

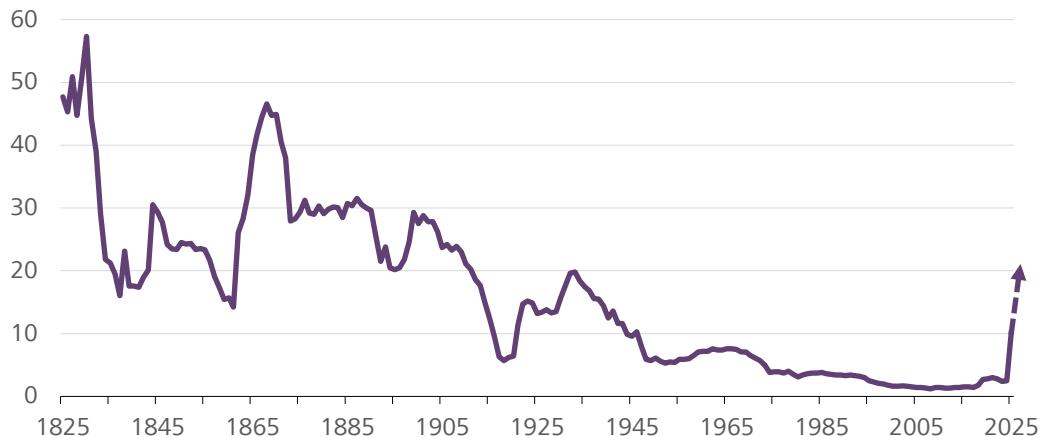
Rassegna congiunturale

L'industria europea stava cominciando a mostrare segni di vita, ma il «martello» dei dazi brandito da Trump frenerà la sua ripresa. Già prima dell'annuncio, il clima di forte incertezza aveva fatto crescere la preoccupazione di aziende e consumatori. La stretta di Trump impatterà sensibilmente anche l'economia svizzera. Poiché non è ancora possibile valutare l'entità e l'effetto delle contromisure, abbassiamo per il momento le nostre previsioni sul PIL di quest'anno dall'1.3% allo 0.9%. Mentre la guerra dei dazi accrescerà i rischi d'inflazione negli Stati Uniti, l'Europa dovrà fare i conti con un probabile rallentamento congiunturale. La BCE, e quindi anche la BNS, dovrebbero pertanto mantenere la loro politica di allentamento dei tassi d'interesse.



GRAFICO DEL MESE: GUERRA DEI DAZI

Dazio doganale USA medio effettivo su tutte le importazioni in %



Fonte: Tax Foundation, Raiffeisen Economic Research

Il governo degli Stati Uniti sta brandendo il «martello» dei dazi. Dall'insediamento di Trump, il nuovo governo ha imposto in poco tempo una raffica di dazi punitivi: quelli sulle importazioni dalla Cina sono stati aumentati di 20 punti percentuali in due round. Per i prodotti in acciaio e alluminio sono stati riattivati e maggiorati i dazi punitivi già imposti temporaneamente nel 2018. E per i due principali partner commerciali, Messico e Canada, dopo diversi tira e molla, si applicano attualmente delle tariffe del 25% alle importazioni che non rispettano le regole dell'accordo di libero scambio USMCA.

Ma non è tutto. Il 2 aprile, proclamato «Giorno della Liberazione» dal governo statunitense, sono stati confermati i dazi punitivi del 25% su auto e componenti non prodotti negli Stati Uniti. E, soprattutto, sono stati annunciati dei cosiddetti dazi reciproci, più alti del previsto. La maggior parte delle importazioni è soggetta a una tariffa di base del 10%, ma per molti Paesi con un elevato surplus commerciale con gli

Stati Uniti, i prelievi sono ancora più sostanziosi. Per la Cina si viene ad aggiungere un altro 34%. Questa volta, però, i dazi punitivi si applicano anche ad altri Paesi asiatici per evitare che vengano aggirati. L'UE è colpita dal 20% e la Svizzera addirittura dal 31%. I prodotti farmaceutici sono per il momento esenti. Tuttavia, anche in questo caso, come per altri settori, sono previste tariffe specifiche.

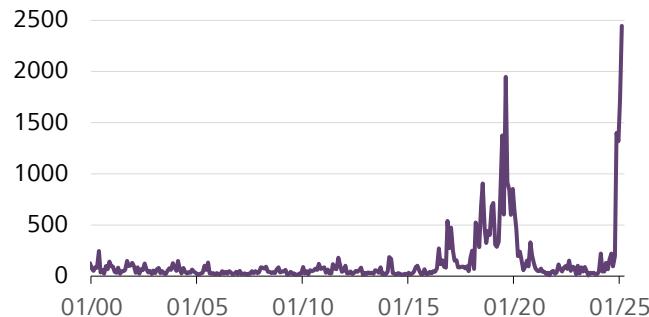
I partner commerciali degli Stati Uniti cercheranno di negoziare o reagiranno con contromisure. Ne potrebbe risultare una riduzione dei dazi o un'ulteriore escalation. In un clima di profonda incertezza, le previsioni sulle ripercussioni per la crescita sono molto contrastanti e spaziano da perdite moderate del PIL fino a un crollo di oltre l'1%. Gli ultimi sviluppi suggeriscono che Trump non farà dicrofront sulla politica tariffaria annunciata. Ciò significa un danno duraturo per gli scambi mondiali e per tutti i partner commerciali, compresi gli stessi Stati Uniti.

Congiuntura



INCERTEZZA RECORD

Indice d'incertezza politica commerciale USA

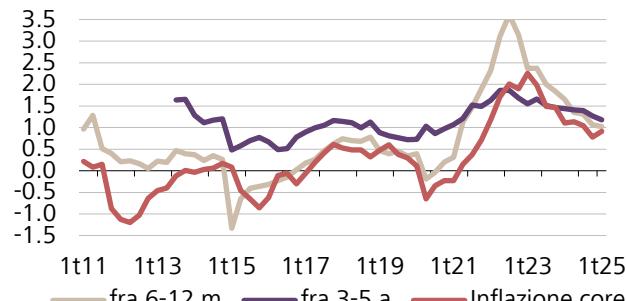


Fonte: Baker, Bloom & Davis, Raiffeisen Economic Research



ATTESE D'INFLAZIONE IN SVIZZERA

Sondaggio BNS tra i contatti commerciali

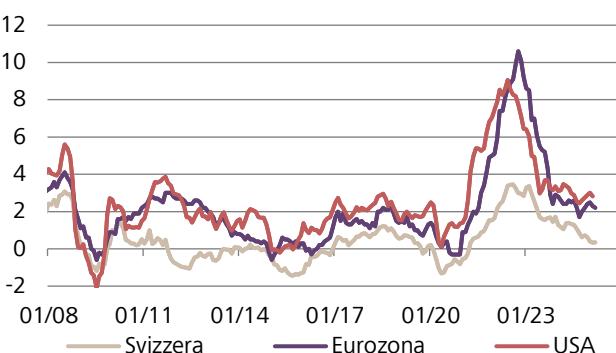


Fonte: BNS, Raiffeisen Economic Research



PREZZI AL CONSUMO

In % rispetto all'anno precedente



Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Economia USA al banco di prova

Donald Trump ha ereditato un'economia solida, ma negli ultimi tempi i consumi privati non sono stati più in grado di mantenere la dinamica passata. Le aspettative dei consumatori e delle imprese si sono notevolmente deteriorate sulla scia della politica economica distruttiva ed erratica della nuova amministrazione. Sono aumentate le preoccupazioni per l'impatto negativo delle politiche doganali, di immigrazione e di austerità. L'immigrazione, che negli ultimi due anni ha alimentato la ripresa del mercato del lavoro statunitense, è in forte calo.

Impatto negativo dei dazi

In Europa, dopo due anni di contrazione, il sentimento dell'industria si è stabilizzato nel primo trimestre. I carnet d'ordini sono però ancora in ribasso in molti settori. Anche i produttori svizzeri hanno registrato un lieve rimbalzo della domanda. In alcuni casi, le aziende hanno beneficiato di esportazioni anticipate verso gli Stati Uniti a causa della minaccia dei dazi. Tuttavia, soprattutto nelle industrie MEM, l'utilizzo della capacità produttiva in Svizzera rimane a un livello basso. Infine, l'economia svizzera è zavorrata dalla debolezza della domanda dell'industria automobilistica tedesca e i nuovi pesanti dazi punitivi statunitensi aggraveranno la situazione. In compenso, la svolta epocale nella spesa per la difesa potrebbe conferire un impulso positivo all'industria europea, anche se gli effetti si faranno sentire solo gradualmente. Nel breve termine, i rischi negativi per l'economia sono chiaramente predominanti. L'industria svizzera dell'export sarà probabilmente impattata dagli elevati dazi universali e settoriali che rallenteranno sensibilmente la dinamica del PIL.

Accelerazione dei prezzi negli USA

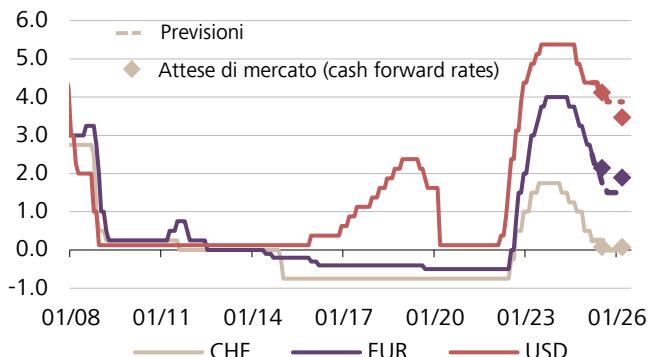
L'introduzione di dazi punitivi e la domanda ancora robusta fomentano i timori d'inflazione sia tra le aziende che tra i consumatori statunitensi. Nell'Eurozona, il ritardo nelle correzioni della precedente impennata generale dei prezzi sta ancora frenando il processo di disinflazione. L'indebolimento dell'economia e la normalizzazione delle dinamiche salariali segnalano comunque un rallentamento dei prezzi. I dazi punitivi comportano rischi inflazionistici inferiori per l'Europa rispetto agli USA, anche in caso di contromisure. Poiché non sono previsti dazi sulle importazioni da altre regioni la concorrenza sui prezzi rimarrà vivace.

In Svizzera, la riduzione delle tariffe elettriche all'inizio dell'anno e del tasso ipotecario di riferimento per gli affitti annunciata all'inizio di marzo manterranno molto bassa l'inflazione annuale. L'andamento dei prezzi sottostanti non ha tuttavia mostrato di recente un'ulteriore tendenza al ribasso. Ciò è dovuto in parte al fatto che il franco un po' più debole dalla fine dell'anno scorso sta gradualmente erodendo la deflazione importata.

Tassi d'interesse



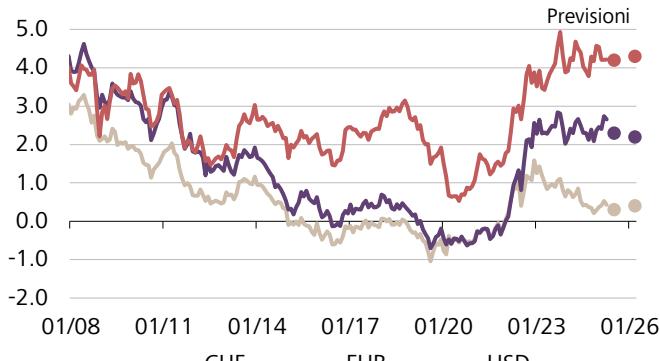
TASSI DI RIFERIMENTO, IN %



Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research



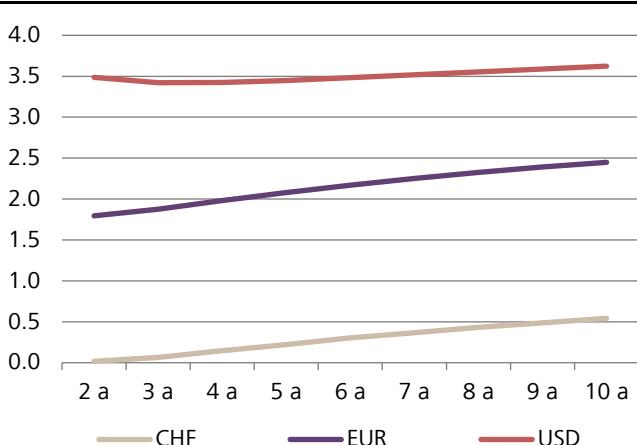
TITOLI DI STATO DECENNALI, IN %



Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research



CURVA DEI TASSI (STATO: 08.04.2025), IN %



Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Per il momento la Fed deve rimanere restrittiva

A causa della politica tariffaria, la banca centrale americana prevede maggiori rischi al ribasso per l'economia, ma al contempo anche maggiori rischi al rialzo per l'inflazione. Nel complesso, le prospettive dei banchieri centrali in materia di tassi d'interesse non sono quindi cambiate in modo sostanziale, almeno per il momento. Dopo aver mantenuto invariati i tassi nelle ultime due sedute, la Fed non ha fretta di invertire la rotta. Il tasso d'interesse di riferimento, fermo al 4.375%, rimane a un livello decisamente restrittivo. Nello scenario di base, il presidente della Fed Jerome Powell ipotizza che le ricadute sui prezzi della politica dei dazi saranno solo temporanei. Finora la maggioranza dei membri del FOMC prevede di abbassare i tassi di riferimento di 50 punti base entro la fine dell'anno. Considerate le dinamiche tariffarie è aumentata tuttavia la probabilità di una pausa più lunga sul fronte dei tassi.

La BCE ha disinserito il pilota automatico

Nella sua seduta di marzo, la BCE ha invece abbassato i suoi tassi d'interesse di riferimento, portando il tasso di deposito al 2.5%. Poiché il processo di disinflazione nell'Eurozona è ancora in corso e i rischi di crescita puntano verso il basso, non ci sono state opposizioni all'allentamento monetario. Tuttavia, i toni relativi a possibili ulteriori passi sono diventati più cauti a causa della politica monetaria già nettamente meno restrittiva e all'incertezza «fenomenale», come l'ha descritta Christine Lagarde. La direzione dei tassi d'interesse non è più così chiara. A seconda dei dati, anche la BCE potrebbe fare una pausa nelle prossime riunioni. A differenza degli Stati Uniti, però, i segnali continuano a indicare il proseguimento della disinflazione e lasciano quindi spazio per ulteriori tagli dei tassi d'interesse.

La BNS vede ulteriori rischi di ribasso

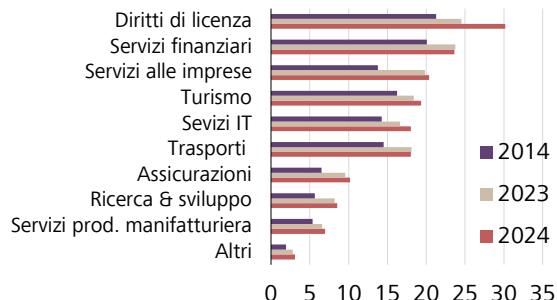
Anche la BNS non ha visto in marzo alcun motivo per fare una pausa e ha abbassato allo 0.25% il suo tasso di riferimento. Questa manovra era motivata con la debole pressione sui prezzi e gli accresciuti rischi di ribasso dell'inflazione. Anche se la politica fiscale più espansiva in Europa può fornire impulsi positivi a medio termine, i maggiori rischi provengono dalle barriere commerciali statunitensi. Poiché l'inflazione in Svizzera è già molto bassa e le previsioni della BNS a medio termine la vedono in calo nella parte bassa della fascia obiettivo dello 0-2%, la Direzione generale della BNS ha voluto rincarare la dose e si è detta pronta a nuove manovre monetarie. Se, sulla scia dei dazi USA, la BCE dovesse abbassare di nuovi i tassi e il franco svizzero rafforzarsi di nuovo, non è escluso un nuovo taglio dei tassi fino allo zero per cento. Se necessario, la BNS è pronta a nuovi interventi o a reintrodurre tassi negativi. Di conseguenza, è probabile che i tassi svizzeri a lungo termine tornino a tendere leggermente al ribasso, dopo aver segnato un forte incremento sulla scia dell'impennata dei rendimenti tedeschi che ha fatto seguito al programma di stimolo finanziato con il debito.

Settori svizzeri



ESPORTAZIONI DI SERVIZI

Export in mrd. CHF, non corretto

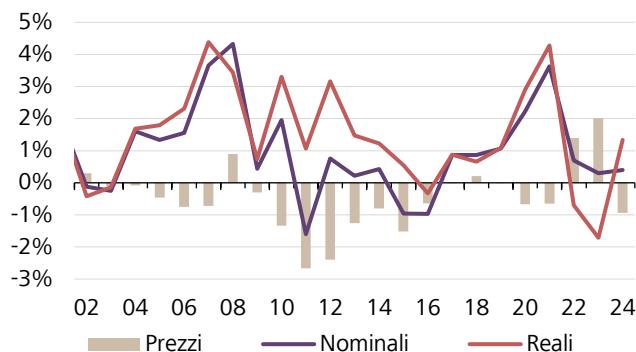


Fonte: BNS, Raiffeisen Economic Research



COMMERCIO AL DETTAGLIO

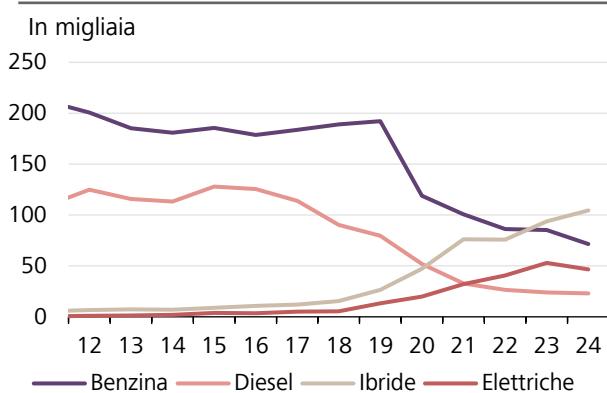
Cifra d'affari e prezzi rispetto anno precedente (senza carburanti)



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research



IMMATRICOLAZIONI DI AUTOMOBILI



Fonte: UST, Raiffeisen Economic Research

Le esportazioni di servizi guadagnano d'importanza

Nel 2024 le esportazioni svizzere di servizi sono salite a 158 miliardi di franchi, toccando così un nuovo record, così come le esportazioni di beni. Queste ultime hanno raggiunto volumi decisamente più significativi, ma solo grazie al forte contributo dei settori chimico e farmaceutico, mentre la crescita delle esportazioni di servizi poggia su basi più ampie e dipende meno da singoli settori. L'anno scorso solo i servizi di trasporto e il ramo finanziario hanno accusato un lieve calo dell'export. Tutti gli altri comparti hanno raggiunto nuovi massimi. Inoltre ogni singolo ramo del terziario evidenzia una crescita nel paragone di lungo termine e il commercio di servizi è meno esposto a misure protezionistiche. Di conseguenza anche le prospettive sono decisamente migliori rispetto a quelle del commercio di beni. Il potenziale di crescita è particolarmente marcato nei servizi ad alta intensità di conoscenze e nei servizi digitali.

Anche i consumi privati continuano a crescere

I consumi privati rimangono comunque il principale fattore di stabilità per l'economia svizzera. Anche quest'anno dovrebbero fornire un contributo determinante alla crescita del PIL, complici la bassa pressione inflazionistica e la conseguente ripresa dei salari reali. Dal punto di vista strutturale, gran parte dell'espansione dei consumi va a beneficio dei servizi. Di recente, però, ha avvantaggiato anche il commercio al dettaglio: nel 2024, dopo due anni di calo, i volumi di vendita sono tornati a crescere soprattutto nel comparto non-food, ad esempio nell'elettronica di consumo. Questa tendenza è proseguita anche nel primo trimestre del 2025. In termini nominali, però, la cifra d'affari continua ad aumentare a un ritmo molto più lento dei volumi di vendita. Ciò è dovuto in parte al limitato potere di pricing dei commercianti al dettaglio. All'inizio dell'anno, il limite di franchigia per gli acquisti all'estero è stato abbassato da 300 a 150 franchi. Al contempo, però, i dettaglianti sono sottoposti alla crescente concorrenza dell'e-commerce internazionale.

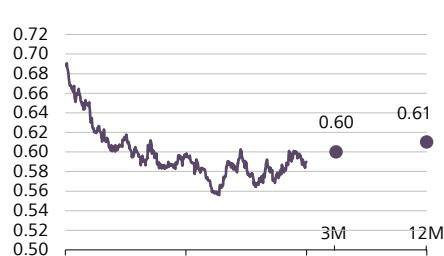
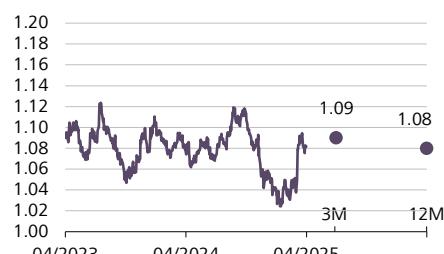
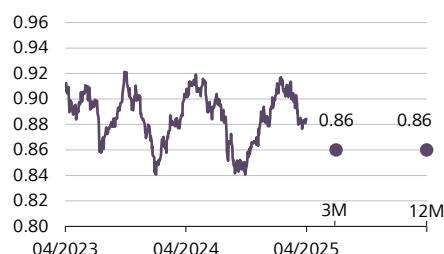
Continua il calo delle vendite di auto nuove

I consumatori si mostrano più riluttanti quando si tratta di grandi acquisti. Ciò si riflette ad esempio nella compravendita di veicoli: l'anno scorso sono state immatricolate 245 500 nuove autovetture, circa il 4% in meno rispetto al 2023. Secondo i dati preliminari, questa tendenza al ribasso si è intensificata nel primo trimestre del 2025, soprattutto per le auto a benzina. Si è invece registrato un leggero aumento delle immatricolazioni di auto elettriche poco prima dell'ingresso sul mercato del gigante cinese BYD.

Valute



PREVISIONE



* mit 100 multipliziert

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office, Raiffeisen Schweiz Economic Research

EUR/CHF

Quotato a CHF 0.9661, a marzo l'euro ha raggiunto a tratti un prezzo visto per l'ultima volta la scorsa estate. Sul periodo di un mese si è registrato un utile di corso dell'2.1%. La moneta unica ha beneficiato del leggero miglioramento delle prospettive congiunturali a seguito delle misure fiscali adottate a livello di UE e nazionale. Allo stesso tempo, con un taglio dei tassi di riferimento da parte della Banca nazionale svizzera (BNS) e della Banca centrale europea (BCE), la differenza d'interesse tra le due valute è rimasta invariata. Tuttavia è probabile che questa situazione cambi nel corso dell'anno. Stante l'attuale livello, sul periodo di un anno ci aspettiamo quindi che il corso EUR/CHF si indebolisca leggermente. Le turbolenze del mercato azionario di inizio aprile hanno già portato a un rafforzamento del franco.

USD/CHF

Il mese scorso il dollaro ha perso il 2.1% del suo valore rispetto al franco svizzero. La valuta statunitense sta affrontando venti contrari soprattutto a causa delle incertezze legate ai dazi commerciali «reciproci» introdotti di recente e al conseguente rallentamento dell'economia. Allo stesso tempo, considerando che negli Stati Uniti il rischio di inflazione sta nuovamente aumentando, la Fed potrebbe decidere di mantenere alti i tassi di riferimento per un periodo alquanto lungo. Di conseguenza, in prospettiva il «biglietto verde» è sostenuto verso il basso dal vantaggio d'interesse. Abbiamo solo leggermente affinato le nostre previsioni a 3 e 12 mesi per la coppia di valute USD/CHF, che quotiamo ora a 0.86.

EUR/USD

L'economia statunitense sta perdendo slancio: a marzo l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per l'industria è sorprendentemente sceso sotto la soglia di crescita di 50 punti. Allo stesso tempo, le aspettative inflazionistiche dei consumatori sono aumentate in modo significativo. Il mese scorso l'euro ha guadagnato circa il 4.3% rispetto al dollaro USA. Alla luce delle nuove tariffe commerciali statunitensi, abbiamo alzato le nostre previsioni a 3 e 12 mesi rispettivamente a 1,09 e 1,08 dollari.

GBP/CHF

A sorpresa, l'inflazione nel Regno Unito è recentemente scesa dal 3.0% al 2.8%. Tuttavia, questo dato è ancora superiore all'obiettivo del 2% fissato dalla Bank of England (BoE). Nella sua riunione di politica monetaria di marzo, quest'ultima ha quindi lasciato invariato il tasso di riferimento, spostando ulteriormente il vantaggio d'interesse a favore della sterlina. Allo stesso tempo, a inizio anno il prodotto interno lordo (PIL) si è ridotto dello 0.1% su base mensile. Le prospettive congiunturali restano fosche a causa dei conflitti commerciali. In questo contesto, a marzo la coppia di valute GBP/CHF ha avuto un andamento laterale. A medio termine, prevediamo che si collochi appena al di sotto del prezzo spot.

JPY/CHF*

La Bank of Japan (BoJ) ha lasciato invariato il suo tasso di riferimento. Allo stesso tempo, ha espresso preoccupazione per le conseguenze dei conflitti commerciali sull'economia giapponese. Queste si riflettono già nei recenti dati PMI, che sono stati più deboli di quanto il mercato si aspettasse. Di conseguenza lo yen non è stato richiesto come bene rifugio, nonostante il contesto di mercato incerto del mese scorso, e ha perso l'1.6% di valore rispetto al franco. Poiché la crescita dei salari potrebbe alimentare ulteriormente l'inflazione, in futuro la BoJ inasprirà la propria politica monetaria, anche se con titubanza. Di conseguenza, sul periodo di un anno il corso JPY/CHF potrebbe superare la soglia di 0.60.

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	0.5	0.9	0.5	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	1.0	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	4.0	3.5
Cina	2.0	0.2	0.2	0.5	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	0.25	0.00	0.00
EUR	4.00	3.00	2.50	2.00	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	0.42	0.30	0.40
EUR (Germania)	2.02	2.36	2.62	2.30	2.20
USD	3.88	4.57	4.17	4.20	4.30
JPY	0.61	1.09	1.27	1.20	1.00

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	0.86	0.86	0.86
JPY/CHF (x 100)	0.60	0.58	0.58	0.60	0.61
EUR/USD	1.10	1.04	1.09	1.09	1.08
GBP/CHF	1.07	1.14	1.09	1.12	1.13

Materie prime (Fine anno)

	2023	2024	Attuale****	Previsione 3M	Previsione 12M
Greggio (Brent, USD/barile)	77	75	65	68	70
Oro (USD/oncia)	2063	2625	3013	3000	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 ***08.04.2025

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	1.8	1.9
Consumo pubblico	3.0	-1.2	1.7	1.9	1.1	0.8
Inv. per impianti e attrezzature	6.0	3.4	1.4	-2.6	0.5	2.0
Investimenti edili	-3.1	-6.9	-2.7	2.4	1.6	1.8
Esportazioni	11.5	4.7	1.8	0.9	1.6	1.9
Importazioni	5.7	5.8	4.1	3.8	2.0	2.0
Tasso di disoccupazione in %	3.0	2.2	2.0	2.5	2.7	2.7
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

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.