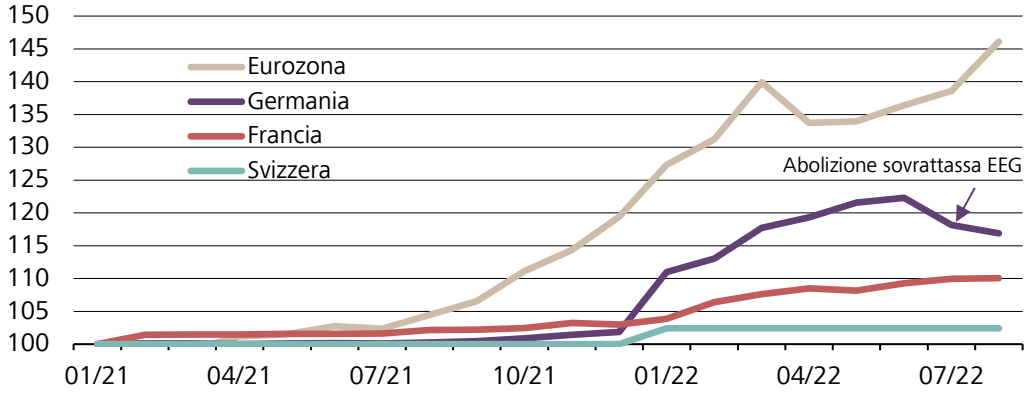
OTTOBRE 2022

Rassegna congiunturale

All'inizio dell'autunno, la crisi energetica che ha travolto l'Europa ha alimentato ulteriormente il pessimismo nei confronti della crescita economica. Il forte balzo dei prezzi dell'energia e l'erosione del potere d'acquisto dei consumatori creano sempre maggiori grattacapi alle imprese. Per evitare una recessione più grave, molti governi reagiscono con un numero sempre maggiore di aiuti e interventi sui prezzi. Ovviamente, le misure si traducono però anche in un minore indebolimento della domanda, rendendo più difficile la lotta all'inflazione e richiedendo ulteriori strette monetarie. La BCE sta quindi emulando sempre più la Fed e intende aumentare i tassi di interesse in modo rapido e deciso. La BNS è in una situazione più confortevole e non vede per ora la necessità impellente di procedere a una netta manovra rialzista.

GRAFICO DEL MESE: ONDATA DEI PREZZI DELL'ELETTRICITÀ

Indice dei prezzi al consumo, prezzi dell'elettricità, indice (gen-21=100)



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Negli ultimi mesi, lo shock dell'energia e l'impennata dell'inflazione hanno deteriorato la fiducia dei consumatori e il sentiment delle imprese in Europa. Ciò vale soprattutto per la Germania, dove le aspettative delle imprese sono scese a un nuovo minimo storico, fatta eccezione del tonfo registrato durante la pandemia. Gli ordini sono in calo in molti settori, gli annullamenti si moltiplicano e diventa sempre più difficile ribaltare gli incrementi di prezzo sui clienti.

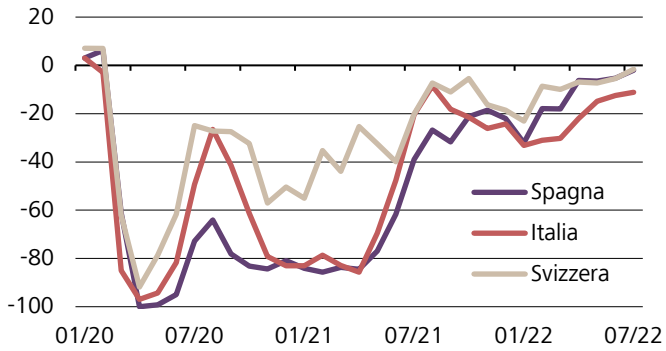
Senza aiuti tempestivi, i produttori dei rami più energivori non saranno più competitivi a livello internazionale. Ma anche le aziende che in passato avevano una bassa incidenza di costi energetici potrebbero improvvisamente trovarsi alle strette in caso di un'impennata dei prezzi del gas e dell'elettricità. Se ci dovessero essere ulteriori ritocchi e una crescita esponenziale delle bollette, le imprese dei comparti a basso margine, come l'industria alberghiera e della ristorazione o, come spesso viene ricordato, il settore della panificazione, si ritroverebbero improvvisamente in rosso. Anche in Svizzera aumenta il rischio di un'ondata di insolvenze, che durante la pandemia erano state evitate grazie alle prestazioni-ponte erogate dallo Stato.

Non a caso, i governi dei Paesi vicini mettono ora mano al portafoglio per proteggere l'economia dall'attuale concomitanza di fattori negativi. Il governo francese ha imposto un tetto ai prezzi dell'elettricità e del gas per le famiglie e le piccole imprese, evitando così un crollo della fiducia, come è avvenuto in Germania. Ma anche in Germania il governo si è deciso a introdurre uno scudo protettivo fino al 2024 per evitare il peggio sia per le famiglie che le imprese e per mitigare la contrazione economica. In Svizzera, il Consiglio federale non vede finora un'urgente necessità di intervento, dato che i prezzi dell'energia per i consumatori privati sono di solito regolamentati e quindi sono aumentati in media in modo molto meno marcato. Tuttavia, soprattutto nel caso di molte aziende già sfiancate finanziariamente dalla crisi del Covid e che acquistano la maggior parte dell'energia sul mercato libero, è probabile che, in assenza di un calmieramento, gli impatti diventino molto più frequenti dopo i prossimi adeguamenti tariffari.

Congiuntura

BOOM DEL TURISMO ESTIVO

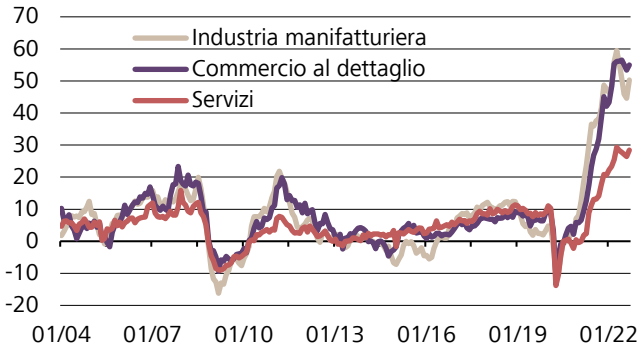
Pernottamenti alberghieri, in % vs. stesso mese 2019



Fonte: Eurostat, Raiffeisen Economic Research

FORTI PRESSIONI SUI PREZZI DELLA PIPELINE

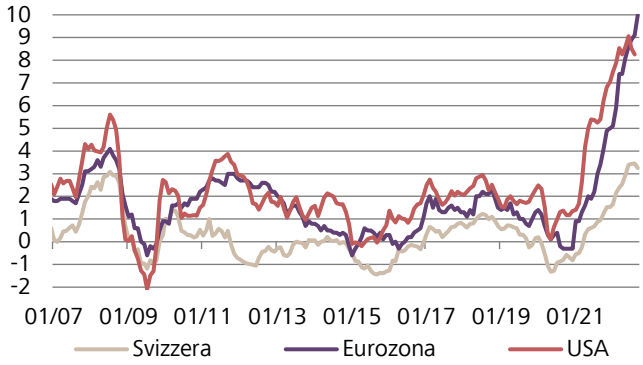
Attese sui prezzi di vendita delle imprese dell'Eurozona



Fonte: Commissione UE, Raiffeisen Economic Research

PREZZI AL CONSUMO

In % rispetto all'anno scorso



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La festa è finita

La domanda arretrata legata alla pandemia ha continuato a sostenere fortemente i consumi privati in Europa fino alla fine dell'estate. La ripresa del turismo e della ristorazione ha conferito slancio alla crescita soprattutto nell'Europa meridionale. Accompagnata da significative revisioni al rialzo per i trimestri precedenti, la tendenza del PIL dell'Eurozona per quest'anno è finora incoraggiante e solida, motivo per cui abbiamo anche noi corretto al rialzo la nostra previsione di crescita annuale al 2.5%. Verso la fine dell'anno le ripercussioni negative della crisi energetica tenderanno tuttavia ad aumentare, mentre gli effetti di rimbalzo post-Covid si stanno esaurendo. In Svizzera, si registra inoltre un ristagno nel settore degli alloggi e della ristorazione nonché nel commercio al dettaglio. Nonostante gli incrementi di prezzi nei Paesi vicini, il turismo degli acquisti rimane attraente grazie all'apprezzamento del franco. Molti si recano all'estero soprattutto per il «pieno di benzina», che all'estero beneficia di ribassi statali.

Il caro-energia si abbatte sulle aziende

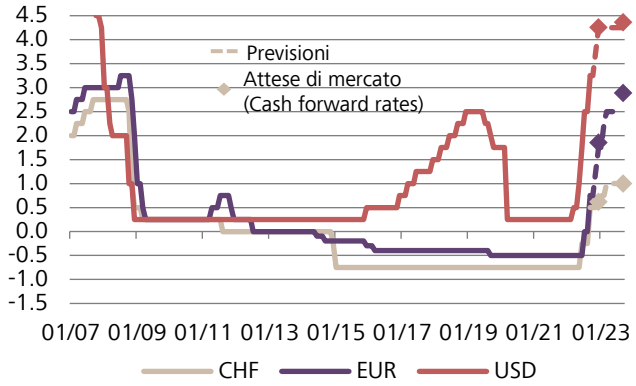
I produttori lamentano ancora persistenti strozzature nelle catene di approvvigionamento, anche se sempre meno diffuse. Secondo i contatti commerciali della BNS, le turbative sono sempre più limitate a prodotti specifici e non più all'intera catena di fornitura. Ciò significa che in molti casi il portafoglio ordini accumulato può essere smaltito con maggiore facilità. Negli ultimi mesi, i carnet di ordini stentano però a riempirsi e, se il costo dell'energia continuerà a salire alle stelle, anche molte aziende meno energivore rischieranno di soccombere. A differenza della Svizzera, i Paesi limitrofi aumentano gli aiuti alle famiglie e alle imprese per mitigare la perdita di potere d'acquisto e per rendere sopportabile il caro-bollette.

L'inflazione non allenta la morsa

Il rallentamento della domanda globale di beni e la diminuzione delle criticità nelle catene di fornitura frenano in molti casi l'incremento dei costi di approvvigionamento o addirittura ne invertono la tendenza. Tuttavia, la precedente impennata dei prezzi a monte e soprattutto il massiccio rincaro dell'energia hanno finora mantenuto alta la pressione sui prezzi della pipeline, soprattutto in Europa. Ne consegue un nuovo e maggiore trasferimento degli aumenti sui consumatori finali. Nonostante le misure di price-cap adottate dai governi, l'inflazione dell'Eurozona è così salita a settembre al 10% - ora ben al di sopra del livello degli Stati Uniti, dove una graduale attenuazione delle impennate indotte dalla pandemia sta facendo riabbassare il tasso annuale, anche se la persistente saturazione del mercato del lavoro non favorisce una rapida normalizzazione della dinamica dei prezzi. In Svizzera il tasso annuo, sostenuto dal franco forte, è recentemente sceso a un relativamente moderato 3.3% - senza dare ancora segni di maggiori effetti di second round.

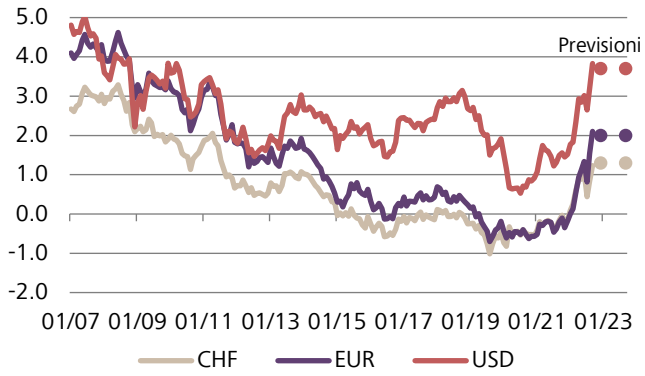
Tassi

TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



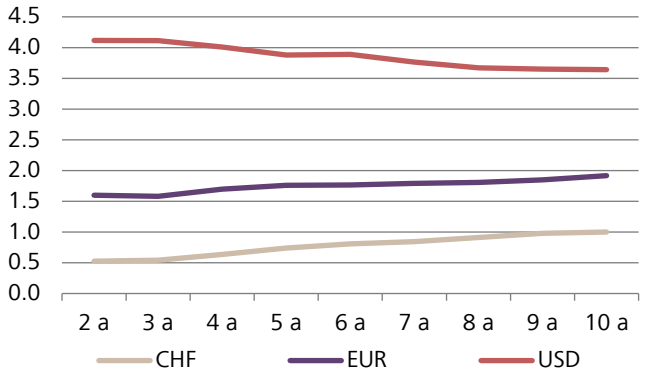
Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

CURVA DEI TASSI (STATO: 06.10.22), IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La Fed vuole completare l'opera

Il picco dell'inflazione statunitense è stato superato. Tuttavia, l'invariata solidità del mercato del lavoro e gli aumenti salariali «non salutari» non lasciano presagire un rapido raggiungimento dell'obiettivo di inflazione. Per questo motivo, in settembre, la Fed ha alzato nuovamente i tassi di riferimento di ben 75 punti base e intende continuare rapidamente su questa strada nelle prossime sedute, fino a superare il 4%. Per tenere sotto controllo l'inflazione sono necessari però un rallentamento molto più marcato dell'economia e un aumento sensibile della disoccupazione. In assenza di una politica monetaria ancora più restrittiva per un periodo prolungato, si allontana quindi sempre più la prospettiva di un «soft landing». Le manovre energiche della Fed hanno spinto i rendimenti dei Treasury decennali a nuovi massimi, sopra la soglia del 3.5%.

Anche la BCE contrattacca

Anche la BCE osserva un crescente aumento della pressione sui prezzi dovuta allo shock dell'energia. L'impennata dell'inflazione ha spinto i banchieri centrali europei a passare nel campo dei fautori della lotta all'inflazione. Nell'ultima seduta la manovra è stata di 75 punti base. Il Consiglio direttivo della BCE sta ora pianificando ulteriori rialzi, tra l'altro perché l'attuale livello del tasso di interesse di riferimento continua a stimolare la domanda, minando così gli sforzi per ridurre l'inflazione. Anche le politiche di bilancio, che stanno facendo tutto il possibile per evitare una recessione più grave, aumentano la pressione sulla BCE costringendola ad agire. Persino il governatore della banca centrale francese, de Galhau, notoriamente moderato, vuole aumentare i tassi di riferimento attorno al 2% entro la fine dell'anno. È interessante osservare che in Europa le aspettative sui tassi di interesse e i tassi a lungo termine hanno reagito in modo più marcato ai piani di ripresa della BCE rispetto agli USA.

La BNS è meno allarmata

Anche la Svizzera non è stata risparmiata dagli aumenti dei prezzi, ma i rincari sono modesti. Poiché la BNS si riunisce solo trimestralmente e vuole agire a titolo preventivo, a settembre ha colto l'occasione per aumentare nuovamente il tasso di interesse di riferimento di 75 punti base, portandolo in territorio positivo allo 0.5%. Al contempo però, la valutazione della BNS sulla situazione è stata molto meno allarmistica di quella delle altre banche centrali. La BNS non esclude ulteriori misure e accenna a un altro aggiustamento a dicembre. Poiché secondo le sue attuali previsioni la fascia obiettivo di inflazione sarà quasi raggiunta a medio termine anche senza ulteriori rialzi dei tassi di interesse, la BNS potrebbe tornare ad essere più cauta già entro la fine dell'anno. In ogni caso, i presupposti relativamente confortevoli dovrebbero comportare un approccio molto meno aggressivo nel corso dell'anno. Consideriamo di conseguenza più basso il rischio di un ulteriore breakout dei tassi d'interesse a lungo termine in Svizzera e più probabile una lieve correzione rispetto ai livelli già raggiunti.

Settori svizzeri: l'edilizia

L'edilizia è uno di quei settori che negli ultimi anni sono stati fortemente favoriti dai bassi tassi di interesse. I tassi negativi hanno indotto gli investitori istituzionali a puntare sempre più sugli immobili da reddito, alimentando così l'attività di costruzione sul mercato del residenziale in locazione. Non solo, i bassi costi di finanziamento hanno provocato anche un vigoroso incremento dell'edilizia economica. Quale sarà ora l'impatto della svolta dei tassi di interesse sul ramo edile?

Il sentiment del settore si era già offuscato prima dell'inversione di tendenza dei tassi di interesse, soprattutto a causa dell'impennata dei costi di costruzione. È vero che gli imprenditori edili sono ampiamenti protetti dal caro-elettricità, poiché questi costi sono di solito a carico dei committenti. Il massiccio rialzo dei prezzi dei materiali può essere invece ribaltato sui clienti solo se questa possibilità è prevista dai contratti, cosa che di solito non avviene. Di conseguenza i costi stanno aumentando più rapidamente della cifra d'affari, provocando un restringimento del margine di utile del comparto, che con un 2%-3% è già di per sé basso. La cifra d'affari registra una notevole espansione, che però è dovuta in gran parte all'effetto prezzi. Negli ultimi trimestri, il valore aggiunto del settore è fortemente aumentato in termini nominali, mentre - corretto per i prezzi - denota un quadro ben diverso: in termini reali è infatti in calo da circa un anno (vedi grafico a sinistra).

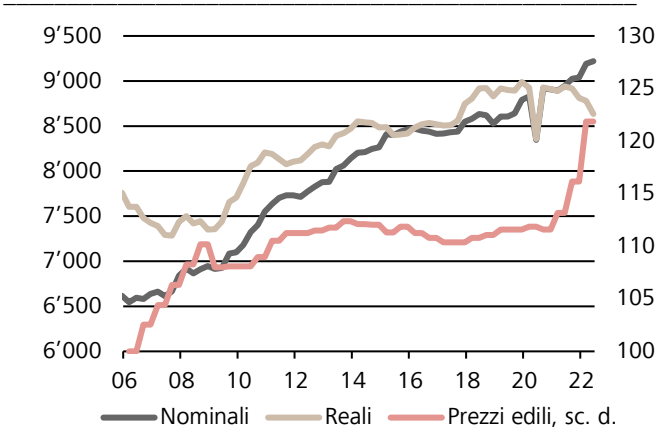
Nonostante i primi segnali di una distensione sul fronte delle catene di fornitura e di un imminente ribasso dei costi dei materiali, le prospettive per il settore rimangono difficili. Il motivo è da ricercare nell'inversione di tendenza dei tassi, che ha un effetto frenante sulla domanda di costruzione. Il rialzo dei costi di finanziamento grava sui calcoli di potenziali committenti i cui progetti edili diventano talvolta poco redditizi e vengono quindi abbandonati. Inoltre, sulla scia del rialzo dei tassi di interesse, i progetti immobiliari hanno perso di attrattiva nel paragone con altre classi di attivi. Nel complesso la Società Svizzera degli Impresari-Costruttori stima che un aumento dei tassi dell'1% freni dello 0,5% la crescita reale della cifra d'affari, che nella media storica si attesta sul 2%. Attualmente il fatturato reale è praticamente in stallo, mentre la BNS ha già aumentato i tassi dell'1.25%.

Nonostante questi sviluppi e le prospettive meno rosee non prevediamo gravi perturbazioni sul mercato. Il genio civile pubblico, comparto che all'interno dell'edilizia principale registra la maggiore cifra d'affari (vedi grafico a destra), è stabile grazie alla prevalente domanda pubblica e molto meno sensibile all'andamento dei tassi di interesse. Anche nel segmento residenziale gli interessi non sono l'unico fattore che influenza la domanda di nuove costruzioni. L'invecchiamento della popolazione e la tendenza all'individualizzazione, che comporta nuclei familiari sempre più piccoli, generano una crescita della domanda di appartamenti molto più rapida di quella demografica. Anche l'elevata immigrazione contribuisce ad alimentare la domanda di immobili residenziali e protegge così l'attività edile da una contrazione.

E infine non ci aspettiamo un ulteriore rialzo dei tassi che sia paragonabile a quello degli inizi degli anni Novanta, quando sulla scia della crisi immobiliare il tasso del mercato monetario salì in tre anni dal 2% a oltre l'8%. Allora l'inflazione aveva sforato quota 6.5% e i salari nominali erano saliti in misura ancora maggiore. Per il momento non si intravedono segnali di una spirale salari-prezzi ed è quindi probabile che la BNS non sia costretta a ricorrere a un'ulteriore forte stretta monetaria.

VALORE AGGIUNTO DELL'EDILIZIA

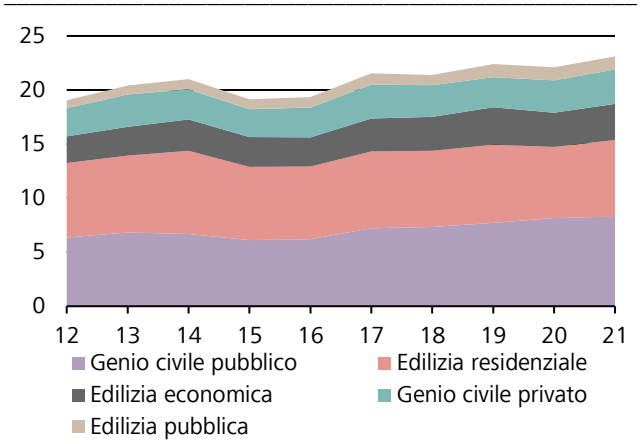
In mio. CHF, indicizzato per i prezzi di costruzione



Fonte: UST, SECO Raiffeisen Economic Research

CIFRA D'AFFARI NELL'EDILIZIA PRINCIPALE

In mrd. CHF

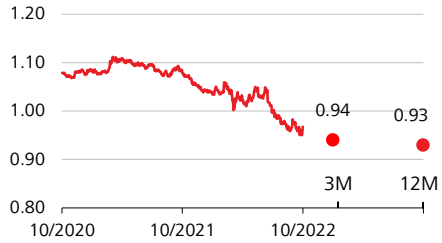


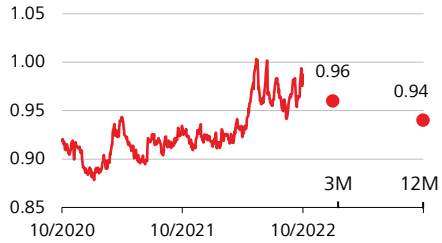
Fonte: SSIC, Raiffeisen Economic Research

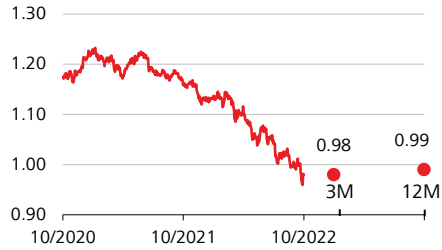
RAIFFEISEN
Economic Research

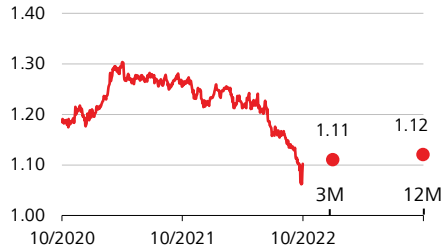
Valute

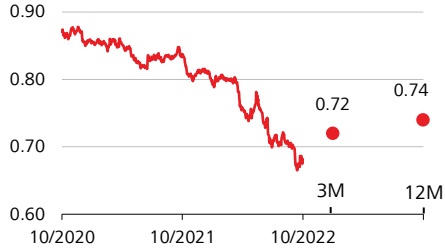
PREVISIONE











EUR/CHF

A settembre la Banca nazionale svizzera (BNS) ha aumentato il tasso di riferimento dello 0.75%, ponendo così fine all'era dei tassi negativi. Di conseguenza, la pressione rialzista sul franco svizzero si è nuovamente inasprita. L'euro continua a risentire del crescente rischio di recessione. È inoltre penalizzato dall'eterogeneità dei suoi stati membri. Ciò complica la lotta all'inflazione della Banca centrale europea (BCE). Un'inversione di tendenza duratura del corso EUR/CHF non è in vista. Prevediamo, però, che in futuro la BNS, nell'ottica dell'economia di esportazione nazionale, tenderà a contrastare l'apprezzamento del franco.

USD/CHF

Da aprile il dollaro USA si trova in un trend laterale volatile tra CHF 0.95 e CHF 1.00. Il «biglietto verde» è sostenuto, in particolare, dalla politica monetaria USA sempre più restrittiva. Nel corso dell'ultima riunione del FOMC, il Presidente della Fed, Jerome Powell, ha ribadito che la lotta contro l'inflazione ha attualmente la massima priorità. A fronte degli squilibri strutturali negli USA, a nostro avviso un'ulteriore rivalutazione del dollaro è tuttavia improbabile. Inoltre, il tasso d'inflazione nettamente inferiore in Svizzera, è favorevole a un franco leggermente più forte. Manteniamo quindi invariate le nostre previsioni per il corso USD/CHF.

EUR/USD

L'euro ha continuato il suo calo rispetto al dollaro USA. Da metà mese si muove addirittura sotto la parità. Dal punto di vista tecnico, la coppia di valute è quotata circa l'8.5% sotto la sua media a 200 giorni. In particolare, la rigorosa politica monetaria della Banca centrale USA (Fed) – che ultimamente ha aumentato i tassi d'interesse per la terza volta consecutiva di 0.75 punti percentuali – contribuisce alla forza del «biglietto verde». In America, inoltre, l'economia si presenta nettamente più solida che in Europa. Tuttavia, sul fronte dell'euro, dovrebbero ormai essere scontati molti fattori negativi. Di conseguenza, nei prossimi mesi prevediamo un movimento laterale.

GBP/CHF

Il mese scorso la sterlina britannica ha registrato un minimo storico a CHF 1.0186. Ciò va ricondotto alla divergenza tra politica monetaria e fiscale. Nella sua lotta contro l'inflazione, la Bank of England (BoE) continua ad aumentare i tassi. Al contempo, il governo tenta di rilanciare la congiuntura mediante stimoli di politica fiscale – ciò richiede l'emissione di nuovi bond. La BoE ha quindi di recente dovuto contrastare il crollo dei corsi dei titoli di stato con acquisti obbligazionari. Il corso GBP/CHF dovrebbe essere sceso eccessivamente. La sottovalutazione della valuta britannica, tuttavia, non è sufficiente per un'inversione di tendenza vera e propria. Abbiamo quindi ridotto le nostre previsioni.

JPY/CHF*

Ad agosto l'inflazione in Giappone è salita al livello più alto da oltre tre decenni (+2.8%). La Bank of Japan (BoJ) mantiene comunque la sua politica monetaria ultraespansiva. Il conseguente spread negativo dei tassi in aumento rispetto all'estero, ha portato a un calo dello yen giapponese a CHF 0.6651, un minimo non visto da oltre 40 anni. Tuttavia, dopo un intervento sul mercato valutario della BoJ, nel corso del mese, esso si è stabilizzato intorno alla soglia di CHF 0.68. La sottovalutazione cronica della valuta giapponese dovrebbe garantire un po' di spinta a medio termine. La nostra previsione annuale per la coppia di valute JPY/CHF si attesta a 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	**2.5**	**0.5**
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**	**2.5**
Eurozona	1.2	0.3	2.6	**8.0**	**4.5**
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	**1.9**	**1.0**

MERCATI FINANZIARI

Tasso di riferimento (Fine anno in %)

	2020	2021	Attuale*	Previsione 3M	Previsione 12M
CHF	-0.75	-0.75	0.50	**0.75**	**1.00**
EUR	-0.50	-0.50	0.75	**1.75**	**2.50**
USD	0.00-0.25	0.00-0.25	3.00-3.25	**4.00-4.25**	**4.00-4.25**
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	Attuale*	Previsione 3M	Previsione 12M
CHF	-0.58	-0.15	1.20	**1.30**	**1.30**
EUR (Germania)	-0.57	-0.18	2.11	**2.00**	**2.00**
USD	0.91	1.51	3.83	**3.70**	**3.70**
JPY	0.02	0.07	0.25	**0.30**	**0.50**

Tassi di cambio (Fine anno)

	2020	2021	Attuale*	Previsione 3M	Previsione 12M
EUR/CHF	1.08	1.04	0.97	**0.94**	**0.93**
USD/CHF	0.89	0.91	0.99	**0.96**	**0.94**
JPY/CHF (x 100)	0.86	0.79	0.68	**0.72**	**0.74**
EUR/USD	1.22	1.14	0.98	**0.98**	**0.99**
GBP/CHF	1.21	1.23	1.11	**1.11**	**1.12**

Materie prime (Fine anno)

	2020	2021	Attuale*	Previsione 3M	Previsione 12M
Greggio (Brent, USD/barile)	52	78	94	**100**	**95**
Oro (USD/oncia)	1898	1829	1710	**1800**	**1950**

***06.10.2022**

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	3.7	1.0
Consumo pubblico	1.0	0.7	3.5	2.7	0.7	-0.3
Inv. per impianti e attrezzature	2.1	1.3	-2.5	4.0	1.5	2.4
Investimenti edilizi	0.1	-0.8	-0.5	1.2	-2.1	0.7
Esportazioni	4.9	1.5	-6.0	11.2	1.1	2.3
Importazioni	3.5	2.3	-7.8	5.4	6.1	4.2
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**	**2.5**

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