

Conferenza sulle previsioni 2018

Martin Neff, economista capo del Gruppo Raiffeisen

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

Raiffeisen Research
Zurigo, 10 gennaio 2018

RAIFFEISEN

1 Verifica delle previsioni dell'anno scorso

Retrospettiva sulle previsioni dell'anno scorso

- Previsione di crescita **1,3%** (probabile risultato effettivo **1,1%**).
- Previsioni sull'inflazione **0,3%** (effettiva: **0,6%**) (dichiarazione: L'inflazione riuscirà tutt'al più ad attestarsi in terreno positivo – nient'altro; e anche ciò avverrà in maniera stentata e perlopiù sulla base di singoli fattori (energia, prezzi amministrati e pochi servizi)).
- Lo shock del tasso di cambio non è (ancora) lontanamente superato (**pertinente, previsione sull'euro a 12 mesi 1.08**).
- Il contributo apportato da un certo rafforzamento del dollaro è benvenuto, ma sarà poco più che un unguento lenitivo su profonde ferite (**50:50**; crescita negli USA fattore trainante più importante).
- Ai fini di una ripresa sostenibile è necessaria una crescita più forte a livello globale e in primis in Europa (**rilevante per il 2018**).
- La BNS resterà sotto i riflettori anche nel 2017, in veste di pompiere per domare improvvisi incendi oppure come timoniera di una titubante normalizzazione. Ancora una volta non potrà operare in modo indipendente, bensì sarà legata a doppio filo agli sviluppi sul piano mondiale (**corretto: interventi sul livello dell'anno precedente**).
- Tassi nel segmento a breve invariati al -0,75% (**-0,75%**), nel segmento a lungo termine allo 0,5% (**effettivo: -0,1%**).

2 Contesto globale

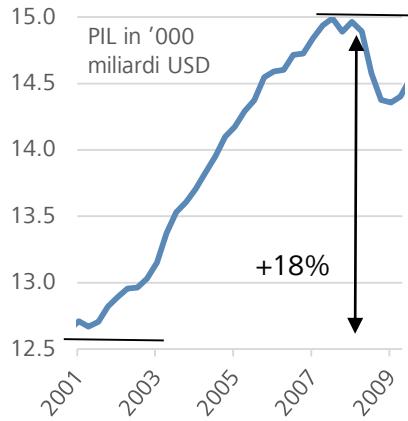
Tutti gli indicatori sono di segno positivo

Svizzera e Germania ai vertici (indice dei responsabili d'acquisto – industria manifatturiera)

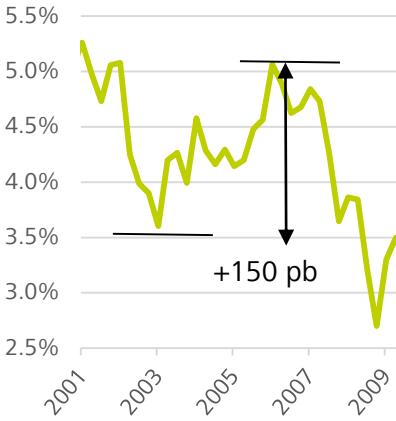
	2014	2015	2016	2017											
				01	02	03	04	05	06	07	08	9	10	11	12
Svizzera	54.1	49.0	53.3	54.6	57.8	58.6	57.4	55.6	60.1	60.9	61.2	61.7	62.0	65.1	65.2
Eurozona	51.8	52.2	52.5	55.2	55.4	56.2	56.7	57.0	57.4	56.6	57.4	58.1	58.5	60.1	60.6
USA	55.6	51.4	51.5	56.0	57.7	57.2	54.8	54.9	57.8	56.3	58.8	60.8	58.7	58.2	59.7
Germania	52.4	52.1	53.2	56.4	56.8	58.3	58.2	59.5	59.6	58.1	59.3	60.6	60.6	62.5	63.3
Francia	49.0	49.6	49.8	53.6	52.2	53.3	55.1	53.8	54.8	54.9	55.8	56.1	56.1	57.7	58.8
Italia	51.4	53.7	52.3	53.0	55.0	55.7	56.2	55.1	55.2	55.1	56.3	56.3	57.8	58.3	57.4
Spagna	53.2	53.6	53.2	55.6	54.8	53.9	54.5	55.4	54.7	54.0	52.4	54.3	55.8	56.1	55.8
Giappone	52.8	51.4	49.8	52.7	53.3	52.4	52.7	53.1	52.4	52.1	52.2	52.9	52.8	53.6	54.0
BRIC	50.1	48.7	49.1	49.5	50.4	51.2	50.7	50.8	50.5	50.4	51.4	51.1	50.9	51.9	51.6

USA – Nessuna «reflazione» (parola «a sproposito» del 2017)

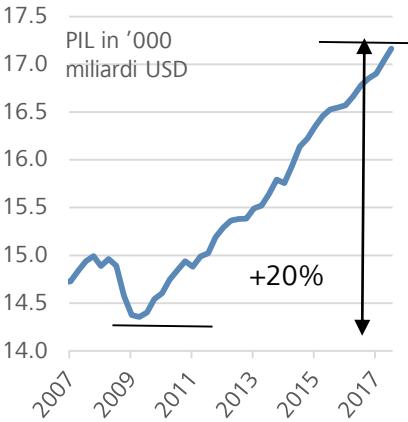
Ciclo congiunturale 2003-2007



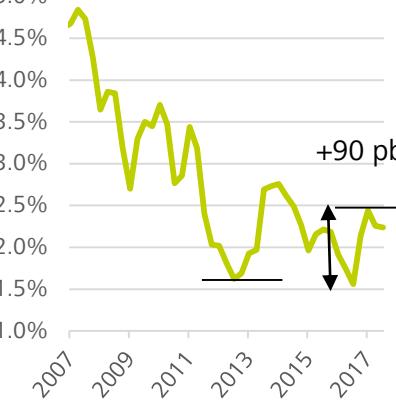
Ciclo dei tassi 2003-2007
(tassi a 10 anni)



Ciclo congiunturale attuale



Ciclo dei tassi attuale
(tassi a 10 anni)



	2015	2016	2017 p	2018 p
PIL	2.6%	1.6%	2.2%	2.5%
Inflazione	0.1%	1.3%	2.1%	2.1%
Tasso di disoccupazione	5.3%	4.9%	4.4%	4.0%

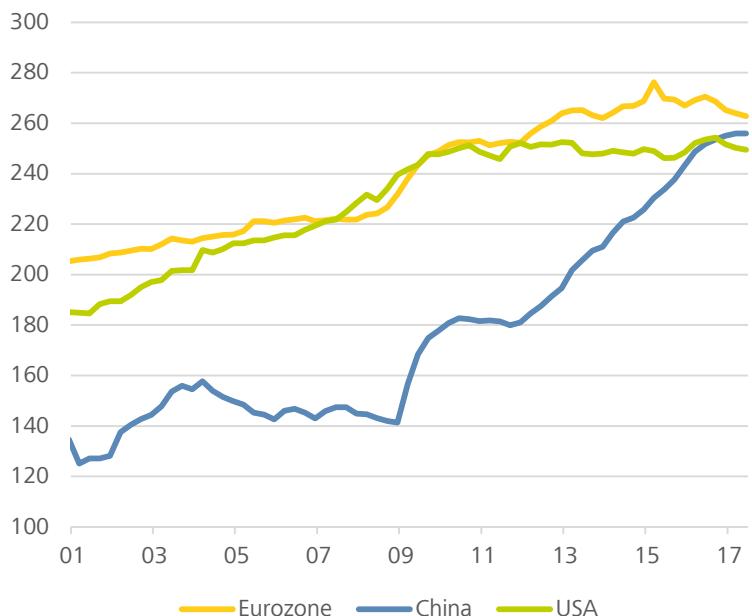
- La ripresa si protrae ormai da 8 anni, ma è **relativamente debole**.
- Per il 2018 è attesa una crescita di circa il 2,5%. I **tagli fiscali** producono tuttavia soltanto un **modesto impulso** in tale direzione.
- Non si parla più di «reflazione». **Prezzi e salari** cresceranno ancora **soltanto in misura modesta**, nonostante una situazione di piena occupazione.
- La **«normalizzazione» della politica monetaria** procede in modo estremamente **stentato**.

Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Research

Cina – L'economia dipende sempre di più dal sostegno statale

Crescita economica ottenuta a caro prezzo

Indebitamento delle famiglie e delle aziende non finanziarie in % del PIL



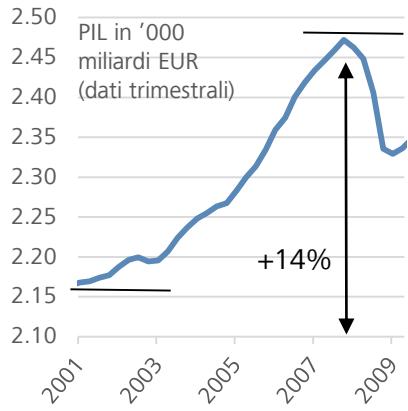
Fonte: BRI, Raiffeisen Research

	2015	2016	2017 p	2018 p
PIL	6.9%	6.7%	6.8%	6.3%
Inflazione	1.4%	2.0%	1.6%	2.1%

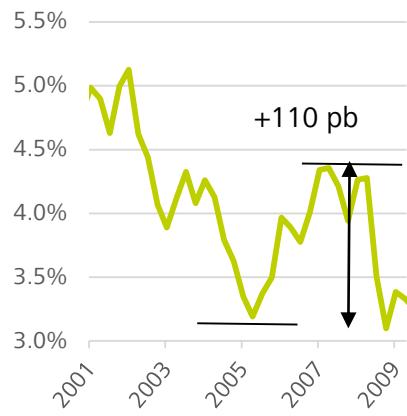
- I problemi strutturali della Cina non sono più un tema dominante sui mercati finanziari
- Il governo cinese ha stabilizzato l'economia con un **enorme incremento degli investimenti**, ripristinando così la fiducia dei mercati finanziari o almeno riuscendo a tranquillizzarli.
- Per il momento tuttavia **non si pone ancora realmente mano** alle riforme strutturali.
- **Oltre la metà** dei debiti delle aziende industriali sono in capo a **imprese statali**, le quale realizzano tuttavia **soltanto il 20% della creazione di valore**.
- La crescita economica per il 2018 sarà probabilmente di nuovo un po' più debole.

Eurozona – BCE senza mordente, incerta e titubante

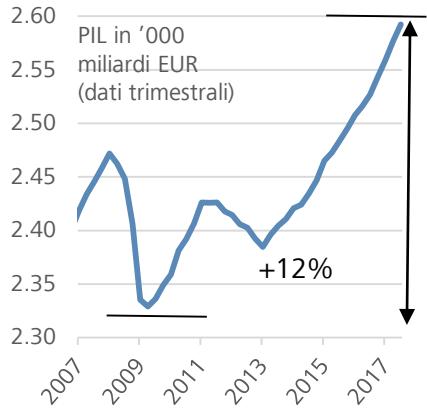
Ciclo congiunturale 2003-2007



Ciclo dei tassi 2003-2007
(tassi a 10 anni)



Ciclo congiunturale attuale



Ciclo dei tassi attuale
(tassi a 10 anni)



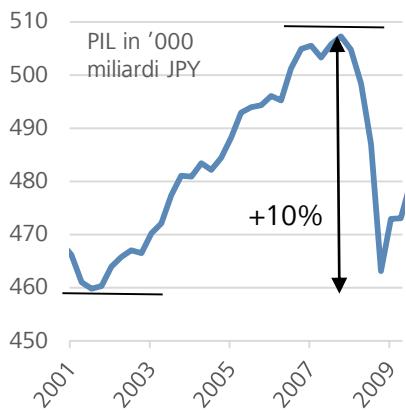
	2015	2016	2017 p	2018 p
PIL	1.9%	1.7%	2.3%	1.9%
Inflazione	0.0%	0.2%	1.5%	1.4%
Tasso di disoccupazione	10.9%	10.0%	9.1%	8.5%

- La BCE ha prorogato il proprio **programma di acquisto di obbligazioni** sino a **fine settembre 2018**, ma già da inizio anno ha dimezzato i volumi degli acquisti a 30 miliardi di euro al mese
- L'inflazione cresce soltanto in misura esigua e la «normalizzazione» della politica monetaria procede quindi a rilento
- Anche per il 2018 le prospettive congiunturali sono positive. Gli **indicatori di fiducia** si riconfermano ancora **eccellenti**. I rischi politici (elezioni in Italia in primavera, trattative sulla Brexit) restano tuttavia un aspetto da non trascurare.

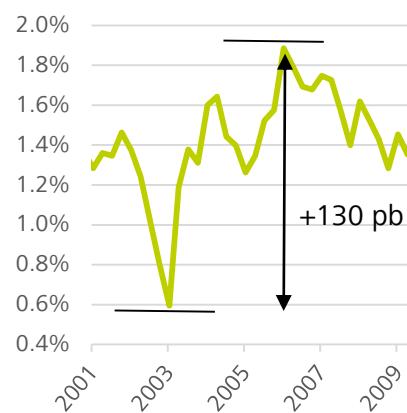
Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Research

Giappone – Scarsi frutti dall'esperimento dell'Abenomics

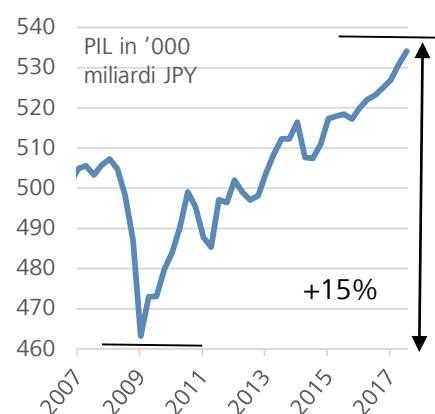
Ciclo congiunturale 2003-2007



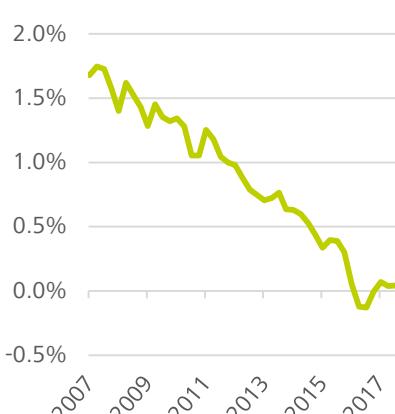
**Ciclo dei tassi 2003-2007
(tassi a 10 anni)**



Ciclo congiunturale attuale



**Ciclo dei tassi attuale
(tassi a 10 anni)**



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Research

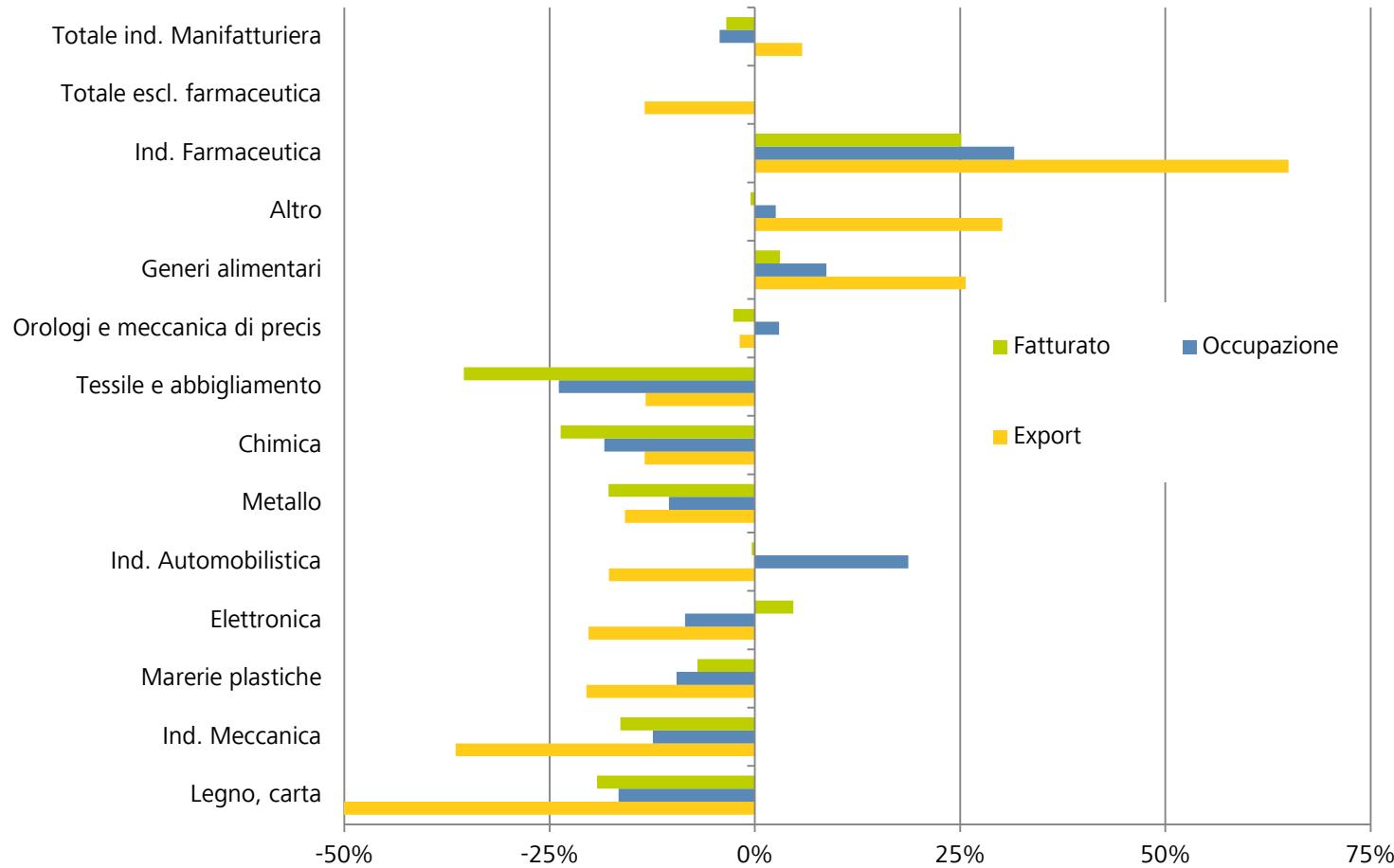
	2015	2016	2017 p	2018 p
PIL	1.2%	1.0%	1.5%	1.1%
Inflazione	0.8%	-0.1%	0.5%	0.8%
Tasso di disoccupazione	3.4%	3.1%	2.8%	2.7%

- Dopo una pluriennale fase di debolezza, negli ultimi tempi anche l'economia giapponese ha ritrovato un certo slancio.
- In rapporto ai massicci stimoli da parte del governo e della banca centrale, **i frutti appaiono tuttavia estremamente modesti**. La crescita è infatti zavorrata da problemi strutturali – in primis l'eccessivo invecchiamento della popolazione. In assenza di opportune riforme, l'**Abenomics** può rivelarsi soltanto un **fuoco di paglia** a breve termine.
- A differenza della Fed e della BCE, la «normalizzazione» della politica monetaria **non appare minimamente un tema in discussione**. Anche la politica fiscale permane espansiva nonostante l'**elevato deficit di bilancio e l'immenso debito pubblico**.

3 Svizzera

Performance settoriale dalla crisi finanziaria (2007)

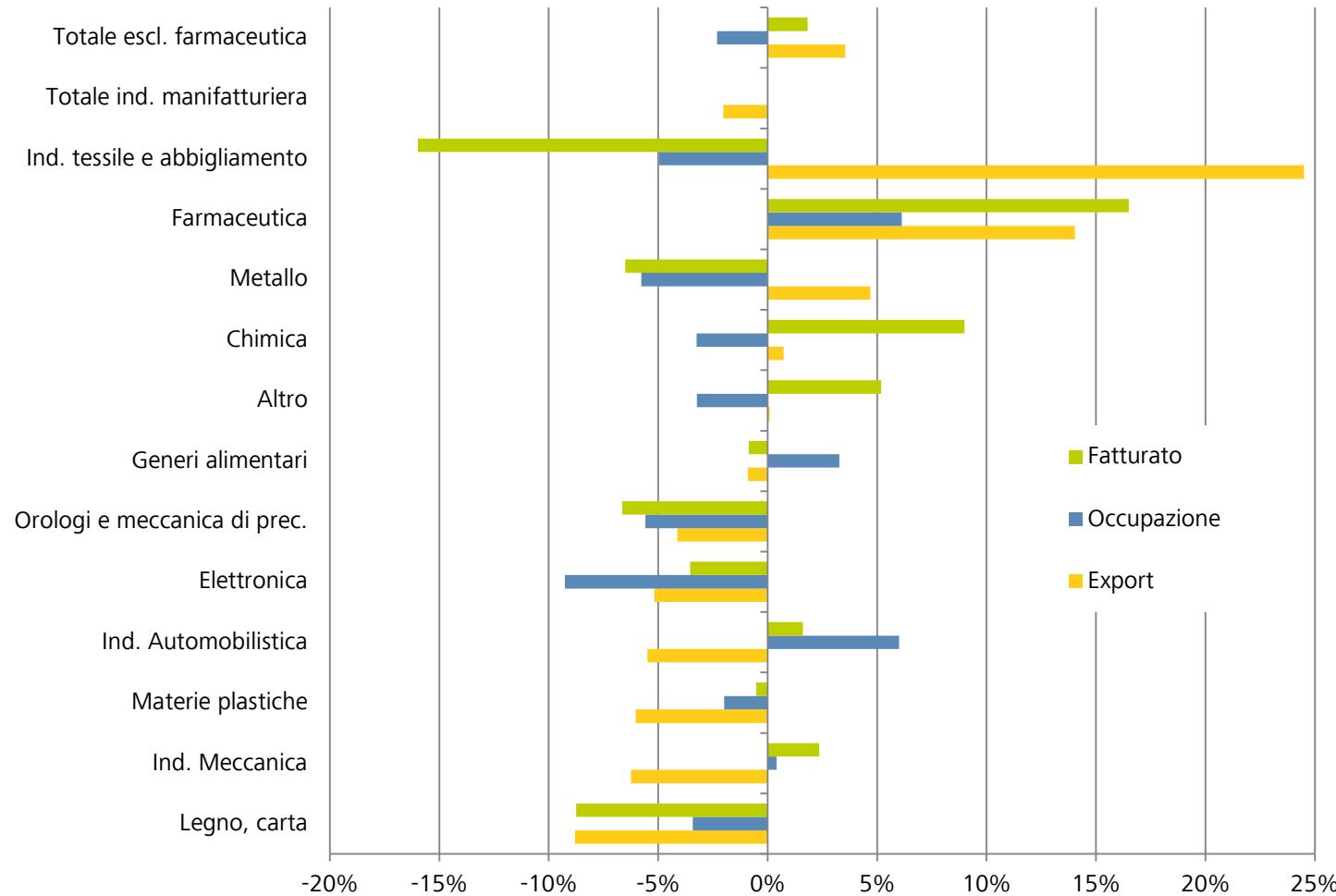
(Elenco ordinato per esportazioni, «totale escl. sett. farmaceutico» disponibile solo per esportazioni, non per fatturato e occupazione)



Fonte: UST, Raiffeisen Research

Performance settoriale dallo shock del franco (T3 2014)

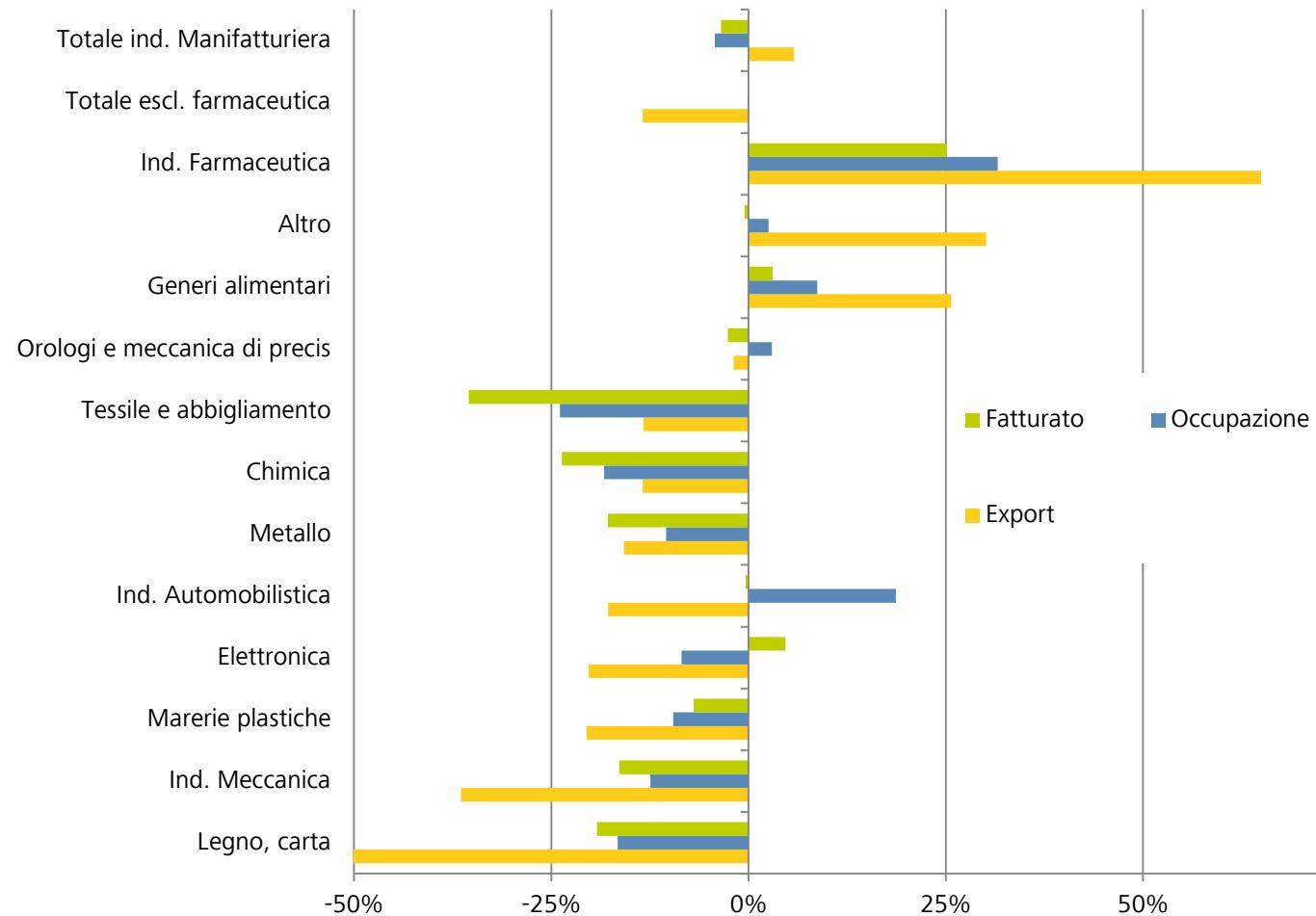
(Elenco ordinato per esportazioni, «totale escl. sett. farmaceutico» disponibile solo per esportazioni, non per fatturato e occupazione)



Fonte: UST, Raiffeisen Research

Performance settoriale per i mesi gen.-sett. 2017, raffronto con l'anno precedente

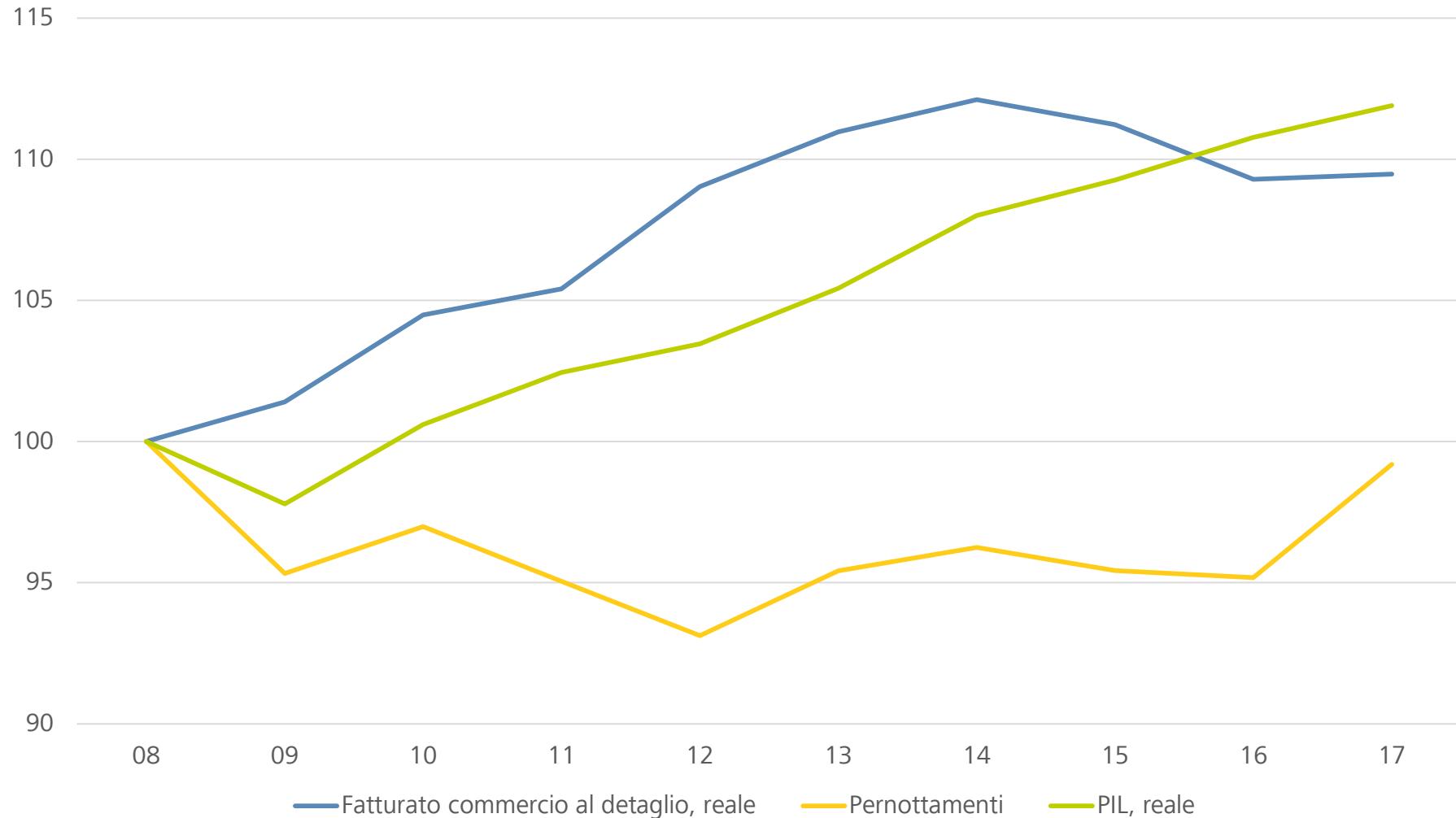
(ordinato per esportazioni, «totale escl. sett. farmaceutico» disponibile solo per esportazioni,
non per fatturato e occupazione)



Fonte: UST, Raiffeisen Research

Commercio al dettaglio e settore alberghiero in calo

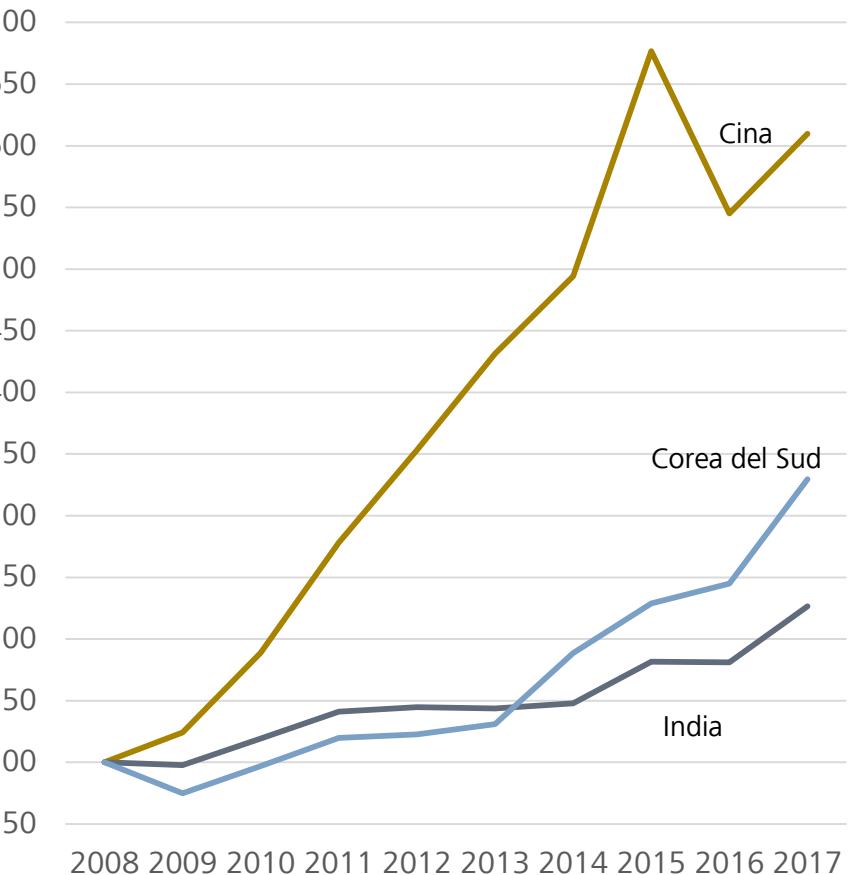
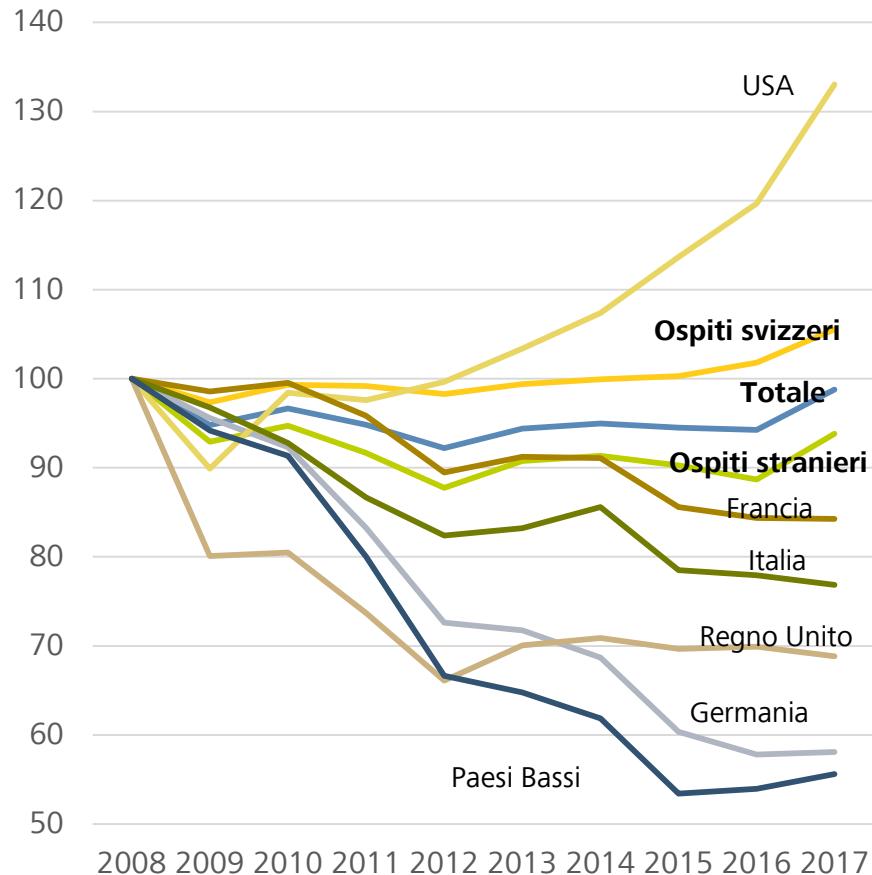
2008 = 100



Fonte: UST, SECO, Raiffeisen Research

Settore alberghiero: Germania addio?

Pernottamenti dei dieci maggiori Paesi di provenienza, 2008 = 100

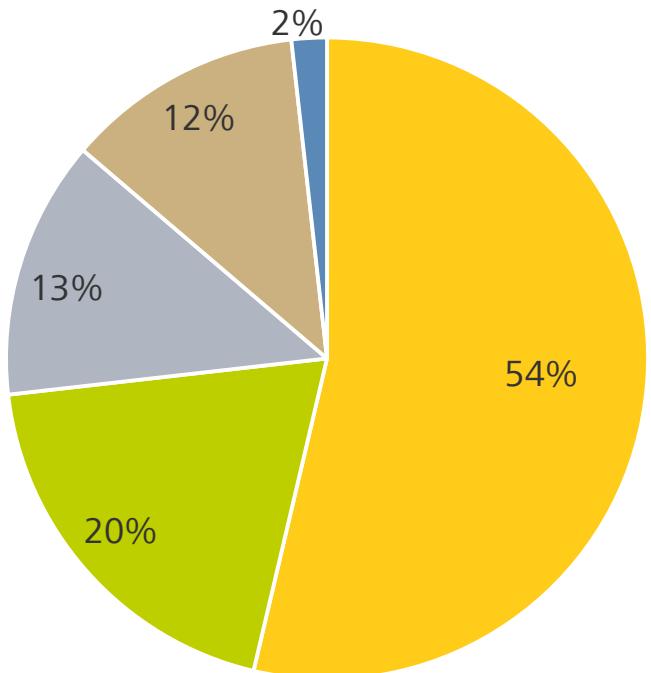


Fonte: UST, Raiffeisen Research

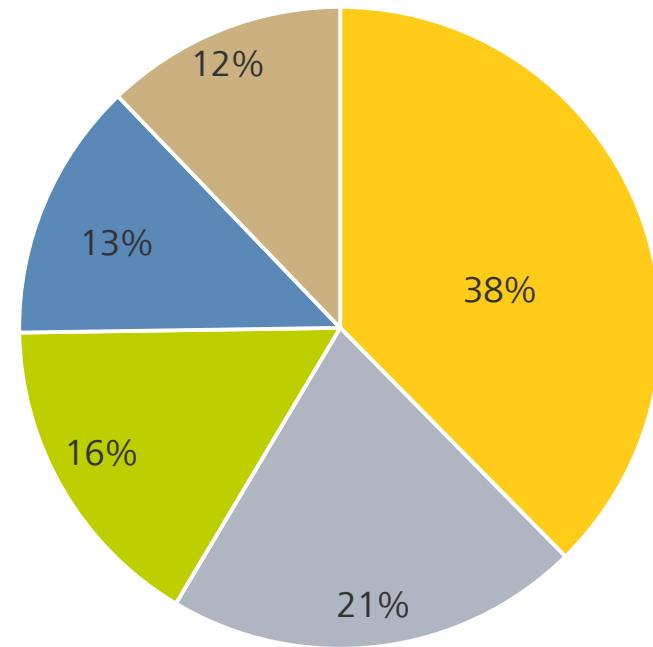
Settore alberghiero: il futuro è a Oriente

Pernottamenti (gen-ott) dei 5 principali Paesi di provenienza e rispettiva quota sul totale dei Top 5

2008



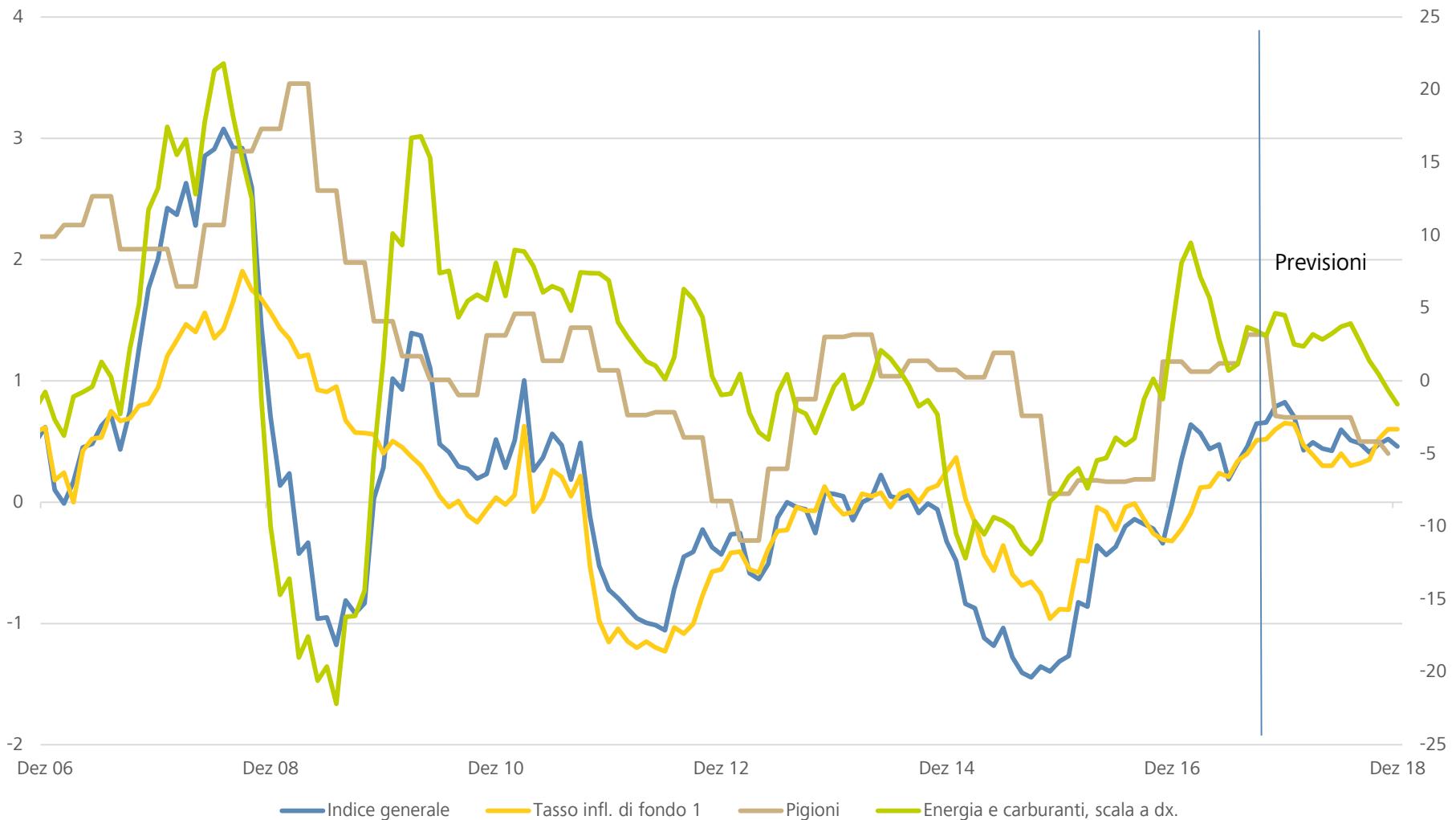
2017



■ Germania ■ USA ■ Grande-Bretagne ■ Cina ■ Francia

Livello dei prezzi stabile anche nel 2018

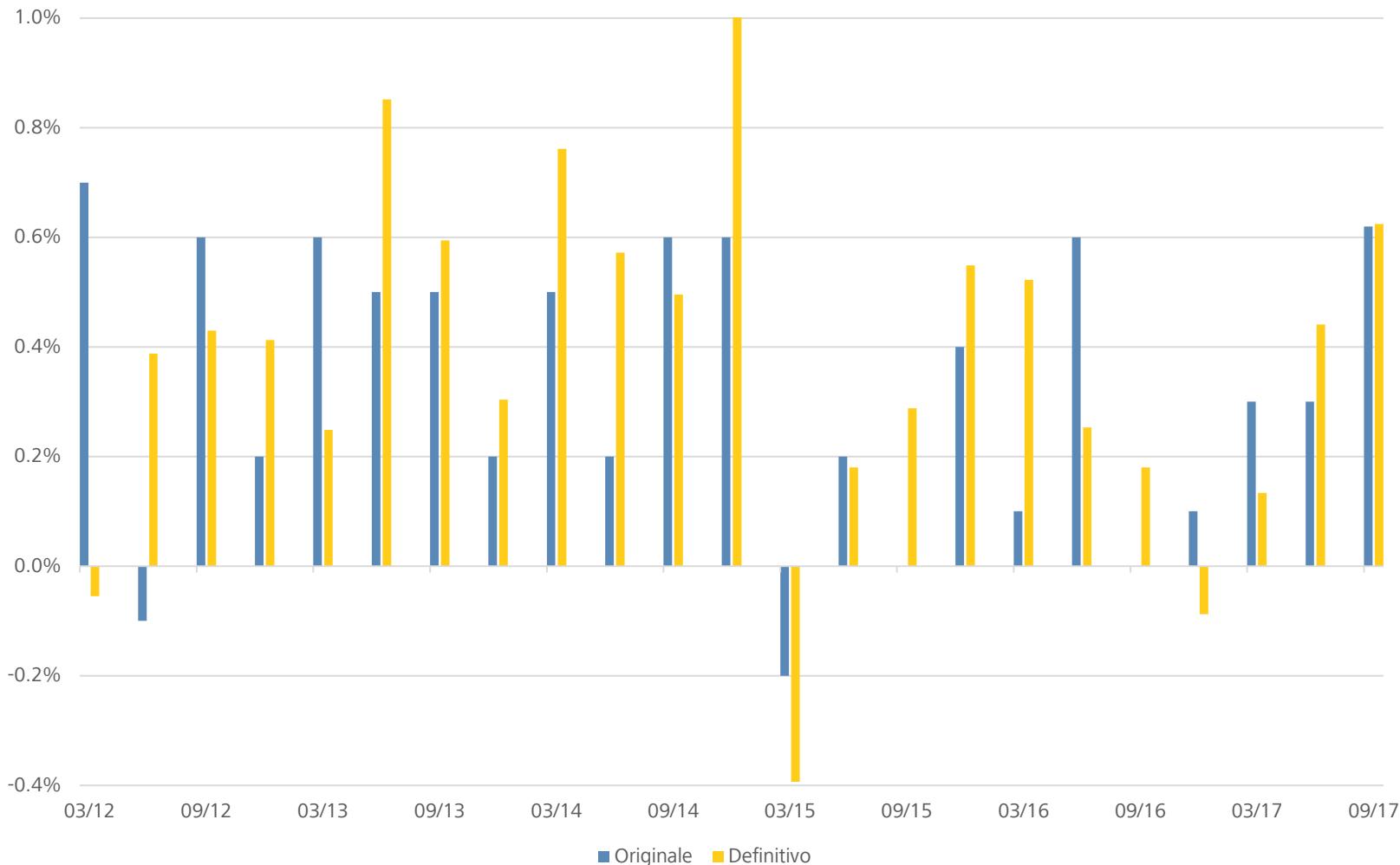
Indice dei prezzi al consumo e componenti, rispetto all'anno precedente, in %



Fonte: UST, Raiffeisen Research

Stime per il PIL: volo cieco con frequenza trimestrale

Crescita del PIL rispetto al trimestre precedente



Fonte: SECO, Raiffeisen Research

4 Tasso di cambio – croce e delizia

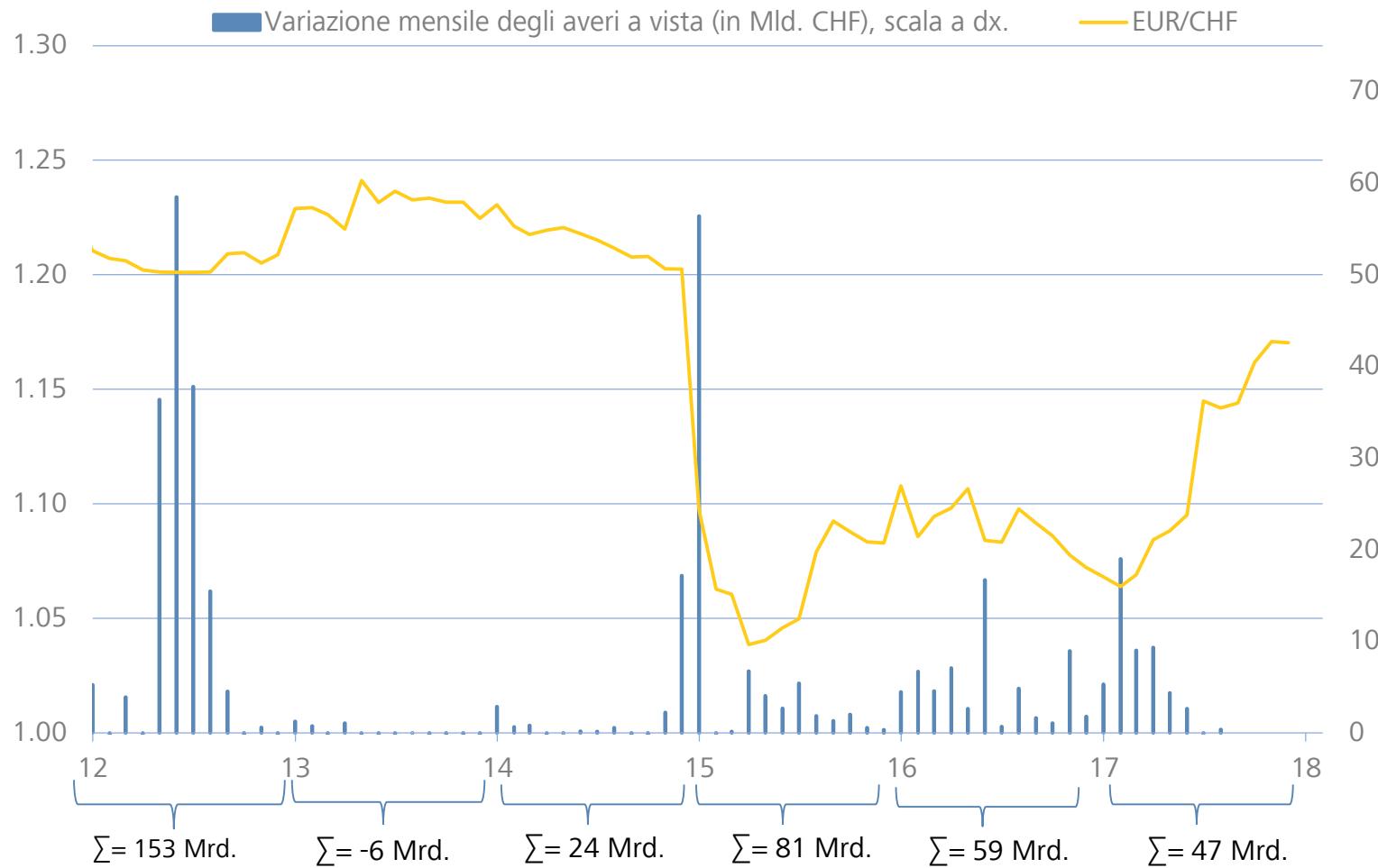
Rincorsa continua dietro il tasso di cambio

EUR/CHF e variazione annuale dal 2008



Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Research

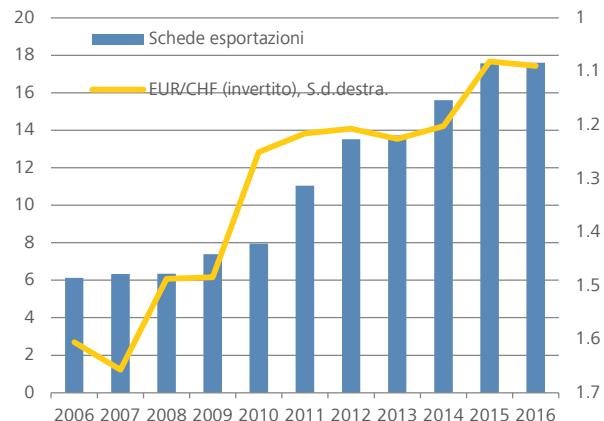
I soli tassi d'interesse negativi non sono stati in grado di raddrizzare la situazione



Fonte: Bloomberg, BNS, Raiffeisen Research

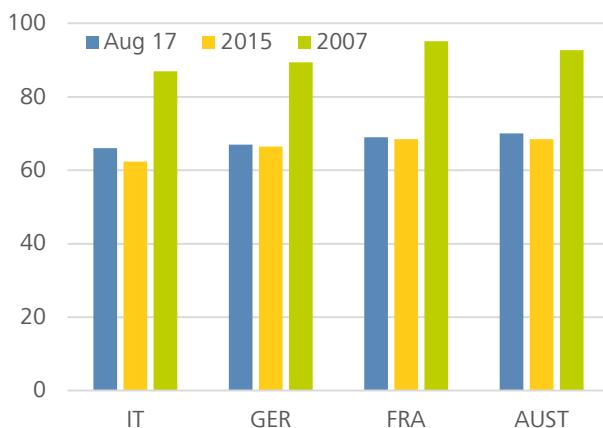
Boom dello shopping a Costanza, dove si colloca il *fair value*?

Fatture di esportazione presso gli uffici doganali centrali di Singen e Lörrach (in milioni)



Fonte: uffici doganali centrali, Raiffeisen Research

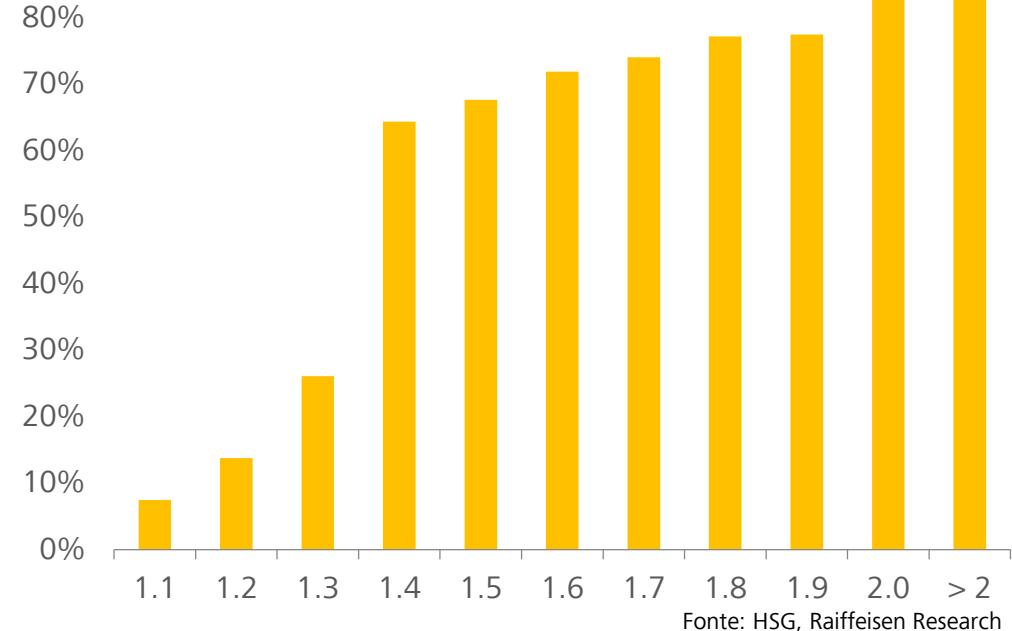
Livelli dei prezzi comparabili per le spese di consumo private in base alla parità del potere d'acquisto (CH=100)



Fonte: OCSE, Raiffeisen Research

Sondaggio sul turismo dello shopping

Quanto dovrebbe valere 1 EUR per una riduzione sostanziale del numero di persone che fanno la spesa all'estero? Esempio: a partire da 1.40 EUR/CHF il 64% delle persone non si recerebbe più a fare la spesa nelle zone limitrofe dei Paesi confinanti.



Fonte: HSG, Raiffeisen Research

5 Previsioni

Previsioni congiunturali

Congiuntura	2014	2015	2016	Previsione per il 2017	Previsione per il 2018
PIL					
Crescita annuale media (in %)					
Svizzera	2,5	1,2	1,4	1,0	2,1
Germania	1,6	1,5	1,8	2,5	2,0
Eurozona	1,3	1,9	1,7	2,3	1,9
USA	2,4	2,6	1,6	2,2	2,5
Cina	7,3	6,9	6,7	6,8	6,3
Giappone	0,2	1,2	1,0	1,5	1,1
Globale (PPP)	3,4	3,1	3,1	3,7	3,7
Inflazione					
Media annuale (in %)					
Svizzera	0,0	-1,1	-0,4	0,5	0,6
Germania	0,9	0,2	0,5	1,7	1,7
Eurozona	0,4	0,0	0,2	1,5	1,4
USA	1,6	0,1	1,3	2,1	2,1
Cina	2,0	1,4	2,0	1,6	2,1
Giappone	2,8	0,8	-0,1	0,5	0,8

Previsioni per i mercati finanziari

Mercati finanziari	2015	2016	Attuale*	Previsione a 3 mesi	Previsione a 12 mesi
Libor a 3 mesi					
Fine anno (in %)					
CHF	-0,76	-0,73	-0,74	-0,75	-0,75
EUR	-0,13	-0,32	-0,33	-0,35	-0,35
USD	0,61	1,00	1,70	1,50	2,00
JPY	0,08	-0,05	-0,03	0,00	0,00
Tassi d'interesse sul mercato dei capitali					
Rendimenti dei titoli di Stato decennali (a fine anno; rendimento in %)					
CHF	-0,06	-0,18	-0,14	0,1	0,5
EUR (Germania)	0,66	0,23	0,46	0,6	1,0
EUR (PIIGS)	2,05	2,01	1,92	2,2	2,5
USD	2,30	2,45	2,47	2,6	2,8
JPY	0,26	0,04	0,06	0,1	0,1
Tassi di cambio					
Fine anno					
EUR/CHF	1,09	1,07	1,18	1,16	1,20
USD/CHF	1,00	1,02	0,98	0,99	0,98
JPY/CHF (per 100 JPY)	0,83	0,87	0,86	0,85	0,89
EUR/USD	1,09	1,05	1,21	1,17	1,22
USD/JPY	120	117	113	116	110
Materie prime					
Fine anno					
Petrolio (Brent, USD/barile)	37	57	67	58	55
Oro (USD/oncia)	1061	1152	1318	1250	1250

*09.01.2018

Fonte: Bloomberg, Raiffeisen Svizzera

Svizzera – Previsioni dettagliate

	2012.0	2013.0	2014.0	2015.0	2016.0	2017p	2018p
PIL, reale, variazione in %	1.0	1.9	2.5	1.2	1.4	1.0	2.1
Consumo privato	2.3	2.6	1.3	1.8	1.5	1.2	1.5
Consumo statale	1.5	2.3	2.2	1.2	1.6	1.5	1.6
Investimenti per impianti e attrezzature	3.7	-1.0	2.8	2.8	4.4	2.9	3.3
Investimenti edilizi	2.9	3.3	3.2	1.5	0.9	1.2	0.7
Esportazioni	3.1	0.0	5.2	2.1	6.8	3.4	4.6
Importazioni	4.4	1.5	3.3	3.0	4.8	2.4	4.5
Tasso di disoccupazione in %	2.9	3.2	3.0	3.2	3.3	3.2	3.1
Inflazione in %	-0.7	-0.2	0.0	-1.1	-0.4	0.5	0.6
			2014.0	2015.0	2016.0	in 3M	in 12M
Interessi							
		3M Libor	-0.06	-0.73	-0.75	-0.75	-0.75
		10 Anni	0.29	-0.18	-0.15	0.10	0.50

5 Sintesi

La borsa stende l'economia reale.



Il due davanti alla virgola

- Buone notizie: nel 2018 la Svizzera dovrebbe crescere di almeno due punti percentuali, in primis perché il motore della congiuntura mondiale corre a pieni giri e in modo piuttosto sincrono e perché il franco non è più sopravvalutato in modo così estremo come a inizio 2017.
- I prezzi permangono stabili(!), a fronte di uno scenario di occupazione pressoché piena.
- Le distorsioni delle cifre del PIL dell'economia svizzera, piccola e molto aperta, sono tuttavia notevoli. Fattori quali le variazioni delle scorte, il commercio di transito (materie prime, metalli preziosi e oggetti di valore), gli scostamenti statistici ultimamente anche gli eventi sportivi internazionali inducono a dubitare che il PIL sia ancora un indicatore idoneo come misura per la performance economica.
- Anche nel 2018 la bolla sul mercato immobiliare non sembra destinata a scoppiare.
- Un atterraggio morbido (*soft landing*) sul mercato delle abitazioni di proprietà resta il nostro scenario principale, mentre per gli immobili di reddito qualche offerente potrebbe restare scottato.
- Le fonti dei potenziali rischi sono i mercati finanziari e non la politica. Parole chiave: debito pubblico e politica monetaria, ovvero combinazione di questi due fattori; valutazioni elevate sui mercati azionari; leva finanziaria.