

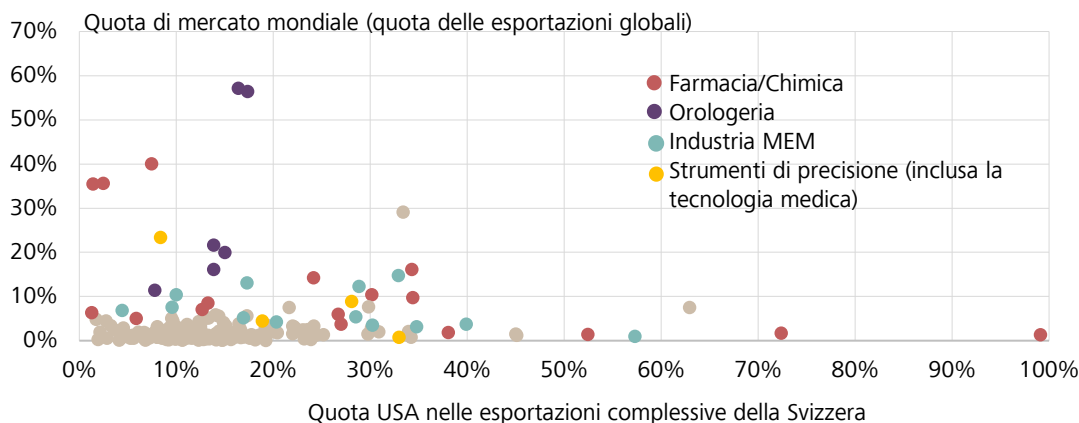
Rassegna congiunturale

Il dazio oneroso imposto dagli Stati Uniti lascia il segno nell'industria svizzera, in particolare tra le PMI. È tuttavia ancora realistico sperare in una distensione del conflitto commerciale con gli Stati Uniti. L'economia globale si sta dimostrando più resistente del previsto, non ultimo perché nella controversia doganale con gli Stati Uniti la maggior parte dei Paesi rinuncia ad adottare contromisure. È però ancora troppo presto per il cessato allarme. Ciò vale in particolare per la pressione sui prezzi negli Stati Uniti, anche se la Fed ha relativizzato i rischi inflazionistici e ha già prospettato un imminente taglio dei tassi.



GRAFICO DEL MESE: SVIZZERA LEADER DEL MERCATO MONDIALE

Esportazioni svizzere negli USA per categoria di merce e settore (beni con esportazioni USA > CHF 10 milioni), oro escluso



Fonte: International Trade Centre, Raiffeisen Economic Research

Grazie alle esenzioni per i prodotti chimico-farmaceutici e per l'oro, attualmente meno del 40% delle esportazioni svizzere negli Stati Uniti è soggetto a dazi doganali. Oltre il 70% di queste esportazioni è rappresentato da orologi, strumenti di precisione e prodotti dell'industria MEM. In tutti e tre i settori, i produttori devono mettere in conto cali talvolta significativi del fatturato e degli utili, anche qualora riuscissero ad aumentare i prezzi. La sensibilità della domanda nei confronti del prezzo, però, non è uguale ovunque. Per i prodotti in riferimento ai quali le imprese svizzere figurano tra i leader affermati del mercato mondiale, è prevedibile una minore elasticità dei prezzi. In questo caso, il rischio che i clienti USA passino a prodotti della concorrenza è minore. Gli orologi svizzeri coprono quasi il 60% del mercato mondiale. Per i farmaci brevettati, le alternative sono poche e la domanda dovrebbe restare stabile anche con dazi. Negli strumenti di precisione e nel settore Medtech, la metà delle esportazioni verso gli Stati Uniti riguarda categorie di merci nelle quali la Svizzera detiene pur sempre una quota di mercato mondiale

di almeno il 5%. Per le bilance di precisione la quota di mercato supera addirittura il 20%, per le endoprotesi o i pace-maker si colloca tra il 10% e il 20%. Il forte posizionamento di mercato dovrebbe consentire alle imprese interessate di scaricare parzialmente i dazi sui clienti senza per questo subire una sensibile riduzione della domanda. Ciò vale anche per una parte dell'industria MEM, che annovera anch'essa una serie di «campioni nascosti». Qui il 15% delle esportazioni USA è rappresentato da merci con una quota di mercato mondiale superiore al 5%.

Di tutte le esportazioni svizzere negli Stati Uniti, nel migliore dei casi solo circa un quarto è fortemente esposto ai dazi elevati. Per questi prodotti si scorgono però già segni di frenata. La maggior parte delle PMI che esportano negli Stati Uniti non sembra in grado di trasferire ai propri clienti gli elevati costi doganali senza subire un netto calo della domanda, come dimostra un sondaggio speciale condotto nell'ambito dell'attuale [PMI delle piccole e medie imprese di Raiffeisen](#)

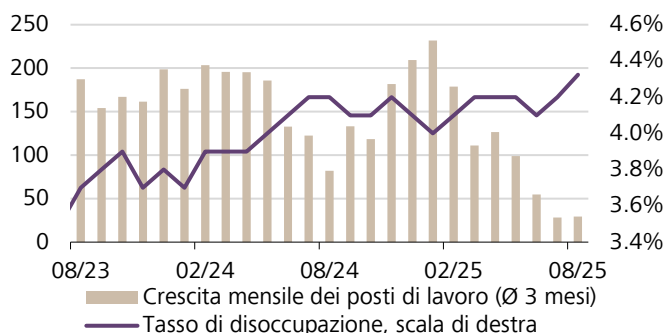
Congiuntura



RAFFREDDAMENTO SUL MERCATO DEL

LAVORO USA

Crescita dei posti di lavoro in migliaia

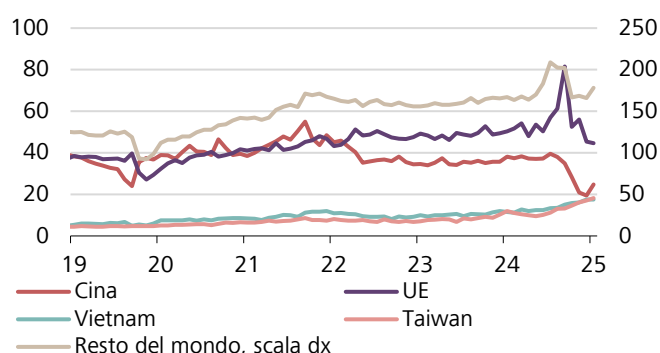


Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research



DEVIAZIONI NELLE IMPORTAZIONI USA

Importazioni USA in miliardi di USD

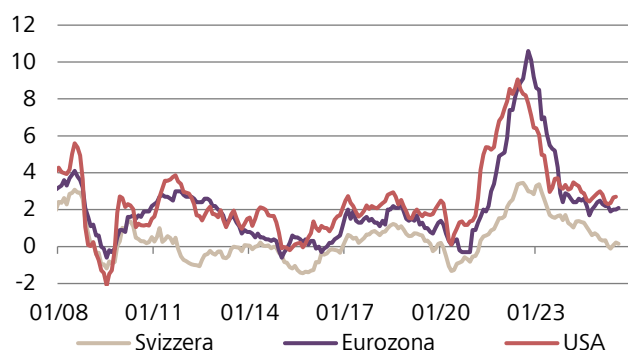


Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research



PREZZI AL CONSUMO

In % rispetto all'esercizio precedente



Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Le imprese USA sopportano il maggior peso dei dazi

Negli ultimi cinque mesi i dazi hanno portato circa 130 miliardi di dollari USA nelle casse del ministero delle finanze statunitense, pari a oltre il 5% delle entrate statali di questo periodo. Il peso principale dei costi doganali ricade intanto sulle imprese USA, che continuano a escludere consistenti aumenti dei prezzi. Di conseguenza i loro margini di utile si riducono, anche se nella maggior parte dei casi non in misura tale da rendere necessari dei licenziamenti. Intanto, però, le imprese assumono meno nuovo personale, per cui la crescita dell'occupazione ha subito un netto rallentamento. Il tasso di disoccupazione non aumenta ulteriormente solo perché l'offerta di lavoro diminuisce in seguito all'inasprimento della politica migratoria. Le prospettive per il consumo privato sono quindi ancora al ribasso, anche se ultimamente le spese per i consumi sono state migliori del previsto. La pressione sui prezzi sulle fasi di produzione a monte, dovuta ai dazi, è nettamente aumentata e dovrebbe ripercuotersi gradualmente sui prezzi al consumo.

Nuovi effetti di anticipazione negli scambi commerciali

Nel frattempo, i recenti aumenti dei dazi hanno generato nuovi effetti di anticipazione. Dopo il forte aumento nel primo trimestre e il successivo contraccollo, ultimamente le importazioni USA sono di nuovo aumentate. Le importazioni dalla Cina sono sempre molto inferiori al livello dell'anno precedente. Tuttavia, la maggior parte delle esportazioni cinesi continua a dirigersi verso gli Stati Uniti indirettamente, passando per il Sud-est asiatico dove i dazi sono inferiori. Finora, l'industria cinese resiste con successo al peso dei dazi. Rimane tuttavia da chiedersi per quanto ancora gli Stati Uniti tollereranno questa deviazione degli scambi. Nell'Eurozona, l'indice dei responsabili degli acquisti per l'industria ha superato di nuovo la soglia di crescita per la prima volta dopo tre anni. Il miglioramento è tuttavia da attribuire soprattutto alla ripresa del settore industriale orientato al mercato nazionale. Gli ordini d'esportazione continuano a indebolirsi e, a causa dei dazi USA, non si prevedono imminenti impulsi alla crescita.

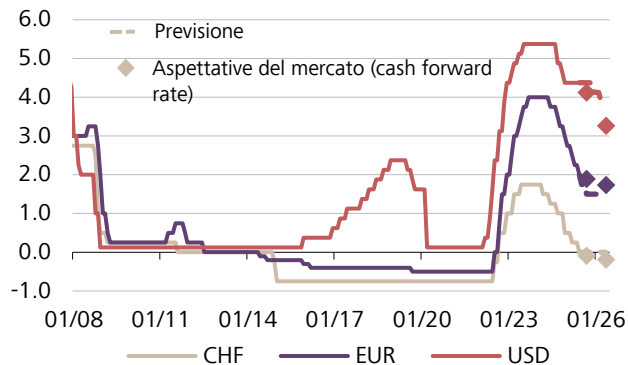
Processo di disinflazione intatto nell'Eurozona

Nell'Eurozona, a causa degli effetti di base, per i prossimi mesi si delinea un'inflazione di oltre il 2%. L'indebolimento della congiuntura, il calo della dinamica salariale e, non da ultimo, la rinuncia a contromisure di politica doganale fanno tuttavia prevedere un ulteriore calo dell'inflazione a medio termine. Anche in Svizzera la stabilità dei prezzi non sembra a rischio, sebbene l'inflazione sia prossima allo zero. A causa del dazio al 39%, la situazione di partenza dell'industria svizzera è molto più difficile rispetto alla concorrenza. Il settore interno, di gran lunga più importante, è tuttavia stabile (vedi pagina 4), e questo dovrebbe scongiurare maggiori cali dei prezzi su base diffusa.

Interessi



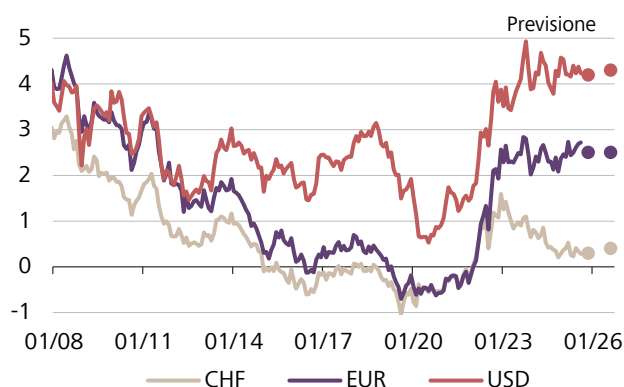
TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research



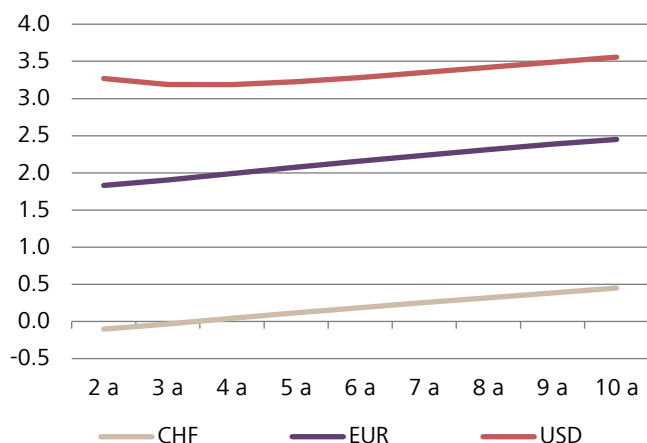
TITOLI DI STATO A 10 ANNI, IN %



Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research



CURVA DEI TASSI (08.09.2025), IN %



Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research

La Fed ripiega

In occasione della riunione annuale della banca centrale a Jackson Hole, sorprendentemente il Presidente della Fed, Powell, ha messo l'accento non più sui rischi inflazionistici, ma sull'indebolimento sul mercato del lavoro. Questa volta ha sottolineato con maggiore forza la possibilità di un adeguamento della politica monetaria, segnalando così che il tasso di riferimento potrebbe scendere già a settembre. Nello scenario di base di Powell, i dazi imposti dal governo determinano solo un temporaneo aumento del livello dei prezzi e non un'inflazione persistentemente elevata. Come egli stesso ha ammesso, questa stima resta tuttavia soggetta a notevoli incertezze. Svariati indicatori, come ad esempio i prezzi alla produzione o i piani di determinazione del prezzo delle imprese, continuano a suggerire un aumento della pressione inflazionistica. Non prevediamo quindi ripetuti tagli dei tassi entro la fine dell'anno, anche se il governo USA continua a esercitare grande pressione sulla Fed.

BCE in modalità di attesa

Negli Stati Uniti la politica monetaria è considerata restrittiva, poiché il tasso di riferimento neutrale viene collocato di circa 50-100 punti base sotto il livello attuale. Nell'Eurozona, invece, il tasso sui depositi al 2.0% è già prossimo al livello neutrale stimato. Secondo la Banca centrale europea (BCE), attualmente i rischi congiunturali e inflazionistici sono più o meno bilanciati, per cui al momento non sarebbero necessari ulteriori adeguamenti. In caso di dati congiunturali negativi, però, riteniamo che questa stima possa cambiare rapidamente, per cui continuiamo a ritenere realistico un ulteriore allentamento quest'anno. Finora, le conseguenze negative dei dazi USA non si sono fatte sentire pienamente. Anche la crisi di governo in Francia e l'aumento degli spread dei titoli di stato francesi potrebbero indurre la BCE a prendere in considerazione un'ulteriore riduzione dei tassi.

La BNS cerca di evitare i tassi negativi

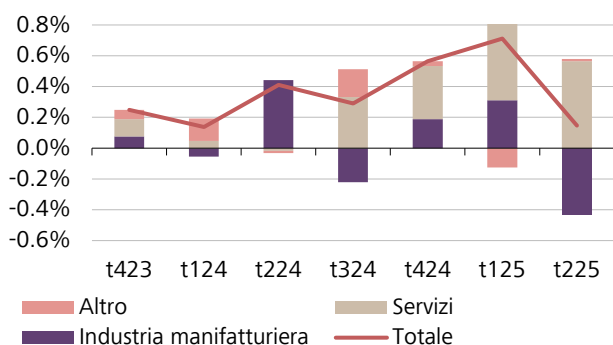
La Banca nazionale svizzera (BNS) si mostra a sua volta prudente dopo lo shock dei dazi di inizio agosto. Un taglio che porti il tasso di riferimento in territorio negativo non è previsto nell'immediato. La BNS ribadisce che esistono grossi ostacoli ai tassi negativi e sottolinea che, dati i possibili effetti collaterali, questi verrebbero presi in considerazione solo a condizioni rigorose. La BNS, per esempio, non intravede un rischio acuto di deflazione per il momento. L'inflazione si sta allontanando dalla linea dello zero. Il corso EUR/CHF è stabile e la rivalutazione rispetto al dollaro USA è più una conseguenza della debolezza della valuta statunitense che della forza del franco. La congiuntura perde slancio, ma non più di quanto previsto. Per ora la BNS sembra voler attendere gli effetti dei dazi USA, non da ultimo perché non si esclude una rapida distensione nel conflitto commerciale con gli Stati Uniti.

Settori svizzeri



CREAZIONE DI VALORE PER SETTORE

Contributi alla crescita del PIL reale rispetto al trimestre precedente

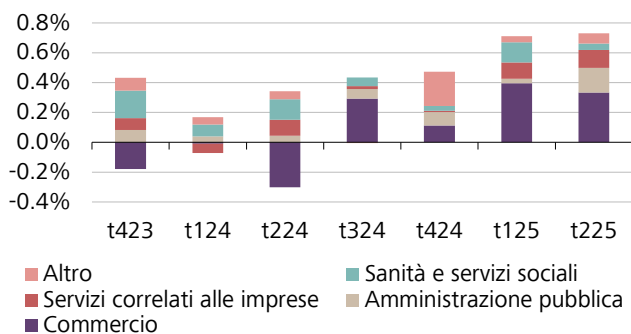


Fonte: SECO, Raiffeisen Economic Research



CRESCITA NEL SETTORE TERZIARIO

Contributi settoriali alla variazione trimestrale

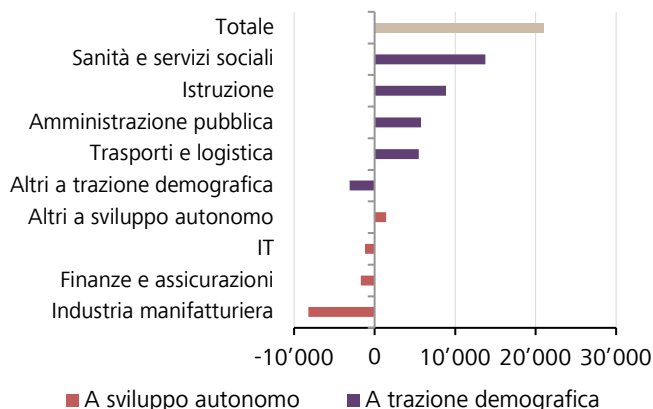


Fonte: SECO, Raiffeisen Economic Research



MERCATO DEL LAVORO

Occupazione in ETP, crescita T2 2024 – T2 2025



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Settore dei servizi robusto

Dopo il forte aumento delle esportazioni all'inizio dell'anno, nel secondo trimestre la creazione di valore nell'industria manifatturiera è tornata a diminuire sensibilmente. Grazie alla costante crescita nel settore dei servizi, il PIL al netto degli eventi sportivi è tuttavia aumentato ancora, anche se di poco. La produzione economica è quindi attualmente dell'1.7% al di sopra del livello dell'anno precedente, laddove il robusto aumento è quasi interamente da attribuire al settore terziario. Circa la metà della crescita del PIL deriva dal volatile commercio di transito, che viene annoverato nel commercio all'ingrosso. Complessivamente, la crescita nei settori dei servizi trova però ampio sostegno. Per ora, l'aumento più consistente rispetto all'anno precedente si registra nell'amministrazione pubblica (+2.6%) e nel settore della sanità e dei servizi sociali (+2.2%). La creazione di valore è però aumentata anche al di fuori dei comparti parastatali, come per esempio nei settori alberghiero (+1.8%), dei trasporti e delle comunicazioni (+1.4%) o nei servizi correlati alle imprese (+1.1%). Nel secondo trimestre, solo per i servizi finanziari (-0.4%) e per l'istruzione (-0.1%) si è registrato un calo rispetto all'anno precedente.

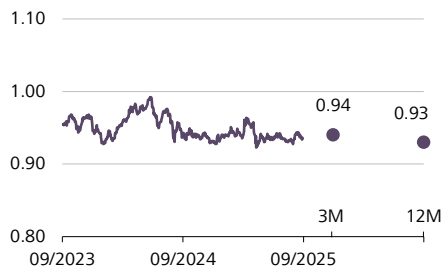
Crescita dell'occupazione ancora quantitativa

A causa dei dazi USA, nell'industria manifatturiera si rischiano ulteriori perdite di posti di lavoro. Negli ultimi quattro trimestri sono già stati persi oltre 8'000 posti di lavoro (v. grafico). La stabilità del settore terziario si contrappone però all'ipotesi di un crollo sul mercato del lavoro. La crescita dell'occupazione è sostenuta principalmente dai settori dei servizi a trazione demografica, che dipendono poco dall'andamento generale dell'economia. Si tratta, ad esempio, dei settori della sanità, dell'istruzione o dell'amministrazione pubblica. Negli ultimi quattro trimestri sono stati creati nuovi posti di lavoro praticamente solo in questi settori parastatali. Nei settori a sviluppo autonomo, ossia indipendenti da fattori demografici, la dinamica dell'occupazione è invece debole. Ne fanno parte non solo l'industria manifatturiera, ma anche precedenti motori della crescita come il settore IT o il settore finanziario. Questi settori a sviluppo autonomo rappresentano pur sempre circa il 40% dell'occupazione complessiva in Svizzera. Le prospettive per il mercato del lavoro sono pertanto orientate al ribasso. Nel complesso non esistono praticamente più segnali di una crescita dell'occupazione complessiva e il tasso di disoccupazione dovrebbe quindi aumentare ancora gradualmente.

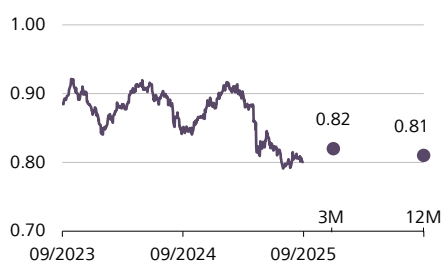
Valute



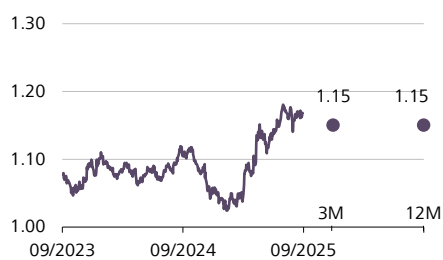
PREVISIONE

**EUR/CHF**

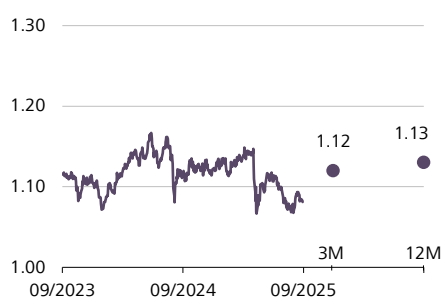
Soprattutto nella prima settimana di agosto, rispetto al franco svizzero, l'euro ha beneficiato dei fallimenti delle trattative doganali tra Svizzera e Stati Uniti. A partire dalla seconda metà del mese, tuttavia, la dinamica si è lentamente attenuata e a fine mese è risultato un utile di corso pari a solo lo 0.6%. Questo perché la valuta elvetica è sempre richiesta come porto sicuro per i capitali. La moneta unica, a sua volta, continua a essere supportata dai tassi di riferimento della Banca centrale europea (BCE), nettamente più elevati rispetto a quelli della Banca nazionale svizzera (BNS). Sul periodo di un anno prevediamo quindi un movimento laterale della coppia di valute EUR/CHF.

**USD/CHF**

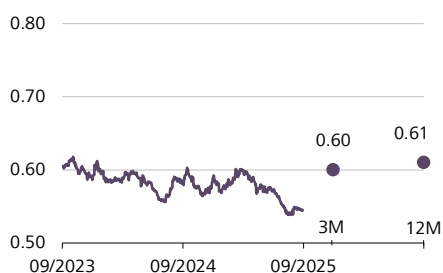
In considerazione dell'indebolimento del mercato del lavoro USA, durante il simposio di Jackson Hole la Banca centrale Fed ha aperto le porte a una riduzione dei tassi di riferimento a settembre. Intanto, nel mese di agosto, nonostante la scure dei dazi pari al 39%, il dollaro statunitense si è svalutato dell'1.5% rispetto al franco svizzero. Oltre all'aumento delle aspettative di riduzioni dei tassi negli Stati Uniti, la speranza degli investitori in un accordo doganale a condizioni migliori è uno dei motivi della rivalutazione del franco. Inoltre, il dollaro viene penalizzato dal rischio inflazionistico dovuto ai dazi e dagli attacchi di Donald Trump all'indipendenza della Fed. Nel complesso, per la coppia di valute USD/CHF prevediamo un movimento laterale.

**EUR/USD**

In seguito all'accordo commerciale tra l'Unione europea (UE) e gli USA, il mese scorso l'euro si è apprezzato del 2.4% rispetto al dollaro statunitense. La moneta unica potrebbe però essere salita un po' troppo. Tanto più che nei prossimi mesi la BCE dovrebbe probabilmente allentare ancora un po' la sua politica monetaria per contrastare l'indebolimento dell'economia; sul periodo di un anno prevediamo due riduzioni dei tassi per 50 punti base complessivi. A medio termine valutiamo quindi la coppia di divise EUR/USD leggermente al di sotto dell'attuale prezzo spot, a 1.15.

**GBP/CHF**

A causa del rallentamento dell'economia, nella sua riunione di agosto la Bank of England (BoE) ha ridotto il tasso di riferimento di 25 punti base al 4.0%. Nel frattempo, l'inflazione in Gran Bretagna continua a essere ostinata; a luglio è salita addirittura dal 3.6% al 3.8%, il livello più alto da un anno e mezzo. Pertanto, in prospettiva c'è poco margine di manovra per ulteriori riduzioni dei tassi. Di conseguenza, il mese scorso la sterlina britannica è aumentata dello 0.8% rispetto al franco svizzero. A nostro avviso, sul fronte della valuta britannica al momento sono scontati troppi fattori negativi. Sul periodo di 12 mesi prevediamo il corso GBP/CHF a 1.13.

**JPY/CHF***

Ad agosto il corso JPY/CHF è salito a tratti fino a 0.5511. A fine mese si registrava un aumento dell'1.1%. Nel frattempo, il Ministro delle finanze statunitense Scott Bessent ha pubblicamente rimproverato alla Bank of Japan (BoJ) di essere «rimasta indietro» nella lotta all'inflazione; l'inflazione di base a luglio era del 3.1%. Le autorità monetarie non dovrebbero tuttavia farsi mettere sotto pressione dalle critiche di Washington. In considerazione dell'indebolimento della congiuntura prevediamo un inasprimento molto titubante della loro politica monetaria. Nonostante ciò, vediamo un potenziale di apprezzamento per lo yen. Su un orizzonte di dodici mesi, prevediamo un tasso di cambio di 0.61 franchi.

* 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	0.9	1.0
Eurozona	3.6	0.6	0.8	0.9	1.0
USA	2.5	2.9	2.8	1.5	1.3
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	3.0	3.3
Cina	2.0	0.2	0.2	0.2	0.5
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	4.00-4.25	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	0.24	0.30	0.40
EUR (Germania)	2.02	2.36	2.65	2.50	2.50
USD	3.88	4.57	4.07	4.20	4.30
JPY	0.61	1.09	1.60	1.40	1.20

Tassi di cambio (Fine anno)

	2023	2024	Attuale***	Previsione 3M	Previsione 12M
EUR/CHF	0.93	0.94	0.93	0.94	0.93
USD/CHF	0.84	0.90	0.80	0.82	0.81
JPY/CHF (x 100)	0.60	0.58	0.54	0.60	0.61
EUR/USD	1.10	1.04	1.17	1.15	1.15
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	67	68	70
Oro (USD/oncia)	2063	2625	3628	3550	3600

*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) ***08.09.2025

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	0.9	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	2.5	2.9	3.3
Inflazione 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

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.