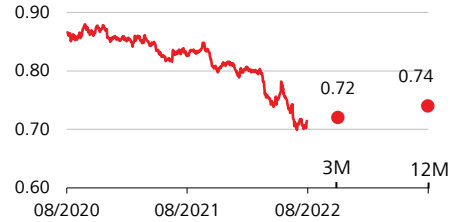

### EUR/USD

A luglio, per la prima volta dal 2002, la coppia di valute EUR/USD è scesa a tratti sotto la soglia di 1.00. Nell'anno in corso, rispetto al «biglietto verde», la moneta unica europea ha ormai perso oltre il 10% del valore, principalmente a causa dei crescenti timori di recessione degli investitori, dovuti all'elevata inflazione e alla politica più restrittiva delle banche centrali. La minaccia di una crisi energetica in Europa grava inoltre sulla moneta comune. Sebbene intanto sul fronte dell'euro dovrebbero essere stati scontati molti fattori negativi, mancano tuttavia impulsi per un'inversione di tendenza. Abbiamo quindi ridotto le nostre previsioni a 3 e 12 mesi a 1.00 rispettivamente a 1.03.




### GBP/CHF

Ultimamente il corso GBP/CHF si è mosso nella fascia di prezzo tra 1.15 e 1.18. La sterlina britanni-ca è in particolare frenata dall'inflazione persistentemente elevata in Gran Bretagna (giugno: +9.4%) e dal calo della dinamica congiunturale. Le dimissioni del Primo ministro Boris Johnson a luglio si sono rivelate un fattore negativo supplementare. Nel frattempo, la Bank of England (BoE) continua a intervenire sui tassi. Entro fine anno il mercato prevede un aumento dei tassi complessi-vo dell'1.5%. Il conseguente ampliamento della differenza d'interesse rispetto al franco svizzero sostiene la sterlina. Su base annua prevediamo la coppia di valute a un livello leggermente superiore, a 1.20.




### JPY/CHF*

Per sostenere la ripresa economica del paese – malgrado recenti prospettive inflazionistiche più elevate – la Bank of Japan (BoJ) non si scosta di un millimetro dalla sua politica monetaria ultrae-spansiva. I tassi a breve termine rimangono a -0.1%, l'obiettivo per i titoli di stato decennali a zero. Continua quindi a crescere il gap tra i tassi rispetto all'estero. Ciò dovrebbe tuttavia essere ormai ampiamente scontato nel tasso di cambio JPY/CHF. A luglio, la coppia di valute si è quindi stabiliz-zata sopra la soglia di 0.70. Una forte inversione di tendenza non è però prevista. Sul periodo di 12 mesi vediamo lo yen a CHF 0.74.

* 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 | 1.9 | 1.5 |
| **Eurozona** | 1.3 | -6.8 | 5.2 | 2.0 | 1.0 |
| **USA** | 2.2 | -3.5 | 5.7 | 1.5 | 1.0 |
| **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 | 2.3 | 2.0 |

**Inflazione (Crescita annua media in %)**

| | 2019 | 2020 | 2021 | Previsione 2022 | Previsione 2023 |
|---|---|---|---|---|---|
| **Svizzera** | 0.4 | -0.8 | 0.6 | 3.0 | 1.5 |
| **Eurozona** | 1.2 | 0.3 | 2.6 | 8.0 | 3.0 |
| **USA** | 1.8 | 1.2 | 4.7 | 8.5 | 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 | -0.25 | 0.25 | 0.50 |
| **EUR** | -0.50 | -0.50 | 0.00 | 0.50 | 1.00 |
| **USD** | 0.00-0.25 | 0.00-0.25 | 2.25-2.50 | 3.00-3.25 | 3.00-3.25 |
| **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 %)**

| | 2020 | 2021 | Actuel* | Previsione 3M | Previsione 12M |
|---|---|---|---|---|---|
| **CHF** | -0.58 | -0.15 | 0.47 | 1.10 | 1.20 |
| **EUR (Germania)** | -0.57 | -0.18 | 0.90 | 1.60 | 1.60 |
| **USD** | 0.91 | 1.51 | 2.81 | 3.20 | 3.20 |
| **JPY** | 0.02 | 0.07 | 0.17 | 0.30 | 0.50 |

**Tassi di cambio (Fine anno)**

| | 2020 | 2021 | Actuel* | Previsione 3M | Prognose 12M |
|---|---|---|---|---|---|
| **EUR/CHF** | 1.08 | 1.04 | 0.98 | 0.98 | 0.98 |
| **USD/CHF** | 0.89 | 0.91 | 0.96 | 0.98 | 0.95 |
| **JPY/CHF (x 100)** | 0.86 | 0.79 | 0.71 | 0.72 | 0.74 |
| **EUR/USD** | 1.22 | 1.14 | 1.02 | 1.00 | 1.03 |
| **GBP/CHF** | 1.21 | 1.23 | 1.16 | 1.18 | 1.20 |

**Materie prime (Fine anno)**

| | 2020 | 2021 | Actuel* | Previsione 3M | Previsione 12M |
|---|---|---|---|---|---|
| **Greggio (Brent, USD/barile)** | 52 | 78 | 96 | 105 | 95 |
| **Oro (USD/oncia)** | 1898 | 1829 | 1777 | 1850 | 1950 |

***08.08.2022**

# 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** | **1.9** | **1.5** |
| Consumo privato | 0.6 | 1.4 | -3.7 | 2.7 | 2.8 | 0.9 |
| Consumo pubblico | 1.0 | 0.7 | 3.5 | 2.7 | 2.6 | -0.1 |
| Inv. per impianti e attrezzature | 2.1 | 1.3 | -2.5 | 4.0 | 0.2 | 1.5 |
| Investimenti edilizi | 0.1 | -0.8 | -0.5 | 1.2 | -1.0 | 0.5 |
| Esportazioni | 4.9 | 1.5 | -6.0 | 11.2 | 4.6 | 4.0 |
| 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** | **2.2** | **2.2** |
| | | | | | | |
| **Inflazione in %** | **0.9** | **0.4** | **-0.8** | **0.6** | **3.0** | **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