

Rassegna congiunturale

L'economia svizzera è in moderata espansione. Per dare una mano all'industria, la BNS ha sfruttato il margine di manovra disponibile grazie all'andamento contenuto dei prezzi ed è stata la prima grande banca centrale a tagliare i tassi. Nell'Eurozona e negli USA invece, la lentezza della disinflazione spinge la BCE e soprattutto la Fed a rinviare una manovra espansiva. Le prospettive di crescita in Europa si stanno comunque stabilizzando, complice il persistente calo dei prezzi energetici. Prevediamo pertanto un maggiore potenziale di ripresa per l'anno prossimo, in particolare per l'Eurozona, e una crescita del PIL dell'1.3% in Svizzera.



GRAFICO DEL MESE: NORMALIZZAZIONE PREZZI ENERGETICI

Prezzi europei del gas all'ingrosso (Amsterdam TTF), prezzi spot e a termine in EUR/MWh



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Le quotazioni del petrolio sono lievitate dall'inizio dell'anno. Minori preoccupazioni economiche, un decumulo delle scorte e gli attacchi ucraini alle raffinerie russe impattano infatti il prezzo alla pompa. A parte i carburanti, però, la stabilizzazione dei prezzi energetici europei è proseguita in modo impressionante. Le politiche di risparmio energetico e il clima mite hanno inciso positivamente sui consumi e, alla fine dell'inverno, gli impianti di stoccaggio del gas rimangono ben riempiti. La domanda di rifornimento è quindi diminuita drasticamente. Di conseguenza, i prezzi spot sono calati notevolmente, proprio come alla fine dell'inverno precedente. L'anno scorso il fenomeno è stato però di natura temporanea, le preoccupazioni per la carenza di energia non erano infatti ancora scomparse e avevano fatto risalire di nuovo i prezzi in vista del periodo di riscaldamento successivo.

Uno dei segnali precursori di questo sviluppo era stato il livello persistentemente alto dei prezzi a termine del gas. Quest'anno la situazione è invece cambiata ed è cresciuta

la fiducia in un approvvigionamento duraturo e sicuro di gas. I prezzi a termine sono così tornati vicino ai livelli pre-crisi. Lo stesso vale per i prezzi all'ingrosso dell'elettricità, che sono strettamente legati a quelli del gas.

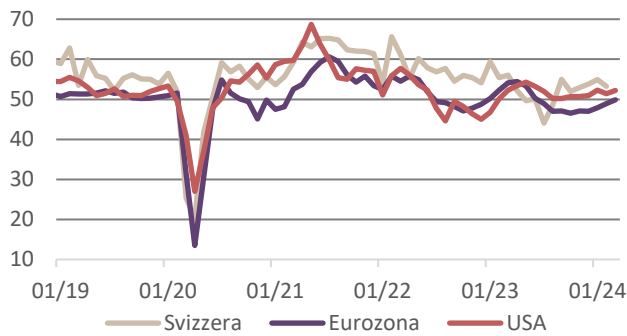
La normalizzazione si riflette sempre più nei prezzi al consumo finali. Soprattutto nei Paesi in cui le tariffe energetiche sono più collegate ai prezzi all'ingrosso, come l'Italia, l'onere è diminuito. Anche in Germania, dove i contratti a lungo termine sono spesso la norma, le tariffe dei nuovi contratti sono scese ai livelli pre-crisi. In Svizzera il picco è stato ormai superato: le tariffe del gas per le famiglie sono già calate di oltre il 10% rispetto ai livelli massimi, e si prevedono ulteriori ribassi. Per le tariffe elettriche di base regolamentate, invece, il maggior abbassamento avverrà probabilmente solo all'inizio del 2026. Nel complesso, però, le famiglie e le imprese europee dovrebbero beneficiare di un notevole sgravio.

Congiuntura



PMI COMPOSITI

Componenti della produzione, destagionalizzati

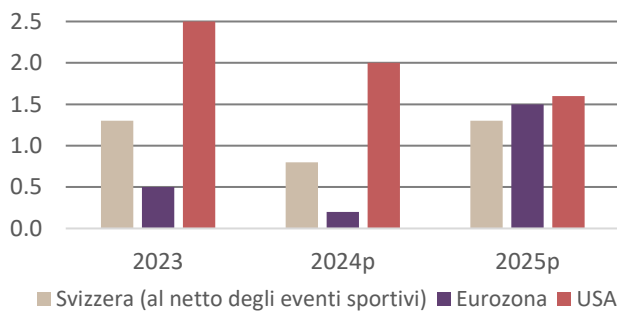


Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



PREVISIONI PIL DI RAIFFEISEN

PIL, reale, in % rispetto anno precedente

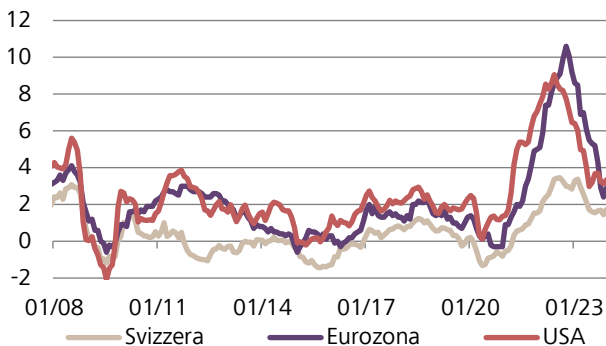


Fonte: SECO, Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



PREZZI AL CONSUMO

In % rispetto anno precedente



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

L'economia USA resiste

L'economia statunitense rimane solida. Negli ultimi mesi la spesa per i consumi non è stata così dinamica come l'anno scorso. Un numero maggiore di persone a basso reddito ha ora problemi a onorare puntualmente i crediti con interessi più elevati. Al contempo, però, la crescita dell'occupazione e l'aumento dei salari reali stanno rafforzando il potere d'acquisto delle famiglie. L'umore delle imprese statunitensi è complessivamente stabile, anche grazie alle migliori condizioni di finanziamento. Nel settore immobiliare, sensibile ai tassi di interesse, le prospettive sono addirittura migliorate significativamente rispetto ai livelli minimi. Su questa tela di fondo, non si prevede tuttora una recessione.

Un barlume di speranza in Europa

Nell'Eurozona gli «hard data» di inizio primavera continuano a indicare poco più che una stagnazione. L'industria è ancora in discesa. Negli ultimi mesi, tuttavia, i produttori hanno segnalato meno cali degli ordini e piani di produzione più fiduciosi. L'indicatore di sentiment più affidabile per l'economia dell'Eurozona, l'indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero e dei servizi, ha quasi raggiunto a marzo la soglia di espansione. Ciò fa sperare sempre di più in una ripresa nel corso dell'anno e in una crescita del PIL nettamente positiva l'anno prossimo, non da ultimo grazie al calo persistente dei costi energetici.

Anche per la Svizzera ci aspettiamo che l'industria riacquisti gradualmente slancio. Tuttavia, a causa della stagnazione dei salari reali, vediamo un potenziale di crescita leggermente inferiore per l'economia svizzera rispetto all'Eurozona. Dopo lo 0.8% di quest'anno, prevediamo un aumento del PIL dell'1.3% nel 2025.

La disinflazione non si è arrestata

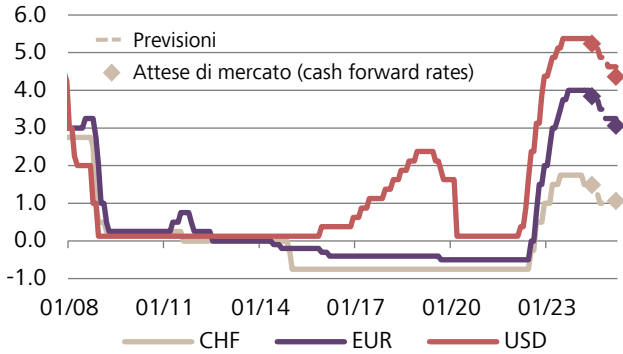
L'espansione dei salari nell'Eurozona e negli Stati Uniti esercita una pressione maggiore sui prezzi rispetto alla Svizzera. Dall'inizio dell'anno il processo di disinflazione è rallentato notevolmente nell'Eurozona e negli Stati Uniti. I prezzi dei servizi continuano per il momento ad aumentare, ma le attese sono tornate al ribasso, soprattutto nell'Eurozona. I segnali di un freno agli incrementi salariali suggeriscono che il processo di disinflazione dovrebbe continuare il suo percorso.

In Svizzera l'inflazione ha continuato a essere più debole del previsto e non vi sono rischi evidenti di effetti di secondo impatto. Nonostante le ripercussioni ritardate dei due aumenti dei tassi di riferimento sugli affitti, riteniamo che il prossimo anno l'inflazione potrebbe addirittura scendere in media leggermente al di sotto dell'1%.

Tassi



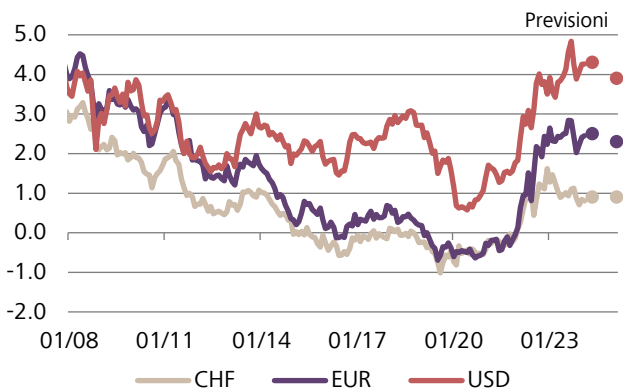
TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



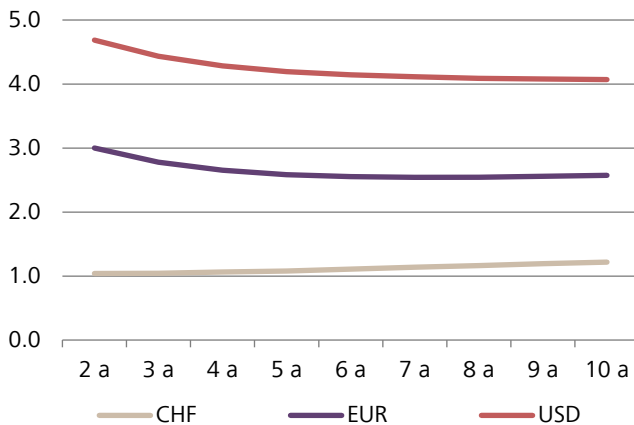
TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



CURVA DEI TASSI (STATO: 08.04.2024), IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Secondo la Fed è ancora opportuno tagliare i tassi

Vista la tenuta dell'economia e il titubante processo di disinflazione, la Fed non è ancora pronta ad abbassare i suoi tassi di riferimento. In generale però i banchieri centrali americani prevedono di raggiungere l'obiettivo di inflazione a medio termine anche senza un rallentamento congiunturale più pronunciato. Il presidente della Fed Jerome Powell ritiene quindi ancora opportuno tagliare i tassi nel corso dell'anno. L'alto livello dei tassi di riferimento, pari al 5.375%, e la netta marcia indietro dell'inflazione si traducono in tassi reali elevati. L'intenzione è di non frenare inutilmente l'economia. Nella seduta di marzo una maggioranza dei membri del Federal Open Market Committee (FOMC) ha pertanto reiterato la volontà di abbassare i tassi di 75 punti base entro la fine dell'anno.

La BCE intravede segnali di rallentamento salariale

Anche la BCE preferisce attendere maggiori prove sulla tenuta del processo di disinflazione. In particolare segue da vicino i dati sui salari. La presidente della BCE Christine Lagarde si è detta ultimamente fiduciosa che le prime avvisaglie di freno dell'ascesa salariale vengano confermate. Ha ribadito che entro la seduta di aprile saranno disponibili più dati e ancora di più in giugno. Anche i falchi del Consiglio direttivo della BCE sono ora più propensi a un primo taglio dei tassi in giugno, cioè prima della pausa estiva – uno scenario in linea con le nostre aspettative. Se nel frattempo si confermeranno anche i segnali di una graduale ripresa economica, riteniamo probabile un ciclo di allentamento da realizzare inizialmente in piccole manovre a ritmo trimestrale.

La BNS preferisce allentare la morsa

Nella seduta di marzo, la BNS si è mostrata già abbastanza fiduciosa tanto da abbassare il tasso guida dal 1.75% all'1.5%. Con una netta revisione al ribasso delle sue previsioni di inflazione ha praticamente dichiarato vinta la lotta all'inflazione. L'abbassamento del tasso di interesse è stato motivato con la minore pressione inflazionistica, ma anche con l'apprezzamento del franco in termini reali nel corso dell'anno passato. La manovra espansiva vuole ridare slancio a un andamento economico attualmente modesto.

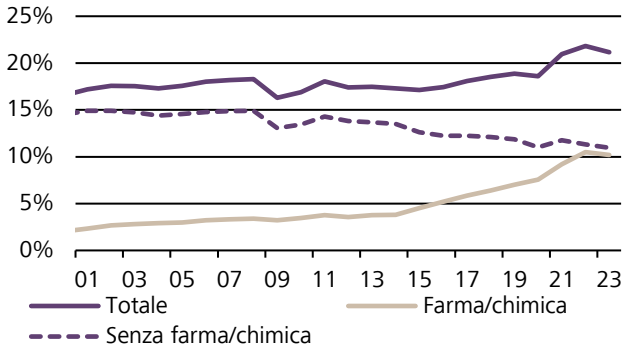
Come sottolineato dal presidente della BNS Thomas Jordan, la Banca nazionale ha tenuto conto soprattutto dell'evoluzione dei cambi a lungo termine e meno del recente e temporaneo indebolimento del franco. In previsione di tagli dei tassi meno aggressivi da parte della BCE e della Fed è però aumentata la probabilità che l'indebolimento del franco non rappresenti solo una fluttuazione passeggera. Se il franco manterrà questa inversione di tendenza rispetto all'apprezzamento dell'anno scorso, è poco probabile che la BNS ritenga necessaria una nuova manovra espansiva in giugno. Anche nel resto dell'anno ci aspettiamo un allentamento solo moderato fino a raggiungere un livello neutrale dei tassi, stimato intorno all'1.0%, che non provocherebbe grandi cambiamenti sul fronte dei tassi di interesse a lungo termine.

Settori svizzeri



CREAZIONE DI VALORE AGGIUNTO

Industria manifatturiera, in % del PIL

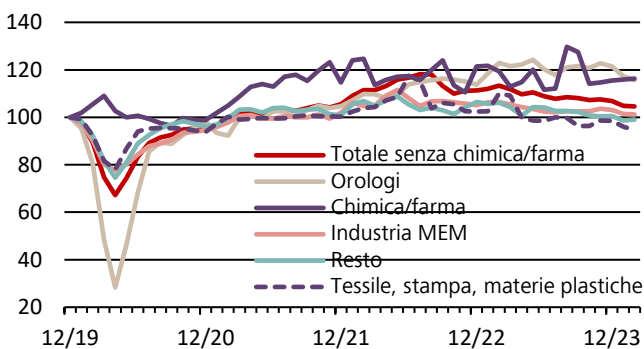


Fonte: SECO, Raiffeisen Economic Research



ESPORTAZIONI

Per settori, valori indicizzati, dic. 2019 = 100

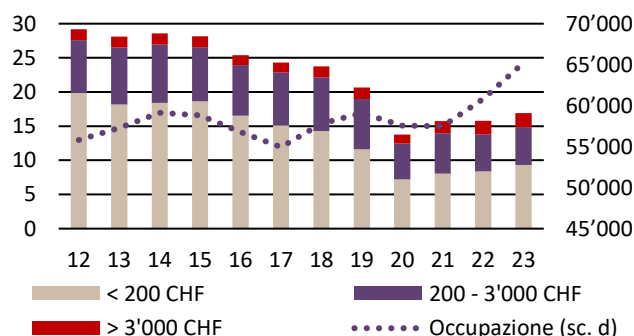


Fonte: UDSC, Raiffeisen Economic Research



NUMERO DI OROLOGI VENDUTI

Secondo segmento di prezzo, in mio.



Fonte: Federazione dell'industria orologiera svizzera, Raiffeisen Eco. Research

L'industria manifatturiera perde peso

Mentre il PIL è aumentato l'anno scorso dello 0.7% il valore aggiunto dell'industria manifatturiera ha ceduto circa il 2% sotto l'influsso del difficile contesto di economia estera. Il calo ha colpito la maggior parte dei settori e, per la prima volta dal 2012, ha trascinato in territorio negativo anche il ramo chimico e farmaceutico. La percentuale dell'industria manifatturiera sul PIL è scesa così al 21%, una quota comunque elevata sia nella prospettiva storica svizzera sia nel confronto con altri Paesi industrializzati. D'altra parte è risaputo che il forte peso dell'industria svizzera è da ricondurre alla massiccia crescita del comparto chimico e farmaceutico. Il contributo degli altri settori è invece in costante diminuzione. L'anno scorso la loro quota è scesa ad appena l'11%.

Il calo dell'export prosegue in quasi tutti i settori

Il contributo dell'industria chimica e farmaceutica al PIL sta per superare il peso cumulato di tutti gli altri rami industriali. Il valore aggiunto negativo dell'anno scorso si spiega soprattutto con la forte crescita che lo ha preceduto. Il settore mantiene un potenziale espansivo straordinario, tra l'altro grazie ai cambiamenti demografici. Di recente le esportazioni hanno già evidenziato un recupero, seppure modesto.

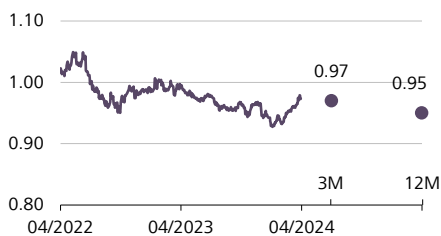
Il nuovo anno è iniziato invece male per gran parte degli altri rami produttivi. Le loro esportazioni hanno accusato un nuovo calo nei primi due mesi, lasciando sul campo il 7% rispetto all'anno scorso. I più colpiti erano di nuovo i settori vittime delle trasformazioni strutturali, come ad es. il tessile, la stampa e le materie plastiche. Il loro export è sceso nel frattempo addirittura sotto ai livelli pre-pandemia. L'attuale stabilizzazione delle prospettive economiche europee dovrebbe invece favorire i comparti più sensibili alla congiuntura, come ad es. l'industria metalmeccanica, alleviandone l'odierna carenza di ordinativi.

Per la prima volta da molto tempo, il calo delle esportazioni ha colpito di recente anche l'industria manifatturiera. La flessione riguardava però solo i mercati della Cina e di Hong Kong, che in precedenza avevano evidenziato un'impennata per gli effetti di recupero post-pandemico. Nel complesso i ricavi dall'export rimangono elevati grazie al segmento di alta gamma. Il numero di orologi di lusso venduti ammonta «solo» a circa 2 mio., ma il loro valore aggiunto è così elevato da generare un costante incremento dell'occupazione, sebbene la produzione di orologi più economici sia nettamente scesa rispetto al periodo pre-Covid.

Valute

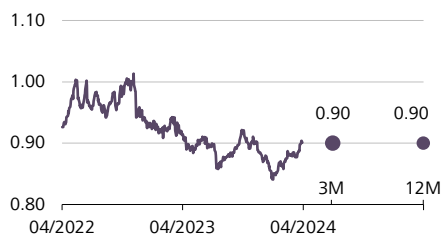


PREVISIONE



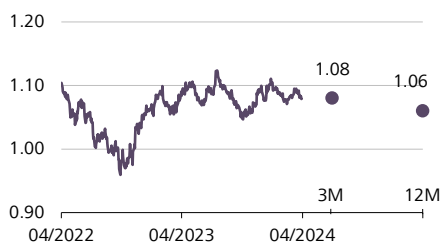
EUR/CHF

Data la bassa inflazione, la Banca nazionale svizzera (BNS) ha ridotto a sorpresa, come prima grande banca centrale, il proprio tasso di riferimento. Ciò ha aumentato lo svantaggio, in termini di interessi, del franco rispetto all'estero, rendendolo meno attraente per gli investitori. Di conseguenza, a marzo la valuta svizzera ha perso l'1.8% rispetto all'euro. Nel complesso, il primo trimestre si chiude con una perdita di corso di 4.5%. Tuttavia, è improbabile che l'attuale debolezza del franco perduri. La pressione ribassista si attenerà al più tardi in estate, quando la Banca Centrale Europea (BCE) taglierà a sua volta i tassi di riferimento. Per la coppia di valute EUR/CHF prevediamo un corso leggermente più debole a 0.95 su base annua.



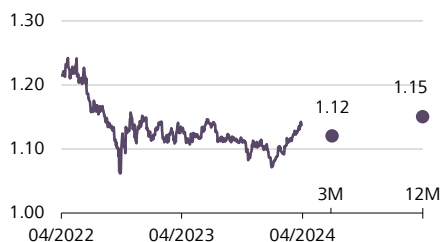
USD/CHF

A marzo il dollaro USA è riuscito a tornare sopra la soglia di CHF 0.90 (+1.9%). Su base trimestrale, ne risulta un aumento di circa il 7.1% rispetto al franco svizzero. Da un lato, il «biglietto verde» è sostenuto dalla robusta economia interna; dall'altro, il taglio del tasso di riferimento da parte della BNS dall'1.75% all'1.50% ha (temporaneamente) incrementato il vantaggio d'interesse della valuta statunitense. Con i recenti aumenti, quest'ultima dovrebbe però aver raggiunto il capolinea. Inoltre, ipotizziamo che la Federal Reserve statunitense inizierà ad abbassare i tassi d'interesse in estate. Nel medio termine prevediamo quindi un movimento laterale del cambio USD/CHF.



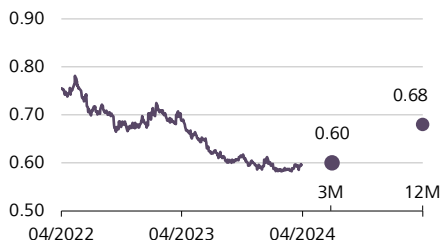
EUR/USD

Il corso EUR/USD è tornato a scendere il mese scorso (-0.14%). Nel complesso, dall'inizio dell'anno la moneta comune si è quindi deprezzata del 2.3% rispetto al dollaro USA. A pesare particolarmente è la dinamica congiunturale decisamente più debole rispetto agli Stati Uniti. Inoltre, di recente, alla luce della persistente inflazione, il tono della Fed è stato leggermente più «da falco» rispetto a quello della BCE. Secondo gli operatori di mercato, quest'ultima taglierà i tassi di riferimento al più tardi a giugno. Di fronte a queste premesse, manteniamo le nostre precedenti previsioni a 3 e 12 mesi.



GBP/CHF

A marzo, con 1.1459 franchi, la sterlina britannica ha raggiunto temporaneamente un livello che non si vedeva da giugno 2023; dall'inizio dell'anno si è apprezzata di un buon 6% rispetto al franco svizzero. Principale motore dell'attuale rally sono le previsioni sui tassi degli operatori di mercato. A febbraio (3.4%) l'inflazione in Gran Bretagna è scesa al livello più basso degli ultimi due anni e mezzo. Tuttavia, rimane ben al di sopra dell'obiettivo del 2% della Bank of England (BoE), limitandone il margine di manovra per tagli degli interessi a breve. Su un periodo di 12 mesi ci aspettiamo un ulteriore leggero apprezzamento della sterlina a 1.15 franchi.



JPY/CHF*

La Bank of Japan (BoJ) ha avviato un cambio di rotta della politica monetaria a marzo, ponendo fine all'era dei tassi d'interesse negativi in corso dal 2016. Il tasso di riferimento è ora all'interno della fascia target compresa tra lo 0.0% e lo 0.1%. Di conseguenza, lo yen giapponese è salito temporaneamente a un massimo degli ultimi 3 mesi di 0.6002 rispetto al franco svizzero. A fine mese ne è risultato un aumento di corso dell'1.1%. Se la banca centrale giapponese dovesse aumentare ulteriormente i tassi di interesse nel corso dell'anno e contestualmente la BNS dovesse seguire la strada opposta, la differenza d'interesse si ridurrà rapidamente. La nostra previsione a 12 mesi per la coppia di valute JPY/CHF si attesta a 0.68.

* moltiplicato per 100

Fonti: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office e Economic Research

Previsione Raiffeisen (I)



CONGIUNTURA

PIL (Crescita annua media in %)

	2021	2022	2023	Previsione 2024	Previsione 2025
Svizzera*	5.1	2.5	1.3	0.8	1.3
Eurozone	5.9	3.4	0.5	0.2	1.5
USA	5.8	1.9	2.5	2.0	1.6
Cina	8.4	3.0	5.2	4.5	4.3
Giappone	2.7	1.0	1.9	1.0	0.8
Global (PPP)	6.3	3.5	2.8	2.8	2.8

Inflazione (Crescita annua media in %)

	2021	2022	2023	Previsione 2024	Previsione 2025
Svizzera	0.6	2.8	2.1	1.5	0.9
Eurozona	2.6	8.4	5.5	2.0	1.8
USA	4.7	8.0	4.1	2.8	2.3
Cina	0.9	2.0	0.2	0.7	1.4
Giappone	-0.3	2.5	3.3	2.0	1.8



MERCATI FINANZIARI

Tasso di riferimento (Fine anno in %)*3

	2022	2023	Attuale**	Previsione 3M	Previsione 12M
CHF	1.00	1.75	1.50	1.50	1.00
EUR	2.00	4.00	4.00	3.75	3.00
USD	4.25-4.50	5.25-5.50	5.25-5.50	5.00-5.25	4.25-4.75
JPY	-0.10	-0.10	0.0-0.1	0.0-0.1	0.25

Tassi d'interesse del mercato dei capitali (Rendimenti dei titoli di stato decennali a fine anno; rendimenti in %)

	2022	2023	Attuale***	Previsione 3M	Previsione 12M
CHF	1.58	0.65	0.71	0.90	0.90
EUR (Germania)	2.57	2.02	2.45	2.50	2.30
USD	3.87	3.88	4.46	4.30	3.90
JPY	0.41	0.61	0.78	0.80	0.90

Tassi di cambio (Fine anno)

	2022	2023	Attuale***	Previsione 3M	Previsione 12M
EUR/CHF	0.99	0.99	0.98	0.97	0.95
USD/CHF	0.92	0.92	0.91	0.90	0.90
JPY/CHF (x 100)	0.71	0.71	0.60	0.60	0.68
EUR/USD	1.07	1.07	1.08	1.08	1.06
GBP/CHF	1.12	1.12	1.14	1.12	1.15

Materie prime (Fine anno)

	2022	2023	Attuale***	Previsione 3M	Previsione 12M
Greggio (Brent, USD/barile)	86	77	90	85	80
Oro (USD/oncia)	1824	2063	2341	2200	2300

*al netto degli eventi sportivi ** 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), ***08.04.2024

Raiffeisen Previsione (II)



SVIZZERA - PREVISIONI DETTAGLIATE (AL NETTO DEGLI EVENTI SPORTIVI)

	2020	2021	2022	2023	Previsione 2024	Previsione 2025
PIL, reale, variazione in %	-2.2	5.1	2.5	1.3	0.8	1.3
Consumo privato	-3.4	1.8	4.2	2.1	0.8	1.2
Consumo pubblico	3.8	3.3	-0.8	-0.5	0.3	0.4
Inv. per impianti e attrezzature	-1.6	6.0	4.6	-1.9	-2.2	1.6
Investimenti edilizi	-1.0	-3.1	-5.5	-2.1	0.2	0.8
Esportazioni	-4.6	11.5	4.6	4.4	3.5	3.8
Importazioni	-5.9	5.3	6.2	6.2	1.5	4.0
Tasso di disoccupazione in %	3.2	3.0	2.2	2.0	2.3	2.3
Inflazione in %	0.0	0.6	2.8	2.1	1.5	0.9

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.