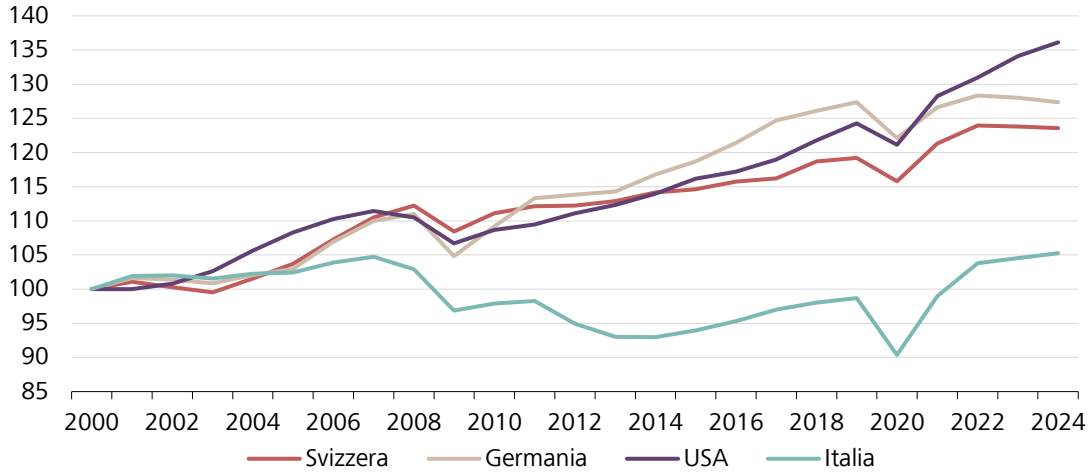
MARZO 2025

Rassegna congiunturale

I consumatori europei sono più preoccupati per la sicurezza del loro posto di lavoro, mentre quelli statunitensi iniziano a dubitare della competenza economica del nuovo governo e temono una nuova fiammata dell'inflazione. Ciò induce la Fed a fare una pausa e la BCE a rincarare la dose. Tuttavia, la prospettiva di un'"inversione di tendenza" nella spesa europea per la difesa ha dato impulso all'euro. Inoltre, dato che l'inflazione svizzera non è scesa più del previsto all'inizio dell'anno, è probabile che la BNS faccia una pausa a marzo.

GRAFICO DEL MESE: STAGNAZIONE PRO CAPITE

PIL pro capite, reale, indice (2000=100)



Fonte: SECO, FMI, Raiffeisen Economic Research

Nell'ultimo trimestre del 2024 l'economia svizzera ha registrato una crescita trimestrale non molto inferiore a quella statunitense, che spiccava per la sua dinamica. Se si considera però tutto l'anno scorso e quello precedente, il quadro generale non appare altrettanto positivo. Negli Stati Uniti, la forte ripresa dopo la pandemia è proseguita con una maggiore crescita della produttività, anche grazie ai massicci stimoli governativi che l'hanno preceduta. L'incremento del PIL reale ha raggiunto il 2.8%, nettamente al di sopra della media. In Svizzera, invece, l'economia complessiva al netto degli eventi sportivi è cresciuta a un tasso inferiore alla media, pari allo 0.9%.

La crescita dello scorso anno è stata inoltre molto eterogenea. Una buona metà era infatti imputabile ai buoni risultati della sola industria chimicofarmaceutica. Gli altri comparti, invece, hanno dato un contributo negativo per il secondo anno consecutivo, zavorrati dalla fiacca attività industriale europea e soprattutto tedesca.

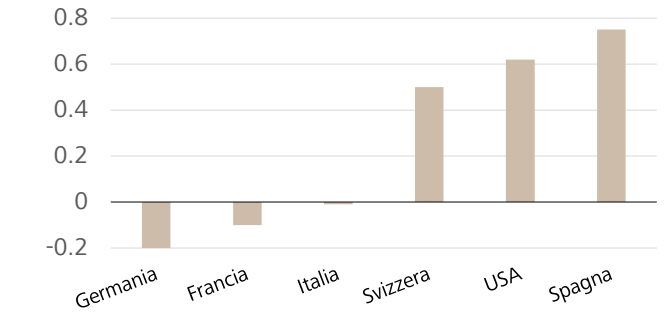
Nel settore dei servizi, il comparto sociosanitario e l'amministrazione pubblica si sono distinti lo scorso anno come i principali motori dello sviluppo economico, spinti da fattori demografici come l'invecchiamento della popolazione e l'immigrazione.

Tenuto conto dell'incremento demografico svizzero, il differenziale positivo di crescita rispetto ai Paesi europei limitrofi si sta chiaramente riducendo o addirittura invertendo. Secondo le stime della SECO, il PIL pro capite svizzero è lievemente diminuito in ciascuno degli ultimi due anni. In un confronto a lungo termine, la Svizzera è in ritardo rispetto allo sviluppo pro capite per esempio della Germania, ma non in termini aggregati. Dopo la pandemia la Svizzera è comunque tornata a registrare risultati migliori e il PIL pro capite ha superato del 2.8% la performance del 2019, attestandosi quindi ai livelli dell'Eurozona. La Germania, invece, registra un tasso analogo a quello precrisi.

Congiuntura

CRESCITA DEL PIL

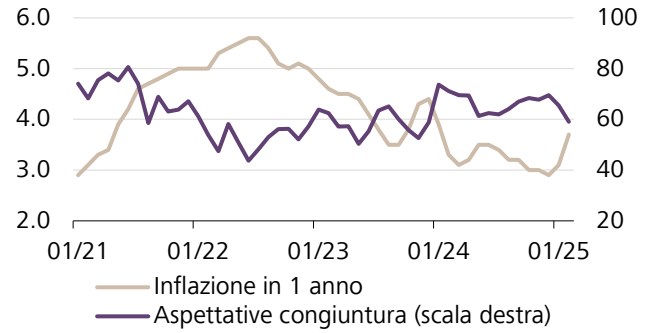
In % rispetto al trimestre precedente, in termini reali



Fonte: SECO, LSEG, Raiffeisen Economic Research

CONSUMATORI USA PIÙ PREOCCUPATI

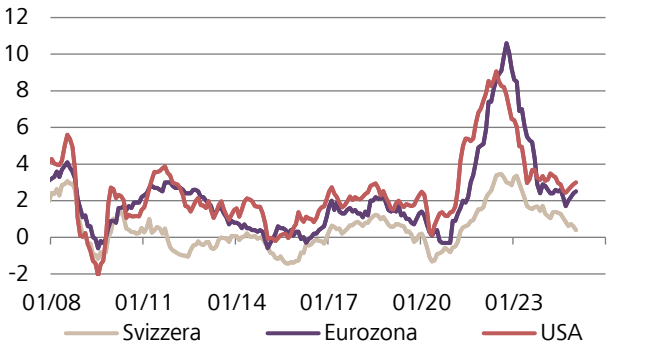
Sondaggio University of Michigan tra non iscritti a partiti



Fonte: University of Michigan, Raiffeisen Economic Research

PREZZI AL CONSUMO

In % rispetto all'anno precedente



Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research

La Svizzera chiude bene il 2024

Mentre l'economia dell'Eurozona è riuscita alla fine dell'anno a sfuggire solo per poco alla stagnazione grazie alla robusta crescita della Spagna, la congiuntura svizzera ha messo a segno un incremento dello 0.5% del PIL corretto per gli eventi sportivi, rispetto al trimestre precedente.

La crescita era da attribuire in parti pressoché uguali all'industria e al settore dei servizi. Tuttavia, il contributo dell'industria, nettamente superiore a quello dei Paesi vicini, proveniva esclusivamente dal settore chimico e farmaceutico. Le altre industrie manifatturiere, in particolare il comparto metalmeccanico, hanno subito infatti una flessione anche in Svizzera. All'inizio del nuovo anno non si intravede ancora la fine del rallentamento industriale. Secondo l'ultimo sondaggio del KOF, le prospettive per le imprese restano fosche. Sebbene l'andamento degli ordini non sia più così negativo, in molti settori non è ancora sufficiente a stabilizzare il carnet d'ordini e l'utilizzo della capacità produttiva. Nell'edilizia residenziale, invece, ci sono segnali di inversione di tendenza dopo un prolungato periodo di contrazione, grazie al ribasso dei tassi d'interesse e a un aumento delle licenze di costruzione.

Nel settore dei servizi, più resistente, l'industria alberghiera ha registrato alla fine dell'anno una crescita del valore aggiunto di gran lunga superiore agli altri rami. All'inizio della stagione invernale, le buone condizioni di innevamento hanno fatto salire il numero dei pernottamenti a un nuovo livello record, con un aumento soprattutto degli ospiti stranieri. Oltre all'impatto positivo per il comparto della ristorazione, ciò ha favorito le vendite anche nel settore dei prodotti alimentari, mentre altri rami del commercio al dettaglio, come l'abbigliamento, non hanno avuto un andamento positivo.

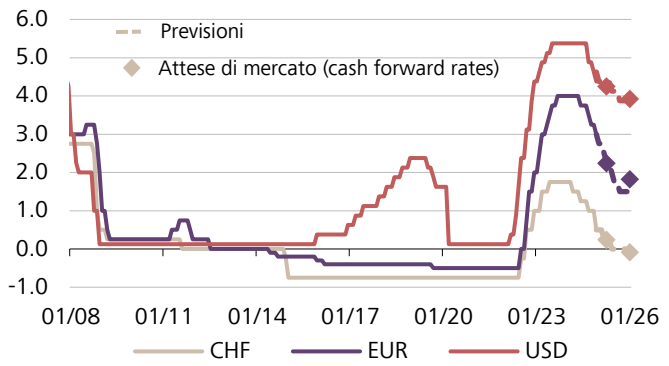
Aspettative di inflazione divergenti

I consumatori svizzeri erano un po' più ottimisti all'inizio dell'anno. Nonostante l'aumento della precarietà del lavoro, il basso livello di inflazione con un conseguente incremento dei salari reali favoriscono la disponibilità a spendere. Nel complesso, le aziende intendono continuare ad assumere personale. Il lieve rialzo della disoccupazione si è riassorbito all'inizio dell'anno e il tasso di disoccupazione destagionalizzato rimane basso, al 2.7%.

Negli ultimi trimestri le aspettative di inflazione dei consumatori svizzeri sono diminuite in modo continuo e significativo. Il calo del prezzo della corrente e la riduzione del tasso ipotecario di riferimento per i contatti di locazione, annunciata all'inizio di marzo, freneranno ulteriormente l'inflazione quest'anno. La situazione è meno favorevole negli Stati Uniti. La dinamica robusta dei consumi alimenta la pressione sui prezzi. Inoltre, dall'elezione di Donald Trump, le aspettative di inflazione dei consumatori statunitensi sono tornate a salire a causa della sua politica sui dazi doganali e l'inizio caotico della sua amministrazione.

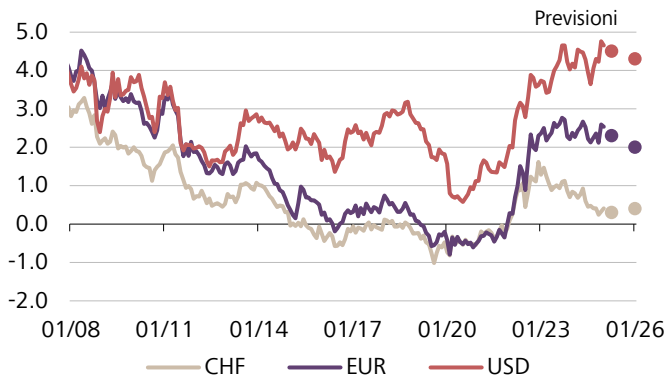
Tassi d'interesse

TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



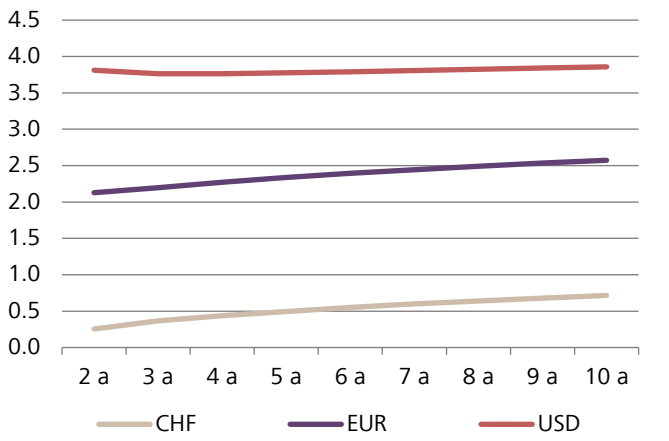
Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research

TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %



Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research

CURVA DEI TASSI (STATO: 10.03.2025), IN %



Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research

La Fed fa una pausa

Con il nuovo governo Trump, l'incertezza sull'andamento dell'inflazione è aumentata notevolmente. Le aspettative di prezzo di imprese e consumatori sono tornate a crescere. Dato che la politica monetaria statunitense rimane chiaramente restrittiva, la Fed non si pronuncia per il momento su un eventuale rialzo dei tassi di interesse. D'altra parte, non può nemmeno tagliare i tassi prima di avere maggiore chiarezza sull'impatto della politica economica della nuova amministrazione. Gli annunci delle ultime settimane non contribuiscono certo a una maggiore visibilità. Le crescenti preoccupazioni sulle conseguenze negative di una politica governativa disruptiva per l'economia statunitense stanno tuttavia facendo lievemente salire le aspettative di un taglio dei tassi, accompagnato da una correzione dei tassi a lungo termine.

BCE: continua il percorso di allentamento

All'inizio di marzo, la BCE ha tagliato nuovamente il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base, portandolo al 2.5%. Alcuni membri del Consiglio sono ora favorevoli a disattivare il pilota automatico per un taglio ad ogni riunione. A differenza degli Stati Uniti, tuttavia, la maggior parte degli indicatori dei prezzi segnala un persistente allentamento della tendenza di fondo dei prezzi nell'Eurozona. Il Consiglio direttivo della BCE rimane quindi complessivamente fiducioso di poter raggiungere il proprio obiettivo di inflazione quest'anno. La debolezza dell'economia sta smorzando gradualmente la dinamica salariale e limitando il potere di determinazione dei prezzi delle imprese. Poiché non vediamo segnali di una ripresa economica duratura nell'Eurozona, continuiamo a ritenere necessarie ulteriori riduzioni dei tassi da parte della BCE.

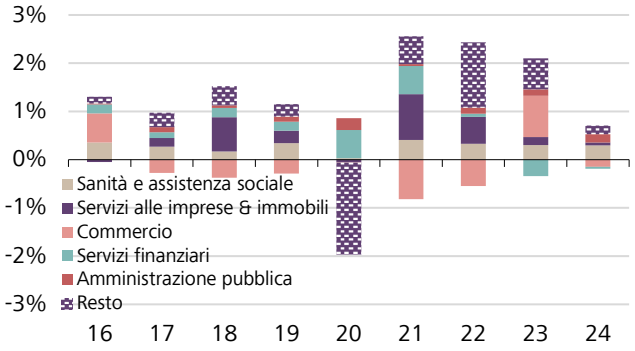
La BNS non ha bisogno di un'azione acuta

Nell'ultima seduta trimestrale, la BNS ha sorpreso con un taglio incisivo, che ha portato il tasso guida allo 0.5%. La decisione era motivata dal nuovo e significativo calo dell'inflazione. La Direzione generale della BNS ha quindi ritenuto opportuno reagire con tempestività e vigore, senza tuttavia esprimere timori di deflazione. Per questo motivo, dopo l'ultimo taglio dei tassi, non sono state esplicitamente segnalate ulteriori manovre. All'inizio dell'anno, l'inflazione non è stata di nuovo inferiore alle aspettative della BNS. Il franco ha perso forza, soprattutto in vista di una riduzione meno aggressiva dei tassi di interesse da parte delle altre principali banche centrali e della prospettiva di una "svolta" nella spesa europea per la difesa. Non vediamo quindi la necessità che la BNS intervenga nel breve periodo. Tuttavia, è probabile che i rischi per la crescita rimangano al ribasso quest'anno. Ciò potrebbe comportare un maggior numero di tagli dei tassi d'interesse della BCE rispetto a quanto attualmente previsto dai mercati dei tassi. Ciò potrebbe mettere nuovamente sotto pressione la BNS nel corso dell'anno.

Settori svizzeri

VALORE AGGIUNTO NEL TERZIARIO

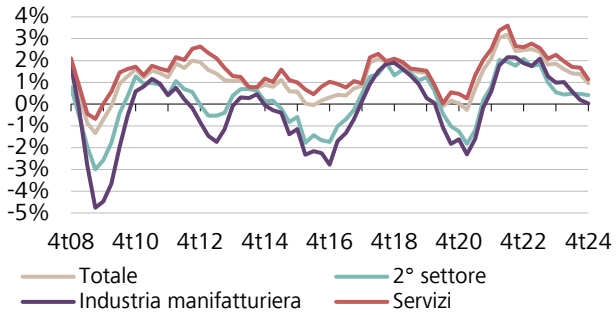
Contributo alla crescita annua del PIL, in punti percentuali



Fonte: SECO, Raiffeisen Economic Research

CRESCITA DELL'OCCUPAZIONE

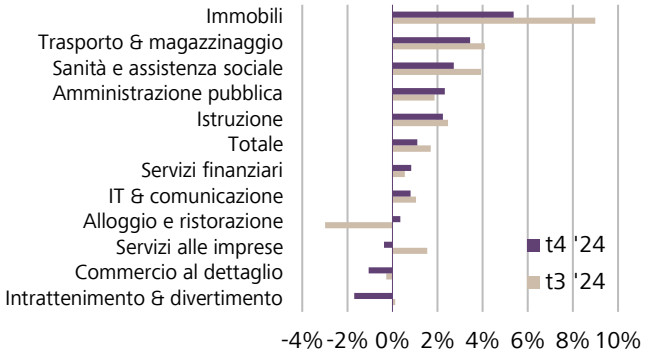
Equivalenti a tempo pieno (FTE) rispetto all'anno precedente



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

OCCUPAZIONE NEL TERZIARIO

FTE, crescita rispetto al trimestre precedente, in %



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Rallentata la crescita del terziario nel 2024

Nel 2024 la crescita del PIL svizzero corretto per gli eventi sportivi è rallentata dall'1.2% allo 0.9%. Questa volta il calo non è da ricondurre all'industria, ma principalmente al settore dei servizi. In molti rami manifatturieri il valore aggiunto è diminuito per il secondo anno consecutivo, ma il comparto farmaceutico ha dato ancora una volta un contributo considerevole (0.5 punti percentuali) alla crescita del PIL. Anche il settore delle costruzioni ha registrato un leggero aumento del valore aggiunto per la prima volta dal 2021.

Nel terziario, il contributo alla crescita è sceso bruscamente nel 2024 dall'1.8% allo 0.5% (vedi grafico). Il crollo era dovuto soprattutto alla notevole contrazione del volatile commercio di transito, che fa parte del commercio all'ingrosso. Anche gli altri rami del commercio all'ingrosso sono stati frenati dall'andamento negativo di molti comparti manifatturieri. È rimasta invece stabile la crescita del commercio al dettaglio e dei settori parastatali, che comprendono l'assistenza sociosanitaria, l'istruzione e la pubblica amministrazione. Anche nel settore alberghiero e della ristorazione, il valore aggiunto è tornato per la prima volta ai livelli pre-pandemia. I servizi finanziari, penalizzati dall'andamento negativo delle operazioni su commissione, hanno registrato invece una flessione per il terzo anno consecutivo, seppure decisamente inferiore al 2023.

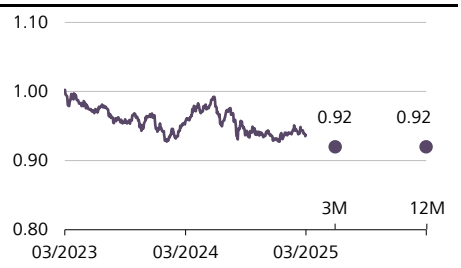
Crescita dell'occupazione di nuovo in calo

Nel terzo e quarto trimestre, la crescita del terziario ha segnato una sensibile accelerazione. L'attuale dinamica congiunturale è quindi migliore di quanto suggerito dal risultato annuale 2024. La crescita dell'occupazione rimane però inferiore alla media anche nel ramo dei servizi. Nel terzo trimestre del 2024, il numero di posti di lavoro, misurati in base agli equivalenti a tempo pieno, superava ancora dell'1.7% il livello dell'anno precedente, ma è poi sceso all'1.1% alla fine dell'anno. Anche la composizione è cambiata: di solito circa il 40% dei nuovi posti di lavoro riguarda i settori parastatali, come avvenuto l'anno scorso. Nel frattempo la loro quota è salita a oltre il 60%.

Gli indicatori anticipatori tracciano un quadro eterogeneo. Secondo l'ultimo sondaggio KOF, le imprese del terziario prevedono tuttora uno sviluppo moderato del mercato del lavoro, mentre la componente occupazionale dell'indice dei direttori agli acquisti indica già una ripresa. Un elemento positivo è anche il calo dell'inflazione, che porta a un aumento dei redditi reali e fa sperare in una domanda interna ancora sostenuta.

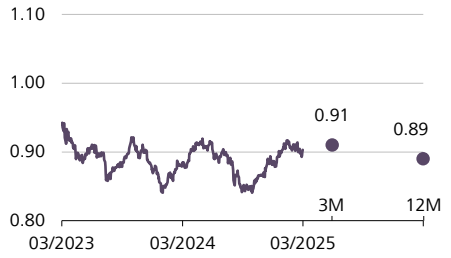
Valute

PREVISIONE



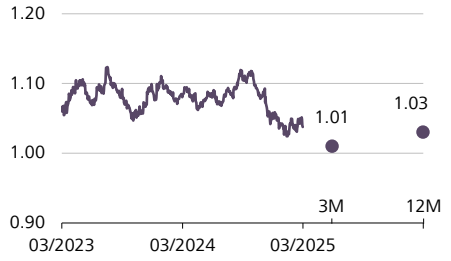
EUR/CHF

A febbraio l'euro si è mosso in una fascia di prezzo compresa tra CHF 0.93 e 0.95. A fine mese ne è risultata una perdita di corso dello 0.8%. La moneta unica ha ricevuto una spinta dagli ultimi dati economici, che fanno sperare in una stabilizzazione dell'economia europea. Allo stesso tempo, però, si prospettano dazi statunitensi del 25% su tutte le esportazioni destinate oltreoceano. A trarre beneficio dall'incertezza associata è il franco svizzero in quanto porto sicuro per i capitali. In questo contesto, prevediamo che la coppia di valute EUR/CHF si collochi al di sotto dell'attuale prezzo spot nel corso dell'anno.



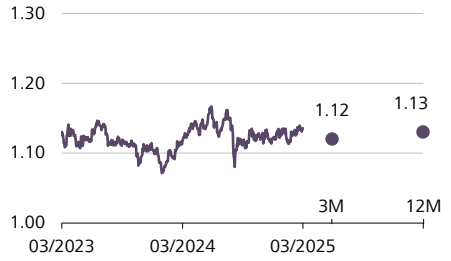
USD/CHF

Negli Stati Uniti il processo di disinflazione si è arrestato. Allo stesso tempo, la politica dei dazi del Presidente Trump sta dando nuovo impulso all'inflazione. Il margine di manovra della Fed per un allentamento della politica monetaria è di conseguenza ridotto. Gli elevati tassi di riferimento stanno rallentando sempre di più l'economia, con evidenti sul mercato delle divise. Il mese scorso il dollaro USA ha perso lo 0.9% del suo valore rispetto al franco svizzero. Quest'ultimo dovrebbe continuare a beneficiare dell'incertezza del contesto di mercato. Allo stesso tempo, il «biglietto verde» è sostenuto verso il basso dal vantaggio d'interesse. A medio termine prevediamo un movimento laterale del corso USD/CHF.



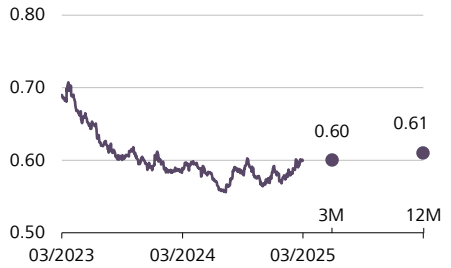
EUR/USD

L'euro ha recentemente beneficiato dei dati economici incoraggianti dell'area valutaria e delle speranze degli investitori di un cessate il fuoco nella guerra in Ucraina. Inoltre, le elezioni politiche tedesche hanno eliminato un importante fattore di incertezza. Sebbene il vantaggio d'interesse sia chiaramente a favore del dollaro USA, il potenziale di apprezzamento è limitato dall'aumento del debito pubblico degli Stati Uniti. Di conseguenza, la coppia di valute EUR/USD è stata estremamente volatile a febbraio. Data l'imprevedibilità della politica di Washington, è probabile che per il momento cambi poco. Pertanto, ci atteniamo alle nostre previsioni a 3 e 12 mesi.



GBP/CHF

Nonostante un'inflazione ostinatamente alta (gennaio: 3.0%) la Bank of England (BoE) ha abbassato il tasso di riferimento di 25 punti base, portandolo al 4.5%. L'obiettivo delle autorità monetarie è quello di rivitalizzare l'economia in crisi. Intanto a febbraio, la sterlina ha registrato un leggero aumento rispetto al franco svizzero (+0.6%). Uno dei motivi è il livello dei tassi d'interesse, ancora decisamente più attraente nel Regno Unito. In secondo luogo, il presidente statunitense Trump ha recentemente accennato a un possibile «accordo» sui dazi con il governo di Londra. Con il recente movimento del corso, la sterlina dovrebbe tuttavia aver esaurito il suo potenziale di apprezzamento.



JPY/CHF*

A febbraio lo yen giapponese si è apprezzato del 2.1%. Quotato a CHF 0.6011, ha raggiunto a tratti un prezzo che non si vedeva da metà settembre. A ciò hanno contribuito dati economici inaspettatamente favorevoli: il prodotto interno lordo (PIL) del Giappone è cresciuto del 2.8% nel quarto trimestre del 2024 rispetto al trimestre precedente. Allo stesso tempo, l'inflazione è tornata a salire. Molti investitori si aspettano quindi un ulteriore inasprimento della politica monetaria da parte della Bank of Japan (BoJ). Tuttavia, riteniamo che l'aumento dei tassi di riferimento avverrà solo con molta titubanza e che questo sia già scontato nei prezzi attuali. Intravediamo scarso margine di rialzo per il corso JPY/CHF.

* 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*	5.3	2.9	1.2	**0.9**	**1.3**
Eurozona	6.3	3.6	0.5	**0.7**	**0.7**
USA	6.1	2.5	2.9	**2.7**	**2.2**
Cina**	8.4	3.0	5.2	**5.0**	**4.3**
Giappone	2.7	1.0	1.8	**0.1**	**1.0**
Globale (PPP)	6.3	3.5	3.1	**3.1**	**3.0**

Inflazione (Crescita annua media in %)

	2021	2022	2023	Previsione 2024	Previsione 2025
Svizzera	0.6	2.8	2.1	**1.1**	**0.2**
Eurozona	2.6	8.4	5.5	**2.4**	**1.8**
USA	4.7	8.0	4.1	**3.0**	**2.8**
Cina	0.9	2.0	0.2	**0.2**	**0.7**
Giappone	-0.3	2.5	3.3	**2.6**	**2.0**

MERCATI FINANZIARI

Tasso di riferimento (Fine anno in %)*

	2023	2024	Attuale****	Previsione 3M	Previsione 12M
CHF	1.75	0.50	0.50	**0.50**	**0.00**
EUR	4.00	3.00	2.50	**2.25**	**1.50**
USD	5.25-5.50	4.25-4.50	4.25-4.50	**4.25-4.50**	**3.75-4.00**
JPY	-0.10	0.25	0.50	**0.50**	**0.75**

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

	2023	2024	Attuale****	Previsione 3M	Previsione 12M
CHF	0.65	0.27	0.63	**0.30**	**0.40**
EUR (Germania)	2.02	2.36	2.83	**2.30**	**2.00**
USD	3.88	4.57	4.26	**4.50**	**4.30**
JPY	0.61	1.09	1.60	**1.10**	**1.00**

Tassi di cambio (Fine anno)

	2023	2024	Attuale****	Previsione 3M	Previsione 12M
EUR/CHF	0.93	0.94	0.95	**0.92**	**0.92**
USD/CHF	0.84	0.90	0.88	**0.91**	**0.89**
JPY/CHF (x 100)	0.60	0.58	0.60	**0.60**	**0.61**
EUR/USD	1.10	1.04	1.08	**1.01**	**1.03**
GBP/CHF	1.07	1.14	1.13	**1.12**	**1.13**

Materie prime (Fine anno)

	2023	2024	Attuale****	Previsione 3M	Previsione 12M
Greggio (Brent, USD/barile)	77	75	70	**75**	**73**
Oro (USD/oncia)	2063	2625	2906	**2950**	**3100**

*al netto degli eventi sportivi **i dati sono più controversi nella loro accuratezza rispetto ad altri paesi e dovrebbero essere considerati con una certa cautela*** sempre il tasso guida rilevante per i tassi del mercato monetario (tasso di interesse della BNS sui depositi, tasso di interesse della BCE sui depositi, corridoio dei tassi per il tasso obiettivo dei Fed Funds ****10.03.2025

Previsione Raiffeisen (II)

SVIZZERA - PREVISIONI DETTAGLIATE

	2020	2021	2022	2023	Previsione 2024	Previsione 2025
PIL, reale, variazione in %	**-2.2**	**5.3**	**2.9**	**1.2**	**0.9**	**1.3**
Consumo privato	-3.4	2.2	4.3	1.5	1.8	1.8
Consumo pubblico	3.8	3.0	-1.2	1.7	1.9	1.1
Inv. per impianti e attrezzature	-1.7	6.0	3.4	1.4	-2.6	0.5
Investimenti edilizi	-1.0	-3.1	-6.9	-2.7	2.4	1.5
Esportazioni	-4.6	11.5	4.7	1.8	0.9	4.3
Importazioni	-6.1	5.7	5.8	4.2	3.8	3.2
Tasso di disoccupazione in %	**3.2**	**3.0**	**2.2**	**2.0**	**2.5**	**2.7**
Inflazione in %	**-0.7**	**0.6**	**2.8**	**2.1**	**1.1**	**0.2**

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
Jonas Deplazes

Pubblicazioni
Scoprite la nostra attuale visione dei mercati finanziari nelle nostre pubblicazioni:
www.raiffeisen.ch/publikationen

Internet
www.raiffeisen.ch

Nota legale

Esclusione di offerta
I contenuti della presente pubblicazione sono forniti esclusivamente a scopo informativo e pubblicitario. Essi non costituiscono pertanto né un'offerta agli effetti di legge né un invito o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di strumenti d'investimento. La pubblicazione non rappresenta né un annuncio di quotazione né un prospetto ai sensi degli artt. 35 e segg. LSF. Le condizioni complete applicabili e le avvertenze dettagliate sui rischi relative a questi prodotti sono contenute nei rispettivi documenti di vendita giuridicamente vincolanti (ad es. prospetto, contratto del fondo). Questi documenti possono essere richiesti gratuitamente alla Raiffeisen Svizzera società cooperativa, Raiffeisenplatz, 9001 San Gallo. A causa delle restrizioni legali in singoli paesi, tali informazioni non sono rivolte alle persone la cui nazionalità o il cui domicilio si trovi in un paese in cui l'autorizzazione dei prodotti descritti nella presente pubblicazione è soggetta a limitazioni. La presente pubblicazione non ha lo scopo di offrire all'investitore una consulenza agli investimenti e non deve essere intesa quale supporto per le decisioni d'investimento. Gli investimenti qui descritti dovrebbero essere effettuati soltanto dopo un'adeguata consulenza alla clientela e / o dopo l'analisi dei documenti di vendita giuridicamente vincolanti. Decisioni prese in base ai presenti documenti avvengono a rischio esclusivo dell'investitore. Per ulteriori informazioni rimandiamo all'opuscolo «Rischi nel commercio di strumenti finanziari». Per quanto riguarda la performance indicata si tratta di dati storici, da cui non si può ricavare l'andamento del valore attuale o futuro. Ai fini del calcolo dei dati relativi alla performance non sono stati considerati le commissioni e i costi richiesti al momento dell'emissione e in caso di eventuale riscatto delle quote.

Esclusione di responsabilità
Raiffeisen Svizzera intraprenderà tutte le azioni opportune atte a garantire l'affidabilità dei dati presentati. Raiffeisen Svizzera non fornisce tuttavia alcuna garanzia relativamente all'attualità, all'esattezza e alla completezza delle informazioni contenute in questa pubblicazione. Raiffeisen Svizzera non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti, indiretti e consecutivi) causati dalla distribuzione della presente pubblicazione, dal suo contenuto oppure legati alla sua distribuzione. In particolare, non si assume alcuna responsabilità per le perdite derivanti dai rischi intrinseci ai mercati finanziari. Spetta al cliente informarsi su eventuali conseguenze fiscali. A seconda dello stato di domicilio, si possono verificare differenti conseguenze fiscali. Per quanto riguarda eventuali conseguenze fiscali derivanti dall'acquisto dei titoli, Raiffeisen Svizzera e le Banche Raiffeisen respingono qualsivoglia responsabilità.

Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria
La pubblicazione è stata redatta da Raiffeisen Svizzera e non è il risultato di un'analisi finanziaria. Le «Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria» dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) non si applicano pertanto a questa pubblicazione.

RAIFFEISEN
Economic Research