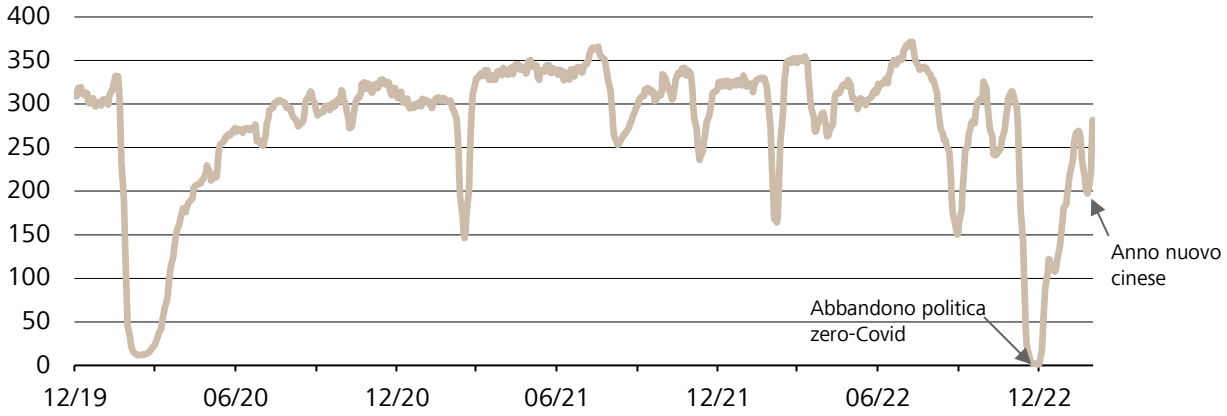
FEBBRAIO 2023

Rassegna congiunturale

Sebbene il clima mite abbia ridotto significativamente i rischi di una profonda recessione in Europa, l'economia sta subendo un brusco raffreddamento. Negli USA, l'accentuato indebolimento congiunturale ha spinto la Fed a rallentare ulteriormente il ritmo della stretta monetaria. Sulla scia dello shock energetico, l'inflazione rimane invece elevata nell'Eurozona e la BCE interviene più attivamente. Per contrastare le spinte sui prezzi, più moderate in Svizzera che altrove, la BNS adotta invece una strategia di *fine-tuning* con vendite di divise, vale a dire lasciando apprezzare il franco svizzero.

GRAFICO DEL MESE: RAPIDA RIAPERTURA DELLA CINA

Numero quotidiano di utenti della metropolitana di Chongqing, in decine di migliaia



Fonte: Weibo, Raiffeisen Economic Research

Alla fine dell'anno scorso, nonostante le misure draconiane adottate, le autorità cinesi non erano più in grado di contenere la diffusione della variante Omicron. Sulla scia delle crescenti proteste della popolazione contro la politica zero Covid, il governo ha infine deciso a fine anno di rimuovere tutte le restrizioni. L'improvvisa riapertura ha scatenato un'ondata d'infezioni senza precedenti che ha presto contagiato gran parte della popolazione. L'autorità sanitaria nazionale stima che oltre l'80% della popolazione abbia contratto il Coronavirus.

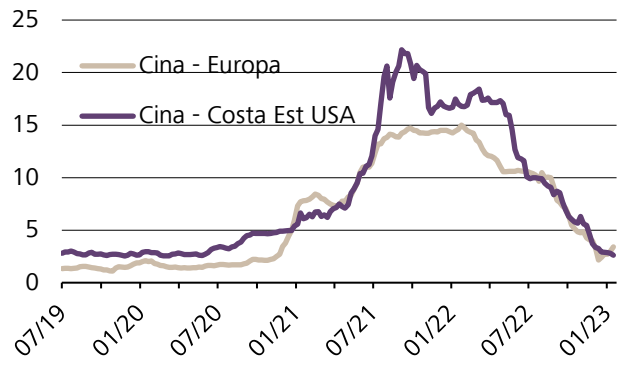
Le nuove conseguenti perturbazioni nelle catene di approvvigionamento globali dovrebbero però essere di breve durata e non invertire la tendenza a una sempre migliore disponibilità di merci a livello a mondiale. I sondaggi presso i direttori degli acquisti cinesi (PMIs) e l'indicatore della frequenza degli utenti della metropolitana di Chongqing – i primi ad essere colpiti dall'ondata di contagi – segnalano in ogni caso una rapida ripresa dell'attività imprenditoriale. I dati del PIL del quarto trimestre mostravano comunque già un rallentamento molto meno drammatico di quanto temuto. Così, all'inizio dell'Anno del Coniglio, che per i cinesi è sinonimo di pace e prosperità, la Cina torna finalmente a partecipare al commercio mondiale senza restrizioni legate alla pandemia e dà così impulsi positivi alla crescita.

Questa volta però, il rimbalzo non basterà a contenere il raffreddamento generale dell'economia. Gli strascichi della pandemia erodono la domanda di beni (cinesi). Persistono inoltre i problemi strutturali del mercato immobiliare cinese. A ciò si aggiunge che le famiglie non hanno ricevuto aiuti – come in Occidente – durante la crisi da Covid e quindi gli effetti di recupero sono potenzialmente bassi. L'economia cinese dovrebbe quindi tornare a un percorso di crescita più stabile ma molto meno dinamico rispetto al periodo pre-Covid, complice anche la denatalità che, secondo le statistiche, lo scorso anno ha condotto a una riduzione della popolazione di 850 mila unità.

Congiuntura

TARIFFE TRASPORTO MERCI VIA NAVE

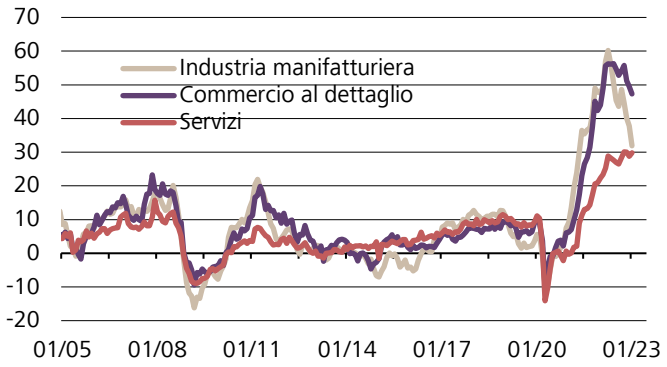
Tariffe container in migliaia di USD



Fonte: Freightos, Raiffeisen Economic Research

ATTESE SUI PREZZI - EUROZONA

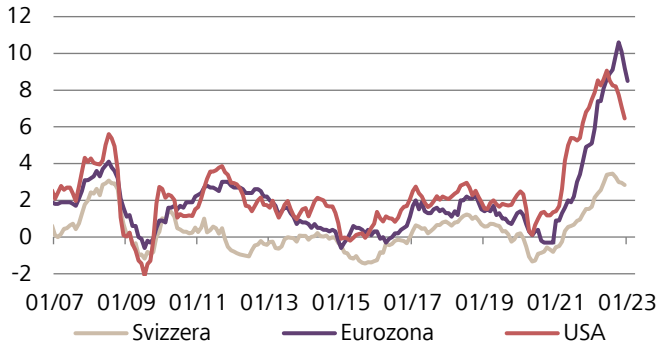
Attese sui prezzi di vendita delle aziende, saldo



Fonte: Commissione UE, Raiffeisen Economic Research

PREZZI AL CONSUMO

In % rispetto anno precedente



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Meteo clemente

L'impennata dei prezzi energetici ha fatto crollare l'anno scorso il *sentiment* di imprese e consumatori europei. Tuttavia, gli aiuti statali contro il caro-bollette e le temperature invernali straordinariamente miti in tutta Europa hanno ridotto notevolmente il pessimismo alla fine dell'anno. Le attese delle aziende si sono stabilizzate. Non si prospetta più un crollo dell'attività nel comparto manifatturiero. Sebbene la produzione nei rami più energivori sia stata messa a dura prova nel corso dell'anno passato, gli altri settori hanno beneficiato degli effetti di recupero e dell'allentamento delle strozzature nelle catene di approvvigionamento.

L'economia continua a raffreddarsi

I nuvoloni più grossi sono certo stati spazzati via, ma le prospettive non sono ancora del tutto radiose. Nonostante la forte correzione, in Europa i prezzi all'ingrosso dell'energia rimangono infatti a livelli di diverse volte superiori a quelli pre-pandemici e, accompagnati da un indebolimento generale della domanda di beni, continuano a zavorrare l'industria. Per il momento le aziende non prevedono tagli occupazionali, ma a fine anno i consumi privati erano ancora fiacchi a causa della perdita di poter d'acquisto innescata dall'inflazione. Persino in Svizzera, dove le famiglie soffrono meno dell'incremento dei prezzi, si assiste a una netta flessione delle cifre d'affari del commercio al dettaglio. Nell'ultimo trimestre, l'Eurozona è riuscita comunque a mantenere una lievissima crescita trimestrale pari allo 0.1%.

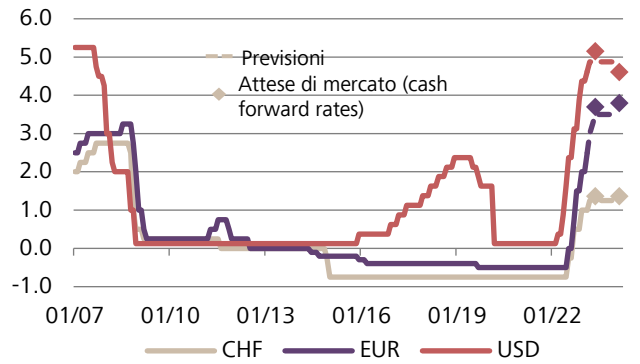
L'economia statunitense ha registrato una crescita molto più sostenuta, con un +2.9% annualizzato. Tuttavia, un'analisi più attenta mostra anche in questo caso un rallentamento della dinamica di fondo. L'incremento registrato è infatti imputabile principalmente al contributo positivo delle scorte e della bilancia commerciale. Il nuovo accumulo di scorte e il calo delle importazioni sono però indicatori di una contrazione della domanda interna e non possono essere quindi considerati segnali positivi. Inoltre, gli indicatori anticipatori predicono un ulteriore deterioramento che dovrebbe gradualmente impattare il surriscaldato mercato del lavoro statunitense.

Eterogeneità nel calmieramento dei prezzi

La contrazione della domanda di beni e lo scioglimento dei nodi di approvvigionamento hanno già da tempo rallentato la dinamica dei prezzi negli Stati Uniti. La distensione nelle forniture di energia ha significativamente ridotto la pressione anche sui prezzi a monte in Europa. Poiché però le attese sui prezzi di vendita nel commercio al dettaglio e tra i fornitori di servizi sono ancora molto elevate, si prevede un livello d'inflazione nettamente più alto che negli USA. Ma anche oltreoceano le previsioni al rialzo comunicate all'inizio dell'anno dalle aziende ci ricordano che il ritorno all'obiettivo d'inflazione non sarà necessariamente agevole e potrebbe richiedere ancora tempo, come nei precedenti periodi di alta inflazione.

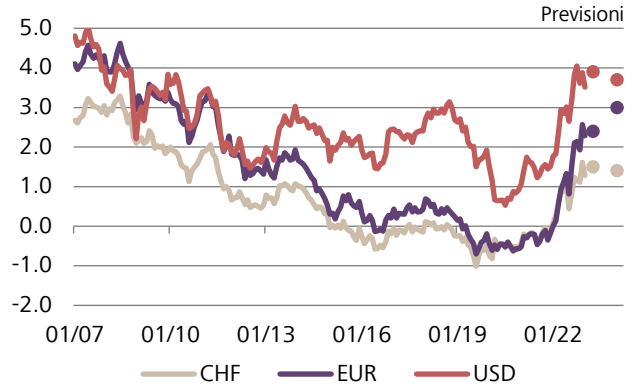
Tassi

TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



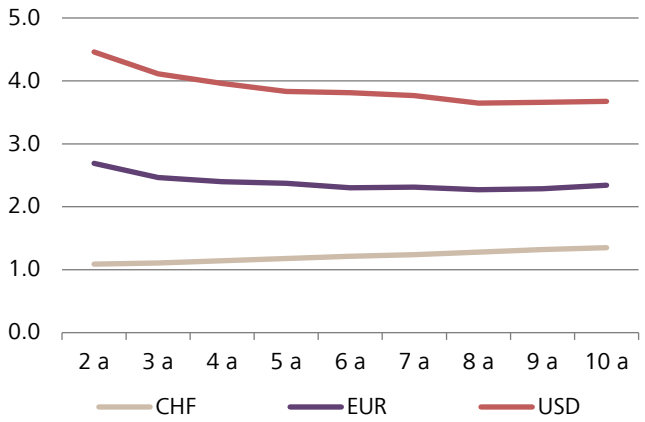
Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

CURVA DEI TASSI (STATO AL: 07.02.23), IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La Fed riduce la velocità

Come previsto, in occasione della prima riunione del nuovo anno, la banca centrale americana ha ulteriormente ridotto il ritmo delle strette monetarie. Ha aumentato di 25 punti base il tasso obiettivo dei Fed Funds, portandolo al 4.625%. La Fed ritiene che sia iniziato il processo di disinflazione, ma vuole molte più prove prima di poter affermare che il trend al ribasso della dinamica dei prezzi sarà duraturo e sufficiente. È soprattutto l'estrema solidità del mercato del lavoro che induce la Fed a rallentare, senza arrestare, il ritmo dei rialzi, in modo da evitare successivi rapidi tagli. Tuttavia, i mercati dei tassi continuano a resistere e prevedono un'inversione del ciclo già nella seconda metà dell'anno. Anche se l'economia statunitense continua a raffreddarsi, noi riteniamo che sia un calendario troppo ambizioso.

La BCE mantiene la rotta

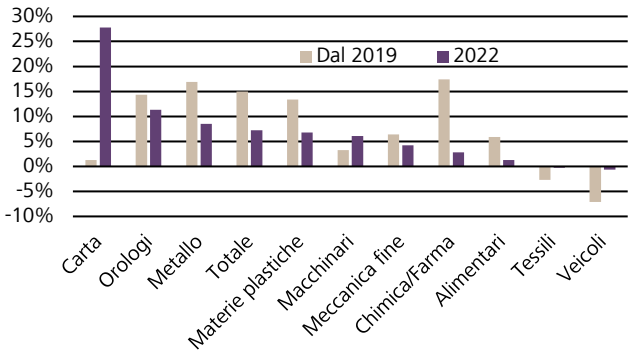
Alla luce delle spinte inflazionistiche nell'Eurozona, la BCE ha deciso di mantenere la rotta aumentando i tassi in modo costante e significativo. In febbraio l'istituzione ha innalzato di nuovo i tassi di 50 punti base e, in assenza di sviluppi imprevisti, effettuerà un'altra manovra della stessa entità in marzo, per poi valutare la successiva evoluzione della sua politica monetaria. Considerato il livello tuttora elevato dell'inflazione, la presidente della BCE, Christine Lagarde, ritiene che il lavoro non sia ancora terminato. Ciò suggerisce ulteriori strette nel secondo trimestre. Poiché secondo la BCE i rischi di inflazione sono ora più equilibrati, soprattutto grazie alla prevista flessione dei prezzi dell'energia, prosegue per il momento anche la convergenza delle aspettative sui tassi a lungo termine in euro.

La BNS vende valuta estera

La Banca nazionale svizzera terrà il suo prossimo esame trimestrale solo a marzo e fino a quella data il tasso guida BNS rimarrà all'1.0%. Ma la BNS non è rimasta con le mani in mano: i dati di bilancio mensili relativi all'ultimo trimestre 2022 indicano un'accelerazione delle vendite di divise con l'obiettivo di evitare un maggiore deprezzamento del franco rispetto all'euro e quindi di mitigare l'inflazione importata. Poiché, come osservato da Thomas Jordan, il rischio prezzi rimane accentuato anche in Svizzera sotto l'influenza della forte inflazione all'estero, i membri della Direzione generale della BNS segnalano la necessità di innalzare ancora un poco il tasso guida. Effettivamente, all'inizio dell'anno, l'impennata delle tariffe elettriche ha fatto di nuovo svettare il tasso d'inflazione svizzero dal 2.8% a oltre il 3%. L'andamento dell'inflazione sottostante continuava però a muoversi a un livello moderato fino alla fine dell'anno. Inoltre, le aspettative sui prezzi delle aziende hanno superato il loro picco. E la recente "debolezza" del dollaro USA sta contribuendo a smorzare ulteriormente la dinamica dei prezzi dei beni importati, generalmente in calo. Non ci sono quindi segnali di una crescente necessità di intervento da parte della BNS.

Settori svizzeri

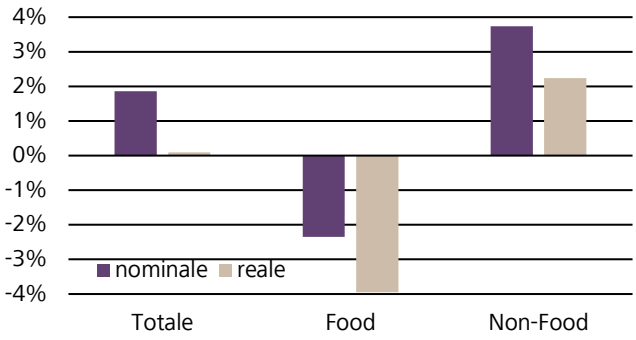
CRESCITA DELLE ESPORTAZIONI



Fonte: UDSC, Raiffeisen Economic Research

COMMERCIO AL DETTAGLIO

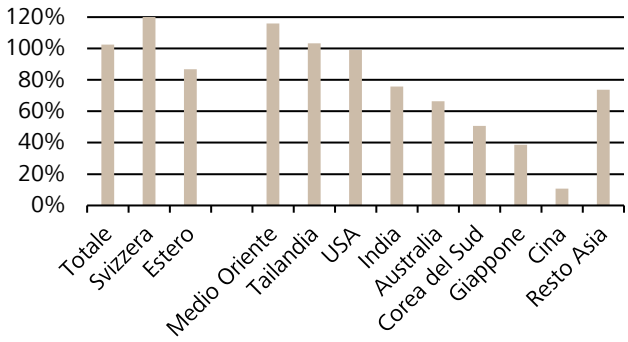
Crescita fatturato 2022



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

PERNOTTAMENTI

Da mercati lontani, sett.-nov. 2022, in % livello pre-crisi



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

L'incremento dei prezzi traina la crescita dell'export

Nel 2022, le esportazioni di beni svizzeri sono aumentate del 7.2%, raggiungendo quasi 280 miliardi di CHF e superando il valore record dell'anno precedente. La crescita è stata ancora una volta diversificata e, con l'industria della carta e quella meccanica, altri due settori hanno ritrovato il livello di esportazioni pre-pandemico. Bisogna però considerare che il forte incremento è stato quasi esclusivamente imputabile ai prezzi, perché in termini di volume le esportazioni hanno accusato un ristagno. Una delle rare eccezioni è l'industria della carta, segmento moto energivoro, che ha beneficiato di ampi effetti di recupero dopo la pandemia ed è stata quindi in grado di aumentare significativamente il volume dell'export nonostante i costi di produzione più elevati. Alla fine dell'anno, anche le esportazioni nominali hanno registrato un calo, soprattutto quelle verso l'UE e la Cina. L'export verso l'Europa continuerà a subire venti contrari ancora all'inizio del 2023, mentre verso la Cina le prospettive si sono rasserenate grazie all'abbandono della politica dello zero Covid.

Si appiattisce la crescita del commercio al dettaglio

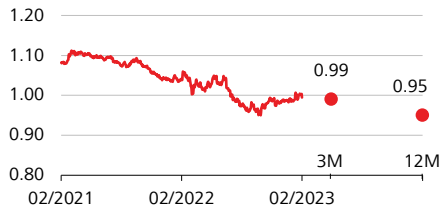
L'incremento dei costi di approvvigionamento ha provocato nel 2022 un rialzo dei prezzi anche nel commercio al dettaglio. Per la prima volta da molto tempo, i prezzi sono aumentati anche nel segmento non food, con poche eccezioni, come l'elettronica. Anche nel segmento food i prezzi di vendita sono aumentati più del solito, ma poiché il comportamento dei consumatori si è normalizzato dopo il boom dovuto alla pandemia, le vendite sono calate. Nel segmento non-food sono invece saliti anche i volumi di vendita. Ma anche qui il rimbalzo post-Covid sta estinguendosi e l'incremento del fatturato è stato nettamente inferiore al 2021. L'inflazione ha inoltre reso i consumatori più cauti. Le vendite natalizie sono state, per esempio, inferiori alle aspettative.

Forte recupero nel settore del turismo

Il contesto economico sta deteriorandosi anche per l'industria alberghiera, sebbene il settore stia ancora beneficiando del boom post-Covid. Si registra un forte recupero del numero di ospiti stranieri e, poiché il turismo interno continua a prosperare, nella seconda metà del 2022 il numero di pernottamenti ha superato il livello pre-crisi. Di recente, si è assistito in particolare a un aumento dei turisti asiatici, anche se rimane un forte potenziale di crescita in questo segmento. Ciò vale soprattutto per i turisti cinesi che solo da poco hanno potuto tornare a viaggiare liberamente. Ci vorranno però ancora alcuni mesi prima che tornino in massa in Svizzera, come dimostra l'esperienza fatta con altri Paesi asiatici. Gli afflussi aumenteranno anche in funzione dell'espansione delle capacità delle compagnie aeree. Ed è inoltre probabile che in un primo tempo i turisti di lungo raggio privilegeranno destinazioni più vicine rispetto alla Svizzera.

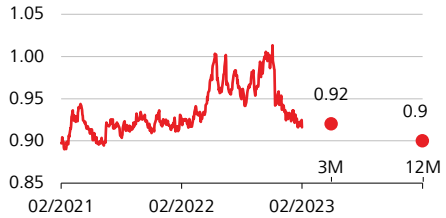
Valute

PREVISIONE



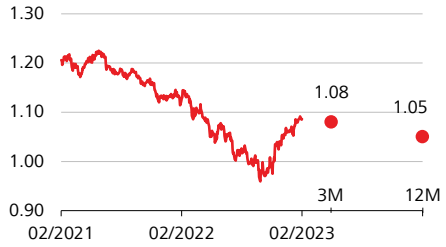
EUR/CHF

A gennaio, per la prima volta dalla scorsa estate, l'euro è stato a tratti nuovamente scambiato sopra la parità rispetto al franco svizzero. La moneta comune ha beneficiato del mancato verificarsi della carenza energetica, il che ha fatto passare in secondo piano i timori di una forte recessione nonché i toni «hawkish» della Banca centrale europea (BCE). Riteniamo, però, che i recenti aumenti dei corsi siano stati un eccesso verso l'alto. A medio termine, il vantaggio d'interesse dell'euro non dovrebbe compensare l'inflazione nettamente maggiore rispetto alla Svizzera né i problemi strutturali dell'area della moneta comune. Sui 12 mesi prevediamo un euro più debole.



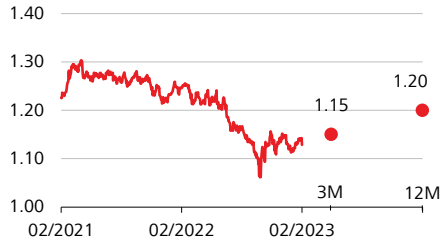
USD/CHF

Come previsto, nel corso della sua prima riunione del nuovo anno la Banca centrale USA (Fed) ha aumentato il tasso di riferimento di 0.25 punti percentuali. In tal modo i banchieri centrali dovrebbero presto aver raggiunto il picco del loro ciclo di aumenti dei tassi. Ciononostante, la politica monetaria resterà restrittiva. Questo, e l'inflazione sempre elevata, lasciano sempre più tracce di rallentamento nell'economia USA, gravando sul valore del dollaro, su cui pesa anche il riacuirsi della controversia sul debito negli USA. Si mostra invece di supporto al «biglietto verde» la differenza d'interesse positiva. Nel complesso prevediamo ora che nel medio termine il corso USD/CHF tenderà leggermente al ribasso.



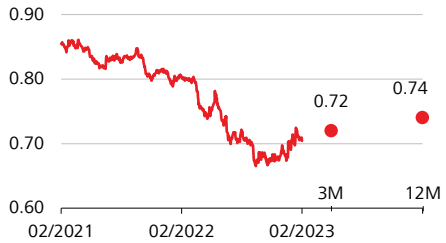
EUR/USD

A gennaio l'euro ha proseguito il suo trend di ripresa rispetto al dollaro USA. Esso è da una parte sostenuto dal corso restrittivo della BCE, che di recente ha aumentato i tassi di 50 punti base e, a differenza della Fed, continuerà probabilmente a intervenire in tal senso in maniera aggressiva. Dall'altra la moneta comune beneficia dell'affievolirsi dei timori di recessione degli investitori non-ché del mancato verificarsi di una situazione di reale carenza energetica in Europa. È tuttavia nostra opinione che, sul fronte dell'euro, siano scontati troppi fattori positivi: l'inflazione resta infatti elevata, e il rischio di una flessione economica non è scongiurato. La nostra previsione a 12 mesi per la coppia di valute EUR/USD è a 1.05



GBP/CHF

In ragione del suo carattere ciclico, il mese scorso la sterlina britannica ha beneficiato del miglioramento delle prospettive congiunturali a livello mondiale nonché del leggero calo dell'inflazione in Gran Bretagna, rivalutandosi di un buon 1% rispetto al franco svizzero. Tuttavia, la valuta britannica continua a doversi confrontare con tutta una serie di fattori negativi: una persistente pressione sui prezzi, scioperi, carenza di manodopera e problemi commerciali legati alla Brexit. Il corso GBP/CHF dovrebbe quindi restare volatile. Alla luce della cronica sottovalutazione della valuta britannica, tuttavia, prevediamo nel corso dell'anno un movimento in direzione 1.20.



JPY/CHF*

Contrariamente alle aspettative del mercato, nella sua riunione straordinaria di gennaio la Bank of Japan (BoJ) non ha deciso alcun aumento dei tassi e per ora è l'ultima grande banca centrale che continua a opporsi al trend globale di una politica monetaria più restrittiva. Di conseguenza, da inizio anno il corso dello yen giapponese oscilla tra 0.69 e 0.73 franchi. Secondo noi, dovrebbe però essere solo una questione di tempo, prima che i banchieri centrali del paese del Sol levante irrigidiscano la loro politica monetaria, il che sosterrebbe uno yen tuttora sottovalutato. Su base annua vediamo pertanto la coppia di valute JPY/CHF 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**	**1.0**
Eurozona	1.3	-6.8	5.2	**3.4**	**0.0**
USA	2.3	-2.8	5.9	**2.1**	**0.5**
Cina	6.0	2.3	8.1	**3.0**	**4.0**
Giappone	0.3	-4.8	1.9	**1.3**	**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	**8.4**	**5.5**
USA	1.8	1.2	4.7	**8.0**	**4.0**
Cina	2.9	2.5	0.9	**2.0**	**2.0**
Giappone	0.5	0.0	-0.3	**2.5**	**1.5**

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	2.50	**3.00**	**3.50**
USD	0.00-0.25	0.00-0.25	4.50-4.75	**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	1.35	**1.50**	**1.40**
EUR (Germania)	-0.57	-0.18	2.36	**2.40**	**3.00**
USD	0.91	1.51	3.65	**3.90**	**3.70**
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	0.99	**0.99**	**0.95**
USD/CHF	0.89	0.91	0.92	**0.92**	**0.90**
JPY/CHF (x 100)	0.86	0.79	0.70	**0.72**	**0.74**
EUR/USD	1.22	1.14	1.07	**1.08**	**1.05**
GBP/CHF	1.21	1.23	1.11	**1.15**	**1.20**

Materie prime (Fine anno)

	2020	2021	Attuale*	Previsione 3M	Previsione 12M
Greggio (Brent, USD/barile)	52	78	84	**88**	**90**
Oro (USD/oncia)	1898	1829	1880	**1950**	**2000**

*07.02.2023

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 attrezzature	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