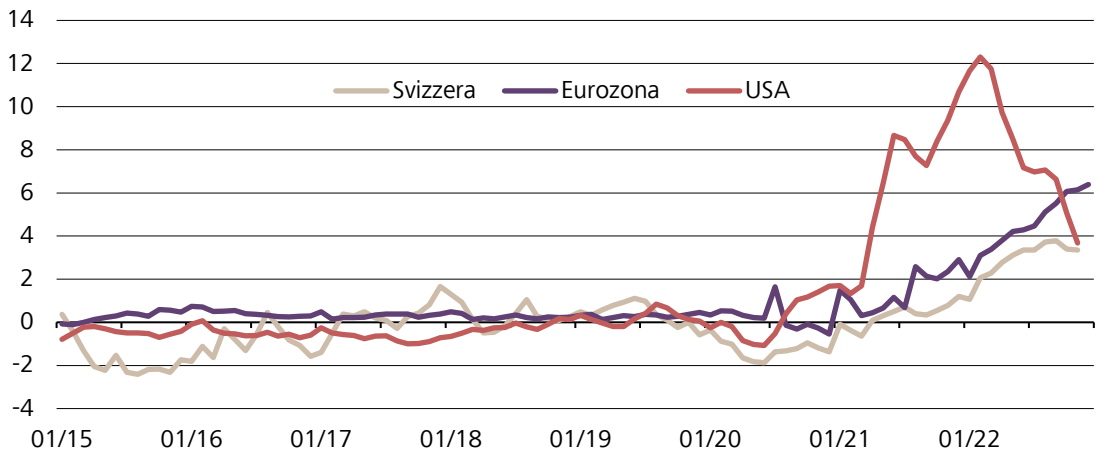
GENNAIO 2023

Rassegna congiunturale

Negli Stati Uniti il «sentiment» delle aziende si sta sempre più raffreddando, rimanendo però a un alto livello. Le prospettive delle imprese europee si sono invece nettamente rasserenate, complice il mite clima invernale che allontana lo spettro di una carenza energetica. Anche i produttori svizzeri hanno leggermente corretto al rialzo le loro attese per il primo semestre. Allo stesso tempo si prevede un appiattimento dell'inflazione, a conferma del basso rischio di forti effetti di secondo impatto in Svizzera. Di conseguenza ci aspettiamo che la BNS, dopo una nuova manovra preventiva in marzo, non si veda costretta a rincarare la dose e possa limitarsi a correzioni puntuali con acquisti di valuta estera.

GRAFICO DEL MESE: «EFFETTO FRUSTA» NEI PREZZI DEI BENI

Prezzi al consumo, beni non energetici, in % rispetto all'anno precedente



Fonte: Eurostat, BLS, Raiffeisen Economic Research

Le catene globali di fornitura, rimaste a lungo tempo destabilizzate a causa della pandemia e poi della guerra in Ucraina, hanno decimato l'offerta di beni. Allo stesso tempo la rinuncia forzata al consumo di servizi, unita ai generosi aiuti pubblici alle famiglie, ha alimentato la domanda di beni. Tutto ciò ha condotto, soprattutto negli USA, a un'esplosione dei prezzi, tanto che per alcuni modelli di auto il prezzo dell'usato è arrivato a superare quello delle auto nuove (non disponibili).

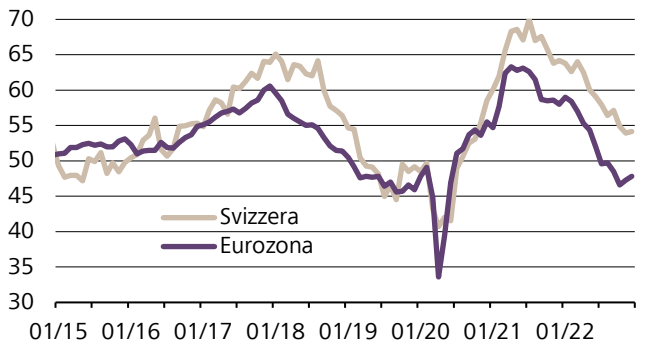
Nel frattempo i nodi di approvvigionamento si stanno sciogliendo molto rapidamente. Soprattutto i prezzi dei noli marittimi si stanno avvicinando ai livelli pre-pandemici con una sorprendente velocità. La graduale «normalizzazione» della domanda contribuisce a far calare i costi di acquisto. Negli Stati Uniti anche i prezzi al consumo dei beni non energetici stanno seguendo questa tendenza al ribasso. Su questa tela di fondo l'effetto Forrester («frusta») ha provocato di recente un vero tracollo rispetto ai livelli sovradimensionati del passato. In Europa la pressione sui costi dei prodotti intermedi e le attese sui prezzi da parte delle imprese rimangono invece elevate a causa del forte impatto dilazionato del caro energia. Ma anche qui sembra che il picco sia quantomeno raggiunto.

Ben diversa è la situazione sul fronte dei servizi, dove i prezzi rimangono elevati in molti settori, anche negli USA. Nei prossimi mesi molte imprese intendono ribaltare sui clienti le impennate dei prezzi di acquisto subite finora. Un altro fattore da non trascurare sono i salari USA che continuano a salire seppure a ritmi meno vertiginosi. Di conseguenza, l'altalena tra i prezzi dei beni e dei servizi potrebbe protrarsi ancora a lungo e ritardare il raggiungimento del target di inflazione nonostante la flessione dei prezzi delle merci.

Congiuntura

INDICE DEI DIRETTORI AGLI ACQUISTI (PMIS)

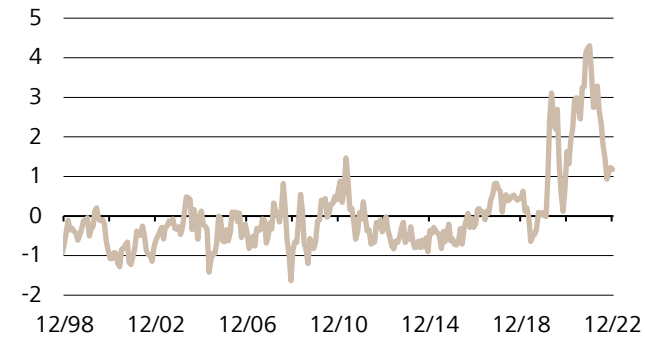
Industria manifatturiera, dati destagionalizzati



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

LE STRETTOIE DI FORNITURA SI RIDUCONO

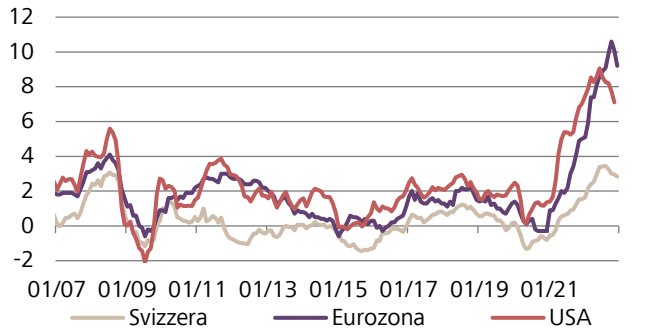
Indice globale delle catene di fornitura



Fonte: New York Fed, Raiffeisen Economic Research

PREZZI AL CONSUMO

In % vs anno precedente



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

I venti contrari si affievoliscono

La crisi energetica e l'inflazione galoppante continuano a zavorrare l'economia europea. Verso la fine dell'anno i timori di un massiccio crollo economico si sono tuttavia ulteriormente mitigati. Oltre agli ingenti aiuti statali concessi da molti governi per contrastare il caro bollette, il rischio di una carenza di gas e corrente elettrica si è nettamente ridotto grazie al clima mite di quest'inverno, accompagnato da una netta correzione dei prezzi energetici all'ingrosso. La spesa energetica rimane sì il maggiore fardello per molte imprese, ma le prospettive economiche si sono rasserenate. Nell'industria manifatturiera la tendenza al ribasso degli ordinativi si sta indebolendo. Grazie anche a carnet di ordini ben nutriti non si prevedono pertanto drastici tagli della produzione. Inoltre sono meno numerose le imprese che lamentano gravi perturbamenti dovuti a difficoltà di fornitura.

Lo stesso vale per l'industria svizzera. I produttori annunciano una crescita reale del fatturato più debole, ma pur sempre positiva. Anche la fiducia sull'andamento del primo semestre 2023 è leggermente migliorata. Solo nei settori più energivori, come quello della carta e dei metalli, le prospettive rimangono cupe. D'altro canto, molte aziende, sia del ramo industriale che terziario, hanno tuttora intenzione di assumere nuovo personale. All'inizio dell'anno, in particolare in Svizzera, non si intravedono pertanto segnali di una forte flessione del PIL. Dopo la crescita del 2% nel 2022, per quest'anno ci si attende un aumento del PIL più modesto, ma comunque positivo, pari all'1%.

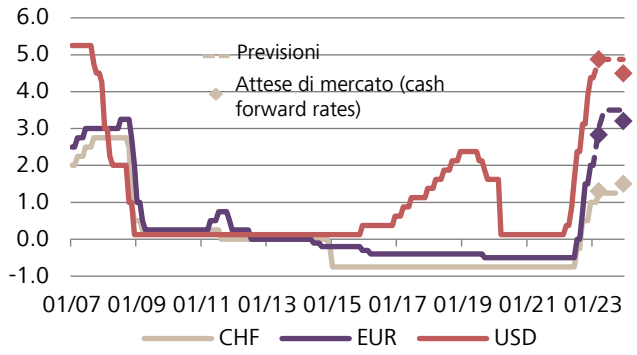
Il clima mite frena la spinta sui prezzi

L'allentarsi delle strettoie di fornitura e l'indebolimento della domanda hanno un effetto frenante sui costi di acquisto, mentre la bassa pressione sui prezzi dei prodotti intermedi rallenta la corsa dei prezzi al consumo, in primis negli USA. In molti comparti del terziario, invece, la carenza di personale sul mercato del lavoro americano continua a fomentare l'impennata dei prezzi.

In Europa il livello di inflazione è rimasto elevato anche alla fine dell'anno, perché ancora influenzato dalla precedente e violenta ascesa dei prezzi energetici. Anche nel Vecchio Continente il livello dei prezzi dovrebbe comunque avvicinarsi al picco o addirittura averlo già superato. Il tasso di inflazione nell'Eurozona è sceso dal 10.6% in ottobre al 9.2% alla fine dell'anno. Anche in Svizzera il trend ribassista è proseguito in dicembre con un calo al 2.8%. In gennaio il tasso di inflazione dovrebbe invece superare di nuovo la soglia del 3% sotto la spinta delle tariffe elettriche, in rialzo in media del 27%. In seguito però le aziende si aspettano incrementi meno accentuati, che fanno presagire un costante calmieramento dei prezzi nel corso dell'anno.

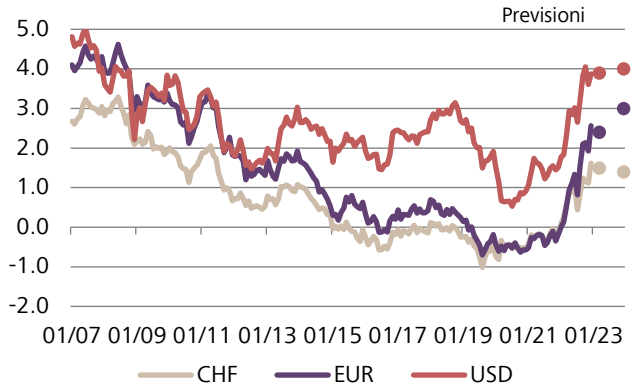
Tassi

TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



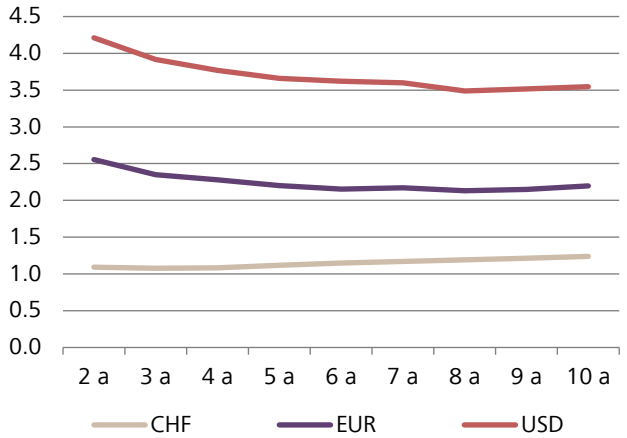
Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

CURVA DEI TASSI (STATO: 11.01.23), IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Fed non intende cambiare presto rotta

In dicembre la banca centrale americana ha rallentato come previsto la sua stretta monetaria, incoraggiata dalla minore pressione inflazionistica. Dopo quattro rialzi consecutivi di 75 punti base, il tasso di riferimento dei Fed Funds è sceso a dicembre di 50 punti base al 4.375%. Secondo Jerome Powell, l'effetto Forrester sui prezzi dei beni, saliti alle stelle durante la pandemia, non sarà sufficiente a raggiungere presto l'obiettivo di inflazione. Inoltre, il recente allentamento delle condizioni di finanziamento, reso possibile dal rialzo delle quotazioni azionarie, dal calo dei premi a rischio e dalle attese di ribasso dei tassi a lungo termine, ha vanificato una parte degli sforzi della Fed. Per questo motivo la Fed intende continuare a tirare le redini monetarie più lentamente ma più a lungo di quanto previsto a settembre, e non accenna alla possibilità di una successiva e rapida manovra espansiva. I mercati dei tassi non sembrano però convinti dell'intransigenza della Fed. A partire dal secondo semestre 2023 continuano infatti a prevedere un calo dei tassi, che frena i rendimenti dei Treasury a lungo termine.

La BCE pronta a nuovi rialzi

Anche la BCE ha rallentato il ritmo dei suoi rialzi, ignorando l'ampia pressione inflattiva ancora vigente nell'Eurozona. La banca centrale europea riconosce la necessità di intervento e intende rincarare la dose anche nelle prossime sedute. Ciò significa ancora diversi rialzi di 50 punti base, a meno che l'Eurozona non scivoli in una profonda recessione, uno scenario però che diventa sempre più improbabile. Inoltre già in marzo la BCE intende avviare una riduzione passiva del portafoglio obbligazionario pari a 15 mrd. di euro al mese. A differenza della Fed, l'istituto europeo vuole aumentare ancora sensibilmente i tassi, aprendo così un potenziale di rialzo per i tassi a lungo termine dell'Eurozona.

La BNS non abbassa ancora la guardia

Prima della fine dell'anno anche la BNS ha rialzato il suo tasso guida di altri 50 punti base portandolo all'1.0%. Negli ultimi mesi la Banca nazionale ha effettuato anche vendite di divise per frenare l'inflazione importata. Nonostante il calo dell'inflazione in Svizzera, la BNS non dà affatto per scontato, all'attuale livello dei tassi, un ritorno dell'inflazione a medio termine entro la fascia target. Il rischio prezzi rimane elevato anche in Svizzera sotto l'influenza della forte inflazione all'estero. Per questo motivo la BNS non esclude ulteriori manovre di rialzo. Poiché le sue recenti previsioni sul tasso di inflazione nell'orizzonte a medio termine si attestano sul 2.1%, cioè leggermente al di sopra della fascia target, riteniamo che la Banca nazionale potrebbe essere pronta a un nuovo rialzo preventivo in marzo. Se tuttavia i dati sui prezzi – come da noi previsto – non dovessero indicare un'accelerazione bensì un appiattimento, la BNS potrebbe anche optare per una posizione laterale.

Flash sui settori svizzeri: l'industria farmaceutica

Con il rallentamento dell'economia mondiale anche gli esportatori svizzeri sono ora esposti a più forti venti contrari. Molti settori accusano uno stallo delle esportazioni. In novembre si è addirittura registrato un calo di circa il 10%, che ha riportato l'export ai livelli di inizio 2022. La contrazione è imputabile soprattutto alle minori esportazioni di prodotti farmaceutici negli USA, che in precedenza avevano invece segnato una forte crescita. Queste grosse oscillazioni delle cifre mensili sono dovute per lo più ai cicli produttivi e caratterizzano anche altre categorie merceologiche. Nel settore farmaceutico, che rappresenta il 40% dell'export svizzero, la volatilità assume però un peso decisamente maggiore.

Le prospettive del ramo farmaceutico rimangono nonostante tutto nettamente più rosee che in altri comparti. La domanda è più contenuta rispetto al periodo della pandemia, ma rimane comunque poco sensibile all'andamento congiunturale e poco impattata dal rallentamento della crescita all'estero. Inoltre il settore ha il vento in poppa perché beneficia di trasformazioni strutturali, come ad esempio l'invecchiamento della popolazione. I rischi di questo settore alquanto lucrativo riguardano soprattutto le prospettive a medio e lungo termine. A causa del costante incremento della spesa sanitaria, il comparto è infatti sottoposto a grosse pressioni politiche. I prezzi dei farmaci sono fortemente regolamentati a livello mondiale. L'unica eccezione sono gli USA, dove i prezzi sono infatti molto più elevati. Ciò vale in particolare per i nuovi farmaci speciali innovativi. A differenza per esempio della Svizzera, negli Stati Uniti le case farmaceutiche possono aumentare i prezzi dei loro prodotti anche dopo anni dall'immissione sul mercato, persino per i farmaci più diffusi. Non sorprende quindi che negli USA la spesa pro-capite per medicinali ammonti a oltre il doppio della media di tutti i paesi industrializzati.

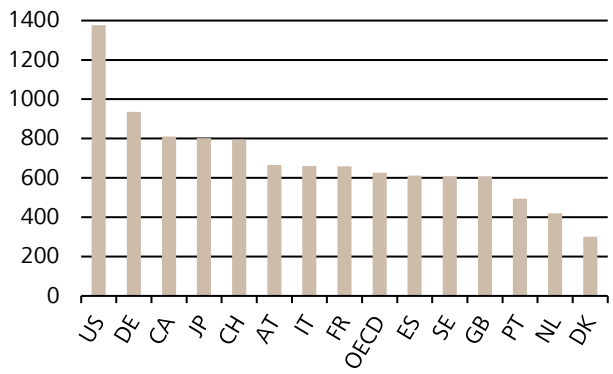
Il mercato statunitense, con i suoi prezzi elevati e i forti tassi di crescita, è particolarmente appetibile anche per le case farmaceutiche svizzere. Negli ultimi dieci anni il loro volume di esportazioni negli USA è quadruplicato, passando da 8 a 28 mrd. USD, il che corrisponde a circa il 40% della crescita dell'export complessivo del settore.

Per la prima volta da molti decenni il comparto deve però ora lottare contro i marosi anche negli USA, per volere del legislatore. La cassa malati pubblica per anziani, Medicare, potrà per la prima volta negoziare direttamente i prezzi con le case farmaceutiche. Le nuove tariffe entreranno in vigore dal 2026, ma le trattative riguardano per il momento solo un modesto numero di medicinali, ossia quelli che provocano elevati costi a Medicare. Le imprese svizzere non sono ancora colpite da questa riforma. La seconda grande novità sul fronte normativo entra invece in vigore già quest'anno e interessa tutte le aziende: i prezzi di vendita non potranno più salire in misura maggiore del livello generale di prezzi, come avviene invece oggi per migliaia di farmaci. Questa misura potrà essere in parte contrastata con prezzi più alti al momento del lancio sul mercato, ma rappresenterà comunque una forte ingerenza nel potere di pricing delle case farmaceutiche.

Nel complesso il mercato statunitense rimane decisamente meno regolamentato di quello degli altri paesi, anche se non si escludono nuovi interventi nei prossimi anni. Un più ampio avvicinamento al modello europeo, con prezzi rigorosamente vincolati, è però poco probabile perché gli USA rischierebbero altrimenti di perdere il loro ruolo di campioni dell'innovazione. Per le imprese farmaceutiche diventerà comunque più difficile ottenere sul mercato USA tassi di crescita altrettanto elevati come negli anni passati.

SPESA FARMACEUTICA

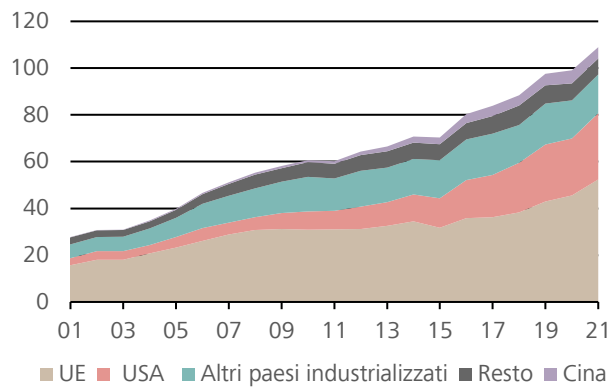
Pro capite, corretta per il potere d'acquisto in USD, nel 2019



Fonte: OCSE, Raiffeisen Economic Research

EXPORT DI PRODOTTI FARMACEUTICI

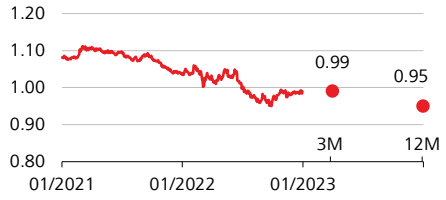
Per mercati di destinazione, in mrd. USD



Fonte: UDSC, Raiffeisen Economic Research

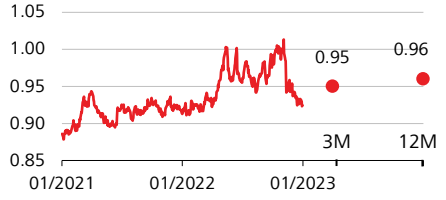
VALUTE

PREVISIONE



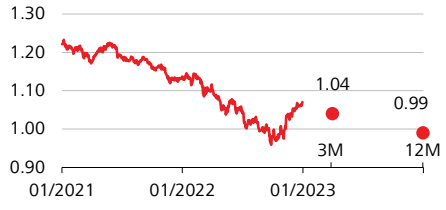
EUR/CHF

Lo scorso anno, l'euro ha perso il 4.6% rispetto al franco svizzero. A dicembre si è mosso all'inter-no di uno stretto intervallo compreso tra 0.9825 e 0.9923 franchi; al momento, la parità di corso sembra costituire una forte resistenza. Il fatto che a dicembre la Banca centrale europea (BCE) abbia aumentato il tasso di riferimento di 50 punti base non ha avuto ripercussioni sulla moneta unica europea. Inoltre, le prospettive per il 2023 sono tutt'altro che rosee: il raffreddamento della dinamica economica e l'incremento dei tassi d'interesse hanno infine aumentato il rischio di una recessione. Sulla prospettiva dei 12 mesi ci attendiamo quindi un euro più debole.



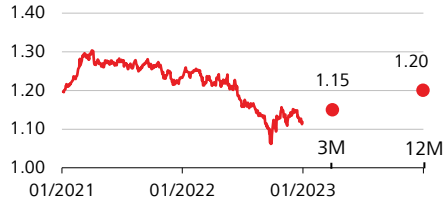
USD/CHF

La politica monetaria della Banca centrale statunitense (Fed) si mantiene restrittiva, anche se il ritmo dovrebbe rallentare leggermente. Sebbene ci siamo lasciati alle spalle il picco dell'inflazione, il valore attuale continua a essere ben superiore all'obiettivo di lungo ter-mine fissato dai banchieri centrali. Nel mese di dicembre, questa situazione ha fatto scen-dere il valore del «greenback» rispetto al franco del 2.2%, ovvero da 0.9457 a 0.9245. Tuttavia, dal momento che l'economia statunitense è robusta e la differenza d'interesse è favorevole alla valuta USA, riteniamo che nel corso dell'anno il dollaro statunitense an-drà nuovamente incontro a una leggera rivalutazione.



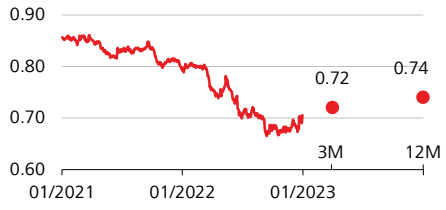
EUR/USD

Rispetto al dollaro USA, a dicembre l'euro ha registrato un aumento del 2.9% ed ha chiuso l'anno con un valore di 1.0705. Tuttavia, dal momento che lo sviluppo congiunturale dell'Eurozona per molti aspetti è in ritardo rispetto all'economia statunitense, non preve-diamo una solida ripresa dell'euro. Il futuro andamento dell'inflazione in Europa è troppo incerto e troppo sottile è la linea che divide l'ulteriore aumento dei tassi d'interesse dal soffocamento dell'economia. Sebbene le prospettive di una recessione tecnica, ovvero di due trimestri consecutivi di crescita economica negativa, siano ampiamente attese dal mercato, dovrebbero comunque esercitare una pressione di vendita sull'euro.



GBP/CHF

Tassi d'inflazione elevati, richieste salariali e scioperi penalizzano l'economia britannica e quindi la sua valuta. A causa di queste insicurezze, a dicembre la sterlina britannica ha perso l'1.9% rispetto al franco. Il tasso d'inflazione permane superiore al 10% e presenta attualmente pochi segni di flessione. Il nuovo governo è chiamato ad agire; ma la sterlina si riprenderà solo quando si otter-ranno dei risultati. Fino ad allora rimarrà volatile. In considerazione della sottovalutazione cronica ci attendiamo tuttavia, nell'arco dell'anno, una rivalutazione del corso GBP/CHF in direzione 1.20.



JPY/CHF*

A dicembre, le prospettive di una politica monetaria più restrittiva hanno rafforzato lo yen giappo-nese. Un meno rigido controllo della curva dei tassi dovrebbe fornire spinta allo yen anche nel prossimo anno. È probabile che dopo questo passo gli investitori giapponesi faranno rientrare in patria almeno una parte dei loro fondi investiti all'estero. Sulla prospettiva dei 12 mesi ci attendia-mo una rivalutazione del corso JPY/CHF a 0.74. Tuttavia, la differenza d'interesse rispetto alle altre valute di riferimento è sempre svantaggiosa per lo yen giapponese. E solamente quando la Bank of Japan (BoJ) abbandonerà in modo definitivo la propria politica monetaria accomodante, anche lo yen si libererà dalla propria sottovalutazione.

* 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**	**1.0**
Eurozona	1.3	-6.8	5.2	**2.5**	**0.0**
USA	2.3	-2.8	5.9	**1.5**	**1.0**
Cina	6.0	2.3	8.1	**3.0**	**4.0**
Giappone	0.3	-4.8	1.9	**1.5**	**1.0**
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	**2.8**	**2.3**
Eurozona	1.2	0.3	2.6	**8.0**	**5.5**
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	1.00	**1.25**	**1.25**
EUR	-0.50	-0.50	2.00	**2.50**	**3.50**
USD	0.00-0.25	0.00-0.25	4.25-4.50	**4.75-5.00**	**4.75-5.00**
JPY	-0.10	-0.10	-0.10	**-0.10**	**0.00**

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	1.23	**1.50**	**1.40**
EUR (Germania)	-0.57	-0.18	2.19	**2.40**	**3.00**
USD	0.91	1.51	3.53	**3.90**	**4.00**
JPY	0.02	0.07	0.51	**0.50**	**0.75**

Tassi di cambio (Fine anno)

	2020	2021	Attuale*	Previsione 3M	Previsione 12M
EUR/CHF	1.08	1.04	1.00	**0.99**	**0.95**
USD/CHF	0.89	0.91	0.93	**0.95**	**0.96**
JPY/CHF (x 100)	0.86	0.79	0.71	**0.72**	**0.74**
EUR/USD	1.22	1.14	1.08	**1.04**	**0.99**
GBP/CHF	1.21	1.23	1.13	**1.15**	**1.20**

Materie prime (Fine anno)

	2020	2021	Attuale*	Previsione 3M	Previsione 12M
Greggio (Brent, USD/barile)	52	78	83	**80**	**90**
Oro (USD/oncia)	1898	1829	1881	**1850**	**1950**

*12.01.2023

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**	**1.0**
Consumo privato	0.6	1.4	-3.7	2.7	4.1	1.2
Consumo pubblico	1.0	0.7	3.5	2.7	1.2	-1.3
Inv. per impianti e attrezzatur	2.1	1.3	-2.5	4.0	1.9	2.0
Investimenti edilizi	0.1	-0.8	-0.5	1.2	-4.3	-1.8
Esportazioni	4.9	1.5	-6.0	11.2	3.9	2.7
Importazioni	3.5	2.3	-7.8	5.4	6.8	3.7
Tasso di disoccupazione in %	2.6	2.3	3.2	3.0	**2.2**	**2.1**
Inflazione in %	0.9	0.4	-0.8	0.6	**2.8**	**2.3**

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