

Quando la prima impressione inganna



Dopo la sorprendente rimozione del tasso di cambio minimo contro euro a gennaio 2015, alcune banche e istituti di ricerca svizzeri si sono affrettati a battere la grancassa mediatica per diffondere cupe previsioni di recessione. Da parte nostra avevamo espresso maggiore cautela, consapevoli che le conseguenze dello shock del

franco non sarebbero state definibili in tempi brevi nemmeno a grandi linee. Alla fine, per l'intero 2015 il PIL svizzero è comunque riuscito a mettere a segno una crescita positiva del +0,8%. L'economia elvetica ha subito una battuta di arresto soltanto nel primo trimestre, tornando poi subito a crescere, tanto da indurre i suddetti istituti a rivedere repentinamente le proprie stime al rialzo. Per il 2016 le continue capriole delle previsioni hanno in generale alzato troppo il tiro. Alla fine della scorsa settimana la Segreteria di Stato dell'economia (SECO) ha annunciato una crescita del PIL dell'1,3%, che corrisponde in modo lusinghiero quasi esattamente al valore (+1,4%) da noi previsto e ribadito a più battute già da un anno. Mentre la cosa è senz'altro lusinghiera dal punto di vista dello scenarista, non necessariamente lo è forse per l'economia svizzera. Un fatto è certo: nel complesso la ripresa congiunturale è proseguita nel 2016, anche se verso fine anno ha mostrato un po' di fiato corto. Nel 4° trimestre il PIL è infatti cresciuto soltanto del +0,1% (su base trimestrale) invece del +0,4% atteso secondo il consenso di mercato. Per determinati dati economici si evidenziano tuttavia alcune particolarità che relativizzano la ripresa dopo lo shock del franco. Nel trimestre in questione, soprattutto i consumi privati hanno evidenziato una forte crescita (+0,9% su base trimestrale), riconfermandosi così ancora una volta come un affidabile pilastro dell'economia svizzera. In confronto, nei trimestri precedenti i consumatori erano apparsi piuttosto cauti, e questa voglia di acquisti accumulata si è evidentemente scaricata nel periodo natalizio.

Rischio di accumulazione nel settore farmaceutico

Nell'ultima parte dell'anno tutte le altre componenti primarie di contribuzione del prodotto interno lordo hanno invece evidenziato un andamento fiacco. Ciò vale in particolare per gli investimenti nell'edilizia e nei beni strumentali, ma anche per il commercio estero, dal quale nel corso dell'intero anno sono in realtà provenuti impulsi positivi. Va tuttavia sottolineato che tali sprazzi di luce nell'export sono stati proiettati in prevalenza da un unico settore, ovvero l'industria farmaceutica. Praticamente in tutti gli altri comparti i tassi di crescita predominanti sono stati di segno negativo o tutt'al più si è registrata di fatto una stagnazione, soltanto mascherata sull'arco dell'intero anno dal successo nell'export delle aziende farmaceuti-

che. L'entità con cui questo c.d. "rischio di accumulazione" o "grande rischio" incide sui dati delle esportazioni è apparsa ora evidente alla luce di una flessione dell'export farmaceutico. Il settore dei medicinali è relativamente resistente alle crisi, ma non è nemmeno un evergreen con tassi di crescita costantemente elevati. Un ulteriore appiattimento su tassi di crescita più bassi non sarebbe quindi sorprendente, e influenzerebbe l'economia svizzera in misura tanto più negativa. Alla luce degli sforzi compiuti dal presidente Trump per contenere la spesa del settore sanitario statunitense, in futuro le case farmaceutiche elvetiche potrebbero incontrare maggiori difficoltà sul mercato americano, per esse di importanza vitale.

Anche i dati del PIL determinati secondo l'approccio della produzione hanno evidenziato vari punti deboli, riscontrabili in realtà soltanto con un'analisi più attenta. Nella fattispecie, la creazione di valore nel settore sanitario e sociale ha conseguito una forte crescita, evitando così un calo del PIL nel quarto trimestre. Ebbene, non proprio un sigillo di qualità per la concorrenzialità della piazza economica svizzera. E, a proposito di concorrenzialità: il maggior fattore negativo nell'ultima parte dell'anno è stata l'industria, che ha inciso negativamente sulla crescita del PIL come non accadeva dal 1° trimestre 2015. Sebbene alla luce di vari fattori, come ad esempio i sondaggi tra le aziende, sussista l'impressione che la ripresa sta procedendo spedita e si trova già a buon punto, non è assolutamente possibile affermare che lo shock del franco è superato – anche se in molti non si stancano di relativizzare questo aspetto. Ma va ribadito ancora una volta: è necessario del tempo per metabolizzare realmente uno shock esogeno di una simile portata. Soprattutto, il franco resta fortemente sopravvalutato. Recentemente la Banca nazionale è di nuovo intervenuta in modo massiccio sul cambio contro euro per difendere la soglia di 1,06. Per la BNS questo valore appare infatti il limite della ragionevolezza, ma per l'industria rappresenta già da tempo la soglia di sopportabilità del dolore.

Il panico della BNS costa molto e porta pochi frutti

Riconfermiamo la nostra previsione per il 2017 e prevediamo quindi una crescita del PIL invariata sui livelli dell'anno scorso, ovvero concretamente all'1,3%. Nessuna accelerazione, quindi, ma in realtà nemmeno un crollo. Analogamente a quanto accaduto negli ultimi anni, la BNS investirà cifre astronomiche per poter mantenere in piedi la crescita, soprattutto adesso che in Europa sono imminenti elezioni politiche decisive per il futuro dell'Unione e il nervosismo sui mercati appare tangibile e soprattutto destinato a salire nuovamente. Si tratta di un prezzo piuttosto caro da pagare. E appare soltanto una magra consolazione il fatto che questa settimana la BNS abbia potuto annunciare un utile annuo (ora pari a CHF 24,5 miliardi) in una certa misura superiore a quanto prospettato a gennaio. È stata leggermente aumentata

Quando la prima impressione inganna

anche la distribuzione degli utili a favore dei cantoni, che ora riceveranno nel complesso CHF 1,15 miliardi. Una pioggia di denaro assolutamente benvenuta: ad esempio, i CHF 21.4 milioni ottenuti consentiranno al canton Svitto di evitare una situazione di deficit. Ben difficilmente dai direttori cantonali delle finanze potranno dunque provare note di critica nei confronti della politica monetaria della Banca nazionale. E ciò è sorprendente, soprattutto se si pensa che in passato l'utile annuo della BNS è sempre stato molto stabile, mentre adesso si registrano costantemente forti oscillazioni a causa delle elevatissime posizioni in riserve valutarie. Nel 2015 è stata infatti registrata una perdita annua di CHF 23,3 miliardi. Nei periodi favorevoli vengono dunque costituiti accantonamenti per i pagamenti a favore della Confederazione e dei cantoni, ossia la cosiddetta riserva di distribuzione. Tali accantonamenti possono tuttavia essere anche si segno negativo, come accaduto nel 2013, quando in via transitoria non era stato distribuito alcun utile. L'impressione che la BNS sia una gallina dalle uova d'oro è quindi del tutto illusoria. E se in occasione delle prossime elezioni presidenziali in Francia si dovesse davvero concretizzare un esito sorprendente, con un ritorno di fiamma della crisi dell'euro, la Svizzera rischia di essere esposta a disagi ben peggiori di un paio di anni senza sussidi della BNS.

Martin Neff, Economista capo di Raiffeisen

Quando la prima impressione inganna

Importanti note legali

Esclusione di offerta

I contenuti della presente pubblicazione vengono forniti esclusivamente a titolo informativo. Essi non costituiscono dunque né un'offerta agli effetti di legge né un invito o una raccomandazione all'acquisto, ovvero alla vendita, di strumenti di investimento. La presente pubblicazione non rappresenta né un annuncio di quotazione né un prospetto di emissione ai sensi dell'art. 652a o dell'art. 1156 CO. Le condizioni complete applicabili e le avvertenze dettagliate sui rischi relativi a questi prodotti sono contenute nel rispettivo prospetto di quotazione. 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 sia soggetta a limitazioni.

La presente pubblicazione non ha lo scopo di offrire all'investitore una consulenza in materia d'investimento e non deve essere intesa quale supporto per le decisioni d'investimento. Gli investimenti qui descritti dovrebbero essere effettuati soltanto dopo un'adeguata consulenza Clientela privata e/o dopo l'analisi dei prospetti informativi di vendita vincolanti. Decisioni prese in base alla presente pubblicazione avvengono a rischio esclusivo dell'investitore.

Esclusione di responsabilità

Raiffeisen Svizzera società cooperativa intraprenderà tutte le azioni opportune atte a garantire l'affidabilità dei dati presentati. Raiffeisen Svizzera società cooperativa non fornisce tuttavia alcuna garanzia relativamente all'attualità, all'esattezza e alla completezza delle informazioni contenute in questa pubblicazione.

Raiffeisen Svizzera società cooperativa non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti, indiretti e consecutivi), causati dalla distribuzione della presente pubblicazione o 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.

Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria

La presente pubblicazione 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 trovano pertanto applicazione in questa pubblicazione.