



Banca Raiffeisen Regio Uzwil, Clerici Müller & Partner  
Architekten AG, San Gallo

## Due anni dopo lo shock del franco: Prospettive Svizzera 2017

Martin Neff, economista capo del Gruppo Raiffeisen

Raiffeisen Research

Zurigo, 11.1.2017

---

0 Sconvolgimenti geopolitici?

---

# Cosa preoccuperà la politica mondiale nel 2017

- Trump contribuirà all'escalation o alla de-escalation?
- La guerra per delega in Siria si normalizzerà o peggiorerà?
- Il terrore Isis si estenderà?
- Fino a che punto arriverà Erdogan?
- Chi dominerà il gioco delle tre grandi potenze, Cina, Russia, Stati Uniti, e in che modo?
- Elezioni in Iran e in Cina
- La trattativa sulle modalità della Brexit diventerà un banco di prova per l'UE?
- E le elezioni in Germania, Francia e Paesi bassi destabilizzeranno ulteriormente il corso ondivago dell'Europa?



---

# 1 Cambio di rotta della politica economica ?

---

# Cosa preoccuperà l'economia nel 2017

## A livello internazionale

- Verifica della realtà di Trump
- Inflazione al posto di deflazione
- Inversione dei tassi al posto del minimo dei tassi
- Politica monetaria, ma:
- Rinascita della politica fiscale negli Stati Uniti: infrastruttura
- Rinascita della politica fiscale in Europa: fine della politica dell'austerità

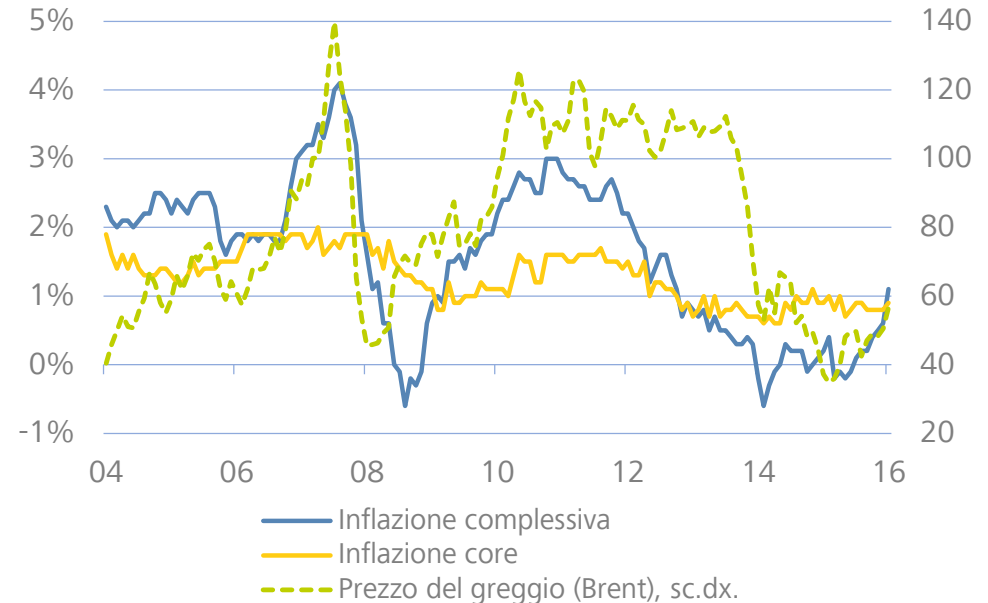
## A livello nazionale

- Votazione sulla creazione di un fondo per le strade nazionali e il traffico degli agglomerati urbani
- Votazione sulla naturalizzazione semplificata di persone della terza generazione di stranieri
- Votazione sul referendum per la Legge sulla riforma dell'imposizione delle imprese (RI III)
- A ciò si aggiungono i temi «caldi» migrazione, rapporto con l'UE, «bolla immobiliare», previdenza per la vecchiaia (tassi negativi, BNS), spese per la salute, sviluppo dell'esercito, rapporto con l'Islam, ecc.

# Proposta per il mostro linguistico del 2017: «reflazionamento»

Prima c'era «solo» l'inflazione, ma dopo che questa se n'è andata, gli attori dei mercati finanziari e i responsabili della politica monetaria non si trovano a proprio agio. Ecco quindi che si creano neologismi paradossali e frenetiche esagerazioni:

- desinflazione, disinflazione
- deflazione
- e ultimamente reflazione, reflazionamento



## Esempio: il gioco di Mario Draghi

Ottobre 2012: *I rischi derivano dall'«attuale calo dei prezzi in alcuni paesi dell'Eurozona»*

Febbraio 2014: *«Non ci troviamo affatto in una deflazione»*

Gennaio 2015: *«Il rischio di una deflazione è limitato»*

Marzo 2016: *«La BCE ha impedito una deflazione disastrosa»*

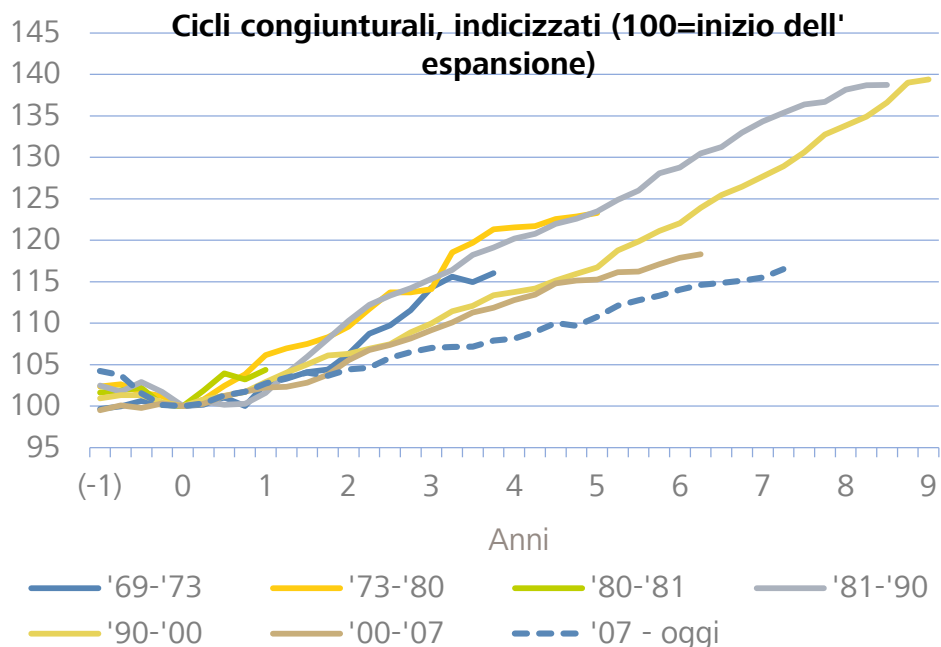
---

## 2 Contesto globale

---

# USA – su un debole percorso di crescita, con molto anticipo

	2014	2015	2016 p	2017 p
<b>PIL</b>	2.4%	2.6%	1.6%	2.2%
<b>Inflazione</b>	1.8%	0.1%	1.3%	2.1%
<b>Tasso di disoccupazione</b>	6.2%	5.3%	4.9%	4.7%



- L'economia statunitense è ciclicamente la più avanzata tra i paesi del G20.
- Dovrebbe aumentare ulteriormente, ma ha sempre bisogno di aiuto.
- La fiducia dei consumatori ha raggiunto il livello più alto dal 2007. Il consumo privato dovrebbe quindi svolgere ancora un ruolo importante.
- I recenti segnali vanno in direzione di un ulteriore aumento dell'inflazione, non da ultimo anche a causa dell'aumento della pressione salariale.
- Dal punto di vista storico e per quanto riguarda la durata e l'entità, l'attuale ripresa è estremamente debole.
- Tanto più che sono state investite somme enormi per imprimere un nuovo slancio all'economia statunitense.

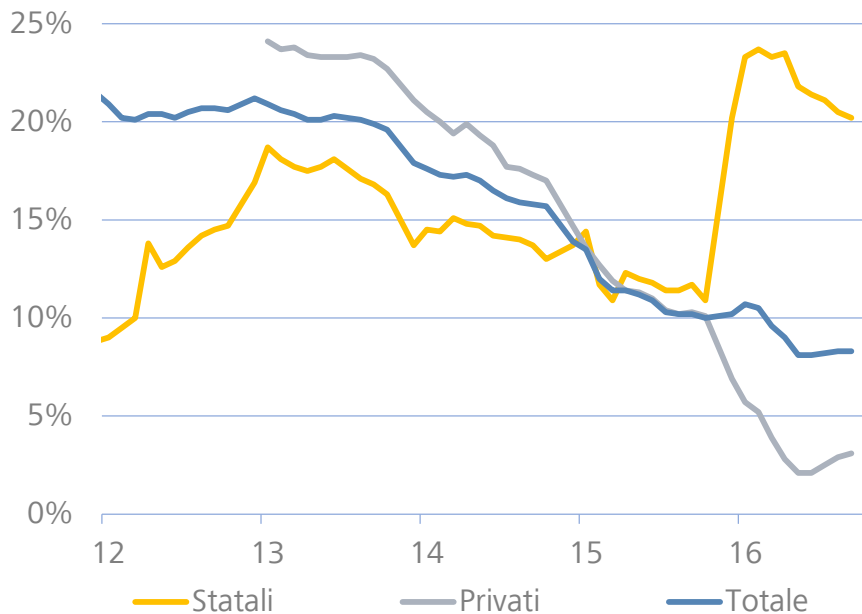
Fonte: Bloomberg, Fed, Raiffeisen Research

# Cina – Trump preoccupa anche il Regno di Mezzo

	2014	2015	2016 p	2017 p
<b>PIL</b>	7.3%	6.9%	6.7%	6.3%
<b>Inflazione</b>	2.0%	1.4%	2.0%	2.3%

## Fortissimo aumento degli investimenti statali

Investimenti in immobilizzi, nominali, yoy



- L'incertezza nei paesi emergenti è aumentata a causa della vittoria elettorale di Trump, anche se difficilmente dovrebbe attuare completamente molti annunci della campagna elettorale.
- Indipendentemente da questo, la Cina rimane però un possibile fattore di delusioni sul fronte della crescita.
- Prevediamo che il Governo cinese consentirà una crescita un po' più debole per controllare meglio il «leverage» dell'economia nazionale.
- La ristrutturazione della Cina da banco di lavoro del mondo a un'economia interna più forte continua inarrestabile.

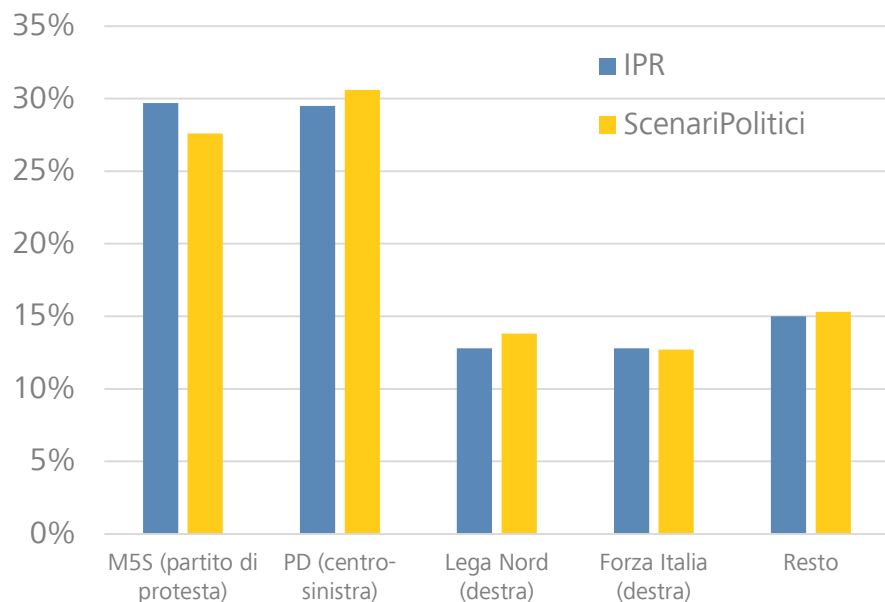
Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Research

# Eurozona – Punti di domanda politici, inizio 2017 positivo

	2014	2015	2016 p	2017 p
<b>PIL</b>	1.2%	1.9%	1.7%	1.6%
<b>Inflazione</b>	0.4%	0.0%	0.2%	1.2%
<b>Tasso di disoccupazione</b>	11.6%	10.9%	10.1%	9.7%

## Gara serrata tra il Movimento 5 Stelle e l'attuale partito di governo Partito Democratico

Attuali risultati dei sondaggi



- L'economia nell'Eurozona ha registrato un robusto inizio d'anno che suscita speranze.
- Quindi la BCE si trova sempre più sotto scacco. Non può quasi più parlare di congiuntura debole, poiché altrimenti rischia un cambiamento d'umore e deve comunicare come immagina il consolidamento del percorso di crescita della politica monetaria.
- L'inflazione non è un problema (bassa), ma il leggero aumento è anch'esso favorevole a un'uscita dall'espansiva politica monetaria.
- Con le elezioni in Olanda, Francia, Germania e probabilmente anche in Italia sono imminenti importanti decisioni politiche dall'esito incerto.

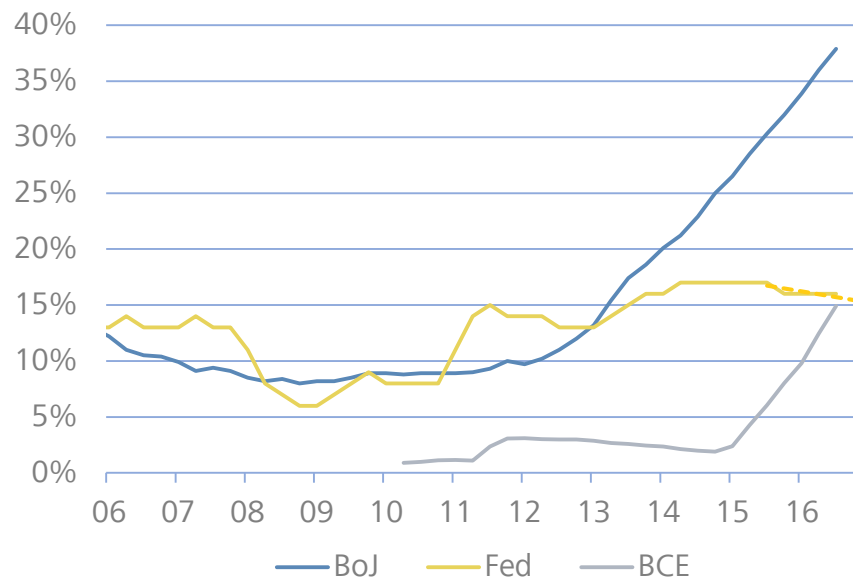
Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Research

# Giappone – programma di stimolo della banca centrale quasi fallito

	2014	2015	2016 p	2017 p
<b>PIL</b>	-0.1%	0.6%	0.7%	0.9%
<b>Inflazione</b>	2.8%	0.8%	-0.1%	0.5%
<b>Tasso di disoccupazione</b>	3.6%	3.4%	3.1%	3.0%

## La Bank of Japan rimane un caso particolare

Consistenza di titoli di stato della banca centrale in % del volume complessivo in circolazione



- L'Abenomics è fallita, ma ciononostante continua.
- L'indebolimento dello yen – di recente anche grazie al «bonus Trump» – ha aiutato un po' gli esportatori.
- La propensione delle aziende ad investire rimane moderata, anche perché il governo non ha praticamente avviato nessuna delle riforme promesse.
- I consumatori rimangono prudenti. I salari reali sono stagnanti, i prezzi aumentano moderatamente.
- I problemi strutturali - prevalentemente l'invecchiamento della popolazione - frenano la crescita. Perfino l'enorme stimolo della banca centrale non riesce a superare questi problemi.

Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Research

---

3 Svizzera, due anni dopo lo shock  
per il tasso di cambio

---

# Shock del franco: «ottimisti» e «pessimisti»

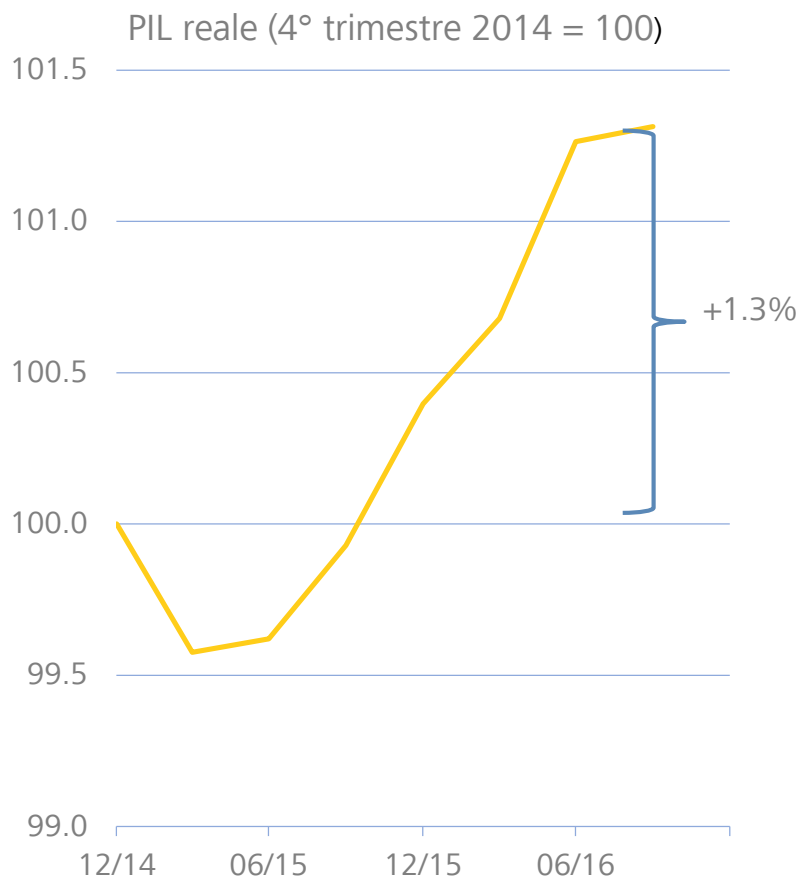
## ■ Argomenti degli «ottimisti»

- Crescita PIL
- Eccedenza della bilancia delle transazioni correnti
- Andamento del commercio estero
- Stabile mercato del lavoro

## ■ Argomenti dei «pessimisti»

- Gli shock esogeni non vengono mai superati subito
- Esportazioni stabili solo grazie a forti esportazioni di prodotti farmaceutici
- «Jobless growth» e semmai solo nel settore sanitario e dei servizi sociali
- Taglio dei posti di lavoro nell'industria, nel commercio al dettaglio (incl. vicino al confine) e nel settore alberghiero

# I dettagli della ripresa del PIL evidenziano punti di rottura



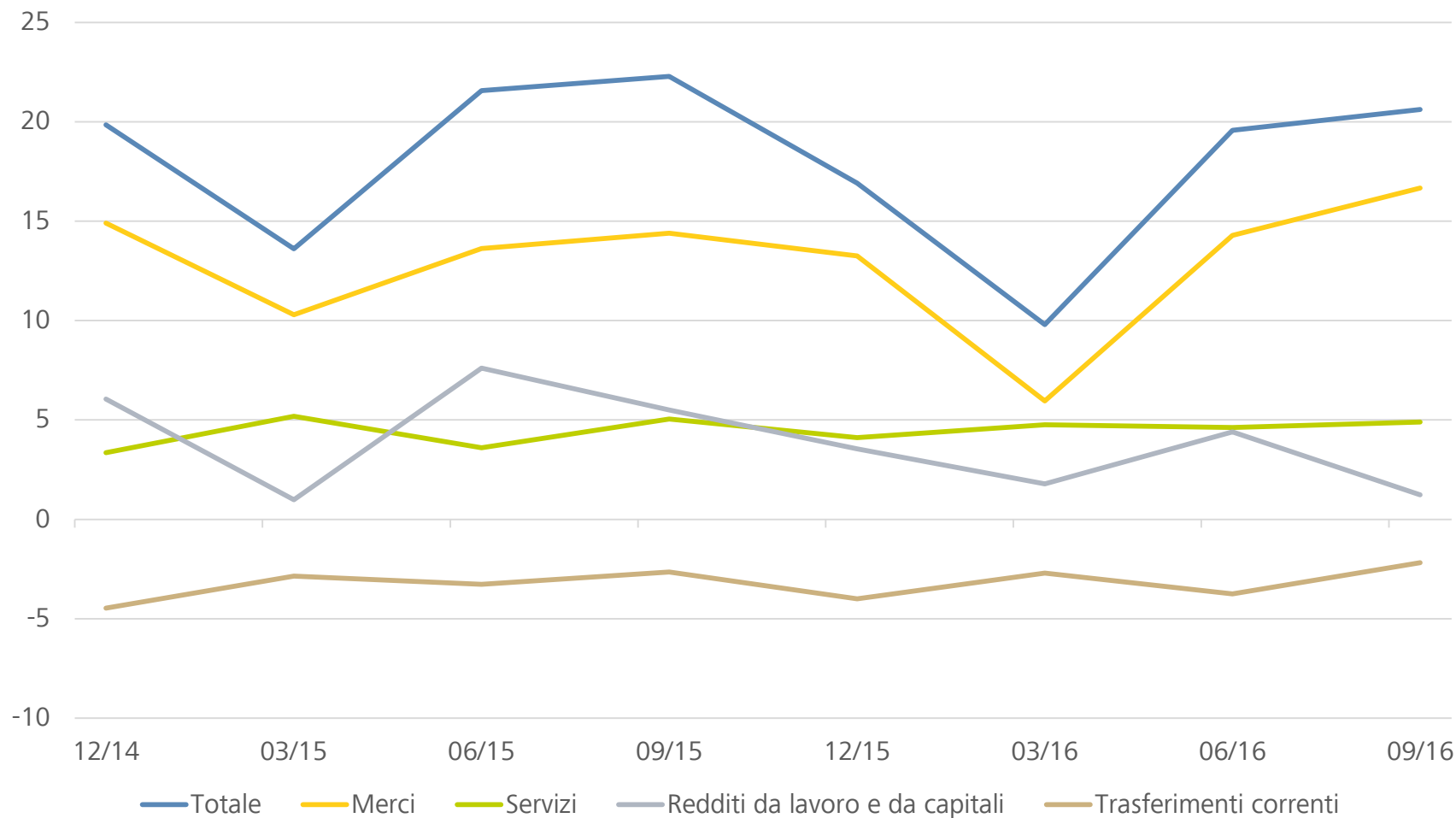
## Contributi alla crescita dell'1.3%:

- Secondo l'approccio alla produzione
  - Commercio (incl. commercio di transito): 0.6%
  - Settore sanità e servizi sociali: 0.4%
  - Resto: 0.3%
- Secondo l'approccio di utilizzo
  - Contributo bilancia commerciale: 1.3%
  - Consumo privato: 0.7%
  - Spese per i consumi statali: 0.4%
  - Investimenti lordi: -1.1%

Fonte: SECO, Raiffeisen Research

# Crollo «solo» temporaneo della bilancia delle partite correnti....

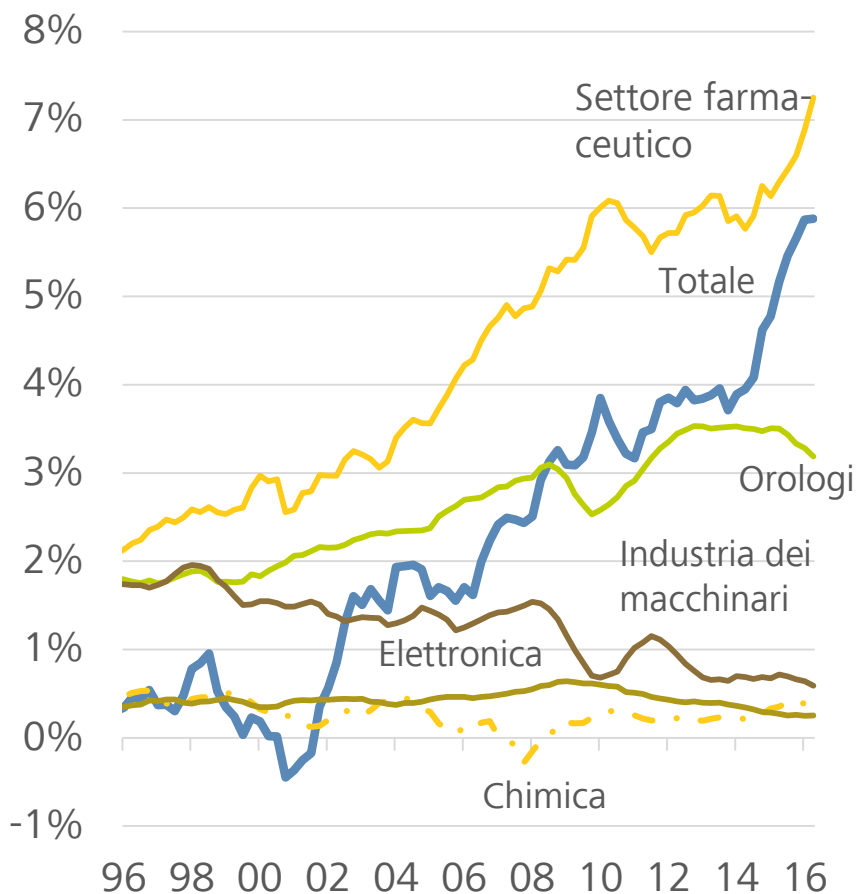
Saldo in miliardi di CHF, totale e suddiviso per componenti



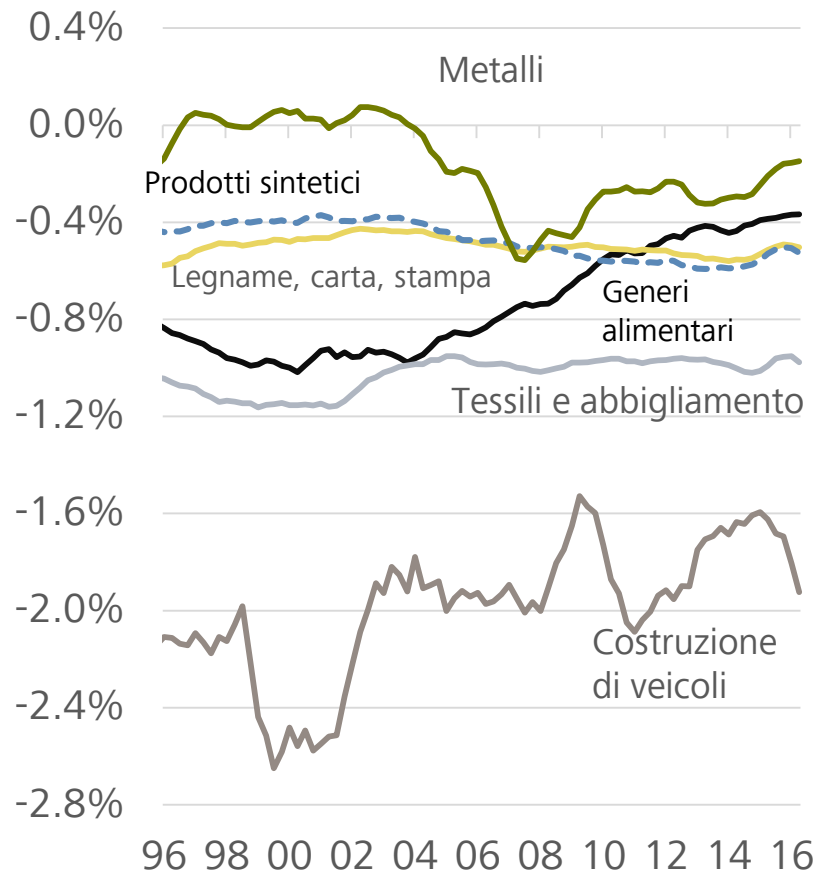
Fonte: BNS, Raiffeisen Research

# ...ma distorsione sempre più forte della bilancia commerciale

Settori con saldo commerciale positivo

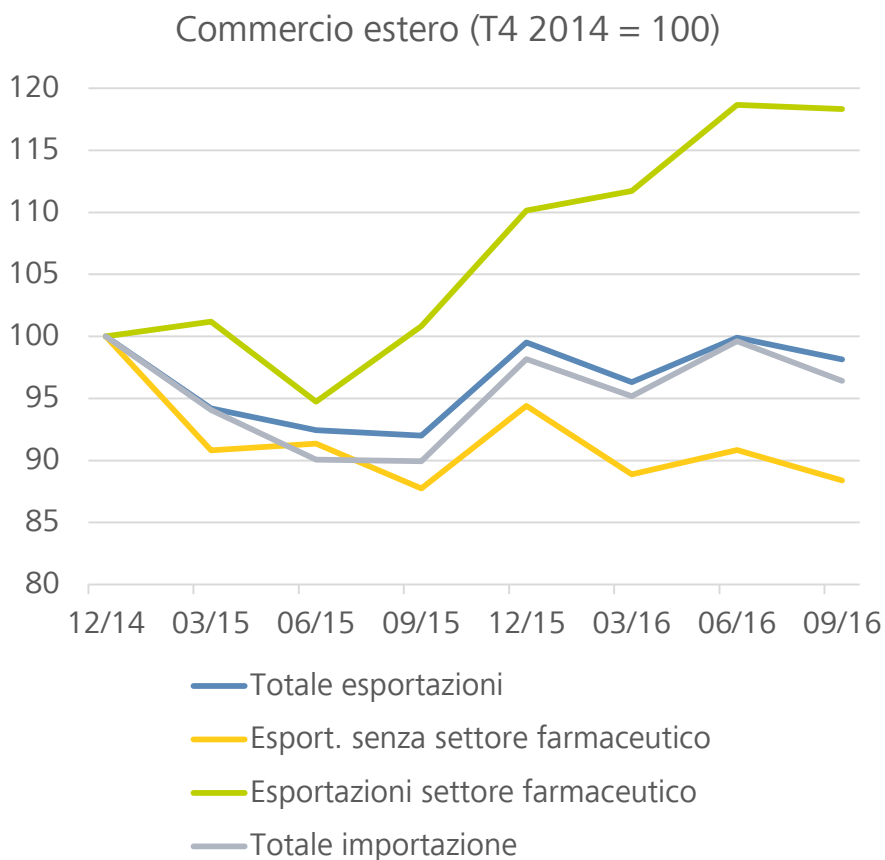


Settori con saldo commerciale negativo



Fonte: Amministrazione federale delle dogane, Raiffeisen Research

# Esportazioni: assoluto dominio dell'industria farmaceutica

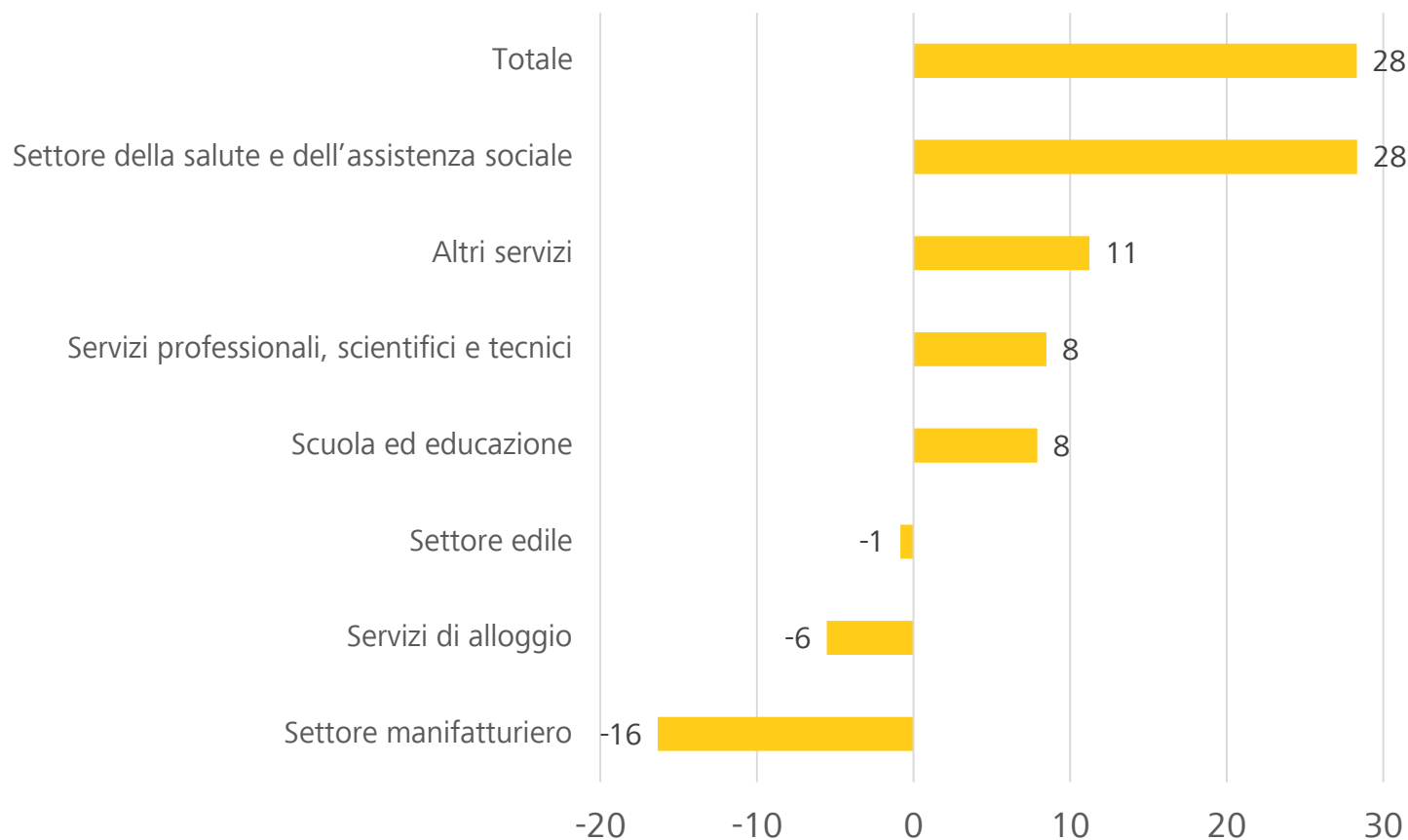


Variazione delle esportazioni in milioni di CHF	
	<b>-984</b>
Settore farmaceutico	+3'170
Tessili e abbigliamento	-51
Legname, carta e stampa	-76
Elettronica	-87
Prodotti sintetici	-89
Chimica	-128
Generi alimentari	-184
Prodotti di metallo	-260
Costruzione di veicoli	-513
Industria dei macchinari	-818
Orologi e strumenti di precisione	-1'859

Fonte: Amministrazione federale delle dogane, Raiffeisen Research

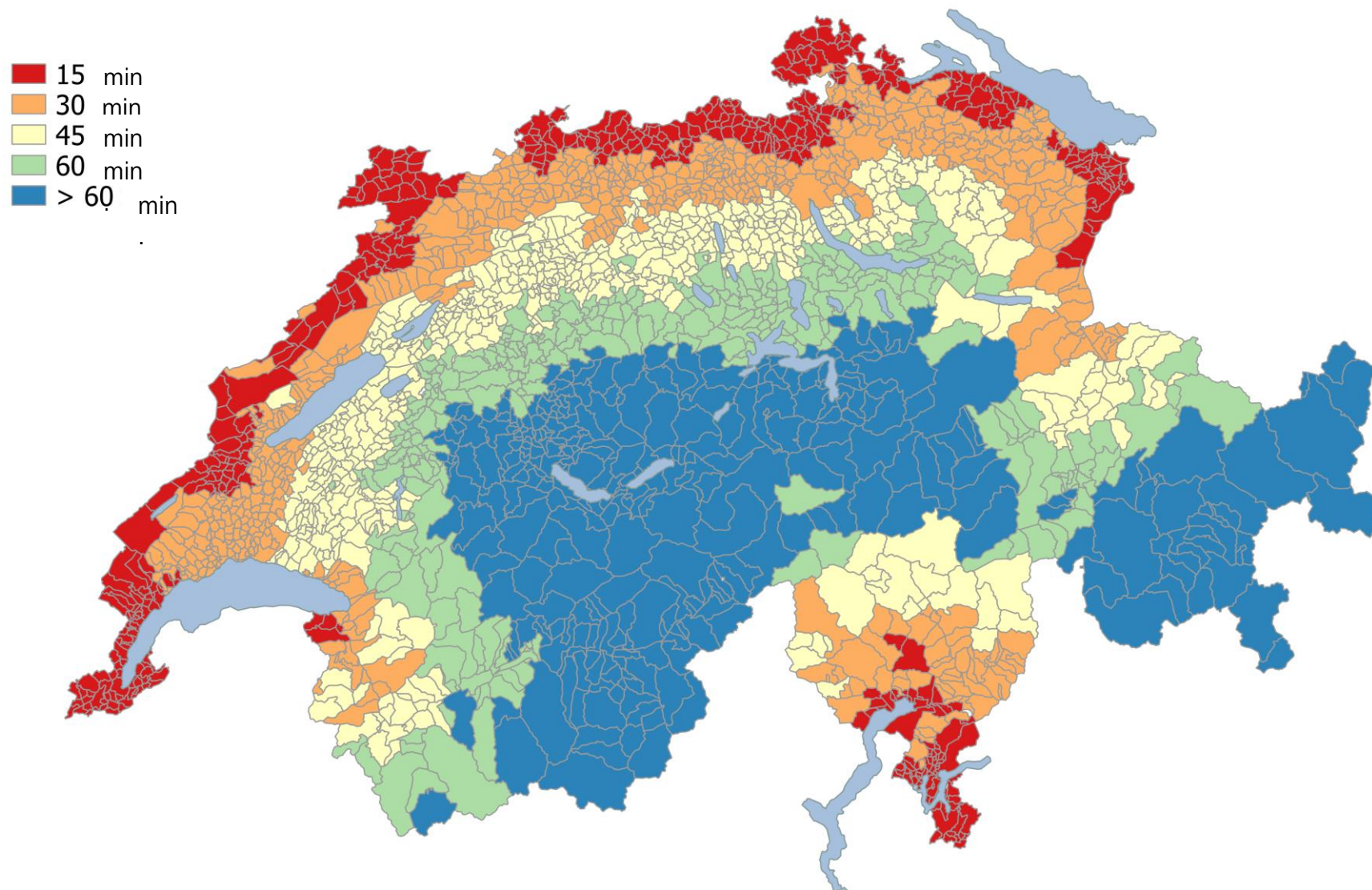
# «Miracolo dell'occupazione», ma salasso dell'industria

Andamento dell'occupazione degli ultimi due anni (in migliaia)



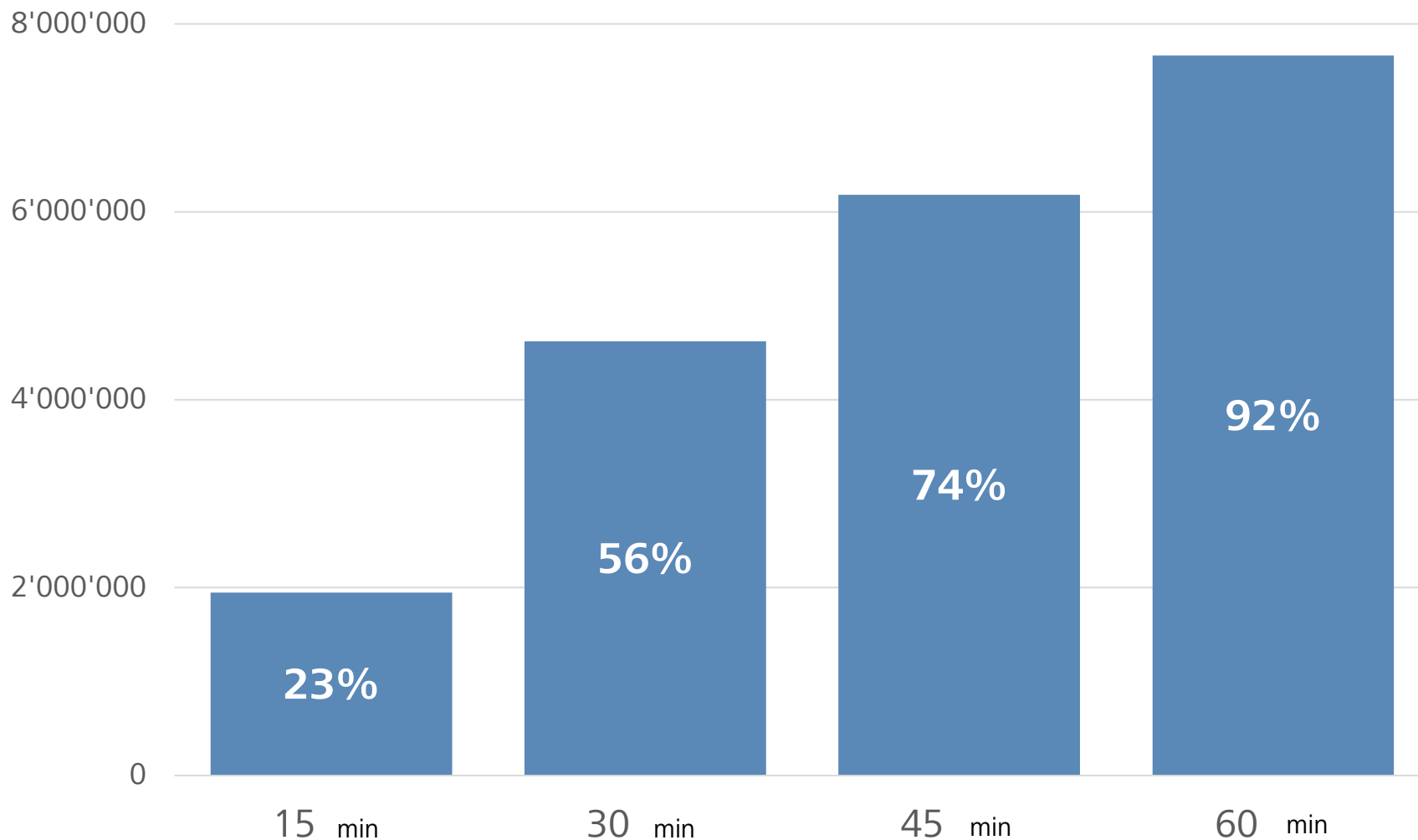
Fonte: Ufficio federale di statistica, Raiffeisen Research

# Tragitto per lo shopping all'estero



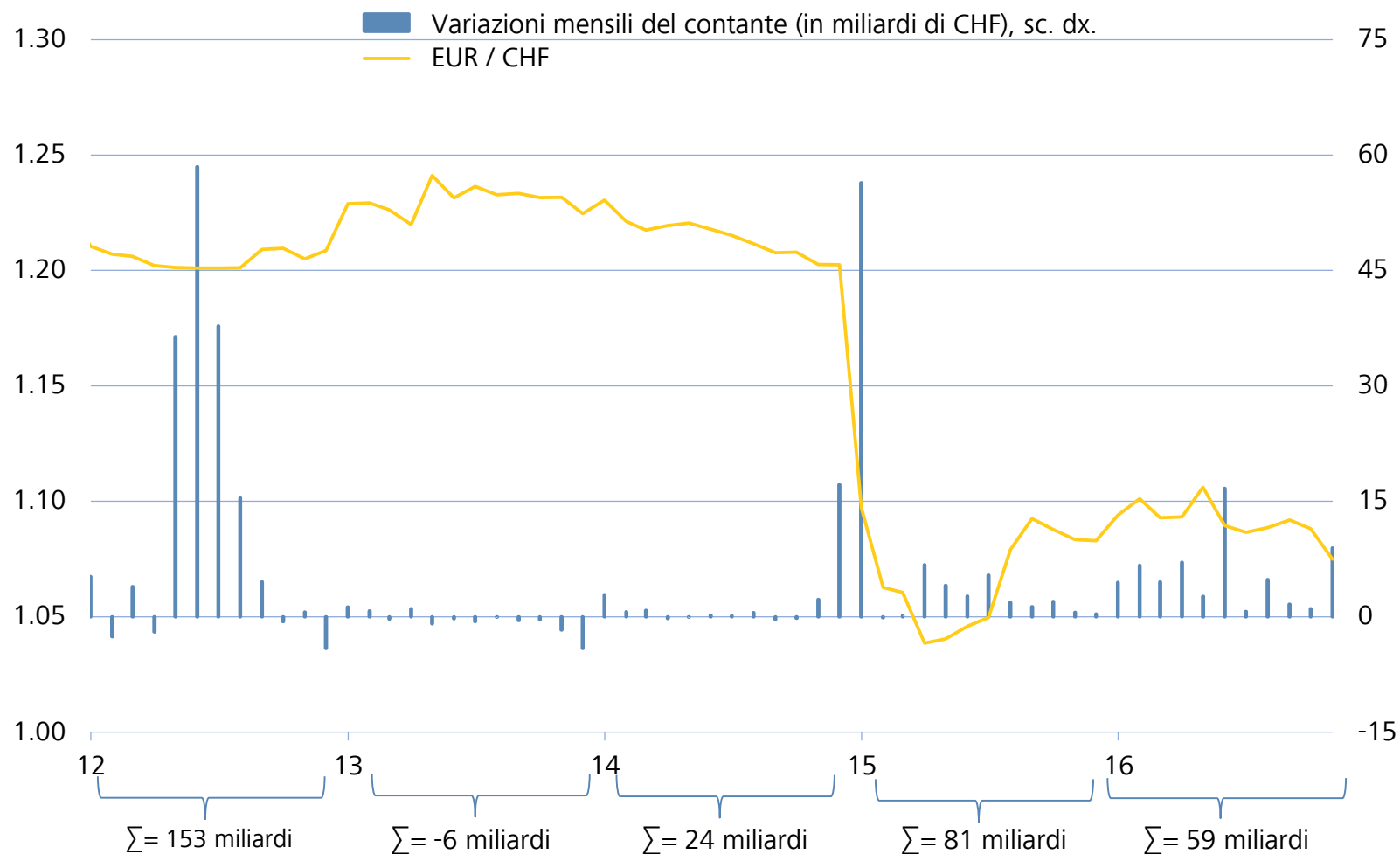
Fonte: ARE, UST, EZV, Raiffeisen Research

# Il 92% della popolazione impiega meno di un'ora per andare al centro commerciale



Fonte: ARE, UST, EZV, Raiffeisen Research

# Il «panico» della BNS nel frattempo costa caro



Fonte: Bloomberg, BNS, Raiffeisen Research

---

# 4 Previsioni Raiffeisen

---

# Previsioni congiunturali

	2013	2014	2015	Previsione 2016	Previsione 2017
<b>PIL</b>					
Crescita annua media (in %)					
Svizzera	1.8	1.9	0.9	1.4	1.3
Germania	0.6	1.6	1.5	1.8	1.5
Eurozona	-0.2	1.2	1.9	1.7	1.6
USA	1.7	2.4	2.6	1.6	2.2
Cina	7.7	7.3	6.9	6.7	6.3
Giappone	1.4	-0.1	0.6	0.7	0.9
Globale (PPP)	3.3	3.4	3.1	3.1	3.4

<b>Inflazione</b>					
Crescita annua media (in %)					
Svizzera	-0.2	0.0	-1.1	-0.4	0.3
Germania	1.5	0.9	0.2	0.4	1.5
Eurozona	1.4	0.4	0.0	0.2	1.2
USA	1.6	1.8	0.1	1.3	2.1
Cina	2.6	2.2	1.4	2.0	2.3
Giappone	0.3	2.8	0.8	-0.1	0.5

# Previsioni sul mercato finanziario

	2015	2016	Attuale*	Previsione a 3 mesi	Previsione a 12 mesi
<b>Libor a 3 mesi</b>					
Fine anno (in %)					
CHF	-0.76	-0.73	-0.73	-0.75	-0.75
EUR	-0.13	-0.32	-0.32	-0.35	-0.35
USD	0.61	1.00	1.01	1.10	1.60
JPY	0.08	-0.05	-0.03	-0.10	-0.10

<b>Tassi d'interesse del mercato dei capitali</b>					
Rendimenti dei titoli di stato decennali (a fine anno; rendimenti in %)					
CHF	-0.06	-0.18	-0.21	-0.2	0.4
EUR (Germania)	0.66	0.23	0.29	0.25	0.9
EUR (PIIGS)	2.05	2.01	2.09	1.7	2.2
USD	2.30	2.45	2.38	2.4	2.6
JPY	0.26	0.04	0.06	0	0.1

<b>Tassi di cambio</b>					
Fine anno					
EUR/CHF	1.09	1.07	1.07	1.08	1.08
USD/CHF	1.00	1.02	1.01	1.05	1.00
JPY/CHF	0.83	0.87	0.87	0.91	0.92
EUR/USD	1.09	1.05	1.06	1.03	1.08
USD/JPY	120.22	116.96	116.00	115	109

<b>Materie prime</b>					
Fine anno					
Greggio (Brent, USD/barile)	37	57	55	54	50
Oro (USD/oncia)	1061	1152	1185	1200	1260

\*10.01.2017

# Previsioni Svizzera

	2011	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
<b>PIL, reale, variazione in %</b>	<b>1.9</b>	<b>1.1</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>0.8</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>
Consumo privato	0.9	2.6	2.2	1.2	1.0	0.9	1.0
Consumo statale	2.1	2.1	2.3	1.5	2.2	2.2	1.4
Investimenti per impianti e attrezzature	5.4	3.0	0.0	2.5	1.1	3.7	1.9
Investimenti edilizi	2.4	2.8	3.2	3.2	2.1	0.0	1.1
Esportazioni	3.7	3.1	0.1	5.1	2.0	4.6	4.2
Importazioni	4.9	4.5	1.5	3.1	2.8	3.5	4.0

<b>Tasso di disoccupazione in %</b>	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>
-------------------------------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------

<b>Inflazione in %</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.6</b>
------------------------	------------	-------------	-------------	------------	-------------	-------------	------------

	2013	2014	2015	in 3M	in 12M
<b>Interessi</b>					
3M Libor	0.02	-0.06	-0.76	-0.75	-0.75
10 Anni	1.1	0.3	-0.1	-0.2	0.4

---

# 4 Conclusione

---

# Premessa sul mercato della proprietà di abitazioni

- Preferiamo giocare con «questo» fuoco piuttosto che con prodotti esplosivi o sui mercati
- L'andamento dei prezzi delle proprietà di abitazione in Svizzera non è il risultato di una speculazione sfuggita di mano, ma il risultato di una domanda in eccesso a lungo accumulata della propria abitazione, alimentata da condizioni di finanziamento straordinariamente favorevoli. Il boom poggia su una base sana.
- Gli indicatori più importanti della condizione del mercato – accessibilità e sostenibilità – si muovono su livelli storicamente non problematici.
- Non vi sono capacità in eccesso, almeno non per gli oggetti in proprietà.
- Alla saturazione sociodemografica lentamente visibile si unisce una serie di misure normative, che ha ridotto enormemente il potenziale di nuovi proprietari.
- Uno shock dei tassi (isolato) è escluso e il rischio su interessi dei debitori ipotecari è diversificato attraverso molte durate.
- Le operazioni bancarie rischiose si trovano in settori di attività del tutto diversi.

# Conclusione per la Svizzera

- La crescita dell'economia svizzera è moderata, ma nel confronto trasversale con altre nazioni industrializzate molto sviluppate è sempre notevole
- Lo shock per il tasso di cambio non è (ancora) affatto superato
- L'alleggerimento a causa del nuovo leggero rafforzamento del dollaro è gradito, ma non è nulla più che un balsamo sulle ferite.
- Per una normalizzazione duratura è necessaria una maggiore crescita globale, soprattutto in Europa.
- La BNS anche nel 2017 sarà sotto i riflettori, come pompiere o come pilota di una normalizzazione incerta. Di nuovo non potrà agire in modo autonomo, ma dipenderà dall'andamento globale.
- L'inflazione al massimo rientrerà nel settore positivo - niente di più; e ciò solo timidamente e unilateralmente (energia, prezzi amministrati e pochi servizi).
- Poche variazioni sul mercato del lavoro: la mancanza di personale qualificato rispetto ai disoccupati di lunga durata, la differenza tra industria e fornitori di servizi si ridurrà, senza che il saldo aumenti.