

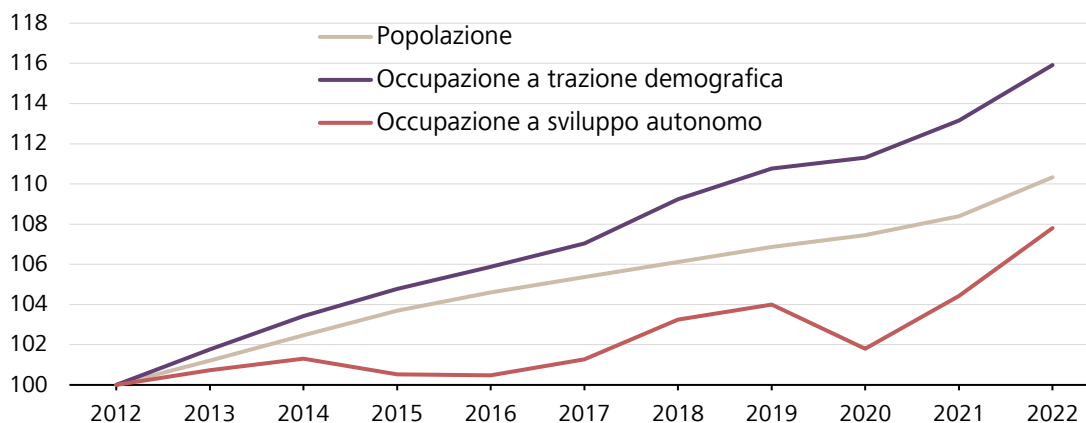
Rassegna congiunturale

Nei primi mesi di quest'anno la spinta alle esportazioni, dovuta ai dazi, ha fatto decollare il PIL svizzero; nel frattempo si assiste a un'inversione di tendenza. Molti esportatori guardano con un certo scetticismo ai prossimi mesi. Nonostante la stabilità della domanda interna, per il resto dell'anno si prevede una crescita moderata. Alla luce di un inizio dell'anno inaspettatamente positivo, abbiamo tuttavia aumentato leggermente la nostra previsione per il PIL 2025, portandola all'1.1%. La media annuale prospettata dalla BNS è altrettanto moderata. La Banca nazionale, però, non intende tornare con leggerezza ai tassi negativi senza una reale necessità, a causa dei loro effetti collaterali. L'intervento è più osteggiato che in un contesto di tassi positivi.



GRAFICO DEL MESE: CRESCITA A TRAZIONE DEMOGRAFICA

Indici (2012=100)



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

La Svizzera continua a crescere, seppure solo quantitativamente, negli ultimi due anni. Il PIL pro capite è addirittura leggermente diminuito. Oltre alla crescita demografica, alla produttività e alle ore lavorate, anche i fattori strutturali rivestono un ruolo importante.

Dal punto di vista occupazionale la Svizzera cresce di più nei settori a trazione demografica, che dipendono cioè essenzialmente dall'andamento della popolazione, primo tra tutti il settore sanitario. La crescita dell'occupazione a sviluppo autonomo, indipendente dall'andamento demografico, è invece più debole e nell'industria è addirittura in calo. Tra il 2012 e il 2022 la crescita è stata trainata per il 76% da fattori demografici. L'occupazione in questi settori è aumentata in media dell'1.5% all'anno in più rispetto alla popolazione. Per contro, l'occupazione a sviluppo autonomo è salita solo dello 0.8%.

Da una regione all'altra ci sono differenze evidenti: mentre alcune regioni del mercato del lavoro hanno subito una battuta d'arresto o addirittura una flessione, altre, ad esempio

nel settore turistico o dei servizi ad alta intensità di conoscenza, registrano una forte crescita a sviluppo autonomo. Particolarmente degna di nota è la Svizzera occidentale, che resiste anche alla deindustrializzazione generale. Anche Zurigo spicca: tra il 2012 e il 2022 la regione è stata infatti responsabile di oltre il 40% della crescita a sviluppo autonomo, merito soprattutto dei servizi fiorenti nei settori IT e della consulenza aziendale.

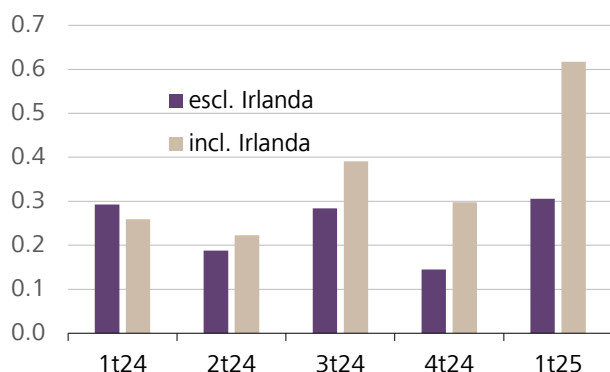
Per la competitività a lungo termine della Svizzera una crescita qualitativa in settori a sviluppo autonomo è essenziale. Ciò comporta però anche dei rischi: una quota elevata non porta automaticamente ad un aumento dell'occupazione e può causare una dipendenza da settori chiave come quello farmaceutico. I settori alimentati da fattori demografici hanno invece un effetto stabilizzante, poiché sono meno vulnerabili alle oscillazioni congiunturali e alle crisi globali. È quindi fondamentale trovare il giusto mix. Maggiori informazioni sull'argomento sono disponibili nel nostro nuovo studio: [La crescita economica in Svizzera è ormai solo quantitativa?](#)

Congiuntura



EFFETTO PIL IRLANDA

PIL nell'Eurozona, in % rispetto al trimestre precedente

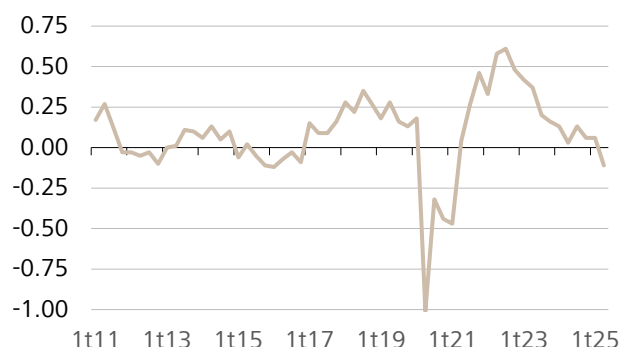


Fonte: Eurostat, Raiffeisen Economic Research



MERCATO DEL LAVORO SVIZZERO

Sondaggio della BNS sulla carenza di personale

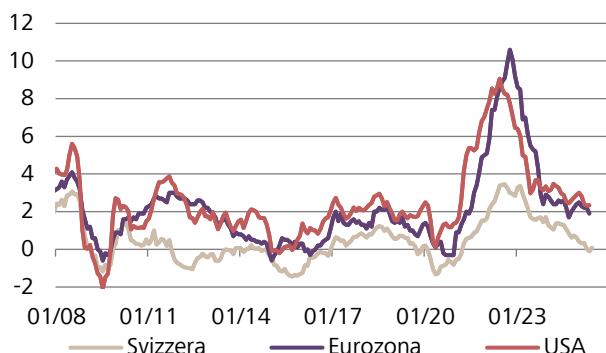


Fonte: BNS, Raiffeisen Economic Research



PREZZI AL CONSUMO

In % rispetto all'esercizio precedente



Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Dati economici instabili

La politica di Trump sui dazi sconvolge il commercio globale. Anche se la distensione nella guerra commerciale con la Cina ha dissipato i timori peggiori, con un minimo del 30%, i dazi sulle importazioni cinesi restano comunque molto elevati. A ciò si aggiungono poi i dazi settoriali e i dazi reciproci generali, che partono da un 10% minimo. Un peso tangibile per il commercio mondiale, che comporta un adeguamento dei flussi commerciali. Inoltre, gli effetti di anticipazione risalenti a prima dell'introduzione dei dazi e le preoccupazioni in merito ad altri possibili dazi causano una distorsione a tratti notevole dei dati commerciali. In Svizzera nel primo trimestre ciò ha contribuito a una crescita del PIL dello 0.8%, nettamente al di sopra della media, dovuta soprattutto alla spinta delle esportazioni farmaceutiche verso gli Stati Uniti. Nei primi due mesi del secondo trimestre, tuttavia, le esportazioni hanno subito un calo di entità simile, fattore che a sua volta penalizzerà il PIL. Molto simile appare la situazione nell'Eurozona, che all'inizio dell'anno ha realizzato una crescita decisamente sopra le aspettative dello 0.6%, trainata tuttavia, per oltre la metà, solo dall'Irlanda, hub farmaceutico globale.

Le previsioni rimangono moderate

In Europa persiste un trend di crescita di base moderato. In Germania, nonostante il vento contrario della politica dei dazi, gli indicatori segnalano sempre più almeno una stabilizzazione nell'industria. Oltre il breve termine aumenta inoltre l'ottimismo per gli impulsi derivanti dai programmi d'investimento pianificati. Negli altri grandi paesi dell'Eurozona, soprattutto in Francia, le previsioni si mantengono più caute, data la maggiore pressione per il consolidamento fiscale. Anche le imprese svizzere si esprimono in modo più prudente visti il lungo periodo di fiacca dell'industria e i dazi. Soprattutto nell'industria meccanica e metallurgica, mettono in conto tagli al personale. Nel complesso, i piani occupazionali delle aziende continuano a indicare un leggero aumento dell'organico. Nel frattempo, però, non si constata più una carenza di personale superiore alla media. Le prospettive meno positive del mercato del lavoro non inducono nemmeno nei consumatori una maggiore propensione agli acquisti, nonostante l'aumento dei salari reali.

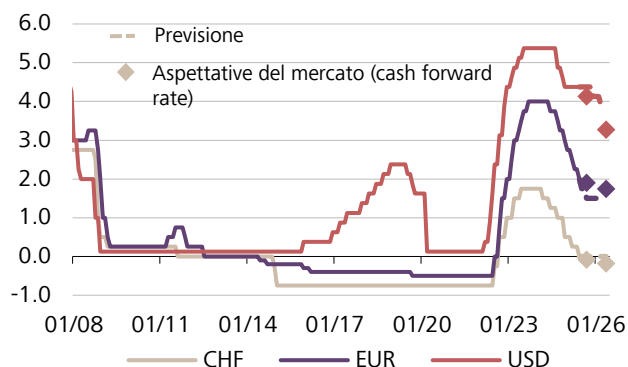
Rischi di aumenti dei prezzi e possibile deflazione

Negli Stati Uniti l'inflazione negli ultimi mesi è stata molto più contenuta del previsto. Il Ministero delle Finanze annuncia però un'impennata delle entrate doganali. E la stabilità dei prezzi delle importazioni fa pensare che queste saranno sostenute prevalentemente dagli importatori USA. Negli Stati Uniti si accumulano quindi i segnali di pressioni sui prezzi, fattore che dovrebbe portare anche a un successivo aumento dell'inflazione nel secondo semestre. In Europa, invece, le imprese non sentono alcun incremento della pressione sui prezzi. Nell'Eurozona la disinflazione si mantiene sulla giusta rotta con una dinamica salariale in calo. In Svizzera il franco forte e la diminuzione dei prezzi dell'energia determinano addirittura una leggera deflazione. La stabilità della domanda interna non lascia tuttavia prevedere cali dei prezzi maggiori e più diffusi.

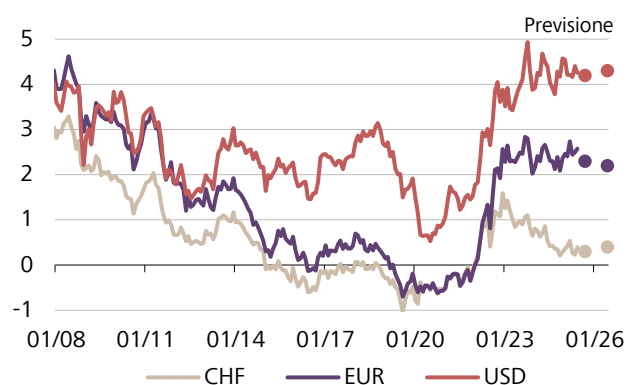
Interessi



TASSI DI RIFERIMENTO, IN %

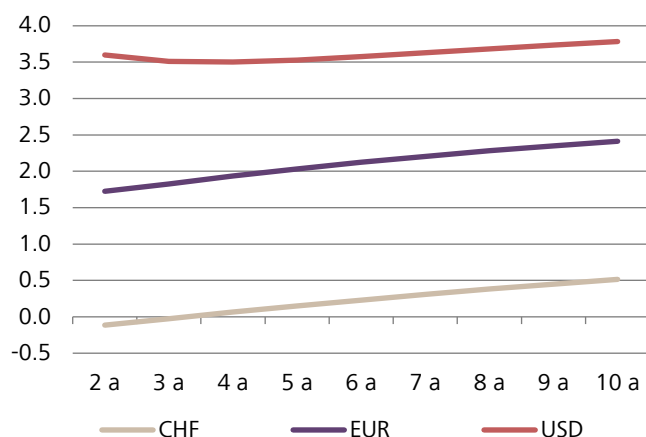


TITOLI DI STATO A 10 ANNI, IN %



CURVA DEI TASSI (SITUAZIONE AL: 07.07.2025),

IN %



Fed in una posizione favorevole

Dopo la distensione della guerra dei dazi con la Cina, la Fed intravede meno rischi ribassisti per la congiuntura statunitense. Rimangono piuttosto forti i timori di elevati aumenti dei prezzi, anche se ultimamente i prezzi al consumo sono rimasti moderati. Il contesto non giustifica riduzioni preventive dei tassi, soprattutto finché il mercato del lavoro si manterrà solido. Dall'ultimo taglio a dicembre, il tasso d'interesse target fissato dalla Fed resta invariato al 4.375%. Il Presidente della Fed, Jerome Powell, ha sottolineato che gli effetti dei dazi sui prezzi potrebbero essere di breve durata, ma non si può rischiare di disancorare le aspettative sui prezzi a lungo termine. Nel complesso, la Banca centrale statunitense si considera in una posizione favorevole e non ha fretta di allentare rapidamente la politica dei tassi, ormai solo leggermente restrittiva.

BCE verso la fine del ciclo

La BCE, invece, ha abbassato ancora i tassi di riferimento a giugno. Con il 2.0%, il tasso dei depositi ormai è vicino al livello stimato come neutrale. E dato che la BCE a medio termine prevede un assestamento dell'inflazione attorno al livello target, il ciclo dei tassi sta lentamente volgendo al termine. Anche la Banca centrale ritiene di essere in una posizione favorevole per gestire l'attuale incertezza. La BCE non fornisce più indicazioni sul futuro andamento dei tassi d'interesse. Considerando i rischi al ribasso prevalenti, continuiamo a vedere ancora spazio per ulteriori riduzioni dei tassi quest'anno, anche se diversi membri del Consiglio sono favorevoli a proporre una pausa nella prossima riunione di luglio.

Taglio a zero per la BNS

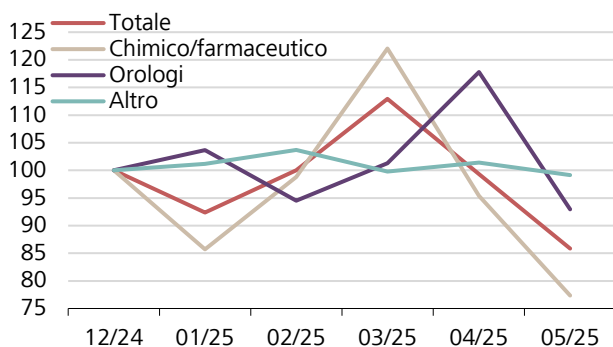
A giugno anche la BNS ha ulteriormente ridotto il suo tasso di riferimento portandolo a zero, decisione motivata dal nuovo calo della pressione inflazionistica causato soprattutto dagli effetti negativi della politica dei dazi USA sull'economia. La BNS prevede tuttavia ancora una crescita moderata dell'economia svizzera, tale da fare apparire ingiustificato un intervento più deciso. Inoltre, la BNS è consapevole che i tassi negativi producono effetti collaterali indesiderati e comportano sfide per gli operatori del mercato finanziario. Per questo una decisione sulla loro reintroduzione non verrà presa alla leggera. Essa è più osteggiata rispetto alla grande riduzione preventiva dei tassi dello scorso dicembre, avvenuta in un contesto di tassi positivi. Pertanto, continuiamo a vedere buone possibilità che la BNS possa scongiurare di introdurre tassi negativi. La BNS è tuttavia disposta a effettuare ulteriori interventi se dovessero presentarsi rischi di ribasso notevolmente maggiori. Dato che sui mercati dei tassi si era in parte speculato su un taglio più marcato, i tassi a più lungo termine sul mercato dei capitali in franchi sono aumentati leggermente in seguito all'intervento contenuto della BNS. Attualmente nei tassi sul mercato dei capitali si prevede al massimo un lieve superamento al ribasso della soglia dello zero.

Settori svizzeri



Export

Dati destagionalizzati, indicizzati (dic. 2024 = 100)

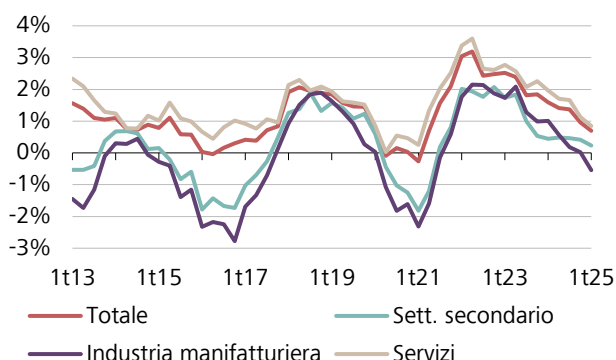


Fonte: UDSC, Raiffeisen Economic Research



CRESCITA DELL'OCCUPAZIONE

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



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



OCCUPAZIONE NEL SETTORE TERZIARIO

ETP, variazione rispetto all'anno precedente, in migliaia



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Esportazioni in netto calo nel secondo trimestre

Da marzo a maggio le esportazioni sono state caratterizzate da un'elevata volatilità, a causa degli effetti di anticipazione legati ai dazi USA. In un primo momento le esportazioni verso gli Stati Uniti hanno registrato un netto aumento, seguito poi da un forte calo. Ciò ha riguardato soprattutto farmaci ed orologi, due tipologie di prodotti esportati che non sono solo costosi, ma si possono anche trasportare rapidamente in grandi quantità.

La spinta a breve termine delle esportazioni ha determinato una forte crescita del PIL nel primo trimestre, ma per i prossimi ora si rischia che si verifichi l'esatto contrario. A maggio le esportazioni USA sono scese al 60% del livello di fine 2024. Si rischiano inoltre effetti indiretti dei dazi, ad esempio a causa di un indebolimento della domanda economica mondiale. Negli ultimi mesi, infatti, sono sensibilmente diminuite anche le esportazioni verso l'Eurozona e la Cina.

In calo l'occupazione nell'industria manifatturiera

La nuova politica commerciale degli USA colpisce l'industria svizzera in un momento poco favorevole, poiché il settore manifatturiero è già da tempo sotto pressione, con evidenti ripercussioni sul mercato del lavoro. Nel primo trimestre l'occupazione, misurata in equivalenti a tempo pieno, è infatti diminuita dello 0.5% rispetto all'anno precedente. Nell'industria MEM e in alcuni settori minori l'occupazione è in calo già dal 2024. All'inizio dell'anno, tuttavia, anche il settore «Dispositivi per l'elaborazione dei dati e orologi» ha subito una flessione.

Nel secondo trimestre la dinamica del mercato del lavoro si è indebolita ulteriormente, come mostrano tra l'altro i sondaggi delle imprese. Ciò vale anche per il settore dei servizi, dove nel frattempo anche la crescita di posti di lavoro è inferiore alla media di lungo periodo. Nel primo trimestre, nel settore terziario sono stati creati solo 27'500 nuovi posti di lavoro, per un aumento dello 0.8%. La crescita dell'occupazione è sempre più concentrata in pochi settori, in particolare quelli parastatali e quelli che traggono vantaggio dalla costante crescita demografica. Negli altri ambiti, invece, l'aumento dei posti di lavoro è debole. L'occupazione diminuisce, ad esempio, nell'informatica e nella ricerca scientifica e sviluppo. La flessione nei servizi alle imprese è invece in gran parte riconducibile al calo nel settore «Ricerca e selezione di risorse umane» (-20%). Spesso l'andamento del lavoro temporaneo è sintomatico di cambiamenti sul mercato del lavoro. Il forte calo nel primo trimestre non è quindi un buon segnale per gli sviluppi futuri dell'occupazione.

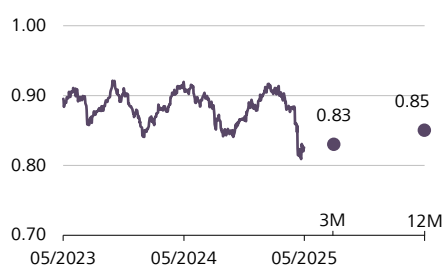
Valute



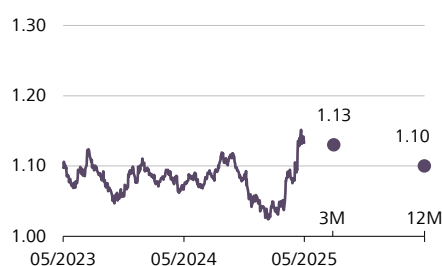
PREVISIONE

**EUR/CHF**

A giugno l'euro ha avuto un andamento sostanzialmente laterale. Il tentativo di consolidarsi al di sopra della soglia di CHF 0.94 per il momento è fallito a causa dell'escalation militare in Medio Oriente. Il franco è stato molto richiesto in quanto considerato bene rifugio e verso la fine del mese si è rafforzato. Il fatto che la Banca nazionale svizzera (BNS) abbia azzerato il tasso di riferimento non ha avuto alcuna rilevanza in questo senso. Le prospettive congiunturali rimangono modeste, anche se impulsi positivi arrivano da un peso massimo come la Germania. Ci aspettiamo un movimento laterale anche per il resto dell'anno.

**USD/CHF**

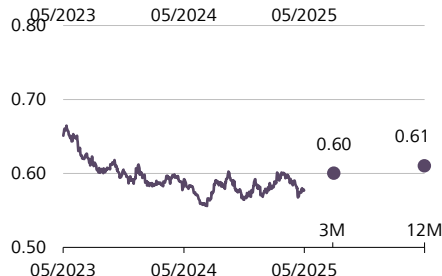
Il dollaro si sta indebolendo e le prospettive congiunturali peggiorano. Di recente anche la Federal Reserve statunitense ha ridotto le sue prospettive di crescita, dopo che l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) aveva già abbassato le sue previsioni per gli Stati Uniti. L'effetto frenante dei dazi commerciali potrebbe manifestarsi con un certo ritardo. A ciò si aggiunge l'ulteriore aumento dell'indebitamento. Molto è tuttavia già scontato nell'attuale corso, motivo per cui ci aspettiamo un leggero rafforzamento del dollaro USA nel corso dell'anno.

**EUR/USD**

Mentre l'economia statunitense si va deteriorando e la fiducia degli investitori risente della politica ondivaga del governo in fatto di dazi, l'Europa sta recuperando terreno. Da mesi gli investitori stanno riorganizzando i loro investimenti e stanno investendo, tra l'altro, in Europa. Questo rafforza la moneta unica. Poiché però dall'inizio dell'anno l'euro si è apprezzato di circa il 13% rispetto al dollaro USA e la differenza d'interesse è sempre più a favore del dollaro USA, prevediamo per i prossimi 12 mesi un corso EUR/USD leggermente più basso, pari a 1.10.

**GBP/CHF**

L'inflazione in Gran Bretagna persiste ostinatamente. Per il momento non si prevedono quindi ulteriori tagli dei tassi d'interesse. Allo stesso tempo, gli ultimi dati economici sono stati deludenti. Il rischio di scivolare in una stagflazione è quindi aumentato. A giugno la sterlina britannica si è deprezzata dell'1.6% rispetto al franco svizzero, del 3.6% dall'inizio dell'anno. Riteniamo che il corso tenga già conto di gran parte delle notizie negative e che il vantaggio d'interesse porterà a una rivalutazione della sterlina.

**JPY/CHF***

Nel mese di giugno lo yen giapponese ha continuato la sua discesa, perdendo il 3.6% rispetto al franco svizzero, scendendo così ai minimi storici. Uno dei motivi è l'elevato tasso di inflazione. L'inflazione di base è attualmente al livello più alto da oltre due anni. In quanto paese esportatore, le aziende giapponesi traggono sostanzialmente benefici da una valuta debole. Tuttavia, venti contrari provengono attualmente dai dazi statunitensi. La Bank of Japan (BoJ) non potrà quindi esimersi da ulteriori interventi. Sul periodo di 12 mesi prevediamo una moderata rivalutazione anche dello yen, a 0.61.

* moltiplicato per 100

Fonti: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera CIO Office e Economic Research

Previsione Raiffeisen (I)



CONGIUNTURA

PIL (Crescita annua media in %)					
	2022	2023	2024	Previsione 2025	Previsione 2026
Svizzera*	2.9	1.2	0.9	1.1	1.0
Eurozona	3.6	0.6	0.8	0.9	1.0
USA	2.5	2.9	2.8	1.3	0.9
Cina**	3.0	5.2	5.0	4.5	4.0
Giappone	1.0	1.8	0.1	0.8	0.8
Globale (PPP)	3.6	3.3	3.2	2.7	2.6

Inflazione (Crescita annua media in %)					
	2022	2023	2024	Previsione 2025	Previsione 2026
Svizzera	2.8	2.1	1.1	0.2	0.5
Eurozona	8.4	5.5	2.4	2.0	1.8
USA	8.0	4.1	3.0	3.5	3.5
Cina	2.0	0.2	0.2	0.2	0.9
Giappone	2.5	3.3	2.7	2.7	1.9



MERCATI FINANZIARI

Tasso di riferimento (Fine anno in %)**					
	2023	2024	Attuale***	Previsione 3M	Previsione 12M
CHF	1.75	0.50	0.00	0.00	0.00
EUR	4.00	3.00	2.00	1.75	1.50
USD	5.25-5.50	4.25-4.50	4.25-4.50	4.25-4.50	3.50-3.75
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	0.41	0.30	0.40
EUR (Germania)	2.02	2.36	2.61	2.30	2.20
USD	3.88	4.57	4.35	4.20	4.30
JPY	0.61	1.09	1.46	1.40	1.20

Tassi di cambio (Fine anno)					
	2023	2024	Attuale***	Previsione 3M	Previsione 12M
EUR/CHF	0.93	0.94	0.94	0.94	0.93
USD/CHF	0.84	0.90	0.80	0.83	0.85
JPY/CHF (x 100)	0.60	0.58	0.55	0.60	0.61
EUR/USD	1.10	1.04	1.17	1.13	1.10
GBP/CHF	1.07	1.14	1.08	1.12	1.13

Materie prime (Fine anno)					
	2023	2024	Attuale***	Previsione 3M	Previsione 12M
Greggio (Brent, USD/barile)	77	75	68	75	70
Oro (USD/oncia)	2063	2625	3307	3450	3500

*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) *** 07.07.2025

Previsione Raiffeisen (II)



SVIZZERA - PREVISIONI DETTAGLIATE

	2021	2022	2023	2024	Previsione 2025	Previsione 2026
PIL, reale, variazione in %	5.3	2.9	1.2	0.9	1.1	1.0
Consumo privato	2.2	4.3	1.5	1.8	1.4	1.5
Consumo pubblico	3.0	-1.2	1.7	0.5	1.2	0.8
Inv. per impianti e attrezzature	6.0	3.4	1.4	-2.1	1.2	1.9
Investimenti edilizi	-3.1	-6.9	-2.7	2.2	2.2	1.8
Esportazioni	11.5	4.7	1.8	1.0	6.3	1.0
Importazioni	5.7	5.8	4.1	4.0	6.9	1.9
Tasso di disoccupazione in %	3.0	2.2	2.0	2.4	2.9	3.3
Inflation in %	0.6	2.8	2.1	1.1	0.2	0.5

Editore

Raiffeisen Svizzera Economic Research
Fredy Hasenmaile, economista capo di Raiffeisen
The Circle 66
8058 Zürich
economic-research@raiffeisen.ch

Autori

Alexander Koch
Domagoj Arapovic

Pubblicazioni

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

Internet

www.raiffeisen.ch

Nota legale

Esclusione di offerta

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

Esclusione di responsabilità

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

Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria

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