

Frenata della BNS

Con il concretizzarsi della ripresa economica è inevitabile un aumento dei tassi. La Banca Nazionale Svizzera ha già stretto leggermente le briglie della sua politica monetaria.

Thomas Flury



Dopo che la politica monetaria espansiva degli ultimi anni ha prodotto i suoi frutti, la BNS è tornata a tirare per la prima volta la leva del freno. Il 17 giugno ha ampliato la fascia obiettivo del Libor a 3 mesi allo 0-1%, operando di fatto un aumento dei tassi dello 0,25%. La BNS giustifica questa manovra con aspettative inflazionistiche più elevate nel breve termine. Il graduale irrigidimento della politica monetaria dovrebbe incidere solo in modo limitato sulla dinamica economica. Anche ipotizzando ulteriori interventi moderati sui tassi, gli effetti di compressione marginale dell'economia reale non si vedranno prima dell'inizio del 2005. Manteniamo pertanto invariate le nostre previsioni di crescita del PIL, pari all'1,9% per l'anno in corso e al 2,1% per il prossimo anno.

Output gap

Con rara univocità quasi tutti gli indicatori tracciano attualmente un quadro di solida ripresa per l'economia svizzera (cfr. pag. 10 e segg.).

All'economista lungimirante si impone tuttavia sin d'ora la domanda di quanto l'economia potrà ancora crescere prima che si verifichino problemi di capacità. In gergo economico si parla in questo caso di «output gap».

Il concetto di output gap (scarto di crescita) si basa sull'idea che ogni economia abbia in sé una crescita potenziale neutrale per la stabilità. Secondo la BNS, attualmente quest'ultima si attesterebbe per la Svizzera all'1,5%. Ciò significa che l'economia elvetica può crescere annualmente dell'1,5% in termini reali senza attivare l'inflazione. Semplificando il concetto, la crescita media di lungo periodo deve corrispondere alla crescita potenziale. Il concetto ammette comunque una certa flessibilità, poiché ad anni di crescita inferiore alla media possono senz'altro seguire anni di crescita superiore alla media prima che un'economia raggiunga i propri limiti di capacità innescando la spirale inflazionistica. I nostri calcoli indicano che l'output gap svizzero si attesta attualmente

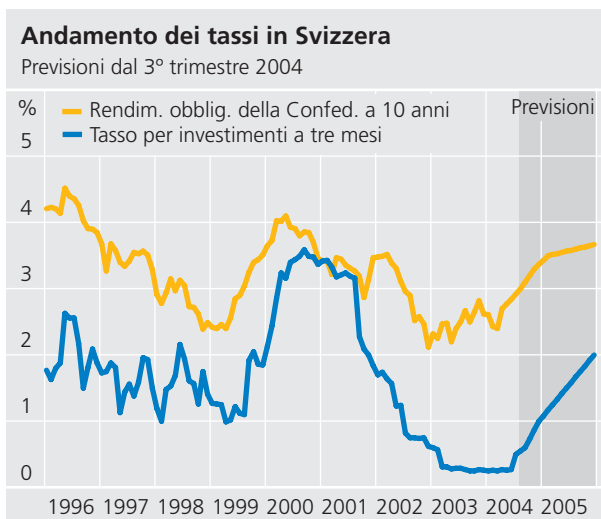
al 2% circa. In termini cumulativi, l'economia può dunque crescere del 2% circa oltre il potenziale dell'1,5% prima che il rincaro diventi un problema serio e difficile da contrastare. Secondo la BNS, uno scarto di tale entità potrà essere colmato al più presto a fine 2005.

La BNS e l'output gap

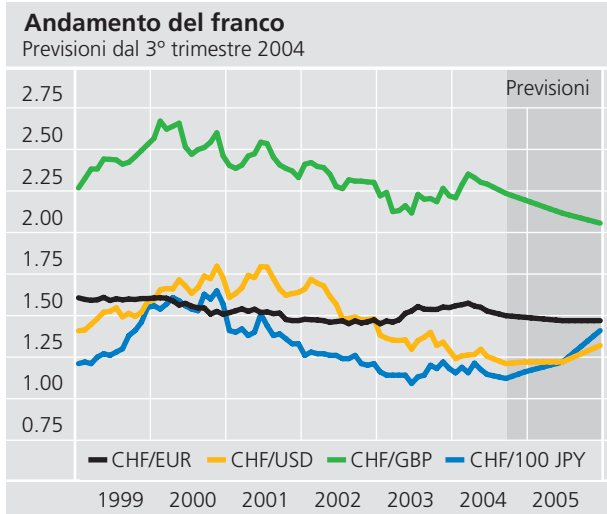
Per la BNS e le sue decisioni di aumento dei tassi, l'esistenza di un output gap svolge un ruolo decisivo. Uno scarto molto ampio lascia largo spazio a una politica monetaria espansiva, mentre poco prima della sua chiusura è necessaria una grande «sensibilità» in termini di livello dei tassi e di comunicazione. Attualmente ci troviamo in una fase di transizione. Sino a poco tempo fa, grazie a enormi capacità eccedenti la politica monetaria poteva espandersi quasi senza limiti. Se però si considera che la decisione sui tassi presa oggi esplicherà concretamente i suoi effetti solo tra un anno e mezzo e tre anni, la BNS deve riflettere sin d'ora su possibili impasse future.

Nessun concetto è privo di critiche

Il concetto di output gap può essere esaminato da molteplici punti di vista. Da un lato, l'idea di una crescita potenziale stabile è fondamentalmente irrealistica. Occorre tenere conto di molti fattori dinamici che intervengono quali l'assetto demografico, la quota fiscale e l'efficienza fiscale, la concorrenza sul mercato del lavoro, la permeabilità dei confini nazionali, la crescita potenziale all'estero ecc. La crescita media dell'economia svizzera si è attestata negli ultimi dieci anni all'1,1%. È largamente accettata l'idea che una cre-



Il primo passo mosso a giugno dalla BNS verso una politica monetaria meno espansiva farà aumentare prima del previsto gli interessi del mercato monetario. Sul mercato delle obbligazioni le aspettative inflazionistiche più elevate dovrebbero essere integrate abbastanza in fretta nei corsi, appiattendosi così l'aumento del rendimento.



Mentre si prospetta un rinsaldamento dell'USD, sembra terminata la fase di debolezza del franco nei confronti dell'euro, grazie al ruolo di maggiore spicco della Svizzera in materia di economia e politica dei tassi. Il franco dovrebbe presentare una netta rivalutazione anche nei confronti della sterlina inglese.

2004. Per quanto concerne i rendimenti delle obbligazioni di stato decennali, manteniamo invariata la stima di un graduale aumento al 3,4% entro fine anno sulla base di uno scenario economico intatto, seguito da un netto rallentamento. Questo pronostico riflette la convinzione che il prevedibile rialzo moderato dell'inflazione venga scontato relativamente presto dai rendimenti.

Il corso di cambio reagirà ancora

Negli ultimi mesi il franco si è nettamente rafforzato e dovrebbe consolidare questa tendenza. Si tratta di un normale fenomeno ciclico: fintanto che la BNS resta su una linea molto espansiva, CHF/EUR quota nettamente al di sopra della parità dei poteri d'acquisto, stimata attualmente a 1.48. Al termine di questa espansione il franco tornerà ad apprezzarsi. Seguendo questo vecchio schema, prevediamo che la BNS fissi un limite virtuale a un livello di corso modesto e pensiamo che ciò avvenga attorno a CHF/EUR 1.47 nel ciclo attuale. Se si dovesse scendere sotto questo valore, con grande probabilità la BNS interverrà verbalmente e/o aumenterà l'approvvigionamento di liquidità. Per i prossimi dodici mesi pronostichiamo pertanto una stabilizzazione del corso di cambio in quest'area. Per il corso CHF/USD prevediamo un trend laterale. Occorre tuttavia osservare che la volatilità può raggiungere livelli elevati. In genere i mercati monetari reagiscono con nervosismo alle notizie di imminenti aumenti dei tassi. A ciò si aggiunge la profonda incertezza circa l'effettivo risanamento del deficit USA. ■

scita media tanto modesta non possa essere equiparata alla crescita potenziale. Ma come potrebbe essersi modificata la «crescita normale»? La concorrenza sul mercato del lavoro e la permeabilità delle frontiere incrementeranno la crescita potenziale grazie agli accordi bilaterali siglati con l'UE. D'altro canto, la situazione demografica sembra suggerire piuttosto valori leggermente inferiori. Sebbene la quota fiscale sia aumentata negli ultimi anni, una ripresa economica potrebbe influenzarla di nuovo positivamente e innalzare così la crescita potenziale. Vi sono molti argomenti a favore di un riorientamento del corso di politica monetaria, sia esso risoluto o più moderato.

«Guidance» è la chiave del successo

Dopo oltre un decennio di crescita inferiore alla media, la chiave del successo è costituita da un piano monetario chiaro. A fronte di questo dato di fatto, per l'attuale ciclo economico prevediamo tendenzialmente un aumento dei tassi prudente. Secondo i nostri calcoli, il valore equo a lungo termine per le obbligazioni di stato decennali si attesta appena sotto al 4%, mentre il Libor a tre mesi dovrebbe situarsi mediamente in prossimità del 3%. Un temporaneo

superamento di questi valori è possibile nella fase avanzata di ripresa. Attualmente prevediamo che questi valori equi di lungo periodo saranno raggiunti verso la fine del 2006. In funzione del tipo di stretta operata dalla BNS la nostra stima temporale dovrà essere anticipata o posticipata.

Resta ancora da vedere, in questo contesto, quale incidenza avrà il prezzo del petrolio, aumentato a sorpresa negli ultimi mesi. Secondo la nostra stima delle tendenze per l'economia globale, esso ha leggermente aumentato l'inflazione media. Da qui alla fine del 2004 prevediamo per la Svizzera tassi d'inflazione annui superiori all'1%; i mercati dei tassi saranno inoltre influenzati anche da maggiori aspettative inflazionistiche. L'applicazione alla Svizzera della «regola di Taylor» (cfr. riquadro a pag. 11 e grafico a pag. 12) suggerisce per l'anno corrente un aumento dei tassi di almeno 50-75 pb. Dopo la decisione sui tassi di metà giugno, ci aspettiamo entro il 2004 un ulteriore aumento di complessivi 50 pb, realizzato in due fasi a settembre e dicembre oppure con un unico intervento verso fine anno. Aumenta così dallo 0,8% all'1% la nostra previsione per il tasso del mercato monetario a tre mesi a fine

thomas.flury@ubs.com
☎ 01-234 67 73