

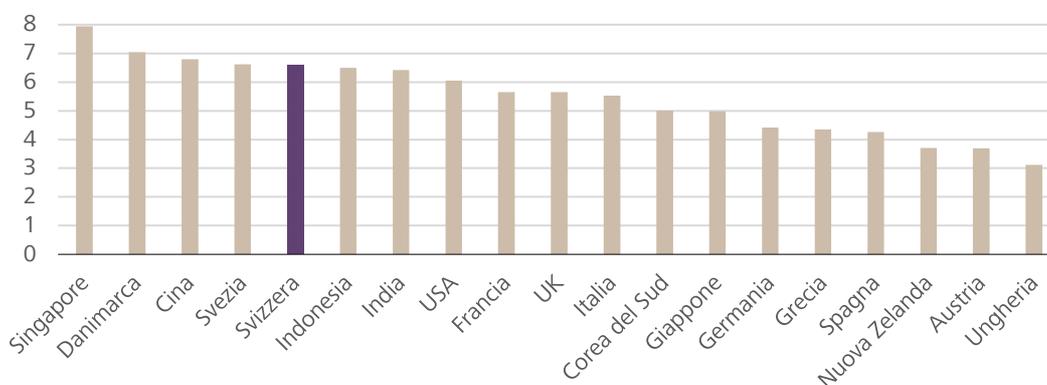
# Rassegna congiunturale

**Il forte rallentamento congiunturale nell'Eurozona, e in particolare in Germania, lascia strascichi anche nell'economia svizzera che registra solo una crescita modesta. Accanto al calo dell'inflazione, questo è stato il fattore decisivo che ha spinto la BNS a effettuare la sua terza manovra, con una riduzione dei tassi di 0,25 punti all'1.0% e la prospettiva di un ulteriore allentamento. Nel frattempo, anche la Fed ha annunciato la normalizzazione della sua politica monetaria e – per recuperare il ritardo – ha dato un maxi-taglio ai tassi.**



## GRAFICO DEL MESE: CARENZA PERSISTENTE DI MANODOPERA QUALIFICATA

Disponibilità di manodopera qualificata, indagini IMD 2024 (0 = peggiore disponibilità)



Fonte: IMD, Raiffeisen Economic Research

Mentre i rischi legati ai prezzi sono in discesa in tutto il mondo, quelli legati al mercato del lavoro sono in crescita. Per evitare un inutile aumento della disoccupazione, la Federal Reserve ha inviato un chiaro segnale dando un maxi-taglio ai tassi di interesse di 50 punti base. Ma in fondo, continua a credere nella solidità del mercato del lavoro. Si registrano poche riduzioni di posti di lavoro e, come in Svizzera, l'incremento della disoccupazione è stato finora determinato dal più rapido aumento dell'offerta di lavoro dovuto all'immigrazione.

Nell'Eurozona, un rialzo generalmente meno dinamico dell'offerta di lavoro ha frenato finora la crescita della disoccupazione che, nel secondo semestre è addirittura scesa a un nuovo minimo storico. Le aziende, in particolare quelle industriali, segnalano però un fabbisogno di manodopera inferiore a quello delle loro controparti negli Stati Uniti e in Svizzera. Tuttavia, se l'economia non cede, non dovrebbe neanche salire la disoccupazione.

La persistente sottoutilizzazione dovrebbe indurre un maggior numero di aziende a riconsiderare l'entità della manodopera accumulata negli ultimi anni. Ma la penuria di lavoratori qualificati rimane: dopo la pandemia, si è registrato un notevole esodo di "baby boomer" dal mercato del lavoro e il fenomeno continuerà ad accelerare nei prossimi anni. Al contempo, i politici sono sempre più propensi a leggi più severe sull'immigrazione. È quindi improbabile che la disoccupazione torni a crescere con la stessa rapidità del decennio successivo alla crisi finanziaria.

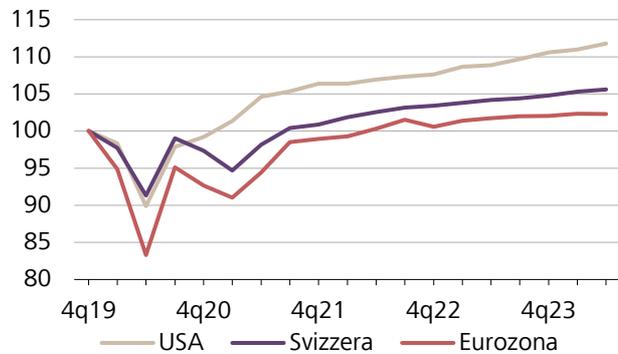
Questo dato è corroborato dalle indagini nazionali sulle difficoltà a occupare i posti vacanti, che, anche se in calo, rimangono a livelli elevati. La Business School di Losanna (IMD) conduce un'indagine transnazionale su questo tema per il suo indice di competitività. Ne emerge che la carenza di manodopera è un problema cronico per molti Paesi dell'UE. La Svizzera se la cava meglio, perché riesce ad attirare i migliori talenti.

# Congiuntura



## DIVERGENZA DEI CONSUMI

Consumi privati, reali, indice

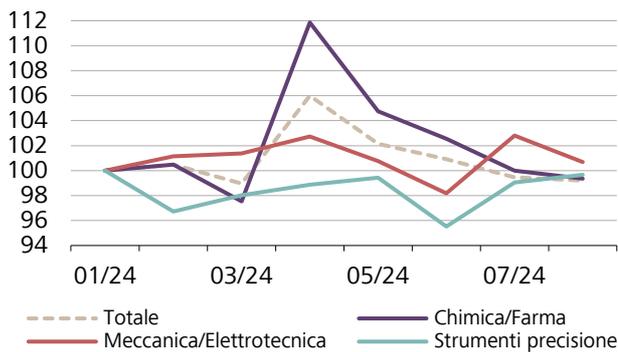


Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research



## ESPORTAZIONI SVIZZERE

Reali, indice (24 gennaio = 100)

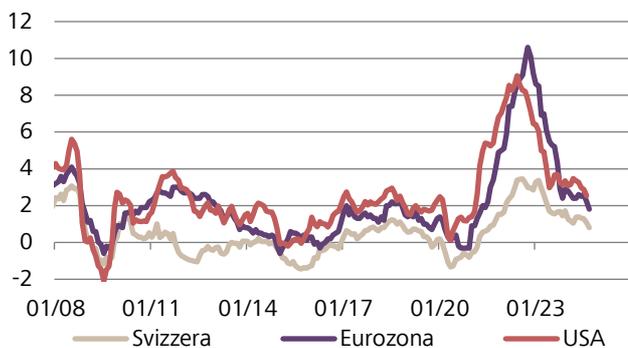


Fonte: UDSC, Raiffeisen Economic Research



## PREZZI AL CONSUMO

In % rispetto all'anno precedente



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

## Luci negli USA, ombre in Cina

L'economia più grande non funziona più così bene, ma i consumi sono in continua ascesa. Per i lavoratori a basso reddito diventa però sempre più difficile tenere il ritmo. Nel complesso, i redditi reali hanno comunque messo a segno un sensibile incremento. A fronte della solida situazione economica, le aziende non prevedono inoltre grandi riduzioni dei posti di lavoro.

I consumi in Cina sono invece molto più contenuti. Il *sentiment* dei consumatori rimane vicino ai minimi storici a causa della crisi immobiliare irrisolta e delle interferenze politiche nel settore privato. La debolezza della domanda interna è parzialmente mascherata da un maggiore dinamismo delle esportazioni. Tuttavia, la crescente sovraccapacità, esacerbata dal costante aumento delle barriere commerciali, sta pesando sullo slancio industriale.

## Europa ancora frastornata

Anche in Europa i consumi restano al palo, nonostante il recupero dei salari reali. È evidente che la perdita di potere d'acquisto degli ultimi anni e l'insicurezza del posto di lavoro continuano a gravare sulle famiglie. Ciononostante il mercato del lavoro rimane robusto e la persistente carenza di manodopera qualificata non lascia temere licenziamenti di massa.

Tuttavia, l'auspicata ripresa dell'industria tarda a concretizzarsi. La mancanza di ordini persiste, soprattutto in Germania. È l'ora del disincanto, sebbene i dati indichino più una continua stagnazione che un ulteriore calo dell'attività produttiva. Lo stesso vale per l'industria svizzera, che sta affrontando anche i venti contrari del franco forte. L'export svizzero ha dato un forte contributo alla crescita del PIL nel secondo trimestre. Il settore farmaceutico che aveva trainato le esportazioni ora le sta però zavorrando. Per il terzo trimestre si prevede pertanto uno sviluppo più contenuto.

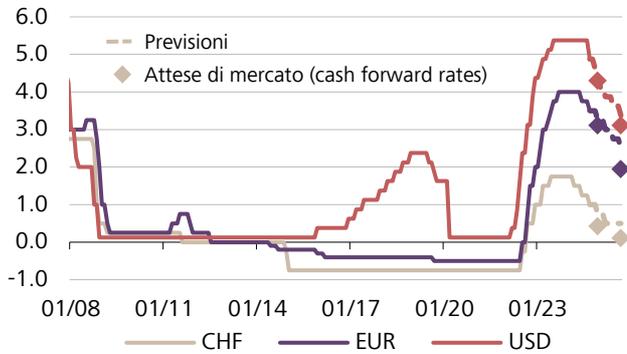
## Fattori frenanti in Svizzera

Mentre la normalizzazione dell'inflazione dei prezzi per i servizi negli Stati Uniti e soprattutto nell'Eurozona si sta rivelando più tenace a causa della dinamica salariale, i fornitori di servizi in Svizzera non prevedono ancora notevoli adeguamenti dei prezzi. Inoltre, l'impatto del rialzo del tasso di riferimento sul rincaro degli affitti si è ormai fermato. Nel caso dei beni non energetici, il rafforzamento del franco svizzero continuerà ad avere un effetto calmierante sui prezzi ancora per qualche tempo. Infine, l'annunciata riduzione delle tariffe elettriche del 10% in media continuerà a rallentare l'inflazione dall'inizio del prossimo anno. Abbiamo pertanto abbassato la nostra previsione di inflazione allo 0.5% dopo l'1.3% di quest'anno.

# Tassi



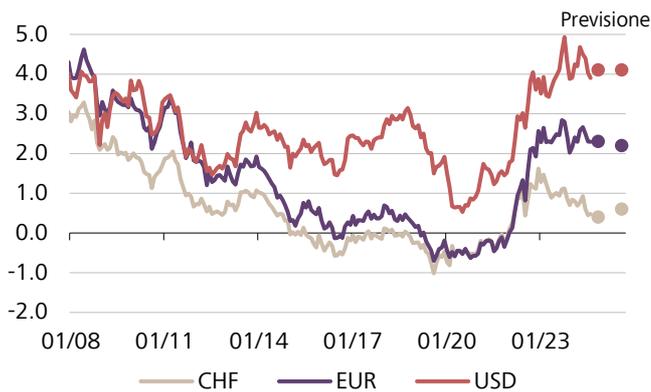
## TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



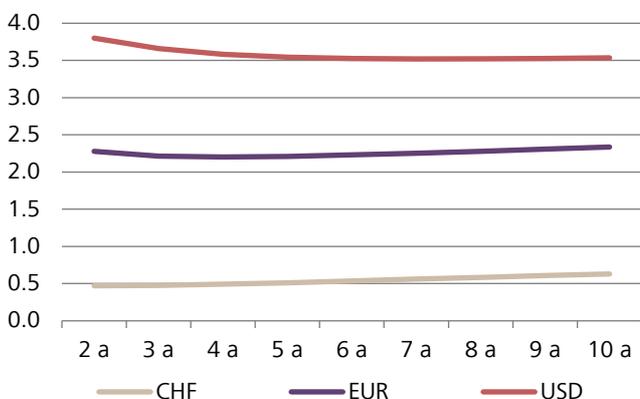
## TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## CURVA DEI TASSI (STATO: 07.10.2024), IN %



Fonte: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### La Fed parte in quarta

Dopo 14 mesi di tassi di interesse di riferimento invariati, la Fed ha iniziato a normalizzare la propria politica monetaria. Dopo una prolungata esitazione, ha dato una sforbiciata ai tassi di ben 50 punti base, sorprendendo i mercati. La Fed intende fare tutto il possibile per sostenere il mercato del lavoro. Nonostante il forte segnale, non sembra però essere molto preoccupata della situazione. Il mercato del lavoro continua infatti a essere robusto e i rischi per il raggiungimento dell'obiettivo occupazionale e inflazionistico sono valutati come ampiamente bilanciati. La grande maggioranza dei membri del Federal Open Market Committee (FOMC) intende adottare quindi un approccio più lento per le prossime sedute, a meno che l'economia non si raffreddi in modo inaspettatamente brusco. In vista di un soft landing, prevediamo ulteriori tagli di 25 punti base in ciascuna delle prossime riunioni.

### La BCE non si sbilancia

Dopo una pausa, la BCE ha tagliato i tassi per la seconda volta a settembre. I dati hanno confermato la fiducia in una graduale disinflazione. Tuttavia, la pressione sui prezzi interni rimane elevata a causa dell'aumento dei salari. La previsione della BCE per l'inflazione di fondo del prossimo anno è stata pertanto di nuovo lievemente ritoccata verso l'alto, nonostante l'economia sia più fiacca del previsto. Proprio per questo non sono stati segnalati piani per interventi più rapidi. La Presidente della BCE ha inoltre sottolineato che singoli dati non sono sufficienti per una rivalutazione. L'asticella per un'ulteriore manovra già a ottobre è quindi ancora alta. Tuttavia, dati persistentemente più deboli potrebbero accelerare il ritmo al più tardi a partire da dicembre.

### La BNS lascia intendere che non si ferma

A fronte dell'ulteriore calo delle pressioni inflazionistiche, come previsto, la BNS ha abbassato a settembre per la terza volta consecutiva il tasso di riferimento di 0,25 punti, portandolo all'1.0%. L'apprezzamento del franco svizzero negli ultimi mesi sta attenuando il rincaro e induce la BNS a prevedere nel medio termine un tasso d'inflazione ben al di sotto dell'1%. Poiché la banca nazionale considera che i rischi di ribasso dell'inflazione siano superiori a quelli di rialzo, ritiene che potrebbero essere necessari ulteriori tagli del costo del denaro.

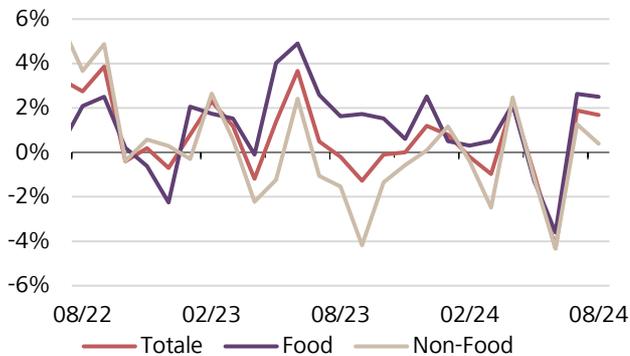
Questa dichiarazione insolitamente chiara lascia intendere che nella prospettiva attuale la BNS ritiene appropriato un ulteriore allentamento. Non si tratta ovviamente di una decisione definitiva. Un significativo deprezzamento del franco svizzero ridurrebbe rapidamente questa necessità. A nostro avviso, tuttavia, l'accresciuta incertezza sul ritmo dei tagli dei tassi da parte della Fed e della BCE favorisce il rafforzamento del franco e richiederebbe almeno un ulteriore taglio dei tassi a dicembre.

# Settori svizzeri



## COMMERCIO AL DETTAGLIO (I)

Fatturato nominale (escl. stazioni di servizio), vs anno scorso, in%

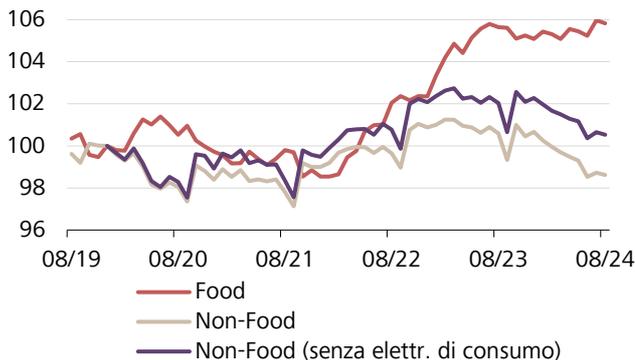


Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



## COMMERCIO AL DETTAGLIO (II)

Prezzi di vendita, indicizzati (dic. 2019 = 100)

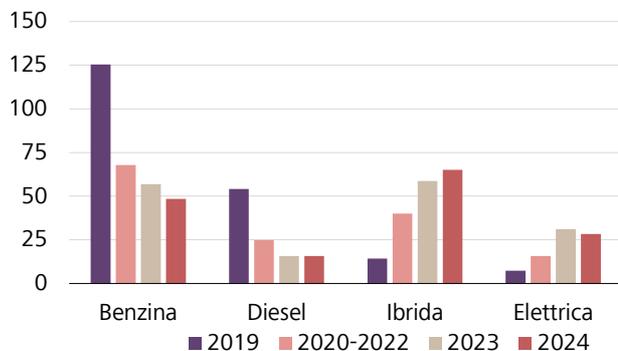


Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



## NUOVE IMMATRICOLAZIONI DI AUTOVETTURE

Propulsione, gennaio-marzo, cumulativo (in migliaia)



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

### Dinamiche eterogenee nel commercio al dettaglio

I risultati semestrali (gennaio-giugno) del commercio al dettaglio svizzero sono stati sconcertanti. Il fatturato dell'industria è leggermente diminuito rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, sebbene nello stesso arco di tempo la popolazione permanente sia cresciuta di oltre l'1%, superando la soglia dei 9 milioni. Nel segmento Non-Food, le vendite sono addirittura calate di quasi l'1%. Si è registrata una flessione anche nel comparto alimentare. Il fatturato si è sviluppato positivamente solo in alcuni settori, come l'elettronica di consumo. Sebbene in diverse aree del comparto Non-Food, i volumi di vendita siano saliti, i prezzi sono diminuiti, determinando un calo complessivo del fatturato nominale.

Negli ultimi mesi il *sentiment* dei consumatori si è leggermente rafforzato. I consumatori stanno beneficiando della stabilizzazione dei prezzi e in estate hanno mostrato una maggiore disponibilità a spendere. I volumi di vendita dei dettaglianti in luglio e agosto hanno superato del 2% quelli dell'anno precedente. Anche i ricavi nominali sono stati superiori. Il fatturato su base annua non è quindi per ora più in rosso.

La pressione inflazionistica si è attenuata, soprattutto nel segmento Non-Food. In alcuni casi, i prezzi sono addirittura in calo, ad esempio per l'elettronica di consumo, gli elettrodomestici e i prodotti medici. Nel comparto alimentare, invece, l'andamento del fatturato nominale è nettamente migliore di quello dei volumi, prova che i livelli dei prezzi rimangono elevati. Nel complesso, il calo dell'inflazione ha ripercussioni positive sui salari reali. Sebbene per il prossimo anno non si preveda un aumento sostanziale del potere d'acquisto a causa di una crescita salariale contenuta e del lievitare dei premi delle casse malati, è comunque lecito attendersi almeno un moderato incremento.

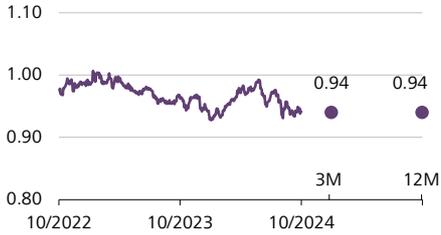
### Calo delle vendite di auto nuove

I consumatori sono ancora riluttanti a fare acquisti importanti, come emerge, ad esempio, dalle statistiche sulle vendite di veicoli. Da gennaio ad agosto sono state immatricolate 157 700 nuove autovetture, circa il 3% in meno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Attualmente i clienti prediligono i veicoli del segmento di prezzo più basso rispetto a quelli di fascia media. La domanda per le auto più costose del segmento ibrido ed elettrico si è quindi ridotta. Le vendite di auto elettriche sono addirittura diminuite per la prima volta quest'anno. Anche il mercato dell'usato non riesce a decollare. Sebbene anche qui i prezzi stiano scendendo, rimangono a un livello elevato. Il numero di passaggi di proprietà è stato pari a 327 500 nel primo semestre dell'anno, il 5% in meno rispetto all'anno precedente.

# Valute

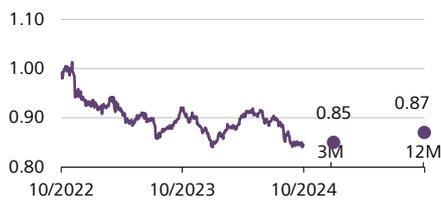


## PREVISIONE



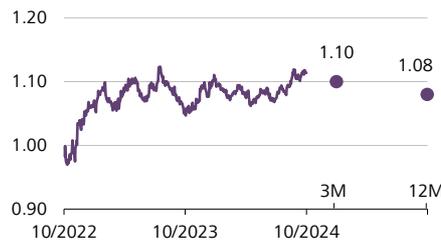
### EUR/CHF

Come previsto, a settembre sia la Banca nazionale svizzera (BNS) sia la Banca centrale europea (BCE) hanno abbassato i tassi di riferimento di 25 punti base ciascuna. Il corso EUR/CHF si è mosso quindi in un trend laterale volatile tra 0.93 e 0.95. Nel medio termine, il potenziale di riduzione dei tassi della BCE è maggiore di quello della BNS, per cui lo svantaggio del franco svizzero in termini di interessi diminuirà. Allo stesso tempo l'economia nazionale risulta essere più solida di quella dell'Eurozona. In questo contesto, e alla luce delle continue incertezze monetarie e geopolitiche, prevediamo che il franco rimarrà forte.



### USD/CHF

Il mese scorso la Banca centrale statunitense Fed ha avviato l'inversione dei tassi, abbassando il tasso di riferimento di mezzo punto percentuale. I banchieri centrali puntano in tal modo a sostenere l'economia. Nel frattempo, il dollaro USA ha perso ben mezzo punto percentuale del suo valore rispetto al franco svizzero. La valuta è ulteriormente penalizzata dalle imminenti elezioni presidenziali. A nostro avviso, però, nelle ultime settimane il corso USD/CHF dovrebbe aver registrato un eccessivo ribasso, cosa che suggerisce un'inversione di tendenza. Il potenziale di ripresa è comunque limitato per via dell'elevato debito pubblico statunitense e del perdurante contesto di incertezza del mercato.



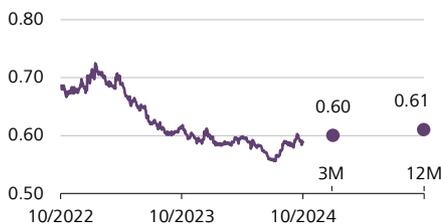
### EUR/USD

La significativa riduzione dei tassi da parte della Fed USA e le incertezze legate alle elezioni oltreoceano hanno recentemente dato slancio all'euro: a settembre la moneta unica ha guadagnato lo 0.8% rispetto al dollaro USA. Dovrebbe però aver ampiamente esaurito il suo potenziale rialzista, dal momento che la ripresa economica dell'Eurozona continua a farsi attendere. Soprattutto la Germania, la più grande economia europea, desta sempre più preoccupazioni. È probabile quindi che la BCE allenti ulteriormente la sua politica monetaria. Su base annua vediamo la coppia di valute EUR/USD invariata a 1.08.



### GBP/CHF

Alla luce della persistente inflazione di base in Gran Bretagna (agosto: +3.6%), nella riunione di settembre la Bank of England (BoE) ha lasciato invariati i tassi di riferimento. Ha inoltre segnalato di voler mantenere un approccio cauto per quanto riguarda futuri tagli dei tassi. Al contempo i banchieri centrali intendono proseguire la riduzione del bilancio con la stessa velocità. Di conseguenza, la sterlina britannica è salita a oltre CHF 1.13. È probabile tuttavia che, prima o poi, la BoE non potrà evitare ulteriori tagli dei tassi per sostenere la fragile situazione economica. Prevediamo un movimento laterale della coppia di divise GBP/CHF.



### JPY/CHF\*

Nella prima metà di settembre lo yen è salito a CHF 0.6027, raggiungendo un prezzo che non si vedeva da dicembre 2023. Nella restante parte del mese ha tuttavia ceduto una fetta consistente dei suoi utili di corso. Sono stati di ostacolo il passaggio di consegne dall'ex primo ministro Fumio Kishida al collega di partito Shigeru Ishiba e l'annuncio di elezioni anticipate. Nonostante la Bank of Japan (BoJ) abbia prospettato un ulteriore inasprimento della politica monetaria, non prevediamo un aumento dei tassi a breve per via dell'attuale andamento congiunturale e dell'inflazione. Manteniamo pertanto invariate le nostre previsioni per il corso JPY/CHF

\* moltiplicato per 100

Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office, Raiffeisen 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	1.1	1.3
Eurozone	5.9	3.4	0.5	0.7	1.5
USA	5.8	1.9	2.5	2.4	1.6
Cina	8.4	3.0	5.2	4.5	4.3
Giappone	2.7	1.0	1.8	0.1	0.8
Global (PPP)	6.3	3.5	3.2	3.0	2.8

## Inflazione (Crescita annua media in %)

	2021	2022	2023	Previsione 2024	Previsione 2025
Svizzera	0.6	2.8	2.1	1.3	0.5
Eurozona	2.6	8.4	5.5	2.3	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	2.4	1.8



## MERCATI FINANZIARI

## Tasso di riferimento (Fine anno in %)\*\*

	2022	2023	Attuale**	Previsione 3M	Previsione 12M
CHF	1.00	1.75	1.00	0.75	0.50
EUR	2.00	4.00	3.50	3.25	2.50
USD	4.25-4.50	5.25-5.50	4.75-5.00	4.25-4.50	3.25-3.50
JPY	-0.10	-0.10	0.25	0.25	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	0.37	0.40	0.60
EUR (Germania)	2.57	2.02	2.08	2.30	2.20
USD	3.87	3.88	3.76	4.10	4.10
JPY	0.41	0.61	0.85	0.80	0.90

## Tassi di cambio (Fine anno)

	2022	2023	Attuale**	Previsione 3M	Previsione 12M
EUR/CHF	0.99	0.99	0.94	0.94	0.94
USD/CHF	0.92	0.92	0.85	0.85	0.87
JPY/CHF (x 100)	0.71	0.71	0.59	0.60	0.61
EUR/USD	1.07	1.07	1.11	1.10	1.08
GBP/CHF	1.12	1.12	1.12	1.12	1.13

## Materie prime (Fine anno)

	2022	2023	Attuale**	Previsione 3M	Previsione 12M
Greggio (Brent, USD/barile)	86	77	75	80	78
Oro (USD/oncia)	1824	2063	2656	2550	2650

\*al netto degli eventi sportivi \*\* sempre il tasso guida rilevante per i tassi del mercato monetario (tasso di interesse della BNS sui depositi, tasso di interesse della BCE sui depositi, corridoio dei tassi per il tasso obiettivo dei Fed Funds), \*\*07.10.2024

## Previsione Raiffeisen (II)



SVIZZERA - PREVISIONI DETTAGLIATE (AL NETTO DEGLI EVENTI SPORTIVI)

	2020	2021	2022	2023	Previsione 2024	Previsione 2025
<b>PIL, reale, variazione in %</b>	<b>-2.2</b>	<b>5.3</b>	<b>2.9</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>
Consumo privato	-3.4	2.2	4.3	1.5	1.4	1.0
Consumo pubblico	3.8	3.0	-1.2	1.7	1.5	0.7
Inv. per impianti e attrezzature	-1.7	6.0	3.4	1.4	-2.2	1.1
Investimenti edilizi	-1.0	-3.1	-6.9	-2.7	0.4	0.9
Esportazioni	-4.6	11.5	4.7	1.8	4.8	4.7
Importazioni	-6.1	5.7	5.8	4.2	3.2	3.8
<b>Tasso di disoccupazione in %</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.6</b>
<b>Inflazione in %</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.1</b>	<b>1.3</b>	<b>0.5</b>

## Editore

Raiffeisen Svizzera Economic Research  
Fredy Hasenmaile, economista capo di Raiffeisen  
The Circle 66  
8058 Zürich  
[economic-research@raiffeisen.ch](mailto: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](http://www.raiffeisen.ch/publikationen)

## Internet

[www.raiffeisen.ch](http://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.