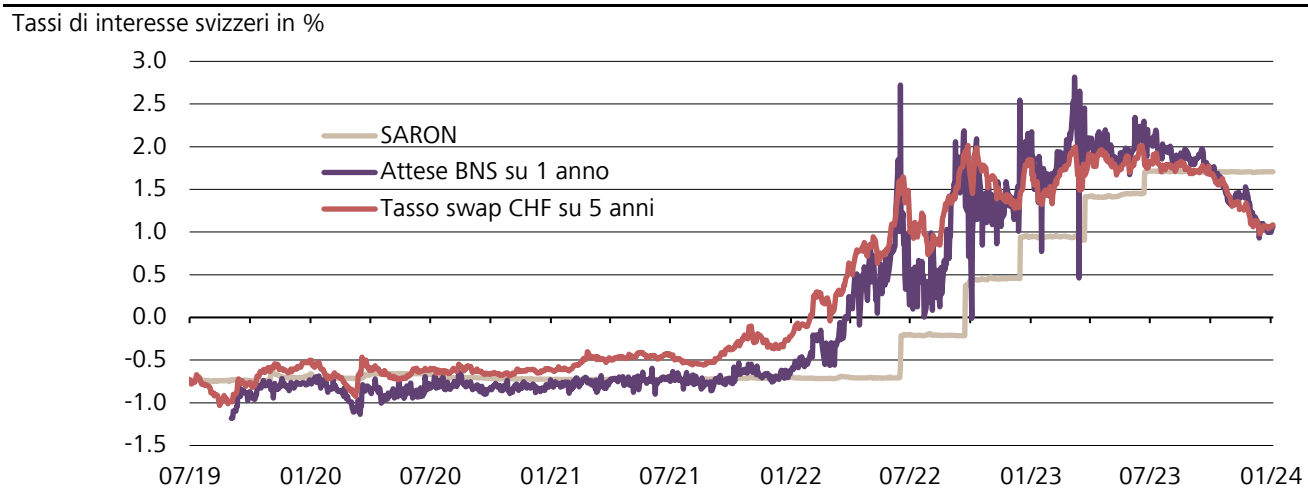
GENNAIO 2024

Rassegna congiunturale

Prima della fine dell'anno la fiducia delle imprese e dei consumatori europei si è stabilizzata. Le prospettive economiche rimangono tuttavia cupe soprattutto nel settore industriale. I servizi, invece, si sono difesi meglio, grazie alla buona tenuta del mercato del lavoro. Mentre in Svizzera l'incremento dei prezzi amministrati sta erodendo gli aumenti salariali, nell'Eurozona e negli USA il forte rientro dell'inflazione stabilizza il potere d'acquisto e spinge sia la BCE che la Fed a prendere in considerazione una riduzione dei tassi d'interesse.

GRAFICO DEL MESE: ASPETTATIVE AMBIZIOSE DI CALO DEI TASSI



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Alla riunione trimestrale di politica monetaria di dicembre, la Banca nazionale svizzera ha nuovamente lasciato invariato il tasso guida all'1.75%. La BNS applica tale interesse sulla maggior parte dei consistenti depositi a vista che le banche hanno accumulato presso di essa in seguito ai massicci acquisti di valuta estera effettuati dopo la crisi finanziaria. Con gli interessi sui depositi e ulteriori transazioni sul mercato monetario a condizioni simili, la Banca nazionale mantiene il tasso giornaliero SARON vicino al tasso guida, recentemente stabile a un livello leggermente inferiore all'1.70%.

Sebbene il tasso guida sia rimasto invariato da giugno, come le condizioni per le ipoteche SARON, i tassi per le ipoteche fisse con scadenze più lunghe hanno subito una notevole correzione al ribasso imputabile alle aspettative sui tassi guida per quest'anno e per il prossimo futuro. A differenza del tasso overnight, le condizioni per i crediti a tasso fisso non reagiscono infatti alle variazioni effettive del tasso guida della BNS, ma riflettono il livello medio dei tassi di interesse atteso sul mercato finanziario per la rispettiva durata.

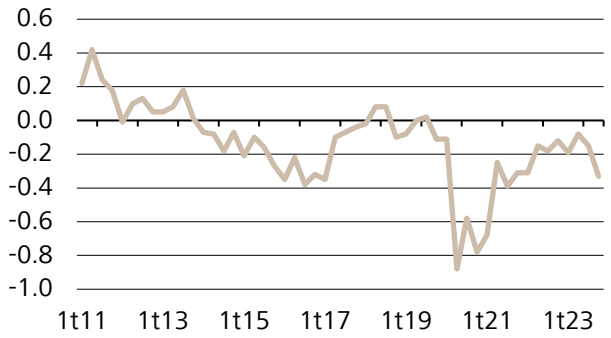
Per il momento la Direzione generale della BNS ritiene adeguato l'attuale livello del tasso guida e non intende ancora cambiare rotta. A fronte della dinamica positiva dell'inflazione, sia BCE che Fed stanno invece già discutendo apertamente di un'inversione del ciclo dei tassi di interesse nel corso dell'anno. Ciò ha impattato fortemente le attese sui tassi guida, anche in Svizzera. Poiché per l'anno in corso i mercati hanno già scontato un tasso guida della BNS di quasi l'1.0%, anche le condizioni di rifinanziamento delle banche per le ipoteche fisse, i tassi swap, sono scese più o meno nella stessa misura. Le ipoteche fisse sono quindi diventate generalmente più favorevoli rispetto a quelle SARON.

Ciò significa però che i mercati scontano già diversi interventi da parte della BNS. Se questi tagli non avverranno nei tempi previsti, come ipotizziamo nel nostro scenario di base, i tassi swap potrebbero tornare a salire leggermente nei prossimi mesi. Per una significativa flessione dei tassi a lungo termine ci vorrebbe però probabilmente una crisi economica con rapidi tagli d'emergenza.

Congiuntura

UTILIZZO DELLE CAPACITÀ

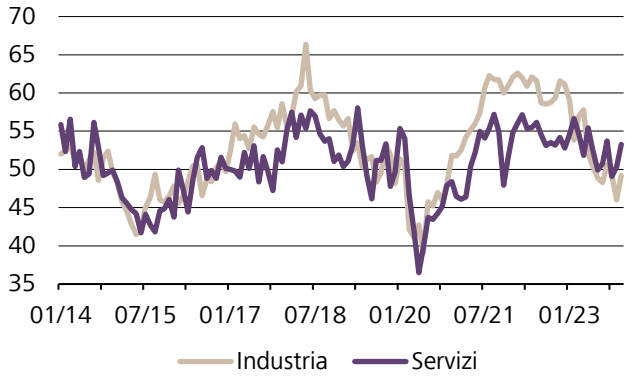
Contatti commerciali della BNS, indice



Fonte: BNS, Raiffeisen Economic Research

MERCATO DEL LAVORO

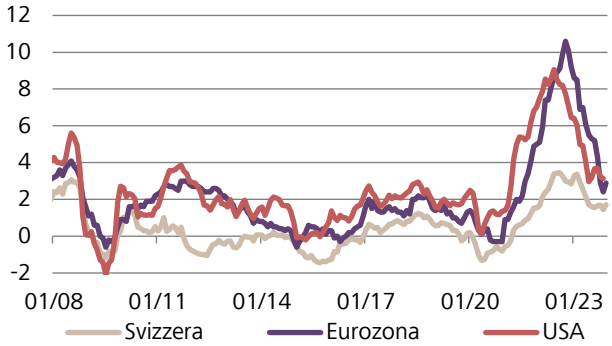
Indici direttori agli acquisti (PMIs) in Svizzera, occupazione



Fonte: procure, Raiffeisen Economic Research

PREZZI AL CONSUMO

In % rispetto all'anno precendete



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Capacità troppo elevate

Il sentiment dell'industria europea si è stabilizzato alla fine dell'anno. Perdura tuttavia la forte contrazione degli ordini. Anche in Svizzera i carnet d'ordini continuano a ridursi e le scorte rimangono generalmente consistenti. La debole domanda dall'Europa e dalla Cina provoca pertanto un significativo sottoutilizzo delle capacità produttive e frena i progetti d'investimento. Un numero maggiore di produttori prevede inoltre di ridurre i posti di lavoro, anche se finora solo in misura modesta.

Consumi robusti

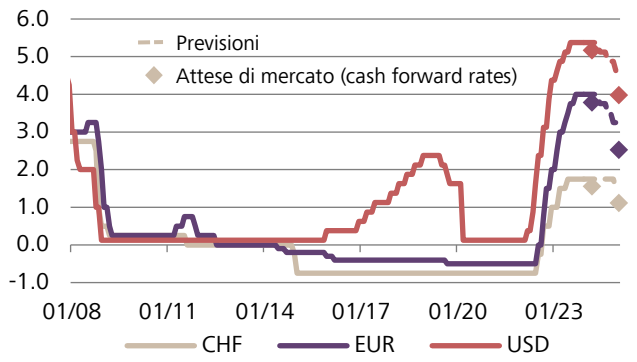
Continua la risalita del settore dei servizi. La cifra d'affari cresce in modo notevole, di pari passo con il fabbisogno di personale. Per attirare e trattenere personale, le imprese della ristorazione e del settore alberghiero intendono quest'anno offrire salari decisamente più elevati. Il comparto industriale non potrà invece fare altrettanto, viste le cupe prospettive economiche. Prima dell'inizio dell'anno, i contatti commerciali della BNS in tutti i settori hanno segnalato per il 2024 piani di aumento salariale di poco inferiori al 2% in media, quindi leggermente al di sotto della crescita dello scorso anno. Ciò significa che neanche quest'anno si assisterà a un incremento reale del reddito. Queste situazioni di solito erodono la propensione ai consumi, ma gli svizzeri sembrano non volersi limitare eccessivamente. A dicembre, le vendite con carte di credito e debito nel commercio al dettaglio hanno raggiunto infatti un livello record. Sebbene comunque l'incremento del fatturato corretto per l'inflazione sia stato solo moderato, i retailer si dicono soddisfatti degli affari natalizi. Ciò vale soprattutto per le ferrovie di montagna, che hanno registrato un avvio di stagione invernale molto migliore rispetto all'anno scorso, quando le temperature elevate dopo Natale avevano costretto a chiudere molti impianti di risalita a bassa quota e il periodo di vacanza era stato più breve perché le festività cadevano nel fine settimana.

Inflazione sotto controllo

Verso la fine dell'anno, l'inflazione negli Stati Uniti e nell'Eurozona è stata molto meno dinamica rispetto ai trimestri precedenti. La recente e significativa espansione della crescita salariale frenerà però probabilmente la normalizzazione dei prezzi, in particolare nel settore dei servizi. È quanto in ogni caso suggeriscono le attese dei fornitori di servizi sui prezzi di vendita, superiori alla media e già oggetto di recenti aumenti. In Svizzera la situazione è ancora distesa: sebbene i prezzi amministrati abbiano subito rialzi con effetto ritardato, numerose altre categorie di prezzo hanno rallentato l'andatura. Nonostante l'aumento dell'IVA, le aziende svizzere intendono solo ritoccare verso l'alto i prezzi verso la fine dell'anno.

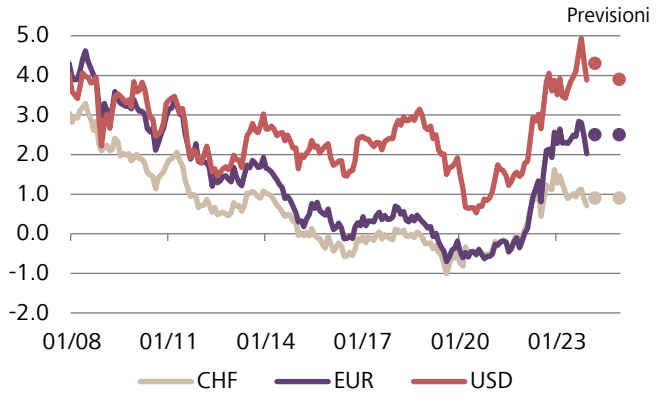
Tassi

TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



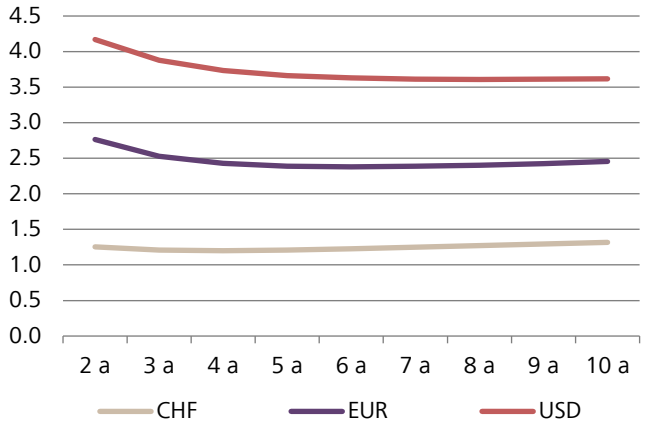
Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

CURVA DEI TASSI (STATO: 11.01.2024), IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La Fed è soddisfatta

La Fed non prevede altre manovre rialziste. Incoraggiati dalla costante discesa dell'inflazione, i membri del FOMC ipotizzano addirittura dei tagli dei tassi per un totale di 75 punti base entro la fine del 2024, nonostante l'andamento economico tuttora robusto. Il presidente della Fed Jerome Powell ha intenzione di allentare le redini monetarie anche prima che l'inflazione scenda al 2% purché i dati vadano nella direzione giusta – tanto più che l'attuale livello dei tassi guida del 5.375% comporta interessi reali sempre più elevati. Gli operatori del settore si aspettano dei tagli ancora più aggressivi già da marzo. Ciò ha accelerato il trend ribassista osservato sui mercati dei capitali prima della fine dell'anno. Considerata tuttavia la solidità del mercato del lavoro e dei consumi privati, la correzione nel segmento a lunga scadenza sembra però già molto avanzata, forse anche troppo.

La BCE rimane sul chi-va-là

Già dal settembre scorso la BCE parte dal presupposto che l'attuale livello dei tassi dovrebbe bastare a raggiungere l'obiettivo di inflazione a medio termine. Nella sua analisi di dicembre ha messo l'accento sulla discesa più rapida del previsto dell'inflazione. Nonostante una congiuntura più debole di quella americana, la BCE si mostra tuttavia più prudente della Fed. Dopo i cospicui aumenti salariali, la presidente della BCE Christine Lagarde vuole aspettare ulteriori dati a conferma di un rallentamento duraturo della corsa dei prezzi – posizione che depone a sfavore di una rapida inversione del ciclo dei tassi. Se la tendenza dei prezzi continuerà a puntare verso il basso, diversi altri membri del Consiglio direttivo della BCE lasciano però aperto uno spiraglio per un primo taglio dei tassi entro la metà dell'anno, come previsto anche nel nostro scenario di base.

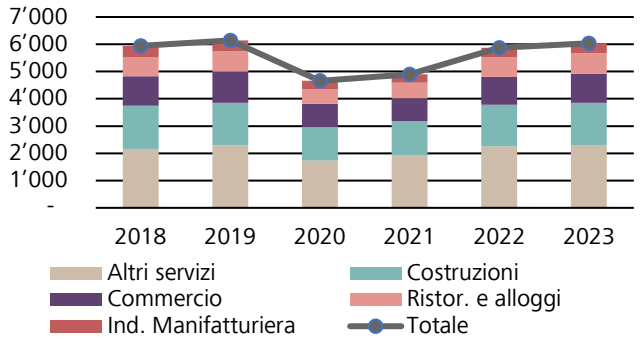
BNS più moderata

Anche per la BNS i rischi sul fronte dei prezzi sono più bilanciati. Non a caso, nella sua seduta di dicembre, ha abbandonato la sua propensione all'inasprimento e non parla più esplicitamente di possibili aumenti dei tassi. Le sue nuove proiezioni sull'inflazione a medio termine si attestano sull'1.6%, quindi decisamente al di sotto dell'1.9% di settembre e comodamente nella fascia obiettivo dello 0%-2%. Secondo il presidente della BNS Thomas Jordan il livello dei prezzi non è sceso ancora abbastanza da giustificare una manovra espansiva, anche perché l'aumento dei prezzi amministrati dovrebbe provocare una recrudescenza, seppure temporanea, dell'inflazione. Con un tasso guida dell'1.75% la BNS può permettersi di rinunciare a eventuali tagli nel corso dell'anno. Permane tuttavia il rischio di un apprezzamento indesiderato del franco, soprattutto se il differenziale dei tassi rispetto all'Eurozona dovesse diminuire in seguito ai tagli della BCE. In tal caso anche la BNS potrebbe reagire con un allentamento dei tassi invece di intervenire con massicci acquisiti di valuta.

Settori svizzeri

FALLIMENTI DI IMPRESE SVIZZERE

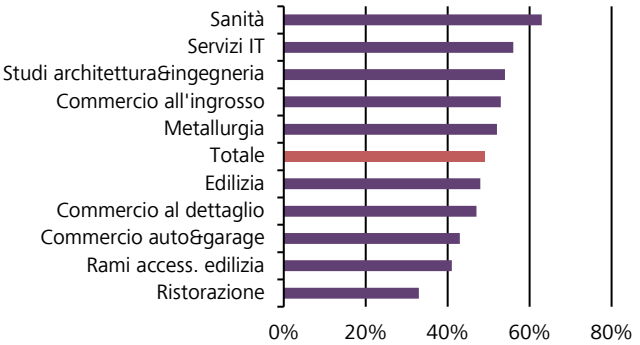
Senza casi di carenze organizzative



Fonte: Statistisches Amt Kanton Zürich, Raiffeisen Economic Research

RIMBORSO CREDITI COVID-19

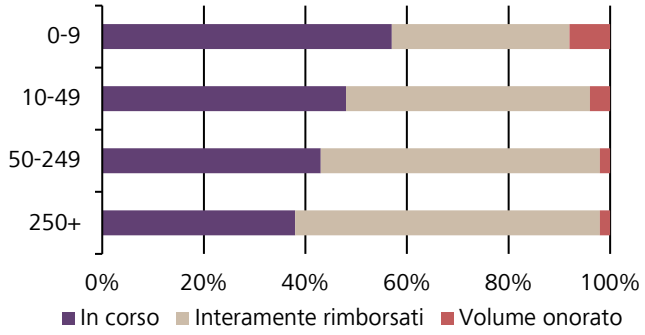
Crediti interamente rimborsati in %, a fine 2023



Fonte: SECO, Raiffeisen Economic Research

CREDITI COVID-19 PER DIMENSIONI DI AZIENDE

Secondo il numero di occupati, a giugno 2023



Fonte: SECO, Raiffeisen Economic Research

Finora nessuna ondata di fallimenti

Circa tre anni fa, quasi un'impresa svizzera su quattro si è avvalsa di un credito Covid-19; nel settore della ristorazione e degli alloggi era addirittura un esercizio su due. I crediti transitori della Confederazione hanno impedito un'ondata di fallimenti senza precedenti, ma hanno fornito anche liquidità a imprese altamente indebitate e tutt'altro che redditizie. In un primo momento il numero delle insolvenze è fortemente sceso, ma la preoccupazione di una successiva ondata di fallimenti è rimasto alto, per esempio nel marzo 2022 quando è iniziato l'ammortamento dei crediti. In effetti nel 2022 si è assistito a un incremento delle bancarotte aziendali del 20%, seguito l'anno scorso da un nuovo rialzo del 3%. Nel complesso però anche nel 2023 il numero delle imprese fallite non era sensibilmente superiore ai livelli pre-pandemici, anzi in proporzione, visto l'aumento delle iscrizioni al registro di commercio, il tasso di fallimenti era addirittura inferiore al 2019.

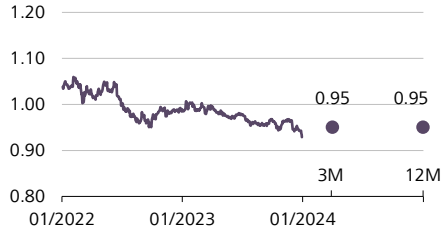
In alcuni settori, la situazione di liquidità delle aziende rimane tesa, per esempio nel campo della ristorazione, dove solo un terzo degli esercizi ha rimborsato interamente i crediti Covid-19. Anche nell'edilizia, nel ramo automobilistico e nel commercio al dettaglio, alcune imprese sembrano non disporre della liquidità necessaria per ammortizzare rapidamente i crediti Covid. Il ritmo di rimborso è particolarmente lento tra le micro-imprese, dove si registrano anche i maggiori casi di pagamento della fideiussione, cioè insolvenze che inducono le banche ad avvalersi della garanzia della Confederazione.

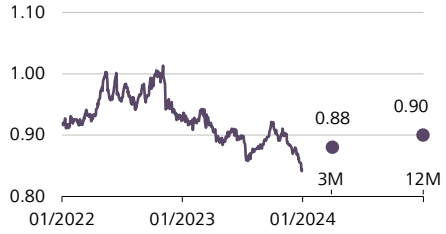
Crediti Covid sostenibili anche dopo il rialzo dei tassi

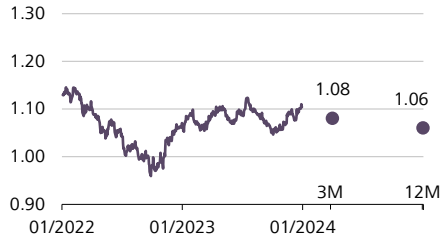
Nel marzo 2023 la Confederazione ha inasprito le condizioni di credito sulla scia del rialzo generalizzato dei tassi di interesse, sperando in un'accelerazione degli ammortamenti. I rimborsi sono risultati tuttavia inferiori a quelli del 2022. D'altro canto è diminuito anche il numero e il volume dei pagamenti di fideiussioni, a conferma del fatto che per la maggior parte delle imprese l'aumento dei tassi non era problematico, almeno sul breve periodo. Anche nei settori più vulnerabili, i fallimenti non hanno registrato un incremento straordinario. Non si esclude che il loro numero aumenti a causa della debole situazione economica, ma non si prevede una vera e propria ondata di insolvenze. Nonostante il fiacco andamento degli affari, la maggioranza delle aziende continua infatti a godere di buone condizioni di liquidità, come confermano i contatti commerciali della BNS. Anche il rimborso dei crediti Covid non rappresenta un grosso onere per la maggior parte delle società. Alla fine del 2023 era stata rimborsata interamente già la metà dei crediti, mentre per il resto rimangono ancora sette anni di tempo.

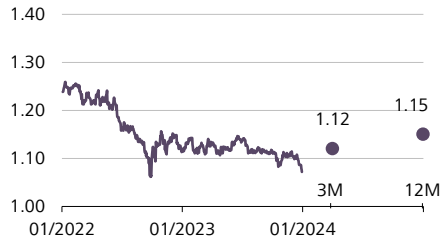
Valute

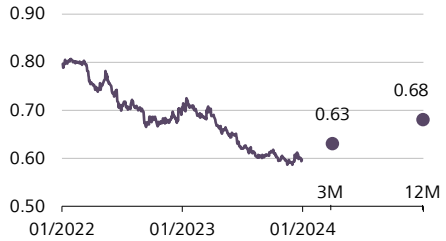
PREVISIONE











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

EUR/CHF
A dicembre l'euro ha perso il 2.5% circa del suo valore rispetto al franco svizzero raggiungendo a fine mese un minimo storico a CHF 0.9248. Le ragioni delle sue recenti perdite di corso sono da una parte l'ulteriore indebolimento della dinamica congiunturale nel nuovo anno e, dall'altra, il fatto che Banca centrale europea (BCE) dovrebbe decidere prime riduzioni dei tassi nell'estate 2024, mentre la Banca nazionale svizzera (BNS) manterrà probabilmente l'attuale livello dei tassi almeno fino al terzo trimestre. A nostro avviso, tuttavia, il corso EUR/CHF è di recente sceso eccessivamente. Sul periodo di 12 mesi vediamo la coppia di valute a un livello leggermente superiore.

USD/CHF
La Banca centrale USA (Fed) ha lasciato invariato il tasso chiave della politica monetaria a dicembre, segnalando la fine del ciclo di aumenti e prime riduzioni dei tassi per il 2024. In Svizzera, invece, i tassi resteranno probabilmente al livello attuale ancora a lungo. La diminuzione della differenza d'interesse è sensibilmente sfavorevole al dollaro USA, situazione accentuata dai ridotti volumi di negoziazione sulle borse delle divise durante le festività. Intanto, a dicembre, il «biglietto verde» con CHF 0.8332 è stato conveniente come non lo era da inizio 2015. Riteniamo però che il corso del dollaro sconti troppi fattori negativi e prevediamo a medio termine un'inversione di tendenza.

EUR/USD
A dicembre l'euro ha guadagnato un buon 1.3% rispetto al dollaro USA, chiudendo l'anno con un corso di 1.1039. Su base annua, la moneta unica europea ha quindi registrato un consistente aumento del corso di quasi il 3.1%. Contrariamente all'economia USA, tuttavia, quella dell'Eurozona dovrebbe scivolare in una recessione nel 2024. Di conseguenza la BCE comincerà a ridurre i tassi di riferimento prima della Fed. Nel complesso non prevediamo quindi una rivalutazione duratura dell'euro. Le nostre previsioni, sia a 3 che a 12 mesi, vedono la coppia di valute EUR/USD a un livello leggermente inferiore.

GBP/CHF
L'inflazione persistente (novembre: 3.9%) e la politica monetaria restrittiva della Bank of England (BoE) gravano sull'economia britannica e, quindi, sulla valuta. Nel 2023, di conseguenza, la sterlina britannica ha perso oltre il 4% del suo valore rispetto al franco svizzero. A fine dicembre costava ancora CHF 1.0716. Non si può escludere un ulteriore aumento dei tassi di riferimento da parte della BoE, ma visto l'indebolimento congiunturale l'ostacolo è tuttavia considerevole. Riteniamo inoltre che sul fronte della sterlina britannica siano nel frattempo scontati troppi fattori negativi, per cui su base annua prevediamo una ripresa del corso GBP/CHF.

JPY/CHF*
Nel 2023 la Bank of Japan (BoJ) è stata l'unica grande banca centrale a opporsi al trend globale di una politica monetaria restrittiva. I banchieri intendevano in tal modo alimentare l'inflazione e mantenere finanziabile l'elevato debito pubblico del Paese (2022: 260% circa del prodotto interno lordo). Il prezzo da pagare: un vero e proprio crollo dello yen, che, nel corso dell'anno, ha perso oltre il 14% rispetto al franco svizzero. A medio termine, tuttavia, la BoJ non potrà evitare un aumento dei tassi, il che ridurrà l'attuale marcato svantaggio della valuta giapponese in termini di interessi e dovrebbe comportare un'inversione di tendenza del corso JPY/CHF.

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	**2.1**	**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	0.81	**0.90**	**0.90**
EUR (Germania)	-0.18	2.57	2.20	**2.50**	**2.50**
USD	1.51	3.87	4.00	**4.30**	**3.90**
JPY	0.07	0.41	0.61	**0.80**	**0.90**

Tassi di cambio (Fine anno)

	2021	2022	Attuale**	Previsione 3M	Previsione 12M
EUR/CHF	1.04	0.99	0.93	**0.95**	**0.95**
USD/CHF	0.91	0.92	0.85	**0.88**	**0.90**
JPY/CHF (x 100)	0.79	0.71	0.59	**0.63**	**0.68**
EUR/USD	1.14	1.07	1.09	**1.08**	**1.06**
GBP/CHF	1.23	1.12	1.09	**1.12**	**1.15**

Materie prime (Fine anno)

	2021	2022	Attuale**	Previsione 3M	Previsione 12M
Greggio (Brent, USD/barile)	78	86	78	**85**	**80**
Oro (USD/oncia)	1829	1824	2032	**2070**	**2150**

*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), **10.01.2024

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	2.1	0.7
Consumo pubblico	0.8	3.8	3.3	-0.8	0.6	0.2
Inv. per impianti e attrezzature	1.8	-1.5	5.9	4.6	-0.9	0.0
Investimenti edilizi	-0.9	-1.0	-3.1	-5.5	-2.1	0.4
Esportazioni	1.6	-5.1	12.5	4.6	5.0	3.8
Importazioni	2.8	-6.0	5.9	5.9	6.2	2.0
Tasso di disoccupazione in %	**2.3**	**3.2**	**3.0**	**2.2**	**2.0**	**2.2**
Inflazione in %	**0.4**	**-0.7**	**0.6**	**2.8**	**2.1**	**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