

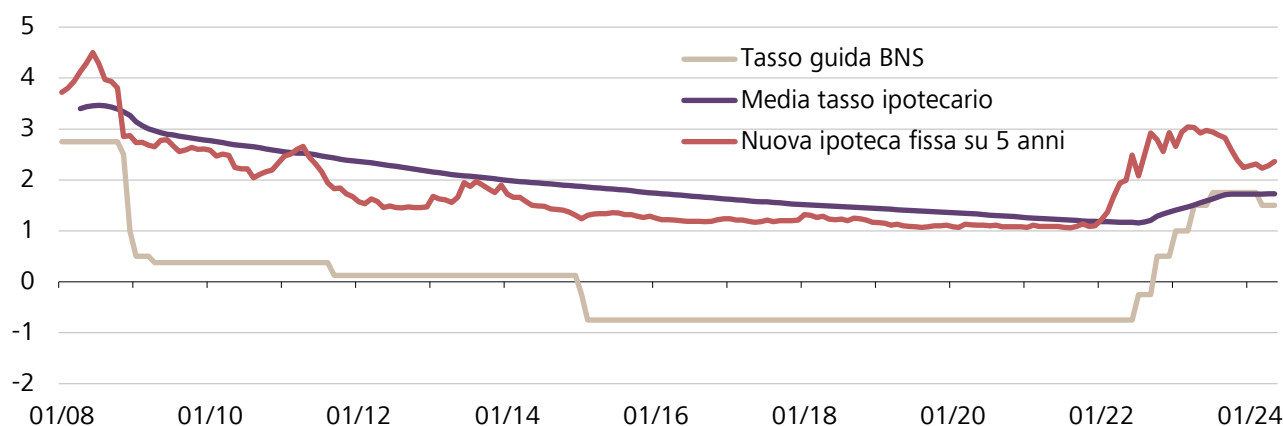
Rassegna congiunturale

Nel primo trimestre, l'economia dell'Eurozona si è liberata dalla morsa della stagnazione. La Svizzera, dal canto suo, ha proseguito il suo percorso di crescita modesto, ma costante, mettendo a segno un rialzo del PIL del +0.3% rispetto al trimestre precedente, complice la robusta domanda di servizi. Grazie al contesto espansivo stabile e alla persistente debolezza del franco, la BNS non si vede costretta a intervenire. Nell'Eurozona, il trend dei prezzi sottostanti si muove, seppur a rilento, nella giusta direzione. Di conseguenza anche la BCE ritiene adeguata una politica monetaria meno restrittiva.



GRAFICO DEL MESE: ONERE DEI TASSI SOSTENIBILE

Tassi di interesse svizzeri in %



Fonte: BNS, UFAB, Raiffeisen Economic Research

Le massicce strette monetarie degli ultimi due anni hanno provocato in tutto il mondo un inasprimento delle condizioni di finanziamento di rara intensità e rapidità. Gli effetti frenanti del rialzo dei tassi si sono rivelati tuttavia meno drastici di quanto previsto e temuto. Ciò vale in particolare per gli USA, dove l'economia non si lascia impressionare. Un ruolo importante è svolto, come risaputo, dai generosi programmi statali di stimolo della congiuntura. Anche in Svizzera gli aiuti hanno permesso di tenere a freno l'indebitamento delle famiglie e delle imprese, mantenendolo ai livelli pre-pandemici.

A ciò si aggiunge il fatto che le imprese e i debitori ipotecari avevano assunto gran parte dei loro crediti con contratti a lungo termine in una fase di bassi tassi di interesse. Soprattutto negli Stati Uniti molti debitori sono rimasti quindi risparmiati dai forti rialzi dei tassi nonostante l'impennata delle condizioni di rifinanziamento. Mentre gli interessi per una tipica ipoteca trentennale sono schizzati temporaneamente a oltre l'8%, il tasso medio per le ipoteche americane

in essere è salito solo dal 3.4% al 3.8%. Inoltre, mentre i debiti sono aumentati solo in misura modesta dalla crisi finanziaria a oggi, i patrimoni investiti sono notevolmente lievitati. Grazie al rialzo dei tassi, molte famiglie ricevono quindi maggiori ricavi netti da interessi.

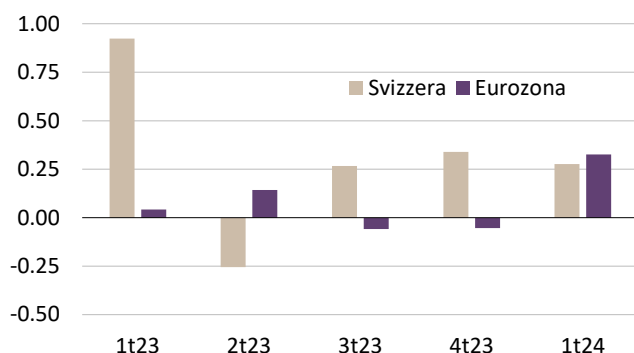
In Svizzera il periodo di vincolo dei tassi non è così lungo. L'inasprimento meno incisivo deciso dalla BNS, con un picco del 1.75% contro il 5.375% negli USA, ha evitato di appesantire notevolmente l'onere dei tassi. Dalla metà del 2022, il tasso ipotecario medio è salito in Svizzera dall'1.2% all'1.7% - un rialzo facilmente sopportabile a fronte di un mercato del lavoro stabile e del tasso del 5% utilizzato di solito per il calcolo della sostenibilità. Infine la BNS ha avviato già in marzo la fase di allentamento della politica monetaria. Anche se non dovesse abbassare ulteriormente il suo tasso guida, le condizioni di finanziamento non sono più lontane dal tasso d'interesse medio.

Congiuntura



CRESCITA DEL PIL

PIL, reale, destagionalizzato, in % qoq

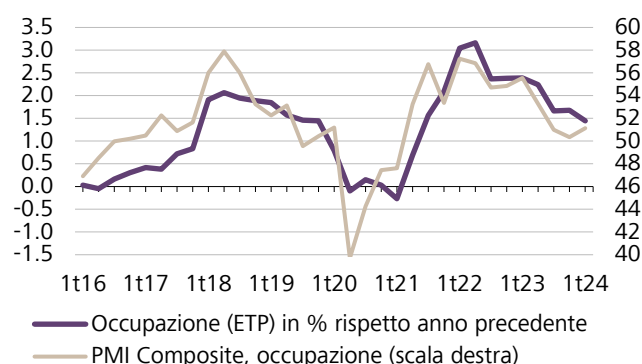


Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



MERCATO DEL LAVORO SVIZZERO

Occupazione

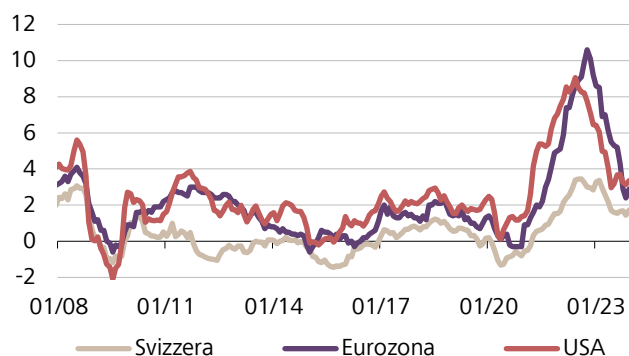


Fonte: UST, procure, Raiffeisen Economic Research



PREZZI AL CONSUMO

In % rispetto all'anno precedente



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Crescita moderata in Svizzera

All'inizio dell'anno il PIL svizzero è salito, di pari passo con quello dell'Eurozona, di quasi lo 0.3% rispetto al trimestre precedente, confermando la crescita moderata degli ultimi trimestri. Il PIL non corretto degli eventi sportivi ha messo a segno una maggiore espansione, pari allo 0.5%, perché le associazioni sportive con sede in Svizzera hanno già iniziato a iscrivere a bilancio i ricavi degli Europei di calcio in Germania e delle Olimpiadi estive di Parigi.

L'economia nel suo insieme era trainata dalla crescita del settore dei servizi. L'industria ha accusato invece un ristagno che si è tradotto in un contributo negativo al commercio estero. In aprile le cifre dell'export si sono di nuovo riprese su ampia scala.

Sul breve termine, gli indicatori congiunturali svizzeri non fanno comunque presagire un'accelerazione degna di rilievo del dinamismo industriale. L'indice PMI manifatturiero rimane nel segno della contrazione. Anche dall'indagine congiunturale del KOF di maggio emerge un deterioramento del sentiment tra i produttori.

Raffreddamento del mercato del lavoro

In Svizzera, come negli USA e nell'Eurozona, si osserva un raffreddamento del mercato del lavoro dopo due anni molto dinamici. Le imprese annunciano un minore fabbisogno di manodopera e difficoltà di reclutamento meno acute.

La dinamica occupazionale ha quindi perso di slancio nel primo trimestre. Nel paragone annuale la crescita, misurata in base a equivalenti a tempo pieno, si è dimezzata rispetto ai massimi ciclici, fermandosi all'1.4%, un livello che rappresenta comunque una dinamica robusta. Inoltre i sondaggi sull'occupazione non indicano un giro di vite nella creazione di posti di lavoro.

La deflazione importata si affievolisce

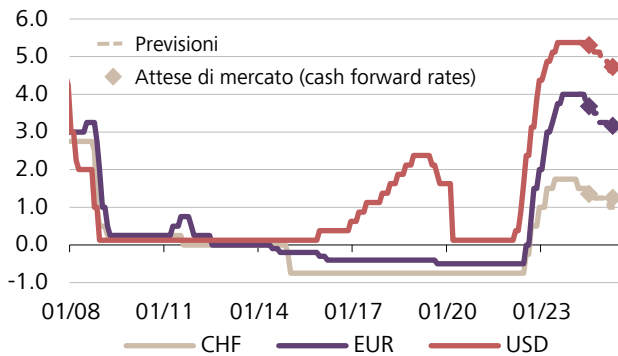
Nell'attuale contesto di modesta crescita, le imprese svizzere non intendono aumentare sensibilmente i prezzi di vendita. Ciò vale anche per il settore dei servizi, che si distingue così da quello dell'Eurozona e degli USA dove sono in atto forti rialzi. In Svizzera solo il ramo della ristorazione e degli alloggi prevede dei ritocchi.

La pressione dei prezzi sottostanti è rimasta più distesa che altrove. Nonostante gli effetti ritardati dei due rialzi del tasso di interesse di riferimento sui canoni di affitto, il tasso di inflazione rimane decisamente sotto la soglia del 2%. L'influsso deflattivo dell'apprezzamento del franco dell'ultimo anno si sta tramutando nell'esatto contrario. I prezzi dei beni dovrebbero dare un maggiore contributo all'inflazione nel resto dell'anno.

Tassi



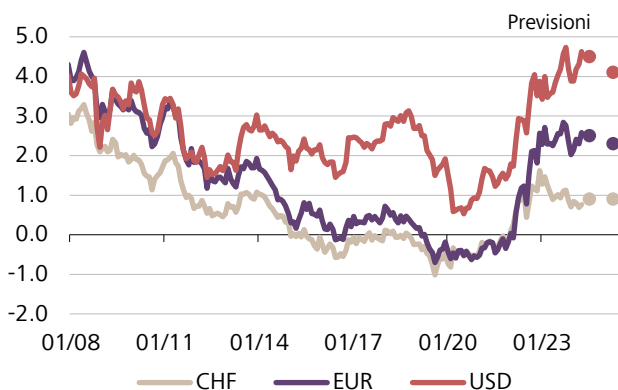
TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



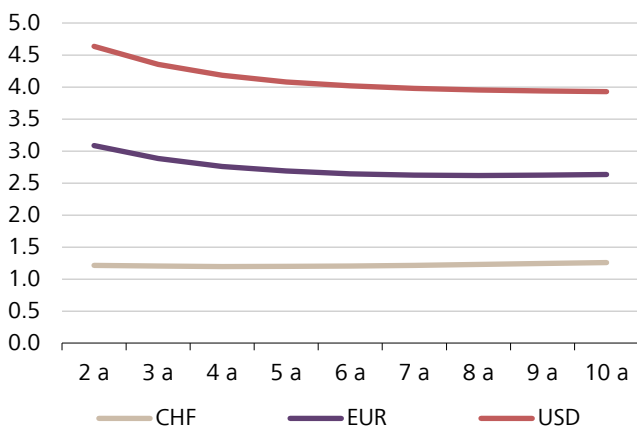
TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



CURVA DEI TASSI (STATO: 06.06.2024), IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La Fed temporeggia

Da luglio dell'anno scorso il tasso di riferimento USA è rimasto fermo al 5.375%. L'incremento eccessivo dei prezzi al consumo nel primo trimestre ha indotto la Fed ad aspettare più del previsto prima di tagliare i tassi. Alcuni membri del Comitato Federale del Mercato Aperto (FOMC) non vogliono addirittura escludere un'ulteriore stretta se le pressioni inflazionistiche dovessero accen- tuarsi.

I dati più recenti sui prezzi e la congiuntura si sono però in gene- rale rivelati meno «aggressivi». Grazie inoltre a un mercato del lavoro più equilibrato, il presidente della Fed Jerome Powell con- fida in un calo dei prezzi, anche in assenza di un ulteriore raffred- damento congiunturale. Prima di allentare le redini, numerosi esponenti della Fed vogliono però vedere «diversi» mesi di dati positivi sui prezzi. I primi tagli non dovrebbero quindi avvenire prima di settembre.

La BCE abbastanza fiduciosa

Nell'Eurozona i responsabili della politica monetaria sono invece abbastanza fiduciosi. A fronte di una congiuntura più debole ri- spetto agli USA e di maggiori segnali di una dinamica salariale che negli ultimi mesi sta muovendosi nella direzione giusta, il Consi- glio direttivo della BCE ha, come previsto, ridotto di 25 punti base i tassi nella sua seduta di giugno, portandoli al 3.75% sui depositi overnight.

I crescenti segni di ripresa dell'economia UE e la tenuta dell'infla- zione dei servizi non parlano neanche in Europa a favore di un allentamento forte e rapido della politica monetaria. Alcuni mem- bri del Consiglio direttivo hanno dichiarato espressamente che non ritengono opportuno un ulteriore taglio nella prossima ri- unione di luglio. La BCE non metterà pertanto il pilota automatico.

La BNS non ha il fiato sul collo

L'avvio della manovra espansiva da parte della BCE potrebbe con- fortare la BNS ad abbassare ancora il suo tasso di riferimento per portarlo all'1.25%, offrendo così una boccata di ossigeno all'ex- port svizzero. La BNS può sicuramente permetterselo, visto che l'inflazione si muove nella fascia obiettivo dello 0%-2%.

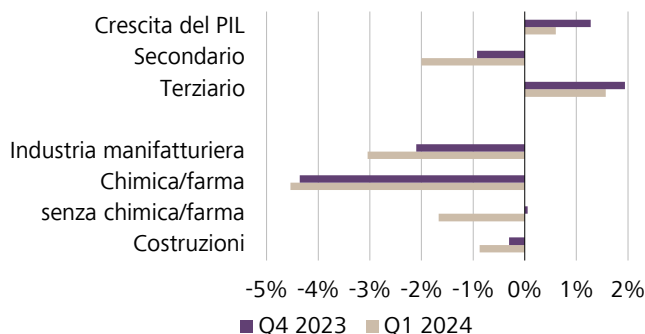
Da marzo, però, la necessità di intervento è diminuita. Il primo ribasso a sorpresa era infatti giustificato dagli effetti frenanti sui prezzi dovuti all'apprezzamento del franco nel 2023. Dall'inizio dell'anno, però, sono aumentate le pressioni di svalutazione sul franco che hanno fatto aumentare i prezzi dei beni importati. Non riteniamo pertanto indispensabile un nuovo taglio in giugno. Nel complesso, la BNS non è lontana dal tasso neutrale stimato a 1.0%-1.5%, sotto il quale non dovrebbe scendere senza preoc- cupazioni di deflazione o senza un netto indebolimento congiun- turale.

Settori svizzeri



VALORE AGGIUNTO PER SETTORE

Q1 2024, vs anno precedente, al netto degli eventi sportivi

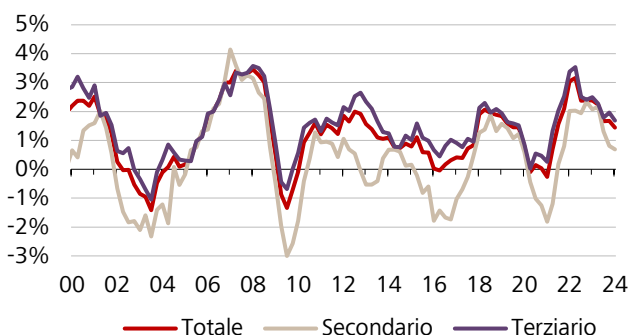


Fonte: SECO, Raiffeisen Economic Research



CRESCITA OCCUPAZIONALE

Equivalenti a tempo pieno (ETP) vs anno precedente



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



OCCUPAZIONE NEL TERZIARIO

ETP vs anno precedente (Q1 2024), in migliaia



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Consolidamento nell'industria farmaceutica

L'attuale rallentamento della crescita del PIL è tuttora imputabile soprattutto all'andamento dell'industria manifatturiera, il cui valore aggiunto ha subito una netta flessione nel primo trimestre ed è ora inferiore del 3% al livello dell'anno precedente. La causa principale è il consolidamento dell'industria farmaceutica. Il comparto di gran lunga più importante per l'esportazione svizzera, il cui valore aggiunto è lievitato dal 2019 al 2022 di ben il 54%, sta ora accusando un trend al ribasso. Negli altri rami dell'industria manifatturiera la creazione di valore è invece salita nel trimestre di riferimento, anche se rimane in forte calo su base annuale.

Prosegue invece la dinamica espansiva del terziario, che si conferma nella media degli ultimi anni. In alcuni rami il valore aggiunto non è praticamente aumentato rispetto al primo trimestre 2023, per esempio per i Servizi finanziari o quelli gestionali. Ma nel complesso, la maggior parte dei comparti ha messo a segno una crescita robusta, primo fra tutti il comparto Alloggio e ristorazione (+9%), poi quello della Sanità e assistenza sociale (+3.9%) nonché il Commercio (+2.5%).

Crescita occupazionale più bassa ma persistente

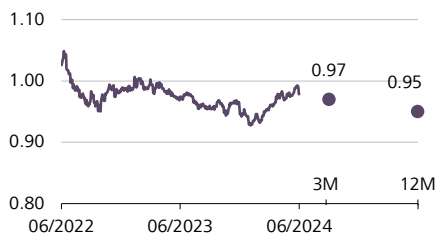
Le disparità di crescita fra i due settori economici si riflette anche nel mercato del lavoro. Nel secondario l'occupazione, misurata in equivalenti a tempo pieno, è aumentata solo del 0.7% rispetto all'anno precedente. Nelle costruzioni è addirittura diminuita. Il manifatturiero ha invece registrato un incremento dell'1.3%. All'inizio dell'anno sono aumentate le segnalazioni di lavoro ridotto e licenziamenti. In alcuni comparti l'occupazione è effettivamente scesa sotto il livello della fine del 2023. Ciò vale soprattutto per le industrie che subiscono gli effetti del calo dell'export, come l'industria tessile, quella delle materie plastiche o della carta e la stampa. Nel complesso, però, l'occupazione è aumentata rispetto al trimestre precedente, complice fra l'altro la robusta crescita occupazionale nell'industria orologiera e in quella alimentare.

La maggior parte dell'aumento di posti di lavoro (61 000 dall'inizio del 2023) proviene come sempre dal settore dei servizi (54 000). La metà di questi è stata creata nel ramo Sanità e assistenza sociale, il cui tasso di occupazione è salito del 4.1%. Ma anche nelle Attività immobiliari (+11.7%), nell'Amministrazione pubblica (+2.5%) e nell'Istruzione (+2.4%) l'incremento dei posti di lavoro è stato superiore alla media.

Valute

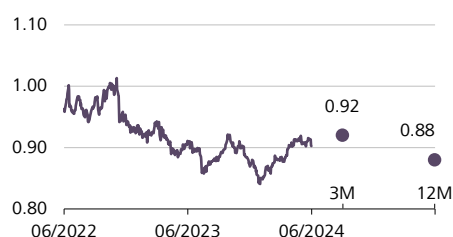


PREVISIONE



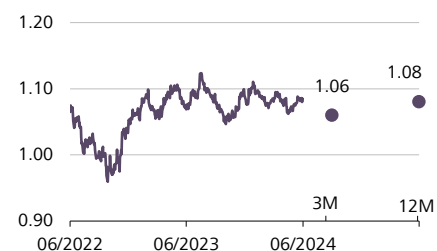
EUR/CHF

A maggio l'euro ha toccato temporaneamente quota 0.9930 contro il franco svizzero, avvicinandosi così alla parità. La moneta unica beneficia della debolezza del franco, alimentata dalla Banca nazionale svizzera (BNS) con il taglio del tasso di riferimento in primavera. Non dovrebbe trattarsi, tuttavia, di un'inversione di tendenza, ma piuttosto di un massimo provvisorio. Alla luce del calo dell'inflazione e dell'indebolimento dell'economia, la Banca centrale europea (BCE) avvierà un'inversione dei tassi a giugno. Con la conseguente riduzione della differenza d'interesse, la spinta rialzista dell'euro dovrebbe attenuarsi. Inoltre, nel medio termine il contesto dei rischi favorisce il franco



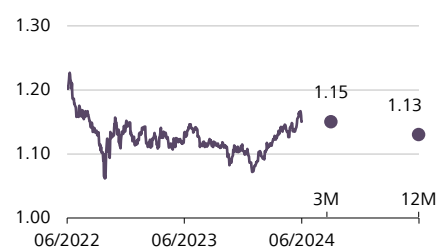
USD/CHF

Negli Stati Uniti, i tassi di riferimento rimangono «higher for longer» per via dell'inflazione ancora al di sopra dell'obiettivo del 2% fissato dalla Banca centrale Fed. Ciò rende interessante il dollaro statunitense per gli investitori. Allo stesso tempo, tuttavia, la politica monetaria restrittiva sta aumentando i rischi per la congiuntura d'oltreoceano. Nel complesso, quindi, a maggio il corso USD/CHF si è mosso in un trend laterale volatile tra 0.90 e 0.92. Nel medio termine il franco svizzero dovrebbe tornare a beneficiare sempre più del suo carattere di bene rifugio per il capitale, a causa del perdurante contesto di incertezza del mercato. Di conseguenza, prevediamo un rafforzamento del franco da qui a un anno.



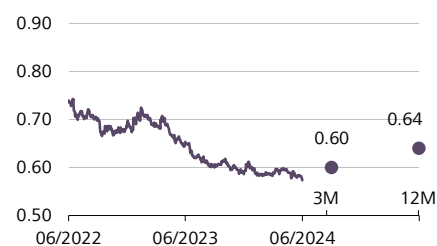
EUR/USD

Mentre un'inversione dei tassi a giugno da parte della BCE appare praticamente cosa certa, è improbabile che la Fed tagli i tassi di riferimento prima dell'autunno. Per la congiuntura statunitense ciò significa che gli ostacoli della politica monetaria persisteranno ancora per qualche tempo. Sebbene si sia dimostrata a lungo resistente al contesto finanziario più complesso, i dati più recenti indicano ora un graduale rallentamento. Di conseguenza lo scorso mese il corso EUR/USD è salito a 1.0895. Tuttavia, alla luce del previsto ampliamento della differenza d'interesse a favore del «biglietto verde», l'euro dovrebbe aver esaurito il suo potenziale rialzista.



GBP/CHF

Con uno 0.6%, nel primo trimestre l'economia britannica è cresciuta più del previsto. Allo stesso tempo, l'inflazione è scesa dal 3.2% al 2.3% in aprile. È quindi aumentata la probabilità che la Bank of England (BoE) possa tagliare i tassi nel prossimo futuro, il che ha dato una spinta alla sterlina a maggio. Quotata a 1.1678 franchi, la valuta ha raggiunto a tratti un prezzo visto per l'ultima volta ben due anni fa. A fine mese ne è risultato un aumento di corso di quasi lo 0.2%. A nostro avviso, tuttavia, l'aumento della sterlina è eccessivo. Abbiamo leggermente modificato le nostre previsioni a 3 e 12 mesi per la coppia di valute GBP/CHF.



JPY/CHF*

A inizio maggio, un intervento sul mercato delle divise da parte della Bank of Japan (BoJ) ha fatto schizzare brevemente il corso JPY/CHF a 0.5969. Durante lo stesso mese, tuttavia, la valuta giapponese è tornata a tendere verso quota 0.57 franchi. Alla luce del recente calo dell'inflazione (aprile: +2.5%), rapidi aumenti dei tassi da parte della BoJ appaiono piuttosto improbabili. Allo stesso tempo, per quest'anno ci aspettiamo solo un ulteriore taglio dei tassi da parte della BNS. Nel complesso, la differenza d'interesse tra lo yen e il franco dovrebbe ridursi, ma a un ritmo molto più lento di quanto previsto finora. Abbiamo quindi ridotto la nostra previsione a 12 mesi a 0.64.

* 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	3.2	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	3.75	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	0.81	0.90	0.90
EUR (Germania)	2.57	2.02	2.53	2.50	2.30
USD	3.87	3.88	4.30	4.50	4.10
JPY	0.41	0.61	0.98	0.80	0.90

Tassi di cambio (Fine anno)

	2022	2023	Attuale***	Previsione 3M	Previsione 12M
EUR/CHF	0.99	0.99	0.97	0.97	0.95
USD/CHF	0.92	0.92	0.89	0.92	0.88
JPY/CHF (x 100)	0.71	0.71	0.57	0.60	0.64
EUR/USD	1.07	1.07	1.09	1.06	1.08
GBP/CHF	1.12	1.12	1.14	1.15	1.13

Materie prime (Fine anno)

	2022	2023	Attuale***	Previsione 3M	Previsione 12M
Greggio (Brent, USD/barile)	86	77	79	85	80
Oro (USD/oncia)	1824	2063	2362	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), ***06.06.2024

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 %	-0.7	0.6	2.8	2.1	1.5	0.9

Editore

Raiffeisen Svizzera
CIO Office
Raiffeisenplatz
9001 San Gallo
ciooffice@raiffeisen.ch

Internet

raiffeisen.ch/investire

Pubblicazioni

Scoprite la nostra attuale visione dei mercati finanziari nelle nostre pubblicazioni
raiffeisen.ch/mercati-opinioni

Consulenza

Vogliate mettervi in contatto con il vostro consulente agli investimenti oppure con la vostra Banca Raiffeisen locale:
raiffeisen.ch/web/la+mia+banca

Note legali

Il presente documento ha esclusivamente finalità pubblicitarie e informative di carattere generale e non è riferito alla situazione individuale del destinatario. Il destinatario rimane direttamente responsabile di richiedere i necessari chiarimenti, di effettuare le necessarie verifiche e di consultare gli specialisti (ad es. consulente fiscale, assicurativo o legale). Gli esempi, le spiegazioni e le indicazioni menzionati hanno carattere generale e possono presentare scostamenti a seconda dei casi. Gli arrotondamenti possono infatti dare luogo a differenze rispetto ai valori effettivi.

Il presente documento non costituisce una consulenza agli investimenti o una raccomandazione individuale né un'offerta, un invito o una raccomandazione all'acquisto o all'alienazione di strumenti finanziari. In particolare il documento non rappresenta né un prospetto né un foglio informativo di base ai sensi degli art. 35 segg. o art. 58 segg. LSerFi. Le sole condizioni complete facenti fede e le esaurienti avvertenze sui rischi degli strumenti finanziari citati sono contenute nei rispettivi documenti di vendita giuridicamente vincolanti (es. prospetto [base], contratto del fondo e foglio informativo di base [FIB]/Key Information Document [KID], rapporti annuali e semestrali). Questi documenti possono essere ottenuti gratuitamente da Raiffeisen Svizzera società cooperativa, Raiffeisenplatz, 9001 San Gallo o all'indirizzo raiffeisen.ch. Gli strumenti finanziari andrebbero acquistati solo a seguito di una consulenza personale e dell'analisi dei documenti di vendita giuridicamente vincolanti e dell'opuscolo «Rischi nel commercio di strumenti finanziari» dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB). Le decisioni prese in base al presente documento sono a rischio esclusivo del destinatario. A causa delle restrizioni legali in alcuni Paesi, queste informazioni non sono rivolte a persone la cui nazionalità, sede o domicilio si trovi in un paese in cui l'autorizzazione degli strumenti finanziari o dei servizi finanziari descritti nel presente documento è soggetta a limitazioni. Per quanto riguarda i dati di performance indicati si tratta di dati storici, da cui non si può ricavare l'andamento attuale o futuro.

Il presente documento contiene affermazioni previsionali che si basano su stime, ipotesi e aspettative formulate da Raiffeisen Svizzera al momento della redazione. In seguito al subentrare di rischi, incertezze e altri fattori, i risultati futuri potrebbero discostarsi dalle dichiarazioni previsionali. Di conseguenza tali dichiarazioni non costituiscono una garanzia di risultati e andamenti futuri. Tra i rischi e le incertezze si annoverano anche quelli descritti nel rispettivo [rapporto di gestione del Gruppo Raiffeisen](#).

Raiffeisen Svizzera e le Banche Raiffeisen adottano ogni misura ragionevole per garantire l'affidabilità dei dati e contenuti presentati. Declinano però qualsiasi responsabilità in merito all'attualità, esattezza e completezza delle informazioni pubblicate nel presente documento e non rispondono di eventuali perdite o danni (diretti, indiretti e conseguenti) che dovessero derivare dalla diffusione e dall'utilizzo del presente documento o del suo contenuto. In particolare non rispondono di eventuali perdite derivanti dai rischi intrinseci ai mercati finanziari. Le opinioni espresse in questo documento sono quelle di Raiffeisen Svizzera al momento della stesura e possono cambiare in qualsiasi momento e senza ulteriore comunicazione. Raiffeisen Svizzera non è tenuta ad aggiornare il presente documento. Si declina qualsiasi responsabilità in relazione a eventuali conseguenze fiscali che dovessero verificarsi. Senza l'approvazione scritta di Raiffeisen Svizzera il presente documento non può essere riprodotto né trasmesso ad altri né in tutto né in parte.