

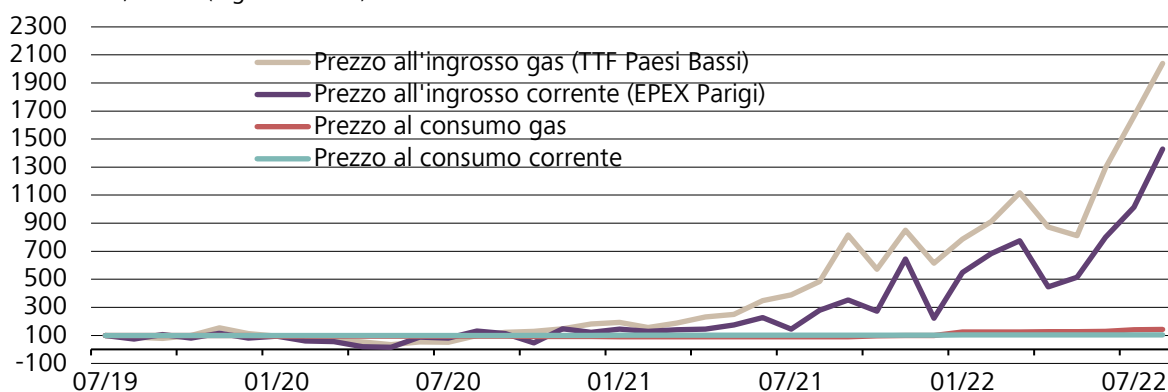
# Rassegna congiunturale

Nel secondo trimestre l'economia svizzera è riuscita a resistere, così come la maggior parte dei Paesi vicini. Ora cominciano però ad apparire grossi nuvoloni all'orizzonte. Nel confronto internazionale, la fiammata dei prezzi dell'energia sta impattando in minore misura l'economia svizzera, meno energivora e meno dipendente delle altre dal gas. I costi energetici stanno però lievitando anche qui, seppure con un certo ritardo, e lasciano presagire il perdurare di tassi d'inflazione elevati. Sulla scia dell'ampia pressione sui prezzi, la BNS potrebbe proseguire la sua politica di normalizzazione dei tassi. La robustezza del franco svizzero contribuisce comunque a smorzare l'inflazione importata e sta quindi dandole una mano.



## GRAFICO DEL MESE: PERDURA LO SHOCK ENERGETICO

Prezzi svizzeri in CHF, indice (luglio-19=100)



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Il caro energia rimane il tema centrale in Europa. Gli impianti di stoccaggio del gas si stanno riempiendo più velocemente del previsto. Non si bada a spese: in tutto il mondo si fa man bassa di gas, comprando a qualsiasi prezzo. I recenti progressi hanno fatto leggermente calare le quotazioni all'ingrosso, che rimangono però a livelli mai visti. E finché ci sarà una carenza di gas russo, l'offerta rimarrà limitata, anche perché gli altri Paesi esportatori stanno valutando di tagliare le forniture per contrastare l'incremento dei prezzi nel loro Paese. Allo stesso tempo, l'esplosione del prezzo del gas continua a fomentare il costo della corrente elettrica. Nel mercato dell'elettricità, i prezzi vengono determinati dalla fonte di energia necessaria a coprire il fabbisogno. E tale fonte è di solito il gas. Anche la Svizzera è impattata dalla situazione, vista la sua partecipazione alla rete d'interconnessione elettrica dell'Europa centrale, e i prezzi all'ingrosso ne risentono. Anche se le aziende elettriche svizzere dispongono in parte di una buona quota di produzione propria e di contratti di fornitura pluriennali che hanno permesso per il momento di evitare un'impennata dei prezzi, i fornitori

hanno annunciato aumenti medi di oltre il 30% per inizio gennaio, la prossima data di adeguamento annuale, dopo un primo rialzo del 2.4% all'inizio di quest'anno.

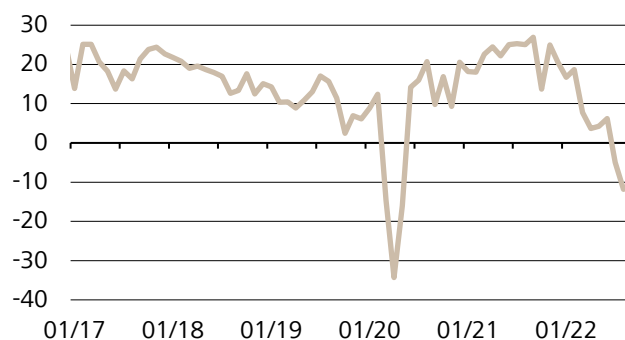
A ciò si aggiungono le quotazioni del gas in continua volata. Dai dati dei prezzi al consumo di agosto emerge un rincaro annuo del 58%. Con un po' di ritardo, il caro energia si fa quindi sentire anche in Svizzera sia per i privati che per le aziende. È infatti impossibile sganciarsi dalla tendenza europea. L'UE sta ora cercando freneticamente delle soluzioni per disaccoppiare i prezzi dell'elettricità da quelli del gas, nella speranza di frenare l'impennata. È pertanto difficile prevedere l'andamento dell'inflazione nei prossimi mesi, soprattutto perché dipende in larga misura da eventuali ulteriori misure di sostegno da parte dei governi nazionali. Poiché il Consiglio federale non ritiene necessario un intervento di calmieramento, è probabile che i prezzi dell'energia in Svizzera continuino ancora a salire, alimentando così l'inflazione anche l'anno prossimo. Per il 2023 prevediamo pertanto un tasso d'inflazione del 2.5% dopo il 3.0% di quest'anno.

# Congiuntura



## ASPETTATIVE PER L'EXPORT SVIZZERO

Inchiesta congiunturale KOF-Industria

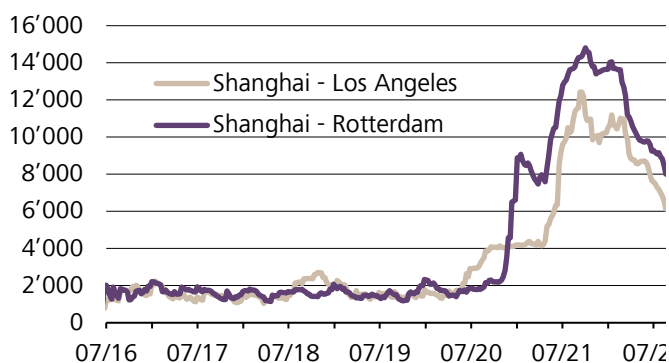


Fonte: KOF, Raiffeisen Economic Research



## TARIFE TRASPORTO MERCI VIA NAVE

Tariffe trasporto navale in USD/container 40ft

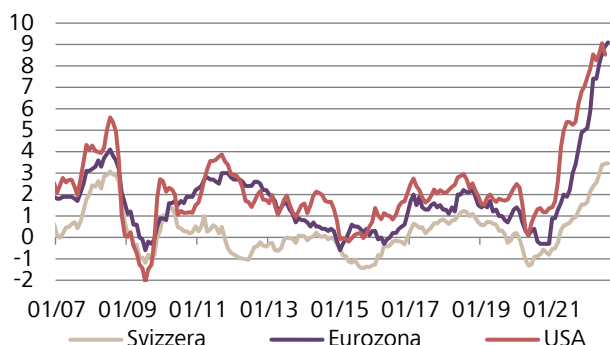


Fonte: Drewry, Raiffeisen Economic Research



## PREZZI AL CONSUMO

In % rispetto all'anno scorso



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

## Il caro energia lascia il segno

Guardando nel retrovisore, possiamo osservare che nel secondo trimestre l'economia svizzera ha proseguito la sua risalita dopo il tonfo dovuto alla pandemia. Il PIL è aumentato di un rispettabile 0.3%, trainato dai consumi privati. Ora però, come tutta l'Europa, anche la Svizzera viene travolta dalla crisi energetica. La crescita moderata dei redditi malgrado l'incremento dell'inflazione erode il potere d'acquisto. Nei Paesi vicini, i governi moltiplicano gli aiuti alle famiglie e all'industria, mentre i consumatori utilizzano i risparmi accumulati durante la pandemia per far fronte agli aumenti dei prezzi. Ciononostante molte famiglie sono già costrette a limitare i propri consumi. Nell'Eurozona il commercio al dettaglio ha registrato una significativa battuta d'arresto a metà anno e anche in Svizzera ha arrancato. Le aspettative dei commercianti sono sempre più pessimistiche. Dopo una stagione estiva positiva, anche il settore degli alloggi, della ristorazione e del tempo libero assiste a una flessione della domanda. L'industria europea sta certo beneficiando dell'allentamento delle strozzature nelle catene di fornitura, ma al contempo soffre del calo degli ordini e dei numerosi annullamenti. Soprattutto le aziende ad alta intensità energetica stanno già riducendo le loro attività - pur in assenza di una penuria concreta di energia - o trasferendo le attività in altre sedi (meno costose). Anche l'industria svizzera, molto meno energivora, risente dei forti venti contrari. All'inizio del secondo semestre, le aspettative di esportazione del KOF sono di conseguenza scivolose in territorio negativo.

## L'inflazione rimane sostenuta

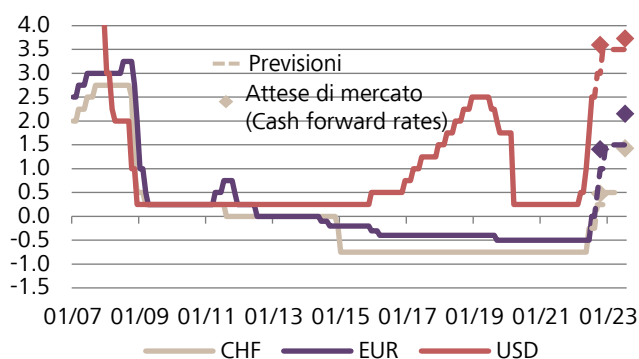
I problemi delle catene di approvvigionamento si stanno riassorbendo gradualmente a fronte di un indebolimento della domanda di beni. Le tariffe del trasporto navale hanno subito una notevole correzione e le scorte sono in forte crescita. Inoltre, le prospettive congiunturali poco incoraggianti hanno fatto calare i prezzi di molte materie prime, limitando il margine di manovra delle aziende nell'adeguamento dei loro prezzi. Dopo i forti rialzi post-pandemia, si assiste ora a un'inversione di tendenza per alcuni beni, come per le auto usate negli USA. È quindi probabile che anche l'inflazione negli Stati Uniti abbia raggiunto il suo picco. Tuttavia, l'economia statunitense, finora più resistente, e in particolare la rigidità del mercato del lavoro continuano a far lievitare i salari in modo «malsano», mantenendo alte le pressioni sotto-stanti sui prezzi.

Nell'Eurozona, la dinamica salariale è stata finora molto meno vivace. D'altro canto, l'esplosione dei prezzi dell'energia sta provocando sempre più effetti *second round* e sta portando l'inflazione verso il 10%. In Svizzera, l'inflazione si è di recente stabilizzata a un tasso annuo del 3.5%, quindi nettamente inferiore, grazie anche all'apprezzamento del franco. Tuttavia, gli effetti ritardati del caro energia impediranno nel 2023 una riduzione più marcata del tasso annuale.

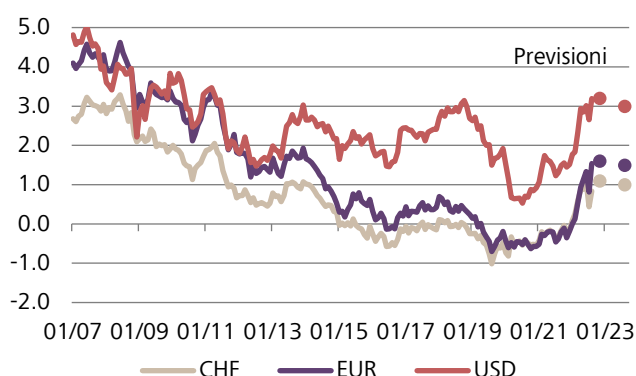
## Tassi



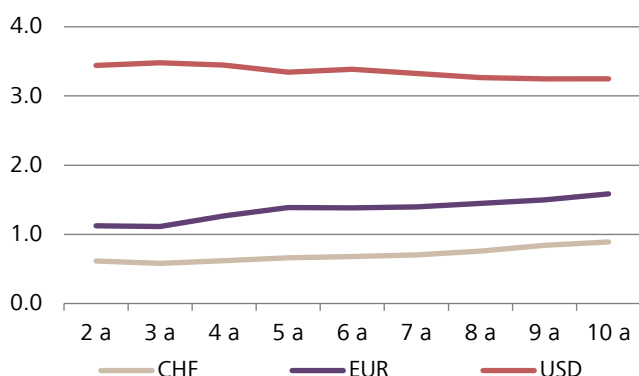
## TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



## TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %



## CURVA DEI TASSI (STATO: 08.09.22), IN %



## La Fed non demorde

Negli Stati Uniti l'inflazione ha ormai superato il suo picco, ma è ancora lungi dal target del 2% stabilito dalla Fed. Incoraggiata dal forte momentum economico, la banca centrale americana continua la sua «energica» stretta monetaria, pur consapevole, come ammette Jerome Powell, del doloroso impatto di questa politica sull'economia. Al simposio dei banchieri centrali di Jackson Hole il presidente della Fed ha smentito con veemenza le speculazioni su un taglio dei tassi già l'anno prossimo, sottolineando che ci vorrà ancora del tempo prima di poter sconfiggere l'inflazione. Le esperienze del passato mettono in guardia da un allentamento prematuro. Powell ha ricordato Paul Volcker, che all'inizio degli anni Ottanta aveva dovuto tirare fortemente le redini per frenare un'inflazione rimasta indomata per ben 15 anni. Allora, per contenere il surriscaldamento dei prezzi si era reso necessario un prolungato periodo di politica monetaria molto restrittiva. Anche questa volta la Fed è pronta ad agire con determinazione. I toni risoluti della Fed hanno provocato una nuova inversione delle attese sui tassi rispetto alla recente correzione.

## La BCE naviga a vista

La BCE ha interrotto gli acquisti netti di obbligazioni solo a metà anno e iniziato la normalizzazione dei tassi a luglio. Dopo due rialzi, i tassi di riferimento sono tornati in territorio positivo. Di fronte al rischio di una recrudescenza dell'inflazione, la banca centrale europea ritiene attualmente appropriata un'ulteriore manovra restrittiva anche se le prospettive economiche si sono fortemente deteriorate. Il Consiglio della BCE preferisce navigare a vista e decidere di seduta in seduta sulla base degli ultimi dati. L'economista capo della BCE è a favore di interventi a ritmo costante per contenere gli effetti collaterali e correggere la rotta in caso di bisogno – uno scenario che potrebbe diventare presto realtà visti i crescenti segnali di decelerazione congiunturale.

## La BNS può soppesare pro e contro

Il franco si è nettamente apprezzato dopo il preventivo rialzo dei tassi di 50 punti base deciso a metà giugno dalla BNS. Il rapporto EUR/CHF ha sfiorato la soglia di 0.95. La rivalutazione nominale è giustificata in gran parte dall'elevato differenziale di inflazione. In questo senso la BNS potrebbe decidere a settembre di porre fine alla politica dei tassi negativi e procedere a un nuovo netto rialzo. La robustezza del franco aiuta a contenere l'inflazione importata, e potrebbe anche indurre la Banca nazionale a rallentare il ritmo di normalizzazione nelle prossime sedute invece di intervenire di nuovo sul mercato delle divise.

## Settori svizzeri - flash sui costi dell'energia

Oggi il consumo energetico svizzero corrisponde più o meno ai livelli dei primi anni Novanta – nonostante la forte crescita della popolazione e dell'economia. I prodotti petroliferi come il gasolio e la benzina rimangono la principale fonte energetica con una quota del 40% del consumo complessivo. Il loro impiego si è però fortemente ridotto negli ultimi decenni soprattutto grazie a sviluppi tecnologici volti ad aumentare la sobrietà dei prodotti. Per contro è salito il consumo di elettricità e metano. Nell'industria la corrente elettrica è la principale fonte di energia già dagli anni Ottanta. Da 20 anni anche il settore terziario consuma più elettricità che prodotti petroliferi. Attualmente l'industria e il terziario coprono il 40% del loro fabbisogno energetico con la corrente elettrica, mentre la quota del gas naturale si attesta rispettivamente sul 25% e 20%. Nel complesso il consumo di energia elettrica ha registrato una crescita inferiore a quella demografica. Il motivo è da ricercare in un costante incremento dell'efficienza, che negli ultimi anni ha permesso di evitare un aumento dei consumi complessivi.

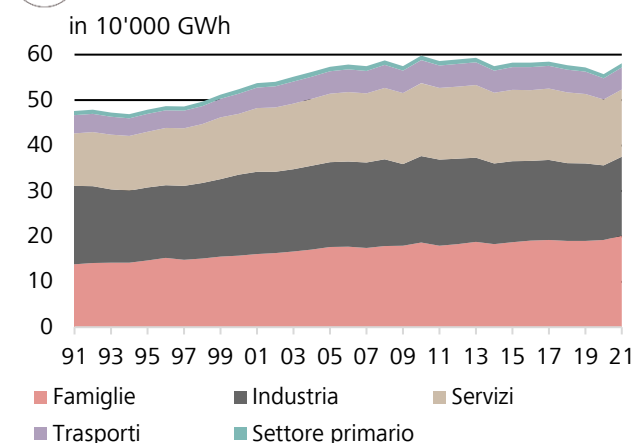
I costi energetici delle imprese non sono però diminuiti di pari passo con l'intensità energetica. Ciò è dovuto a un rialzo sproporzionato dei costi dell'energia rispetto ai prezzi al consumo. Trent'anni fa la spesa energetica rappresentava quasi il 5% del valore aggiunto dell'industria. Oggi è scesa a circa il 4%. A prima vista sembra una percentuale modesta. In molti settori, però, le bollette dell'energia sono ben più elevate (vedi grafico), anche senza contare le recenti impennate dei prezzi. I comparti più energivori sono

l'industria metalmeccanica e la produzione della carta. In questi due rami la bolletta energetica assorbe il 30% del valore aggiunto. Al secondo posto, con il 15%, viene il settore del vetro e della ceramica, soprattutto a causa della produzione di cemento ad alto consumo di energia. Nel terziario i principali fattori di costo sono di gran lunga il personale e i canoni di locazione, ma anche all'interno di questo comparto vi sono delle aziende in cui un'elevata quota del valore aggiunto è destinata ai costi energetici e in particolare al riscaldamento di grandi spazi e ai condizionatori d'aria. A titolo di esempio si possono citare le piscine, le palestre e gli alberghi.

Per la maggior parte delle aziende, il caro gas è già una realtà, anche se è destinato ad acuirsi sulla scia del recente e forte rincaro dei prezzi all'ingrosso. L'esorbitante impennata dei prezzi di mercato dell'energia elettrica si ripercuote invece più lentamente sui clienti finali. I grandi consumatori possono coprire il loro fabbisogno di corrente sul mercato libero e sono pertanto già esposti a costi energetici più elevati. Per la maggioranza delle imprese (e delle famiglie) la bolletta della luce aumenta invece solo all'inizio dell'anno, con l'adeguamento annuale dei prezzi delle utenze. In media il rialzo annunciato è circa 25%, un massimo storico per i prezzi dell'energia elettrica. Questi sviluppi premono sulla redditività anche dei settori a più basso consumo. Nonostante le rafforzate misure di risparmio, molte aziende cercheranno di scaricare il caro energia sui consumatori. Altrimenti, le più energivore rischiano di chiudere i battenti.

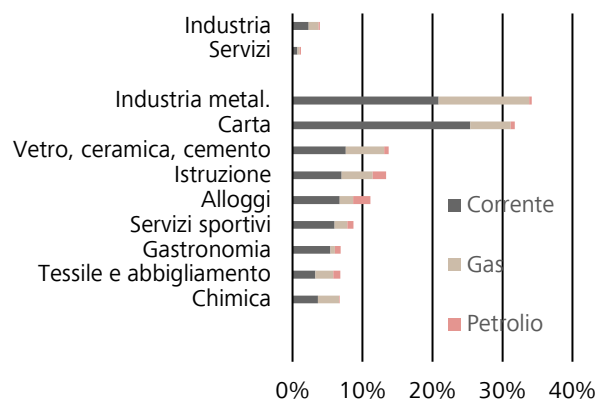


### CONSUMO SVIZZERO DI ELETTRICITÀ



### COSTI ENERGETICI PER SETTORE

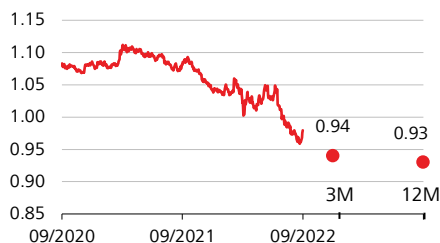
in % del valore aggiunto (stato luglio 2022)



## Valute

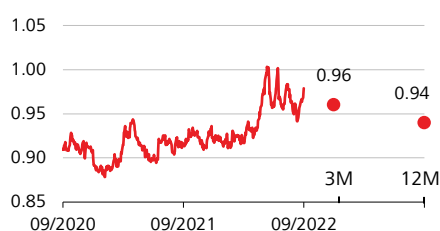


## PREVISIONI



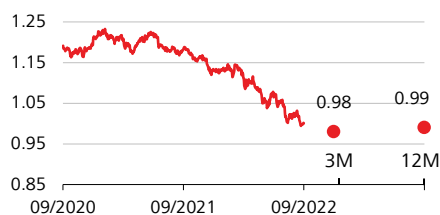
## EUR/CHF

In agosto l'euro è sceso a tratti a CHF 0.9553: il minimo storico. La moneta unica europea risente della guerra in Ucraina, dell'inflazione record e del crescente pericolo di recessione. L'aggravarsi della crisi energetica e la posizione incerta della Banca centrale europea (BCE) in merito alla svolta dei tassi d'interesse garantiscono ulteriore vento contrario. Al momento, poco è favorevole a una ripresa dell'euro. Tuttavia, presumiamo che, a fronte dell'economia di esportazione nazionale, la Banca nazionale svizzera (BNS) non consentirà una rivalutazione indefinita del franco. Abbiamo leggermente ridimensionato le nostre previsioni per la coppia di valute EUR/CHF.



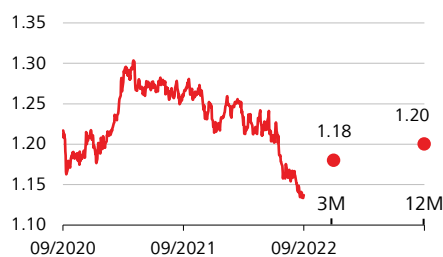
## USD/CHF

La Banca centrale USA (Fed) mantiene la linea rigorosa nella lotta all'inflazione. È quanto ha confermato il Presidente Powell nell'incontro annuale dei banchieri centrali a Jackson Hole. Di conseguenza ad agosto il dollaro USA ha recuperato ca. il 2% rispetto al franco svizzero. A questo punto, tuttavia, il «biglietto verde» dovrebbe aver ampiamente esaurito il potenziale di rialzo. A medio termine, l'attenzione si sposterà probabilmente di nuovo con forza sul problematico debito pubblico USA. A nostro avviso, questo e l'inflazione più bassa in Svizzera sono favorevoli a un franco un po' più forte



## EUR/USD

L'euro ha ampliato le sue perdite nei confronti del dollaro USA. In agosto è addirittura sceso a tratti sotto la parità. Dall'inizio dell'anno ha quindi perso oltre il 12% del suo valore rispetto al «biglietto verde». Oltre al contesto incerto del mercato, la moneta unica europea risente del continuo ampliarsi del divario dei tassi nei confronti degli USA. Riteniamo che la pressione durerà ancora a lungo. Tuttavia, in merito al tema della recessione, nel corso EUR/USD è già stato scontato molto di negativo. Di conseguenza, vediamo ora l'euro a USD 0.98 su un orizzonte di 3 mesi e a USD 0.99 su 12 mesi



## GBP/CHF

La Bank of England (BoE) per il momento non è riuscita a contrastare le pressioni inflazionistiche nel Regno Unito (luglio: +10.1%). Allo stesso tempo, l'economia rischia di scivolare in una fase di recessione: nel secondo trimestre, il prodotto interno lordo (PIL) si è ridotto dello 0.1%. Di conseguenza, il mese scorso la sterlina britannica ha perso ulteriore terreno nei confronti del franco svizzero. Tuttavia, la BoE continuerà probabilmente a intervenire sui tassi: il mercato si aspetta un tasso di riferimento superiore al 3% entro la fine dell'anno. Il conseguente ampliamento del differenziale dei tassi rispetto al franco dovrebbe dare un po' di spinta alla sterlina. Su base annua prevediamo la coppia di valute GBP/CHF a un livello leggermente superiore.



## JPY/CHF\*

Di recente l'inflazione in Giappone ha superato per il quarto mese consecutivo l'obiettivo del 2% (luglio: +2.6%) della Bank of Japan (BoJ). È comunque improbabile che i banchieri centrali abbandonino a breve la politica dei tassi estremamente bassi. Infatti, sono convinti che il recente aumento dell'inflazione sia solo temporaneo e che l'allentamento della politica monetaria sia ancora necessario per sostenere l'economia del paese. Tuttavia, lo spread negativo dei tassi rispetto all'estero nel frattempo dovrebbe essere scontato nel tasso di cambio JPY/CHF. Di conseguenza, ad agosto lo yen giapponese si è stabilizzato intorno alla soglia di CHF 0.70. Manteniamo le nostre previsioni.

\* moltiplicato per 100

Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research, Raiffeisen CIO Office

## Previsione Raiffeisen (I)



## CONGIUNTURA

## PIL (Crescita annua media in %)

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

## Inflazione (Crescita annua media in %)

	2019	2020	2021	Previsione 2022	Previsione 2023
<b>Svizzera</b>	0.4	-0.8	0.6	3.0	2.5
<b>Eurozona</b>	1.2	0.3	2.6	8.0	4.5
<b>USA</b>	1.8	1.2	4.7	8.5	4.0
<b>Cina</b>	2.9	2.5	0.9	2.2	2.0
<b>Giappone</b>	0.5	0.0	-0.3	1.5	1.0



## MERCATI FINANZIARI

## Tasso di riferimento (Fine anno in %)

	2020	2021	Actual*	Previsione 3M	Previsione 12M
<b>CHF</b>	-0.75	-0.75	-0.25	0.25	0.50
<b>EUR</b>	-0.50	-0.50	0.75	0.75	1.50
<b>USD</b>	0.00-0.25	0.00-0.25	2.25-2.50	3.25-3.50	3.25-3.50
<b>JPY</b>	-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	Actual*	Previsione 3M	Previsione 12M
<b>CHF</b>	-0.58	-0.15	0.88	1.10	1.00
<b>EUR (Germania)</b>	-0.57	-0.18	1.58	1.60	1.50
<b>USD</b>	0.91	1.51	3.23	3.20	3.00
<b>JPY</b>	0.02	0.07	0.26	0.30	0.50

## Tassi di cambio (Fine anno)

	2020	2021	Actual*	Previsione 3M	Prognose 12M
<b>EUR/CHF</b>	1.08	1.04	0.98	0.94	0.93
<b>USD/CHF</b>	0.89	0.91	0.98	0.96	0.94
<b>JPY/CHF (x 100)</b>	0.86	0.79	0.68	0.72	0.74
<b>EUR/USD</b>	1.22	1.14	1.00	0.98	0.99
<b>GBP/CHF</b>	1.21	1.23	1.12	1.18	1.20

## Materie prime (Fine anno)

	2020	2021	Actual*	Previsione 3M	Previsione 12M
<b>Greggio (Brent, USD/barile)</b>	52	78	89	105	95
<b>Oro (USD/oncia)</b>	1898	1829	1716	1850	1950

\*08.09.2022

## Previsione Raiffeisen (II)



SVIZZERA - PREVISIONI DETTAGLIATE

	2018	2019	2020	2021	Previsione 2022	Previsione 2023
<b>PIL, reale, variazione in %</b>	<b>2.9</b>	<b>1.2</b>	<b>-2.5</b>	<b>3.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.5</b>
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
Importazioni	3.5	2.3	-7.8	5.4	8.9	3.8
<b>Tasso di disoccupazione in %</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>
<b>Inflazione in %</b>	<b>0.9</b>	<b>0.4</b>	<b>-0.8</b>	<b>0.6</b>	<b>3.0</b>	<b>2.5</b>

## Editore

Raiffeisen Svizzera Economic Research  
Martin Neff, economista capo di Raiffeisen  
The Circle 66  
8058 Zürich  
[economic-research@raiffeisen.ch](mailto: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](http://www.raiffeisen.ch/publikationen)

## Internet

[www.raiffeisen.ch](http://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.