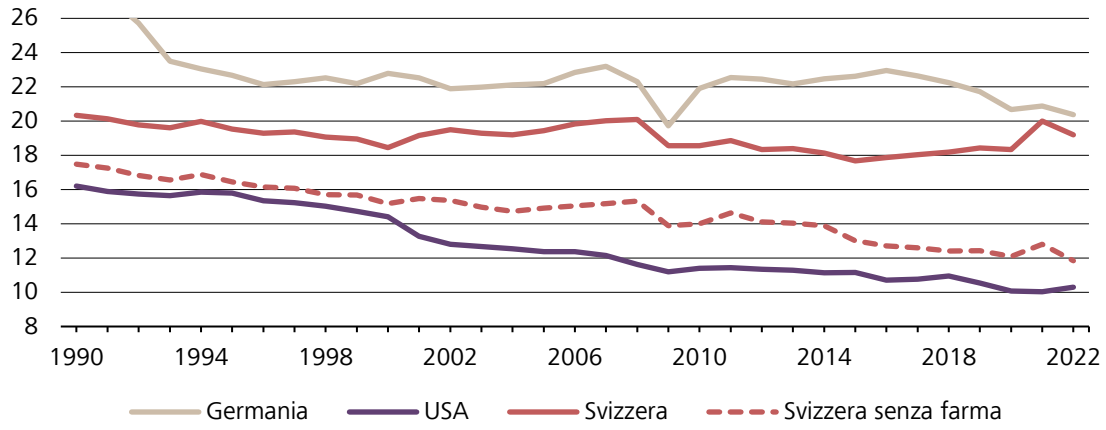
DICEMBRE 2023

Rassegna congiunturale

L'inflazione è in discesa in tutto il mondo. Il processo di disinflazione prosegue su un ampio fronte, non da ultimo anche in Svizzera. Poiché il primo rialzo del tasso di interesse di riferimento ha avuto sorprendentemente solo un impatto moderato sui prezzi al consumo di novembre, l'inflazione è scesa di nuovo sotto la soglia del 2% contrariamente alle aspettative. Il netto aumento dei canoni d'affitto avrà solo un effetto ritardato sugli indici ufficiali dei prezzi. Per questo motivo abbassiamo la nostra previsione di inflazione per il prossimo anno all'1.5%. Con la distensione sul fronte dei prezzi, non riteniamo necessario un nuovo giro di vite da parte della BNS, anzi intravediamo la possibilità di un tasso guida più basso entro la fine dell'anno prossimo.

GRAFICO DEL MESE: DEINDUSTRIALIZZAZIONE MASCHERATA

Quota del settore manifatturiero sul valore aggiunto totale in %



Fonte: Refinitiv, SECO, Raiffeisen Economic Research

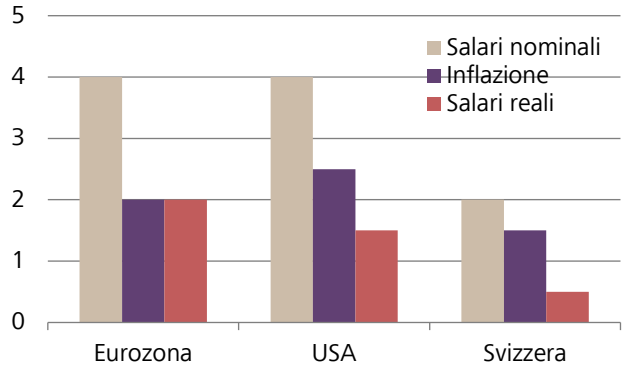
Finché perdurava il boom della domanda globale di beni e i carnet di ordini erano pieni, la forza del franco svizzero non era un fattore determinante per gli esportatori svizzeri. Inoltre, gran parte del forte apprezzamento degli ultimi due anni era compensato da un aumento dei costi di approvvigionamento e dei salari più contenuto rispetto all'estero. Nel frattempo, però, anche il tasso di cambio corretto per i prezzi evidenzia un'ulteriore tendenza al rialzo e rappresenta una costante zavorra per la competitività dell'industria esportatrice. Se osserviamo l'andamento della quota del settore manifatturiero sul valore aggiunto complessivo della Svizzera, il quadro si presenta a prima vista sorprendentemente resiliente. La quota rimane stabile a un livello simile a quello della Germania. Questo risultato è però dovuto – ancora una volta – al settore farmaceutico. La sua creazione di valore denota un percorso di ripida crescita, che maschera la stagnazione o, in alcuni casi, la forte contrazione degli altri comparti. Se si esclude il ramo farmaceutico, la quota di valore aggiunto dell'industria manifatturiera assomiglia piuttosto a quella degli Stati Uniti, dove si lamenta una massiccia deindustrializzazione.

Nel 2015 lo shock del tasso di cambio non ha portato immediatamente a una recessione dell'economia svizzera, come molti avevano temuto. Tuttavia, la linea tratteggiata nel precedente grafico mostra chiaramente che il processo di trasformazione strutturale si è accelerato dopo l'abbandono della soglia minima del tasso di cambio, proprio come era avvenuto in precedenza sulla scia della crisi finanziaria, quando il franco svizzero si era fortemente apprezzato. Tra i settori più colpiti si annoveravano quelli della stampa, della carta, del vetro e della ceramica, che da allora hanno subito perdite reali di valore aggiunto di oltre il 20% ciascuno. Il «sentiment» di questi comparti è oggi di nuovo depresso.

Congiuntura

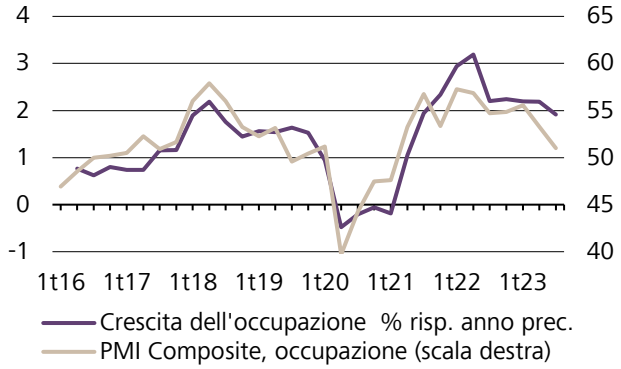
EVOLUZIONE DEI SALARI

Previsione per il 2024, in % rispetto all'anno precedente



Fonte: Raiffeisen Economic Research

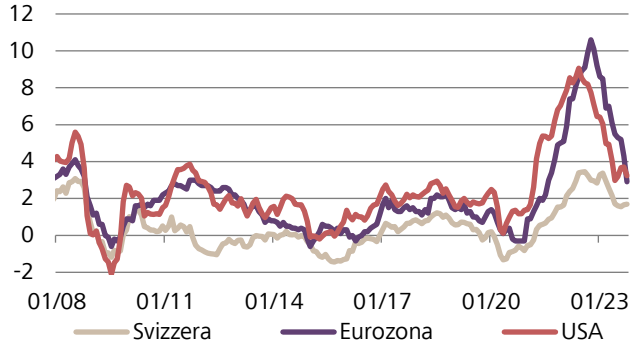
MERCATO DEL LAVORO SVIZZERO



Fonte: UST, procure, Raiffeisen Economic Research

PREZZI AL CONSUMO

In % rispetto all'anno precedente



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Indebolimento del potere d'acquisto

All'inizio della stagione dello shopping natalizio, i consumatori statunitensi sono ancora in vena di spese. Tuttavia, l'aumento dei debiti sulle carte di credito e dei casi di insolvenza mostra che anche negli Stati Uniti non è più così facile sfoderare il portafoglio. Secondo i sondaggi, gli sconti prenatalizi sono diventati più importanti per molte famiglie rispetto agli anni precedenti. In Svizzera, invece, i consumatori sono ormai stanchi delle battaglie degli sconti e in generale prevedono di spendere meno, anche perché le aspettative sulla situazione finanziaria si sono notevolmente offuscate. Negli Stati Uniti e nell'Eurozona, gli aumenti salariali stanno superando l'inflazione. Ciò contribuisce a ridurre la perdita di potere d'acquisto subita nella fase di alta inflazione. In Svizzera, invece, i moderati aumenti salariali, previsti a circa il 2% per l'anno prossimo, non comportano un aumento significativo dei salari reali. Considerata anche l'impennata dei premi per l'assicurazione malattia obbligatoria, il potere d'acquisto è decisamente in calo.

Il mercato del lavoro si raffredda

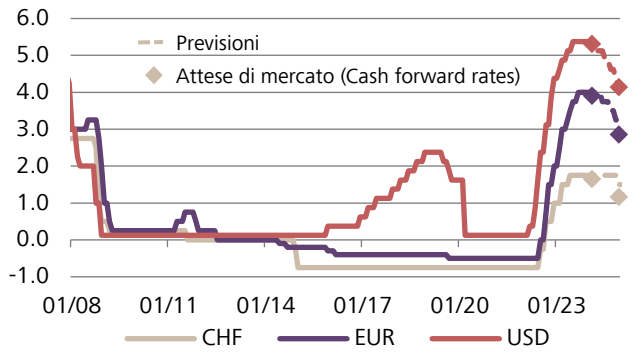
Inoltre, l'indebolimento dell'economia globale sta avendo un impatto sempre più negativo sui piani occupazionali delle aziende, soprattutto nell'industria europea. Di recente il calo degli ordini in entrata non si è accelerato, ma rimane comunque elevato. Ciò sta esaurendo il cuscinetto di ordinativi di un crescente numero di aziende, causando una contrazione dell'attività produttiva. Anche nel terziario si osserva una costante flessione della domanda di manodopera aggiuntiva. Nel terzo trimestre, l'occupazione svizzera è comunque aumentata di un buon 1.9% su base annua, sostenuta, tra l'altro, dagli ulteriori effetti di recupero nel settore alberghiero e della ristorazione. Tuttavia la crescita destagionalizzata, che è un parametro più significativo per le dinamiche del mercato del lavoro, si è fermata allo 0.1% rispetto al trimestre precedente.

L'inflazione rallenta

Negli Stati Uniti la dinamica dei prezzi rimane più moderata, nonostante la continua forza dell'economia. Ciò vale ancora di più per l'Eurozona, dove l'indebolimento congiunturale contribuisce a rallentare l'ascesa dei prezzi. L'inflazione è diminuita notevolmente su entrambe le sponde dell'Atlantico rispetto ai massimi dell'anno scorso. Tuttavia, l'aumento dei salari e le conseguenti aspettative di prezzo superiori alla media da parte dei fornitori di servizi non fanno presagire un facile cammino verso l'obiettivo di inflazione. In Svizzera, con il passaggio al nuovo anno, sono ancora previsti diversi rialzi dei prezzi amministrati a effetto ritardato. Il primo aumento del tasso di interesse di riferimento ha avuto comunque un impatto sorprendentemente moderato sulla componente degli affitti a novembre. Insieme alla continua disinflazione in molte altre categorie di prezzo, il tasso annuo complessivo è addirittura sceso inaspettatamente dall'1.7% all'1.4%.

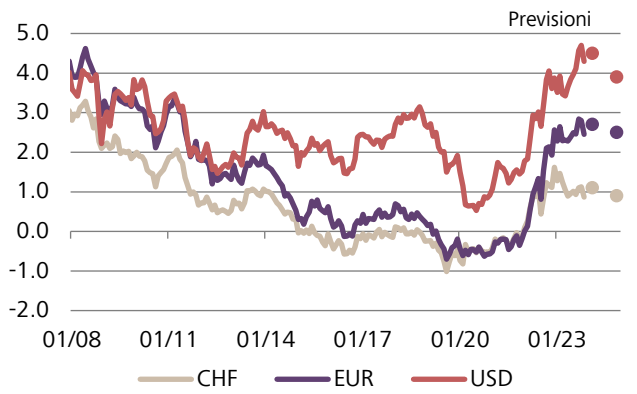
Tassi

TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



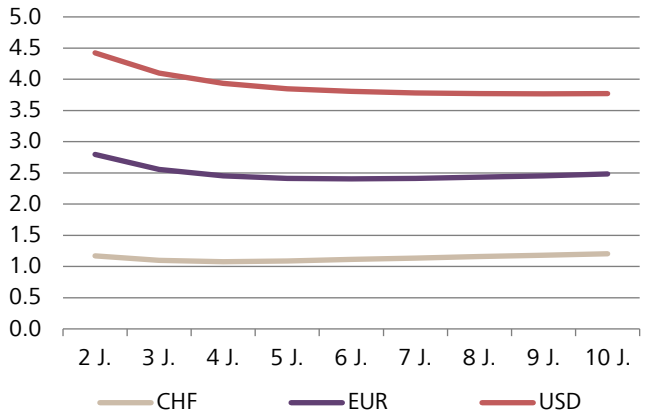
Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

CURVA DEI TASSI (STATO: 07.12.2023), IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La Fed sempre meno preoccupata

Nelle ultime due riunioni la banca centrale americana ha lasciato invariato il tasso obiettivo dei Fed Funds al 5.375%. ma non ha escluso nuovi rialzi dei tassi di interesse se l'economia continuerà a crescere a ritmi superiori alla media. Tuttavia, gli ultimi dati sui prezzi e sul mercato del lavoro vanno chiaramente nella direzione auspicata. Ciò significa che i tassi di interesse hanno probabilmente raggiunto il loro picco. Il tono meno preoccupato dei membri del Federal Open Market Committee (FOMC) ha risvegliato addirittura l'aspettativa di tagli dei tassi di interesse per il 2024. Ciò ha portato a un'ulteriore correzione al ribasso dei tassi a lungo termine. Allo stesso tempo, però, il calo dell'inflazione mantiene alti o fa salire i tassi di interesse reali, il che implica un indirizzo più restrittivo della politica monetaria. Se l'economia continuerà a raffreddarsi in modo controllato, ciò depone sempre più a favore di un taglio dei tassi di riferimento il prossimo anno, anche se l'inflazione rimane al di sopra del target.

Il livello dei tassi di interesse della BCE è sufficiente

Anche la BCE ha fatto una pausa nella sua ultima seduta. L'asticella per ulteriori rialzi dei tassi di interesse era stata però già alzata a settembre a fronte della persistente debolezza economica dell'Eurozona. Nella riunione di ottobre, la BCE ha confermato questa valutazione. È diventata più fiduciosa che la pressione sui prezzi continuerà a diminuire. La BCE ritiene che l'attuale livello dei tassi di interesse dovrebbe essere sufficiente per raggiungere l'obiettivo di inflazione nel medio termine. Le «colombe» del Consiglio direttivo della BCE hanno addirittura iniziato a ipotizzare più apertamente tagli dei tassi di interesse a partire dalla metà del 2024 - un'ipotesi che anche noi possiamo abbracciare.

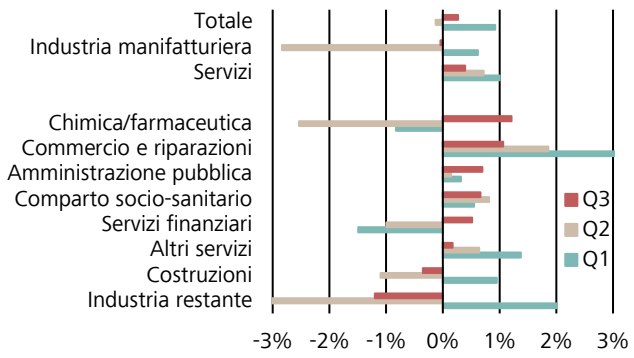
La BNS non ha bisogno di intervenire

Le prospettive più fosche per l'economia svizzera, unite alla minore pressione dei prezzi sui beni importati, hanno indotto in settembre anche la Banca nazionale svizzera ad abbandonare il suo indirizzo di inasprimento preventivo. Il tasso guida è rimasto invariato all'1.75%. La previsione di inflazione a medio termine, pari all'1.9%, rientra appena nella fascia obiettivo e non permette alla BNS di escludere una nuova stretta monetaria. Tuttavia, a prescindere dall'effetto temporaneo degli aumenti dei prezzi amministrati, gli indicatori della pressione inflazionistica non suggeriscono la necessità di un ulteriore inasprimento. Le aspettative del mercato di un livello del tasso guida della BNS inferiore alle attese iniziali e di un'inversione del ciclo dei tassi di interesse già l'anno prossimo hanno provocato una forte contrazione dei tassi di interesse a lungo termine in CHF. Anche noi ci aspettiamo un primo taglio dei tassi della BNS entro la fine del prossimo anno, non da ultimo se, in futuro non troppo lontano, la BCE inizierà a ridurre il differenziale dei tassi di interesse rispetto alla Svizzera.

Settori svizzeri

VALORE AGGIUNTO DEI SETTORI 2023

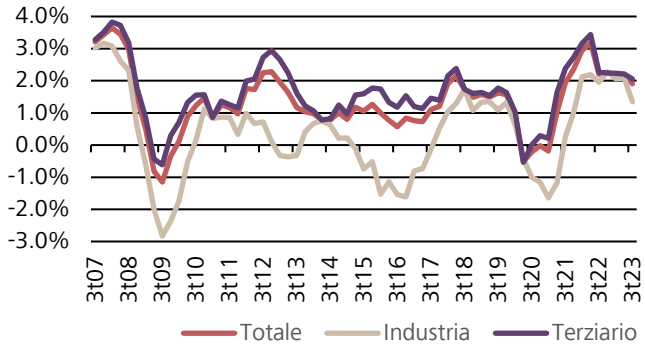
PIL rispetto al trimestre precedente



Fonte: SECO, Raiffeisen Economic Research

OCCUPAZIONE (I)

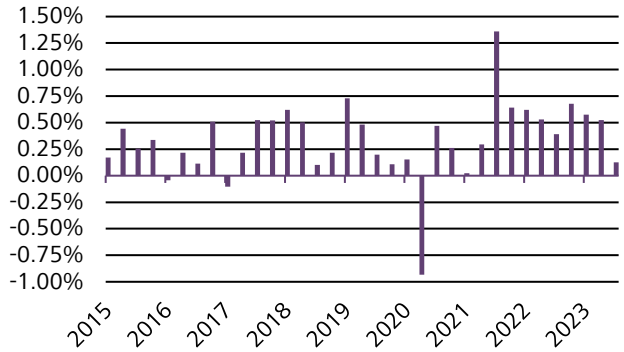
Variazione rispetto all'anno precedente



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

OCCUPAZIONE (II)

Variazione rispetto al trimestre precedente, destagionalizzata



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Le prospettive di crescita rimangono cupe

La performance dell'economia svizzera è tornata a crescere dopo il leggero calo del secondo trimestre. Nel terzo trimestre, il PIL corretto per gli eventi sportivi è aumentato dello 0.3% rispetto al trimestre precedente. Tuttavia, il moderato aumento non è un segnale che l'economia stia riprendendo slancio a tutto campo. Il miglioramento è infatti dovuto principalmente all'industria manifatturiera, la cui tendenza al ribasso si è arrestata solo grazie alla ripresa del settore chimico e farmaceutico. Negli altri comparti industriali, la creazione di valore ha accusato una nuova e significativa contrazione, dovuta alla tesa situazione economica su scala mondiale.

Nel terziario si è registrata una forte crescita in alcuni comparti, come il commercio, l'amministrazione pubblica e il ramo socio-sanitario. Nel complesso, però, la dinamica espansiva è stata frenata dal rallentamento generale dei consumi privati. Inoltre si sono ormai esauriti gli effetti di recupero post-pandemia, anche nel settore alberghiero e della ristorazione, il cui valore aggiunto è cresciuto fortemente nel secondo trimestre (+8.2%), ma di recente è tornato a diminuire per la prima volta in due anni (-3.7%).

Il mercato del lavoro perde slancio

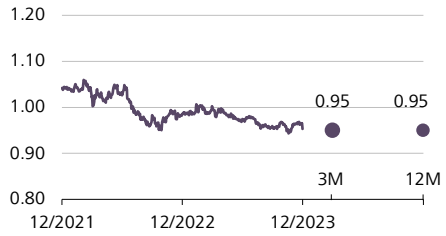
Con il rallentamento dell'economia, anche il mercato del lavoro è sempre più sotto pressione. La crescita dell'occupazione sembra diminuire solo lentamente. Nel terzo trimestre, il numero di posti di lavoro è aumentato di nuovo di circa il 2% rispetto all'anno precedente, cioè di oltre 100 000 unità. Nell'industria sono stati creati meno nuovi posti di lavoro, mentre il contributo del terziario, settore molto più consistente, è rimasto elevato. L'occupazione è aumentata notevolmente nell'arco di 12 mesi, in particolare nel ramo socio-sanitario (+19 000) ma anche nel comparto alberghiero e della ristorazione (+15 000).

Rispetto al trimestre precedente, tuttavia, la crescita dell'occupazione ha subito un brusco calo, poiché il numero totale di posti di lavoro nel terzo trimestre è aumentato solo dello 0.1% rispetto al secondo trimestre. Nell'industria il volume di assunzioni è rimasto invariato, ma in compenso è fortemente rallentato nel terziario. Ciò vale soprattutto per i servizi legati all'industria, come le agenzie di reclutamento. Ma anche negli altri comparti la domanda di personale è rimasta al di sotto dei livelli precedenti.

I dati finora disponibili suggeriscono un andamento debole dell'occupazione anche nel quarto trimestre. Tuttavia, le prospettive per il terziario restano molto meno fosche rispetto a quelle dell'industria.

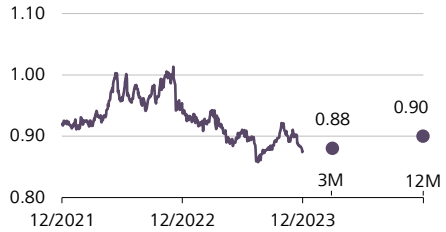
Valute

PREVISIONE



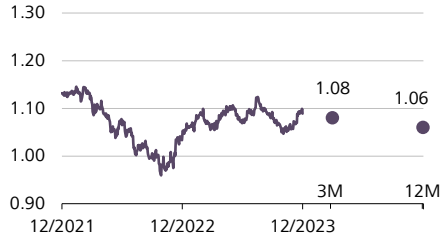
EUR/CHF

A novembre, l'euro ha oscillato a lungo intorno a 0.9650 franchi. A fine mese, però, la speranza degli investitori di veder presto diminuire i tassi di riferimento ha messo sotto pressione la valuta, il cui corso ha perso un buon 1%. Alla luce dell'incerto contesto di mercato, il franco svizzero sta attualmente beneficiando ancora una volta della sua natura di porto sicuro per i capitali. A questo si aggiunga il fatto che finora l'economia elvetica è risultata essere più solida di quella della zona euro. D'altra parte, però, il netto vantaggio d'interesse protegge la moneta unica da un ulteriore calo. Per il momento questo quadro non sembra destinato a cambiare molto. Prevediamo un movimento laterale di EUR/CHF.



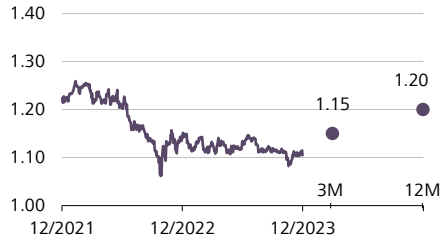
USD/CHF

A novembre, il persistere di un clima di incertezza geopolitica ha indotto gli investitori ad aumenta-re la domanda di franchi svizzeri, portando la valuta, nel corso del mese, a rivalutarsi di quasi il 4% rispetto al dollaro USA. Tanto la Banca centrale statunitense (Fed) quanto la Banca nazionale svizzera (BNS) dovrebbero essere giunte al termine del loro ciclo di aumento dei tassi. Secondo le nostre previsioni, negli Stati Uniti i tassi inizieranno la loro discesa a partire dall'estate 2024. Da noi, per contro, dovrebbero mantenersi un po' più a lungo al livello attuale. Le prospettive congiunturali si sono recentemente offuscate su entrambe le sponde dell'Atlantico. Riconfermiamo quindi le nostre previsioni per USD/CHF.



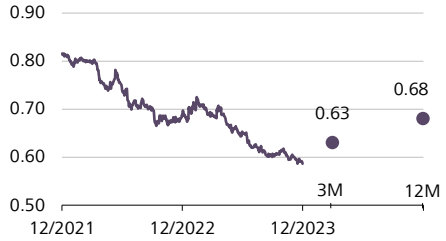
EUR/USD

Nel corso del mese di novembre, approfittando della debolezza del biglietto verde, il valore dell'euro è aumentato, arrivando a toccare 1.1017 dollari USA, il valore più alto da metà agosto. Riteniamo però che questo aumento della moneta unica sia un po' eccessivo. Infatti, mentre la zona euro si dirige a grandi passi verso una recessione, negli Stati Uniti la congiuntura appare particolarmente solida. Nel 2024 la Banca centrale europea (BCE) dovrebbe quindi abbassare i tassi, precedendo in questo la Banca centrale statunitense Fed e incrementando così ulteriormente il vantaggio d'interesse del dollaro. Sul periodo di 12 mesi vediamo quindi la coppia di valute EUR/USD a un livello chiaramente inferiore.



GBP/CHF

L'inflazione elevata (ottobre: 4.6%) e il forte rialzo dei tassi frenano sempre più l'economia britannica. Rispetto all'esercizio precedente, il terzo trimestre ha registrato una stagnazione del prodotto interno lordo (PIL). In conseguenza di ciò, a novembre la Bank of England (BoE) ha deciso di lasciare invariato a 5.25% il tasso di riferimento. Per quanto non si possano escludere ulteriori aumenti dei tassi, l'indebolimento congiunturale rappresenta un ostacolo di non poco conto alla loro attuazione. Lo scorso mese la sterlina ha oscillato intorno alla soglia di 1.1050 franchi. Noi continuiamo a ritenere che la valuta britannica sia sottovalutata e quindi prevediamo una ripresa del corso GBP/CHF su base annua.



JPY/CHF*

Lo yen giapponese ha continuato il suo percorso in discesa anche a novembre. A causa della politica monetaria accomodante della Bank of Japan (BoJ), solo quest'anno lo yen ha perso oltre il 15% del suo valore rispetto al franco svizzero. Contemporaneamente nel Paese del sol levante anche l'inflazione è in sensibile aumento. Di conseguenza, la BoJ ha recentemente rivisto al rialzo le sue previsioni sull'inflazione. Prima o poi i banchieri centrali dovranno decidersi anche ad aumentare i tassi, cosa che aiuterà a ridurre l'attuale marcato svantaggio della valuta giapponese in termini di interessi. Prevediamo quindi che nel medio termine il tasso di cambio JPY/CHF tenderà al rialzo.

* moltiplicato per 100
Fonti: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office e Economic Research

Previsione Raiffeisen (I)

CONGIUNTURA

PIL (Crescita annua media in %)

	2020	2021	2022	Previsione 2023	Previsione 2024
Svizzera	-2.1	5.4	2.6	**1.0**	**0.8**
Eurozona	-6.8	5.2	3.4	**0.5**	**-0.1**
USA	-2.2	5.8	1.9	**2.2**	**0.5**
Cina	2.3	8.1	3.0	**5.0**	**4.5**
Giappone	-4.3	2.4	1.1	**1.7**	**1.0**
Globale (PPP)	-2.8	6.3	3.5	**2.8**	**2.3**

Inflazione (Crescita annua media in %)

	2020	2021	2022	Previsione 2023	Previsione 2024
Svizzera	-0.7	0.6	2.8	**2.3**	**1.5**
Eurozona	0.3	2.6	8.4	**5.5**	**2.0**
USA	1.2	4.7	8.0	**4.0**	**2.5**
Cina	2.5	0.9	2.0	**0.5**	**1.5**
Giappone	0.0	-0.3	2.5	**3.1**	**2.0**

MERCATI FINANZIARI

Tasso di riferimento (Fine anno in %)

	2021	2022	Attuale*	Previsione 3M	Previsione 12M
CHF	-0.75	1.00	1.75	**1.75**	**1.50**
EUR	-0.50	2.00	4.00	**4.00**	**3.25**
USD	0.00-0.25	4.25-4.50	5.25-5.50	**5.25-5.50**	**4.50-4.75**
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 %)

	2021	2022	Attuale*	Previsione 3M	Previsione 12M
CHF	-0.15	1.58	0.70	**1.10**	**0.90**
EUR (Germania)	-0.18	2.57	2.19	**2.70**	**2.50**
USD	1.51	3.87	4.15	**4.50**	**3.90**
JPY	0.07	0.41	0.77	**0.80**	**0.90**

Tassi di cambio (Fine anno)

	2021	2022	Attuale*	Previsione 3M	Previsione 12M
EUR/CHF	1.04	0.99	0.94	**0.95**	**0.95**
USD/CHF	0.91	0.92	0.87	**0.88**	**0.90**
JPY/CHF (x 100)	0.79	0.71	0.60	**0.63**	**0.68**
EUR/USD	1.14	1.07	1.08	**1.08**	**1.06**
GBP/CHF	1.23	1.12	1.10	**1.15**	**1.20**

Materie prime (Fine anno)

	2021	2022	Attuale*	Previsione 3M	Previsione 12M
Greggio (Brent, USD/barile)	78	86	75	**85**	**80**
Oro (USD/oncia)	1829	1824	2032	**2000**	**2070**

*sempre il tasso guida rilevante per i tassi del mercato monetario (tasso di interesse della BNS sui depositi, tasso di interesse della BCE sui depositi, corridoio dei tassi per il tasso obiettivo dei Fed Funds) **07.12.2023

Previsione Raiffeisen (II)

SVIZZERA - PREVISIONI DETTAGLIATE

	2019	2020	2021	2022	Previsione 2023	Previsione 2024
PIL, reale, variazione in %	**1.2**	**-2.1**	**5.4**	**2.6**	**1.0**	**0.8**
Consumo privato	1.2	-3.4	1.8	4.2	1.9	0.8
Consumo pubblico	0.8	3.8	3.3	-0.8	-0.3	-0.2
Inv. per impianti e attrezzature	1.8	-1.5	5.9	4.5	2.8	1.4
Investimenti edilizi	-0.9	-1.0	-3.1	-5.5	-1.5	0.5
Esportazioni	1.6	-5.2	13.8	5.9	5.2	2.1
Importazioni	2.8	-3.2	5.7	6.2	5.9	2.3
Tasso di disoccupazione in %	**2.3**	**3.2**	**3.0**	**2.2**	**2.0**	**2.1**
Inflazione in %	**0.4**	**-0.7**	**0.6**	**2.8**	**2.3**	**1.5**

Editore
Raiffeisen Svizzera Economic Research
Fredy Hasenmaile, 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