

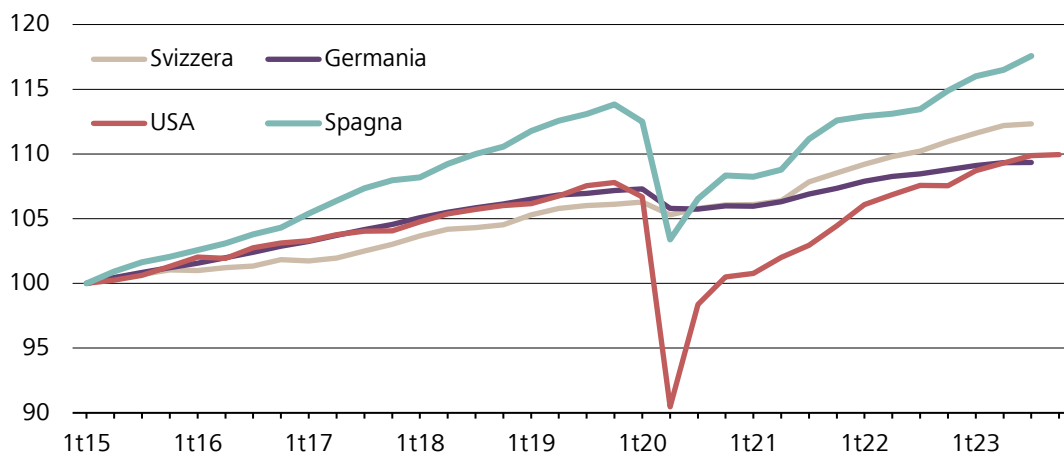
Rassegna congiunturale

Il massiccio inasprimento della politica monetaria non ha messo in ginocchio l'economia. Persino l'Eurozona, particolarmente colpita dalla crisi energetica, è riuscita a evitare la recessione nel secondo semestre. Negli Stati Uniti, le condizioni di finanziamento più favorevoli riflettono le attese al ribasso dei tassi e stanno già in alcuni casi conferendo un nuovo slancio all'economia. Questa situazione depone a sfavore di un'urgente manovra espansiva. Il persistente trend disinflattivo sta però gradualmente avvicinando le banche centrali a un'inversione del ciclo dei tassi. In Svizzera, invece, il continuo apprezzamento in termini reali del franco potrebbe accelerare il processo.



GRAFICO DEL MESE: OCCUPAZIONE RECORD

Sviluppo occupazione, indice (1q15=100)



Fonte: SECO, Eurostat, BLS, Raiffeisen Economic Research

L'economia statunitense continua a crescere a ritmi sostenuti. Nonostante i forti venti contrari, l'Eurozona è finora riuscita a contrastare una recessione e l'economia svizzera a mantenere una moderata espansione. Ovunque, il mercato del lavoro si è rivelato finora estremamente robusto.

Dopo il boom di assunzioni che ha seguito la ripresa post-pandemia, nella maggior parte dei Paesi si è assistito a una brusca frenata della crescita occupazionale. Negli ultimi mesi la disoccupazione è leggermente salita rispetto ai bassi livelli degli ultimi anni, là dove la popolazione attiva sta ancora aumentando in modo significativo a causa della demografia e dell'immigrazione. Questo vale anche per la Svizzera. Per il momento non si profilano però licenziamenti su larga scala. Persino nel settore manifatturiero, grande vittima dell'indebolimento della domanda globale, sono previsti solo tagli di posti di lavoro limitati. Le aziende del settore dei servizi intendono invece continuare ad assumere personale. In Europa la Spagna si è rivelata essere la più virtuosa. Dopo un

anno record per il turismo, risulterà però difficile mantenere gli stessi ritmi. Tuttavia, le aziende sono più fiduciose che altrove e l'occupazione più dinamica. La risalita iniziata prima della pandemia sta quindi proseguendo. Anche la Svizzera è tornata al robusto trend di lungo periodo, con un forte incremento dell'occupazione negli ultimi tre anni. Sebbene la Germania fatichi a risalire la china, anche qui l'occupazione ha messo a segno una moderata espansione alla fine dell'anno, raggiungendo un nuovo livello record.

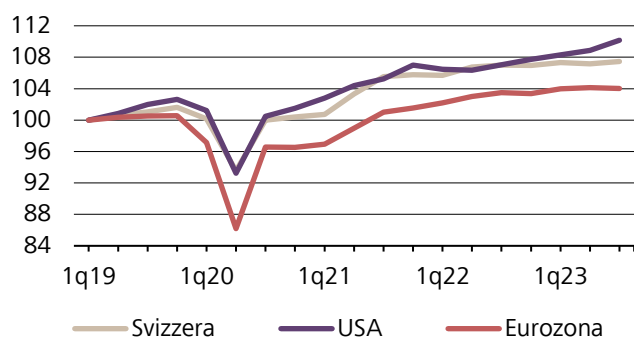
Il mercato del lavoro reagisce generalmente con un certo ritardo a una contrazione dell'economia. Quanto più a lungo durerà l'attuale fase di debolezza, tanto più evidenti saranno gli effetti negativi sull'occupazione. Viste però le prospettive economiche meno negative del previsto, esistono comunque buone probabilità di uscirne indenni.

Congiuntura



EVOLUZIONE PIL

Indice (1q19=100), reale

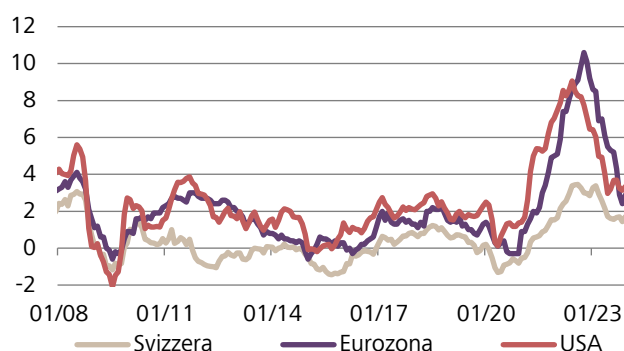


Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



PREZZI AL CONSUMO

In % rispetto all'anno precedente

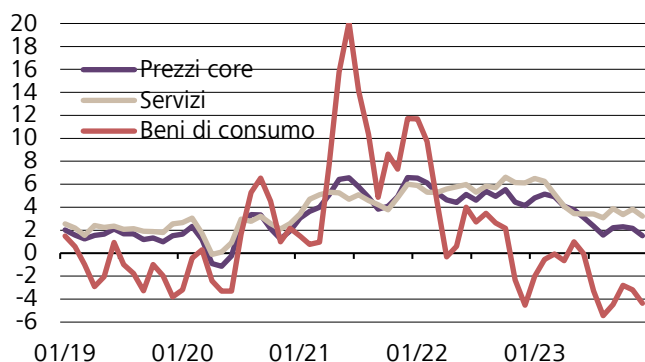


Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



PREZZI USA DEI CONSUMI PERSONALI

Variazione mensile annualizzata in %, lisciata



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Ancora "no landing" per l'economia USA

Dopo le massicce manovre d'inasprimento operate dalla Fed, lo scorso anno i mercati si aspettavano una recessione per l'economia statunitense. Finora, i timori non si sono concretizzati. L'economia si è rivelata estremamente resiliente, trainata dai vivaci consumi privati. Nel 2023 il PIL è cresciuto in media del 2.5%. Sebbene verso la fine dell'anno si siano registrati i primi segnali di un rallentamento congiunturale, non vi sono per il momento avvisaglie di un possibile hard landing o addirittura crollo dell'economia. Nonostante le criticità in campo occupazionale si siano appianate, gli ingressi sul mercato del lavoro rimangono superiori alla media. Il reddito disponibile reale, che sta tornando a crescere grazie al forte calo dell'inflazione, sta sostenendo il potere d'acquisto delle famiglie. Infine, il ribasso dei tassi a lungo termine sta già contribuendo a ristabilizzare i settori più sensibili agli interessi, come il mercato immobiliare.

L'Europa sfiora la recessione

In Europa la situazione è meno rosea. Il PIL dell'Eurozona ha registrato un ristagno nell'ultimo trimestre, mancando di poco una recessione tecnica, ovvero due trimestri negativi di fila. Il tasso d'incremento del PIL è sceso lo scorso anno dal 3.4% al misero 0.5%. Mentre i Paesi dell'Europa meridionale continuano a reggere, le due maggiori economie, Germania e Francia, rallentano, senza segni di ripresa imminente. Soprattutto nell'industria, la tendenza di inizio anno continua a puntare verso il basso. Questo vale anche per la Svizzera. Nel settore manifatturiero, le aziende segnalano ancora una diminuzione dell'utilizzo delle capacità produttive imputabile alla debole domanda estera. La domanda interna, invece, sta resistendo meglio nonostante la stagnazione dei salari reali. Quest'anno il settore svizzero degli alloggi e della ristorazione sembra essere più fiducioso, anche perché la stagione invernale è iniziata molto bene nelle regioni turistiche.

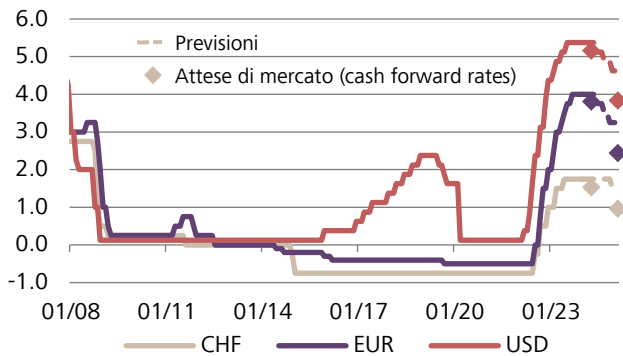
Perdura ma rallenta il trend alla disinflazione

Alla fine dell'anno è proseguito il processo di disinflazione negli Stati Uniti e in Europa. Grazie alla stabilizzazione dei prezzi dei beni, i prezzi core della spesa per consumi personali (PCE core), la componente preferita dalla Fed per misurare l'inflazione, hanno persino mostrato di recente una dinamica media mensile inferiore all'obiettivo. Numerosi prezzi dei servizi denotano, invece, una tendenza al rialzo più persistente, accompagnata da un'espansione dei salari ancora più elevata. Lo stesso vale per l'Eurozona, dove, all'inizio dell'anno, l'inflazione dei servizi si è attestata al 4.0% per il terzo mese consecutivo. In Svizzera, invece, l'incremento dei prezzi amministrati, in particolare per l'elettricità e gli affitti, sta frenando la discesa dell'inflazione. Ciononostante, le attese delle imprese svizzere in materia di prezzi continuano a essere più serene che nei Paesi vicini. Inoltre, la recente impennata del franco svizzero sta nuovamente comprimendo i prezzi delle importazioni.

Tassi



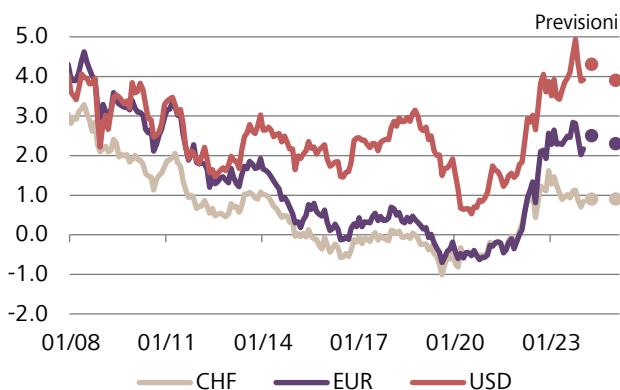
TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



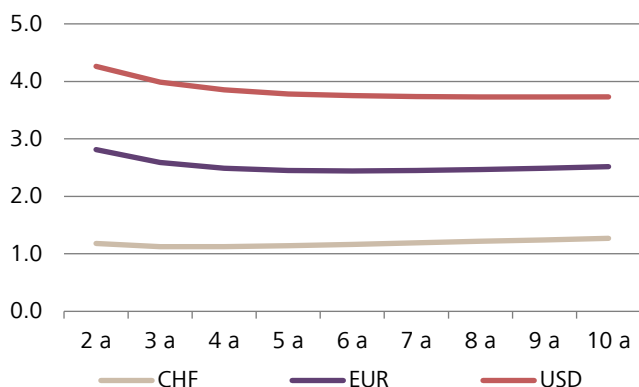
TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



CURVA DEI TASSI (STATO: 08.02.2024), IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La Fed non ancora abbastanza fiduciosa

A gennaio la Banca centrale statunitense ha lasciato invariati i tassi di riferimento per la quarta volta consecutiva. È sempre più convinta di poter raggiungere il suo obiettivo d'inflazione, anche senza un raffreddamento congiunturale più marcato. Dopo un lungo periodo di stretta sui tassi, il presidente della Fed Jerome Powell ritiene che quest'anno potrebbe procedere a un allentamento monetario.

Tuttavia, il Federal Open Market Committee (FOMC) vuole assicurarsi che l'inflazione rimarrà effettivamente in linea nonostante la persistente robustezza del mercato del lavoro. Powell non ha pertanto avanzato come scenario di base una prima sforbiciata già nel mese di marzo. È però improbabile che la Fed aspetti ancora a lungo prima di avviare almeno un cauto allentamento.

La BCE è guidata dai dati

La BCE ha ritenuto prematuro discutere di tagli dei tassi nella riunione di gennaio. Sebbene il processo di disinflazione sia ben avviato, l'incremento delle retribuzioni mantiene ancora alta la pressione sui prezzi interni. La BCE vuole quindi vedere confermati i primi segnali di distensione della pressione salariale prima di allentare la sua politica monetaria. Entro l'estate dovrebbero esserci prove sufficienti in tal senso.

Christine Lagarde ha tuttavia ricordato che la politica monetaria non è guidata dal calendario, ma dai dati economici. Precedenti segnali più chiari di disinflazione non escludono un primo allentamento ad aprile.

La BNS tiene sotto osservazione il franco

La prossima riunione trimestrale della BNS è prevista per marzo. A dicembre il livello dei tassi d'interesse è stato giudicato adeguato. La previsione d'inflazione a medio termine è stata abbassata all'1.6%, nettamente al di sotto della fascia superiore dell'obiettivo della BNS (0%-2%). Poiché quest'anno gli aumenti dei prezzi amministrati dovrebbero mantenere l'inflazione vicino al 2%, la BNS ritiene che sia prematuro prendere in considerazione una ricalibratura dei tassi.

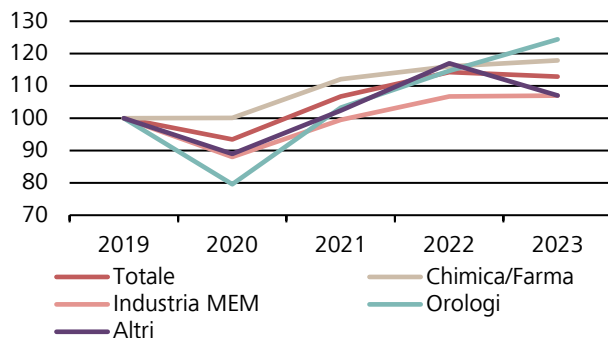
Visto il moderato livello del suo tasso guida, pari all'1.75%, la BNS è la banca centrale che ha meno bisogno di intervenire quest'anno. Tuttavia, un franco persistentemente forte potrebbe indurre la BNS a reagire prima. Il cambio EUR/CHF che flirta con la soglia di 0.93 riflette un notevole apprezzamento reale. Secondo il presidente della BNS, ciò zavorra le imprese e mette sotto pressione l'inflazione svizzera. Su questa tela di fondo potrebbe rivelarsi opportuno rivedere l'adequazione della politica monetaria. Secondo i dati di bilancio della BNS, le vendite in valuta estera sono state interrotte prima della fine dell'anno.

Settori svizzeri



ESPORTAZIONI

Indicizzate, 2019 = 100

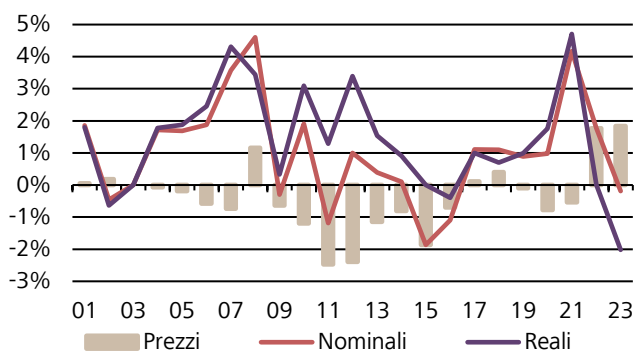


Fonte: UDSC, Raiffeisen Economic Research



COMMERCIO AL DETTAGLIO

Fatturato e prezzi rispetto anno precedente

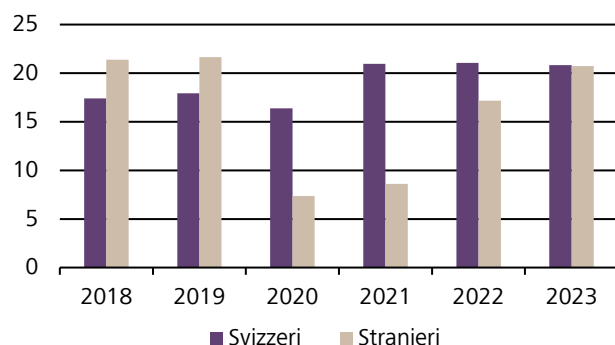


Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



PERNOTTAMENTI

In base alla provenienza, in mio.



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Export negativo nel 2023 per la prima volta dopo il Covid

Le esportazioni svizzere sono leggermente diminuite nel 2023 dopo due anni di forte crescita (-1.2%). Sebbene l'industria orologiaia, chimica e farmaceutica abbiano stabilito nuovi record, la maggior parte degli altri settori ha registrato una notevole flessione. Anche l'industria metalmeccanica ed elettrica (MEM), il secondo settore di esportazione della Svizzera, ha subito una contrazione (-2.8%). Gli altri comparti, che rappresentano circa il 20% delle esportazioni, hanno registrato una battuta d'arresto ancora maggiore (-8.5%). Ciò significa che la metà del vigoroso rimbalzo delle esportazioni registrato dal 2020 è già stata annullata, proprio come nei settori MEM. L'export della maggior parte dei settori non è ulteriormente diminuito nel quarto trimestre, ma le prospettive rimangono al ribasso a causa dell'andamento economico europeo.

Meno fatturato per il commercio al dettaglio

Anche il settore del commercio al dettaglio ha perso slancio nel 2023. Le vendite sono scese per la prima volta dal 2016 e il calo, seppur contenuto, ha interessato la maggior parte dei settori. Solo il comparto alimentare e quello dell'elettronica di consumo hanno messo a segno un risultato positivo. Senza il rialzo dei prezzi, la cifra d'affari sarebbe però crollata, poiché il volume delle vendite è calato del 2% rispetto all'anno precedente. A differenza del settore alimentare, il fatturato reale nel segmento non food è tuttora superiore al livello ipotetico che si sarebbe raggiunto secondo il trend pre-crisi e senza Covid. Alla fine dell'anno le vendite hanno comunque continuato ad essere fiacche e i commercianti hanno sempre più difficoltà a compensarle con prezzi più alti.

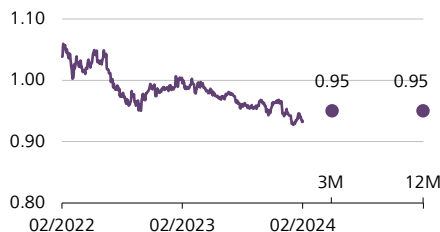
La stagione invernale è iniziata bene

Il contesto rimane impegnativo per il commercio al dettaglio a causa della stagnazione dei salari reali. Anche le prospettive per il consumo dei servizi puntano al ribasso. La domanda sta però resistendo meglio, come dimostra l'andamento della stagione invernale nelle regioni turistiche. Dopo l'inverno particolarmente fasto dell'anno scorso, si prevede un leggero calo del numero di clienti svizzeri, come già avvenuto in estate. A novembre e dicembre, tuttavia, il numero di pernottamenti è balzato a un livello record, sia per i visitatori nazionali che per quelli stranieri. Nel corso dell'ultimo anno, il turismo domestico ha quindi subito solo una lieve flessione (-1%), mentre il numero di turisti stranieri è aumentato in modo significativo (+21%), senza però ritornare ai livelli pre-pandemia.

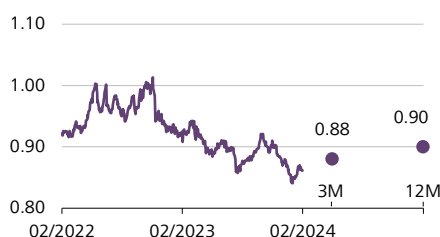
Valute



PREVISIONE

**EUR/CHF**

A gennaio, la coppia di valute EUR/CHF si è mossa in una fascia di prezzo compresa tra 0.9270 e 0.9473. A fine mese, la moneta comune ha registrato un rialzo dello 0.3%. La ragione principale delle attuali ampie oscillazioni dei corsi è costituita dalle aspettative degli operatori di mercato che confidano in un rapido e imminente taglio dei tassi d'interesse da parte della Banca centrale euro-pea (BCE). In ragione del suo carattere ciclico, sull'euro grava anche l'indebolimento dell'economia. Tuttavia, riteniamo che nella moneta unica europea siano già scontati molti fattori negativi. Di conseguenza, su base annua prevediamo un leggero aumento a 0.95 franchi.

**USD/CHF**

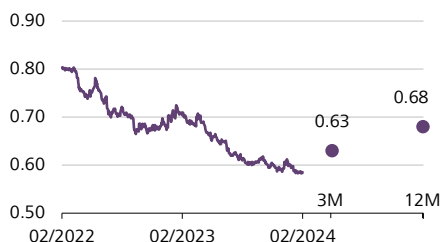
A differenza del mercato, ci aspettiamo che la Banca centrale statunitense Fed effettui un primo taglio dei tassi solo in estate. La Banca nazionale svizzera (BNS), invece, potrebbe mantenerli al livello attuale persino fino all'autunno. Questo, tendenzialmente, deporrrebbe a favore di un franco più forte. Alla fine dall'anno scorso, tuttavia, il corso USD/CHF è sceso considerevolmente. Il «bigliet-to verde» è sostenuto, inoltre, dalla solida congiuntura statunitense: nel quarto trimestre 2023 il prodotto interno lordo è cresciuto di un sorprendente 3.3%. Di conseguenza, il mese scorso il dollaro USA è aumentato del 2.4% rispetto al franco. A medio termine ci aspettiamo un ulteriore movimento rialzista verso 0.90.

**EUR/USD**

Dopo gli aumenti pre-natalizi, a gennaio l'euro ha perso quasi l'2.0% del suo valore rispetto alla valuta statunitense, tornando sotto la soglia di 1.09 dollari. Il calo della dinamica congiunturale in Europa rappresenta un forte vento contrario per la moneta unica. Dall'altra parte dell'Atlantico, invece, l'economia continua a essere sostenuta dal robusto mercato del lavoro e dall'intatta propensione al consumo degli americani. Alla luce di queste considerazioni, è probabile che la BCE inizi a ridurre il tasso di riferimento prima della Fed. Sul periodo di un anno prevediamo un corso EUR/USD leggermente inferiore.

**GBP/CHF**

Con il recente 4%, l'inflazione del Regno Unito è ancora due volte superiore all'obiettivo della Bank of England (BoE). Ciò considerato, sono piuttosto improbabili imminenti tagli dei tassi. Per l'economia continuerà quindi a soffiare il vento contrario della politica monetaria. Le conseguenze della Brexit si stanno rivelando un ulteriore fattore negativo. Dopo un'eccessiva debolezza della sterlina a dicembre, nel nuovo anno si è registrata un'inversione di tendenza (tecnica). Con l'attuale valore di poco superiore a 1.09 franchi, tuttavia, a nostro avviso la valuta britannica è ancora troppo conveniente. La nostra previsione a 12 mesi rimane quindi invariata a 1.15 franchi.

**JPY/CHF***

Nonostante l'aumento dell'inflazione (dicembre: +2.6%), la Bank of Japan (BoJ) ha recentemente lasciato inalterati gli obiettivi di -0.1% per i tassi d'interesse a breve termine e di 0.0% per il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni. Sebbene la politica monetaria ultraespansiva stia stimolando l'economia, si sta ripercuotendo sulla valuta. Dall'inizio dell'anno, lo yen giapponese ha perso 1.8% di valore rispetto al franco svizzero. Prima o poi, però, la BoJ non potrà evitare di aumentare i tassi d'interesse. Nella seconda metà del 2024, inoltre, l'inversione dei tassi delle altre banche centrali dovrebbe favorire la distensione del corso JPY/CHF. Manteniamo le nostre precedenti previsioni.

* mit 100 multipliziert

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office, Raiffeisen 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	1.2
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	0.90	0.90	0.90
EUR (Germania)	-0.18	2.57	2.33	2.50	2.30
USD	1.51	3.87	4.11	4.30	3.90
JPY	0.07	0.41	0.71	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	0.59	0.63	0.68
EUR/USD	1.14	1.07	1.08	1.08	1.06
GBP/CHF	1.23	1.12	1.10	1.12	1.15

Materie prime (Fine anno)

	2021	2022	Attuale**	Previsione 3M	Previsione 12M
Greggio (Brent, USD/barile)	78	86	80	85	80
Oro (USD/oncia)	1829	1824	2034	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), **08.02.2024

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	2.3
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.