

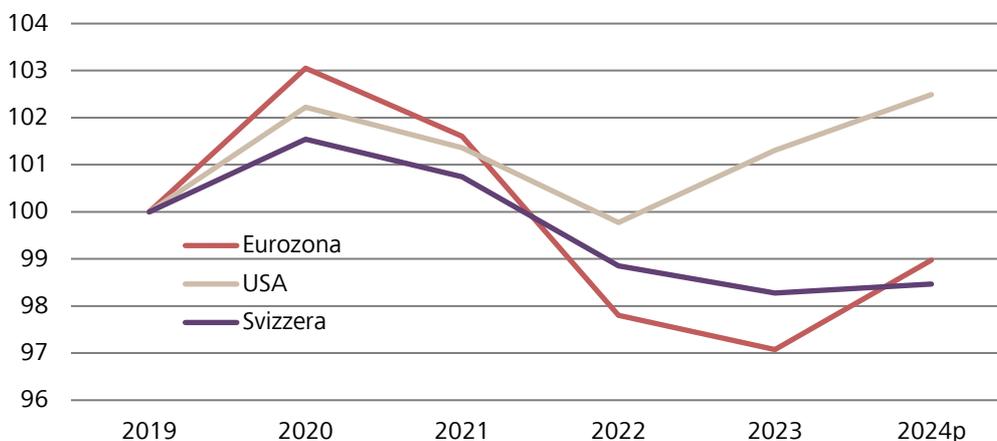
Rassegna congiunturale

La solidità della domanda interna negli Stati Uniti ha spinto la Federal Reserve a rinviare la svolta sui tassi di interesse, mentre la BCE prevede una manovra ribassista già a breve in considerazione della debole economia nell'Eurozona. Anche in Svizzera la dinamica congiunturale rimane contenuta, frenata in parte da una crescita salariale relativamente moderata. Il forte deprezzamento del franco degli ultimi mesi non richiede ulteriori interventi da parte della BNS, nonostante la modesta pressione sui prezzi svizzeri.



GRAFICO DEL MESE: PERDITA DI SALARIO REALE

Evoluzione dei salari reali, indice (2019=100)



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

L'improvvisa impennata dell'inflazione ha inizialmente provocato una notevole contrazione dei salari reali negli Stati Uniti e nell'Eurozona. Successivamente, però, la solidità del mercato del lavoro ha favorito un rialzo delle retribuzioni e, grazie al concomitante processo di disinflazione, ha condotto a un aumento significativo dei salari reali. Le retribuzioni stanno infatti recuperando terreno rispetto ai livelli dei prezzi, contribuendo a rinvigorire il potere d'acquisto.

In Svizzera la tendenza è diversa. Grazie a un'inflazione decisamente più bassa rispetto ad altri Paesi, la perdita di potere d'acquisto per le famiglie è rimasta contenuta negli ultimi tre anni. A fronte però di una dinamica salariale altrettanto moderata, i salari reali sono diminuiti sensibilmente. Gli ultimi dati sulle retribuzioni indicano un ulteriore calo dei salari reali pari a -0.4% per il 2023. L'inflazione è rallentata a una media annuale del 2.1%, mentre la crescita dei salari nominali è rimasta al di sotto di tale valore, ossia all'1.7%. Mentre le retribuzioni negli Stati Uniti e nell'Eurozona dovrebbero salire di oltre il 4% anche quest'anno, le

indagini salariali in Svizzera preannunciano un incremento inferiore al 2%. Nonostante il continuo rallentamento dei prezzi, si prevede al massimo un ristagno dei salari reali, soprattutto se si tiene conto dell'aumento dei premi dell'assicurazione malattia.

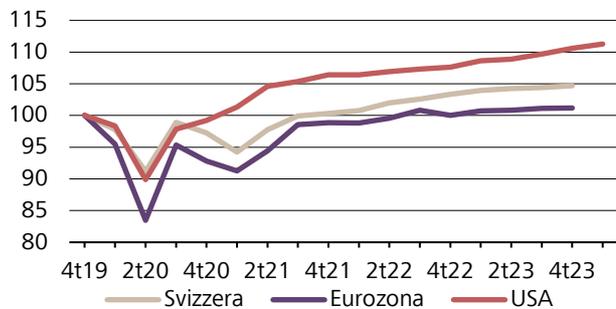
La situazione è eterogenea in funzione dei settori. Colpisce l'aumento delle retribuzioni nell'amministrazione pubblica pari al 3.6% e quindi di gran lunga superiore alla media. Il settore socio-sanitario è invece il fanalino di coda, con un misero rialzo nominale dello 0.1%. Con il 2.1% dell'anno scorso, le professioni industriali hanno ottenuto un incremento maggiore rispetto ai dipendenti del comparto dei servizi (1.6%). Quest'anno, però, le aziende industriali intendono concedere aumenti minori a causa della debolezza della domanda. Il leader dei piani salariali di quest'anno è il comparto degli alloggi e della ristorazione che prevede rialzi salariali di oltre il 3% per contrastare la carenza di manodopera particolarmente accentuata.

Congiuntura



DOMANDA DI CONSUMO

Consumi privati, in termini reali, indice (4Q19=100)

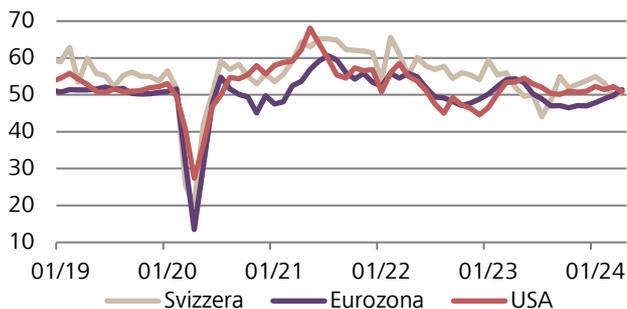


Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



SENTIMENT DELLE IMPRESE

Indici compositi dei direttori degli acquisti (PMI)

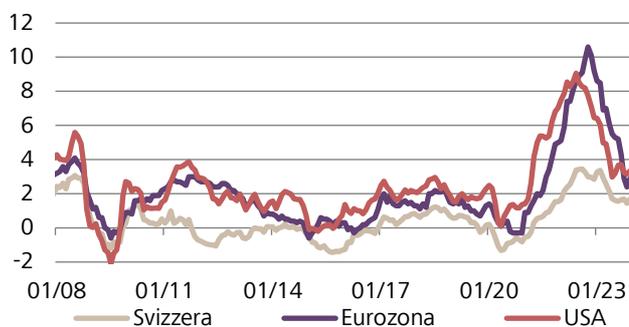


Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



PREZZI AL CONSUMO

In % rispetto anno precedente



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Mercato del lavoro USA più equilibrato

L'economia statunitense continua a espandersi a ritmo sostenuto. Nel primo trimestre la crescita del PIL è rallentata più del previsto, passando da un 3.4% annualizzato all'1.6%. Il calo è attribuibile essenzialmente al contributo negativo del commercio estero e al decumulo delle scorte. I consumi privati – dato molto importante – e gli investimenti si sono invece rivelati più robusti all'inizio dell'anno. Si continua a spendere di più soprattutto per i servizi, sostenuti dall'aumento dei salari reali. Tuttavia, è probabile che lo slancio della domanda interna statunitense si attenui con l'avanzare dell'anno. Le aziende statunitensi hanno recentemente segnalato un incremento più contenuto dell'attività commerciale in generale con un conseguente rallentamento delle assunzioni. Sarà pertanto meno difficile reclutare nuovo personale con un conseguente allentamento della pressione sui salari. Il mercato del lavoro statunitense sta ritrovando un maggiore equilibrio.

L'Europa si stabilizza

Mentre le aziende statunitensi diventano meno ottimiste, le loro controparti europee diventano meno pessimiste. L'indicatore economico più affidabile per l'Eurozona, l'indice composito dei direttori degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero e dei servizi, è salito ulteriormente sopra la soglia di espansione all'inizio del secondo trimestre. I produttori continuano a considerare deboli i carnet d'ordini. Non sono previsti quindi grossi miglioramenti nel settore, ma il netto miglioramento delle aspettative di produzione permetteranno quantomeno di evitare ulteriori tagli. L'industria tedesca in particolare, che è stata duramente colpita dalla pandemia, sta mostrando nuovi segni di vita, aiutata dalla normalizzazione dei prezzi dell'energia e dal calo dei costi di finanziamento. Anche in Svizzera il sentiment delle imprese e i dati sulle esportazioni sono migliorati nel primo trimestre. Tuttavia, la dinamica salariale più fiacca rispetto ai Paesi vicini comporta una minore spinta ai consumi.

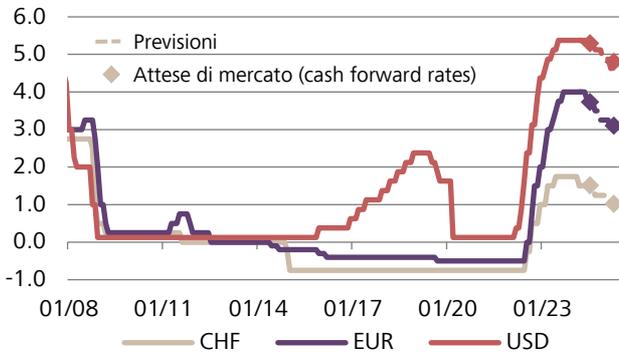
Disinflazione eterogenea

Il processo di disinflazione denota un andamento eterogeneo su scala internazionale. I picchi di inflazione sono ormai ovunque superati, ma soprattutto negli Stati Uniti la vigorosa domanda interna mantiene alta la pressione sui prezzi. Nel primo trimestre l'inflazione sottostante si è addirittura scostata maggiormente dall'obiettivo di inflazione. Anche nell'Eurozona la forte crescita delle retribuzioni ostacola un rapido rientro dei prezzi, anche se le previsioni al ribasso delle imprese indicano maggiori progressi in un contesto economico più debole rispetto agli Stati Uniti. In Svizzera, la situazione dei prezzi rimane più rilassata. Gli effetti di secondo impatto sono praticamente scomparsi, ma le ripercussioni ritardate dei due rialzi dei tassi di riferimento sugli affitti potrebbero spingere l'inflazione nuovamente al di sopra dell'1.5% nei prossimi mesi.

Tassi



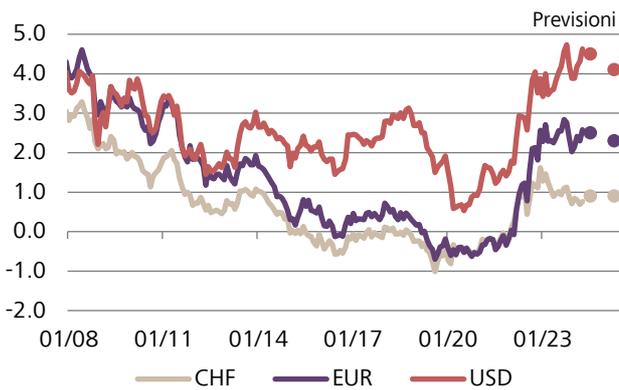
TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



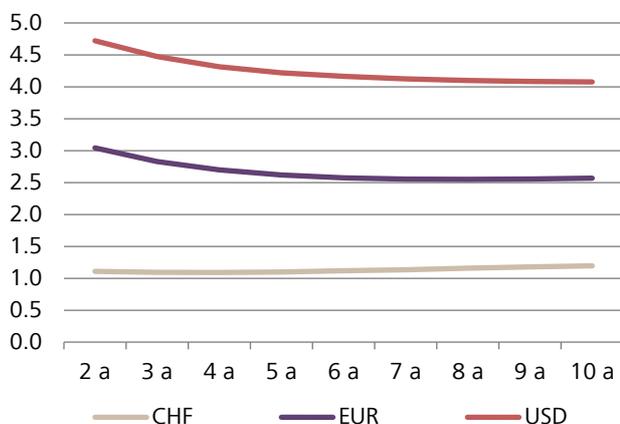
TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



CURVA DEI TASSI (STATO: 07.05.2024), IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La Fed senza maggior fiducia

La Fed mantiene un atteggiamento di attesa a causa della solidità dell'economia e della recente recrudescenza dei prezzi. Tuttavia, il Federal Open Market Committee (FOMC) non sta discutendo ulteriori rialzi dei tassi di interesse. Nello scenario di base, soprattutto grazie a un mercato del lavoro sempre più equilibrato, la Fed prospetta il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione a medio termine anche senza un rallentamento economico più marcato. La mancanza di progressi nella stabilizzazione dei prezzi frena però la fiducia della Fed spingendola ad aspettare più a lungo di quanto inizialmente previsto prima di allentare le redini. I mercati dei tassi prevedono quindi al massimo un lieve taglio dei tassi entro la fine dell'anno, anche a causa dell'avvicinarsi delle elezioni presidenziali statunitensi di novembre.

La BCE quasi abbastanza fiduciosa

La BCE, invece, ritiene che il processo di disinflazione stia proseguendo. In particolare, vengono monitorati i dati sui salari. La presidente della BCE Christine Lagarde si è detta recentemente fiduciosa che le prime avvisaglie di un rallentamento della crescita salariale si concretizzeranno. Sebbene nella riunione di aprile i tassi guida siano rimasti invariati, alcuni membri del Consiglio erano già favorevoli a una riduzione. In assenza di forti scostamenti dei dati rispetto alle aspettative, Lagarde ritiene che un allentamento potrebbe avvenire nel prossimo futuro. Continuiamo quindi a prevedere l'inizio di un ciclo di allentamento graduale a partire da giugno, con piccoli tagli dei tassi ogni tre mesi. Questo perché l'elevata pressione sui prezzi interni e i crescenti segnali di ripresa economica non giustificano al momento un rapido e forte intervento nemmeno nell'Eurozona.

La BNS non è obbligata a insistere

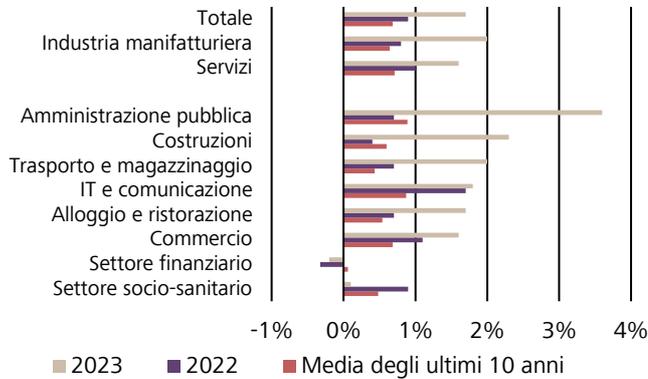
Come è noto, la BNS era già abbastanza fiduciosa da abbassare il tasso di interesse di riferimento nella riunione di marzo. Questa mossa inaspettatamente precoce era giustificata soprattutto dalla minore pressione sui prezzi. Inoltre, in questa sua decisione, la BNS ha tenuto maggiormente conto dell'apprezzamento reale del franco nel corso dello scorso anno. Negli ultimi mesi, tuttavia, l'andamento della moneta elvetica si è completamente invertito, soprattutto a causa delle minori aspettative di taglio dei tassi di interesse da parte della BCE e della Fed. Ciò dovrebbe a sua volta ridurre la necessità di ulteriori interventi da parte della BNS. Non sembra quindi indispensabile che la BNS rincarì la dose già a giugno. A prescindere dalla tempistica dell'allentamento, i mercati continuano a scontare fino alla fine dell'anno un tasso guida intorno all'1.0%, un livello che anche noi riteniamo tuttora plausibile alla luce di una crescita economica ancora moderata. Questo scenario è già da tempo implicito nei tassi di interesse a lungo termine.

Settori svizzeri



CRESCITA SALARIALE

In %, settori selezionati



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Debole crescita salariale nel settore sanitario

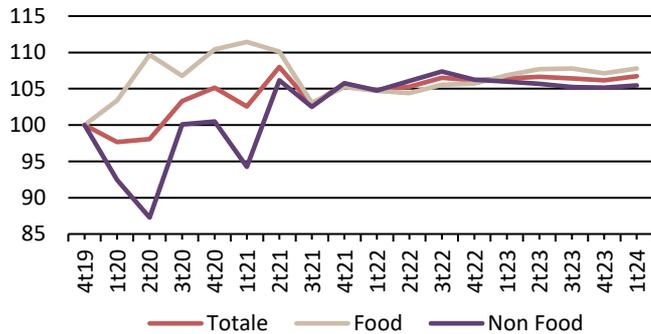
Lo scorso anno, quasi tutti i settori hanno registrato una crescita salariale significativamente superiore a quella del 2022. Una delle poche eccezioni è rappresentata dal settore socio-sanitario, dove gli stipendi sono aumentati solo lievemente (+0.1%). In generale, il settore pubblico vede poco spazio per un aumento dei salari a causa dell'espansione della spesa sanitaria. Il salario mediano del settore rimane quindi leggermente inferiore alla media svizzera di 7 000 franchi, nonostante la continua carenza di manodopera qualificata.

Nell'amministrazione pubblica, invece, gli stipendi non solo sono nettamente più alti, ma aumentano anche a una velocità doppia rispetto al settore sanitario. Il salario mediano, che nel 2022 era di 8 400 franchi svizzeri, ha registrato l'anno scorso addirittura un incremento del 3.6%. La pubblica amministrazione è quindi uno dei pochi comparti in cui i salari reali sono saliti nel 2023.



COMMERCIO AL DETTAGLIO

Cifra d'affari (senza stazioni di servizio), indicizzata, T4 2019 = 100



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

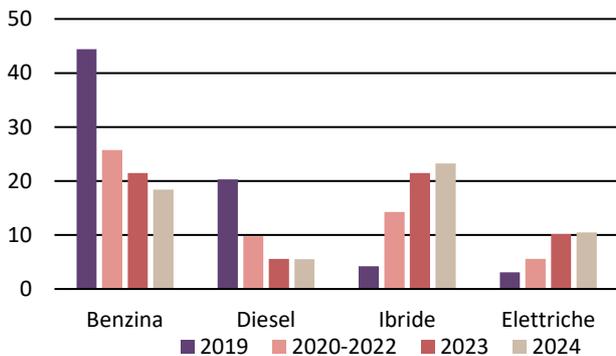
Propensione agli acquisti stabile nel commercio al dettaglio

Il potere d'acquisto della popolazione attiva è attualmente in lieve calo nella maggior parte dei settori, motivo per cui la fiducia dei consumatori rimane al di sotto della media, ma almeno non è diminuita ulteriormente. Nel commercio al dettaglio, ad esempio, le vendite sono aumentate nel primo trimestre, raggiungendo quasi lo stesso livello dello stesso periodo dell'anno precedente. La domanda di prodotti alimentari e di altri beni di prima necessità rimane solida. Si registra invece un deterioramento nei beni durevoli, come l'abbigliamento o gli articoli sportivi. Sebbene le vendite siano aumentate di recente anche in questo segmento, sono ancora inferiori dello 0.5% ai livelli dell'anno precedente.



NUOVE IMMATRICOLAZIONI AUTOVETTURE

In base a motorizzazione, gennaio-marzo, cumulate (in migliaia)



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Cala la crescita delle auto elettriche

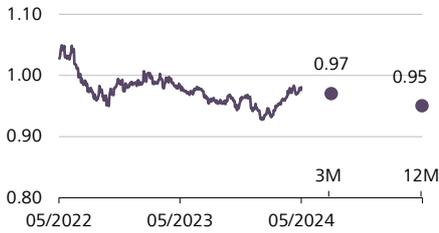
I consumatori rimangono reticenti soprattutto nei grandi acquisti, come evidenziano ad esempio le vendite di auto. Nel primo trimestre sono state immatricolate 57 600 nuove autovetture, circa il 2% in meno rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso. Attualmente i clienti prediligono i veicoli del segmento di prezzo più basso rispetto a quelli di fascia media. La forte crescita delle vendite di auto ibride ed elettriche è quindi rallentata. Continua a diminuire anche il numero di auto a benzina di nuova immatricolazione.

Oltre al calo del potere d'acquisto, anche l'aumento dei tassi di interesse sui leasing sta frenando la domanda di veicoli. Inoltre, il 1° gennaio è stata abolita l'esenzione fiscale per le auto elettriche, il che significa che gli importatori di veicoli elettrici sono ora soggetti a una tassa pari al 4% del prezzo di importazione.

Valute

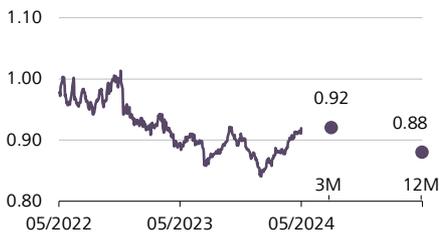


PREVISIONE



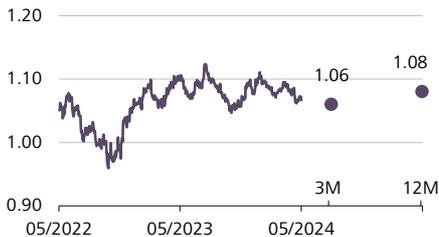
EUR/CHF

Ad aprile l'euro ha oscillato intorno alla soglia di CHF 0.976. Su base mensile, ne è risultato un aumento di corso di circa l'1%. L'ulteriore calo dell'inflazione di base nell'area valutaria – scesa in aprile dal 2.9% al 2.7% – rende intanto probabile una prima riduzione dei tassi di riferimento della Banca centrale europea (BCE) a giugno. Con la conseguente riduzione della differenza d'interesse rispetto al franco svizzero, dovrebbe attenuarsi anche la spinta rialzista della moneta unica. Al contempo, l'economia elvetica continua a essere nettamente più solida di quella dell'Eurozona, per cui, a nostro avviso, la coppia di valute EUR/CHF dovrebbe a medio termine tendere verso 0.95.



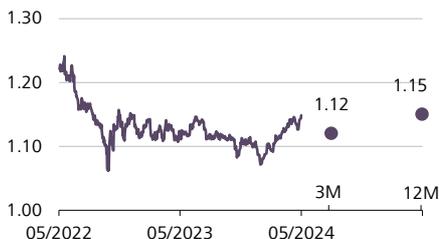
USD/CHF

L'inflazione negli USA persiste: a marzo il tasso d'inflazione è salito dal 3.2% al 3.5%. Gli operatori di mercato hanno quindi rivisto le loro aspettative sui tassi, prevedendo ormai una riduzione dei tassi di riferimento della Banca centrale USA (Fed) solo in autunno. Anche il tono dei banchieri centrali nell'ultima riunione di politica monetaria di inizio maggio va in tale senso. La persistente differenza d'interesse rispetto al franco svizzero che ne deriva, dovrebbe dare al dollaro ulteriore slancio a breve termine. A medio termine, tuttavia, le incertezze geopolitiche e congiunturali sono favorevoli al franco. Abbiamo leggermente modificato le nostre previsioni per USD/CHF.



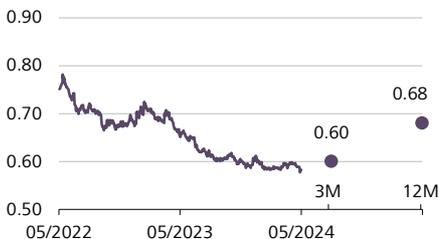
EUR/USD

Nonostante prime crepe nel mercato del lavoro, l'economia USA resta resiliente rispetto alla politica monetaria restrittiva. Questo, e la prospettiva di tassi più alti più a lungo, hanno da ultimo dato una spinta al dollaro. Ciò ha comportato un guadagno del tasso di cambio di circa l'1% alla fine del mese. Il mercato ritiene che la BCE avvierà l'inversione dei tassi a giugno e che la Banca centrale USA (Fed) seguirà probabilmente in autunno. Di conseguenza, la pressione al rialzo del dollaro dovrebbe attenuarsi. Vediamo ora la coppia di valute EUR/USD a 1.06 sul periodo di 3 mesi e a 1.08 a 12 mesi.



GBP/CHF

Lo scorso mese, la sterlina britannica si è mossa in una volatile tendenza laterale tra CHF 1.12 e 1.15, penalizzata dall'indebolimento dell'economia e dall'ostinata inflazione in Gran Bretagna (marzo: 3.2%). Quest'ultima limita infatti anche il margine di manovra della Bank of England (BoE) circa prossime riduzioni dei tassi di riferimento. Attualmente, quindi, il mercato prevede una prima riduzione dei tassi di riferimento solo ad agosto. Pertanto, per ora, la differenza d'interesse rispetto al franco svizzero permane, rendendo la sterlina più interessante per gli investitori. A medio termine, tuttavia, essa dovrebbe aver ampiamente esaurito il suo potenziale rialzista.



JPY/CHF*

La Bank of Japan (BoJ) prevede che, nei prossimi anni, l'inflazione in Giappone oscillerà intorno alla soglia del 2%. I banchieri centrali hanno quindi ultimamente lasciato invariati i tassi di riferimento. Al contempo, fino a nuovo ordine, essi proseguiranno gli acquisti mensili di obbligazioni di circa seimila miliardi di yen (ca. CHF 35 miliardi). Lo yen ha di seguito registrato una tendenza al ribasso rispetto al franco svizzero (-2.3%). Su base annua prevediamo un ulteriore aumento dei tassi della BoJ, mentre la BNS effettuerà probabilmente due riduzioni. La conseguente riduzione della differenza d'interesse dovrebbe comportare una rivalutazione della valuta giapponese.

* 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 %)**

	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	5.25-5.50	4.50-4.75
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	0.68	0.90	0.90
EUR (Germania)	2.57	2.02	2.45	2.50	2.30
USD	3.87	3.88	4.46	4.50	4.10
JPY	0.41	0.61	0.88	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	0.92	0.88
JPY/CHF (x 100)	0.71	0.71	0.59	0.60	0.68
EUR/USD	1.07	1.07	1.08	1.06	1.08
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	83	85	80
Oro (USD/oncia)	1824	2063	2320	2350	2450

*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), ***07.05.2024

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.