



andreas.hoefert@ubs.com

«Il ripiegamento dei mercati finanziari è il principale rischio per la congiuntura mondiale.»

## Crescita contenuta, ma non debole

Alla luce dei recenti avvenimenti sulle piazze USA, prevediamo per il 2008 un rallentamento della crescita globale. Il vigore inalterato dei Paesi emergenti dovrebbe comunque sostenere la solida espansione dell'economia mondiale.

Il 2007 ha visto un andamento eterogeneo della congiuntura mondiale: nel primo semestre Europa e Asia hanno messo a segno una crescita di tutto rispetto mentre i dati USA hanno subito una flessione. Si tratta di uno sganciamento destinato a durare nel tempo? Negli ultimi anni molte economie si sono effettivamente sempre più affrancate dal vincolo americano. I grossi Paesi emergenti stanno assumendo un crescente peso economico. Parallelamente però la crisi americana dei mutui subprime ha messo in luce ancora una volta la forte interdipendenza tra i mercati finanziari mondiali.

### USA: proseguono le correzioni del mercato immobiliare

Il ridimensionamento del comparto degli immobili residenziali, avviato negli USA già due anni fa, si è accentuato nel 2007. A suo tempo avevamo ipotizzato che gli effetti collaterali di tali correzioni si sarebbero fatti sentire innanzitutto sui consumi interni. In realtà la prima vittima della crisi subprime è stato il settore finanziario. Solo ora le ricadute negative investono anche i consumatori, senza risparmiare neanche il mercato del lavoro. A nostro avviso gli USA dovrebbero essere in grado di evitare una recessione. Un ruolo fondamentale è ricoperto dalla Banca centrale statunitense, che in settembre ha iniziato ad abbassare i tassi guida per arginare le difficoltà accusate dalle piazze finanziarie. Prevediamo ulteriori tagli che ridurranno i Fed fund rate al 4% nel primo trimestre del 2008.

### Europa: crescita contenuta ma solida

Lo slancio congiunturale in Europa ha perso, nei primi sei mesi del 2007, parte della sua energia, in particolare nell'ambito dei consumi. Gli investimenti aziendali sono rimasti a livelli comunque consistenti, riflettendo così l'alto grado di sfruttamento delle capacità produttive, il soddisfacente ritorno reddituale e le aspettative ottimistiche delle imprese. A ciò si aggiunge la crescita ininterrotta delle esportazioni. Le nostre previsioni indicano una leggera accelerazione degli aumenti retributivi nel 2008 e nel 2009. La maggiore disponibilità economica delle famiglie darà un forte impulso ai consumi, soprattutto in Germania. L'orizzonte sarà tuttavia offuscato dalle recenti bufere sui mercati finanziari e dalle possibili nubi minacciose che possono addensarsi sull'economia reale. In media, nel 2007, la crescita dei 13 Paesi UME si è attestata attorno al 2,6%; per il 2008 stimiamo un arretramento all'1,8%. In questo contesto la Banca centrale europea dovrebbe mantenere stabili i tassi fino al 2009 inoltrato.

### Asia: l'inflazione in Cina impone nuove strette monetarie

Dopo un'ascesa vertiginosa dell'economia cinese nel 2007 pari all'11,1%, prevediamo per l'anno in corso un rallentamento al 9,8%. Riteniamo che uno dei maggiori ostacoli sia rappresentato dalle crescenti spinte inflazionistiche su cui, a nostro avviso, le autorità interverranno con determinazione. Le nuove misure restrittive dovrebbero raffreddare il clima congiunturale e consentire un ulteriore apprezzamento del CNY.

Dopo aver aperto il 2007 in bellezza, l'economia giapponese ha rallentato il passo a causa di una progressiva flessione delle attività d'investimento e dell'edilizia residenziale. Siamo però del parere che la domanda interna riprenderà quota. Dall'1,8% registrato lo scorso anno la crescita media del PIL dovrebbe collocarsi nel 2008 attorno all'1,6%. È poco verosimile che i tassi guida vengano ritoccati. Anche per la maggior parte degli altri Paesi asiatici prevediamo una crescita leggermente più attenuata. L'unica eccezione è costituita dall'India che nell'anno in corso ripeterà con ogni probabilità l'exploit del 2007, mettendo a segno una progressione pari a circa l'8,5%.

Presupponendo una buona tenuta nel 2008 della crescita dei maggiori Paesi emergenti come il Brasile, la Russia e il Messico, attendiamo per l'economia mondiale un ulteriore rafforzamento. Per la Svizzera ciò si traduce in un leggero affievolimento degli impulsi provenienti dal commercio estero, che dovrebbero comunque sostenere il quadro congiunturale. ■

## Economia svizzera ancora robusta

Le turbolenze che hanno investito i mercati finanziari internazionali non hanno ancora fatto sentire i loro effetti negativi sull'economia svizzera. Nel terzo trimestre 2007 la crescita del PIL in termini reali ha accelerato ulteriormente il suo ritmo, supportata ancora dalla quasi totalità dei settori. Sebbene le nostre previsioni si mantengano ottimistiche, resta l'incognita dei mutui subprime: il temporale USA passerà o si tramuterà in uragano?

### Congiuntura mossa dall'interno

Da ormai quattro anni l'economia svizzera procede a gonfie vele, imprimendo impulsi sempre più decisi al mercato del lavoro. Al netto delle fluttuazioni stagionali, la quota di disoccupati in novembre 2007 si è attestata al 2,6% – nettamente al di sotto del 3,7% registrato due anni fa. La situazione favorevole ha incentivato la creazione di nuovi posti di lavoro. Rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso, nel terzo trimestre 2007 si è assistito a un aumento degli addetti, in equivalenti a tempo pieno, di ben il 2,7%. Riteniamo che la tendenza continuerà nell'anno in corso e che la percentuale di disoccupazione scenderà a tratti sotto la soglia del 2%. Basandoci sui dati emersi dall'inchiesta salariale svolta da UBS, prevediamo inoltre che le retribuzioni di base aumenteranno del 2,4%. Le prospettive molto promettenti sul versante dell'occupazione e dei redditi dovrebbero tradursi in una maggiore propensione alla spesa da parte delle famiglie, rendendo così i consumi privati il principale propulsore della crescita. L'elemento più rischioso in questo quadro a tinte rosee potrebbe essere rappresentato da un drastico e duraturo calo delle piazze finanziarie e da un conseguente calo della fiducia dei consumatori.

Una crescente domanda di beni di consumo determina in genere un aumento più consistente delle importazioni. Alla luce del leggero raffreddamento economico atteso su scala mondiale, pensiamo che i livelli elevati dell'export degli anni passati non possano essere mantenuti, anche in considerazione dell'apprezzamento del franco da noi previsto, che avrà un'azione inibente sulla domanda dall'estero. Nell'insieme quindi il contributo alla crescita delle esportazioni nette dovrebbe notevolmente ridursi.

### Improbabile una contrazione del credito

È possibile che l'attuale crisi creditizia su scala globale possa causare in Svizzera una minore disponibilità di fondi o un rialzo dei tassi dei crediti bancari a scapito delle piccole e medie imprese? Le banche elvetiche hanno imparato la lezione dopo la crisi dei mercati creditizi e immobiliari degli anni '90, cambiando la prassi di erogazione dei crediti alle aziende: da un finanziamento della sostanza si è passati a procedure di concessione basate sul principio dei flussi reddituali futuri. Così facendo, si eliminano quasi completamente gli eccessi e le distorsioni nell'erogazione dei crediti come quelli verificatisi sul mercato ipotecario USA, evitando di dover intervenire a posteriori. Inoltre, nella prima fase dell'espansione molte aziende hanno finanziato i propri progetti d'investimento con le abbondanti liquidità a disposizione; la richiesta di crediti bancari si è fatta quindi sentire in modo massiccio solo negli ultimi trimestri. Se il grado di sfruttamento delle capacità produttive resta agli alti livelli attuali – attorno al 90% – le attività d'investimento all'interno dell'economia svizzera dovrebbero per il momento mantenersi sostenute. La concorrenza tra gli istituti bancari, ancora molto accesa, dovrebbe permettere di coprire senza problemi il fabbisogno di finanziamenti creditizi che ne deriva. Non si prospettano quindi frenate nella concessione dei crediti da parte delle banche in Svizzera. Un'eventuale riduzione delle attività di investimento nel corso dell'anno sarà dovuto soprattutto a una valutazione meno ottimistica delle prospettive congiunturali e di vendita delle aziende e a un ridimensionamento del budget destinato agli investimenti.

Prevediamo nel complesso un andamento ancora robusto della congiuntura, pur con una attenuazione nel corso dell'anno. Le nostre stime collocano la crescita del PIL in termini reali al 2,3% nel 2008 e all'1,8% nel 2009, nel range più elevato del potenziale dell'economia nazionale. Le buone prospettive sono oscurate però dalle incertezze sugli sviluppi della crisi dei mutui USA. Il pericolo più grave potrebbe essere rappresentato dal passaggio dell'economia statunitense a una fase di vera e propria recessione, un fenomeno che provocherebbe una decelerazione della congiuntura globale molto più marcata di quanto ipotizzato e una pressione sui mercati finanziari ancora più forte. Il ruolo fondamentale dell'export e del settore finanziario per l'economia svizzera amplificherebbe le conseguenze di uno scenario del genere. Vi sono tuttavia buone probabilità che non si arrivi a questi estremi. ■

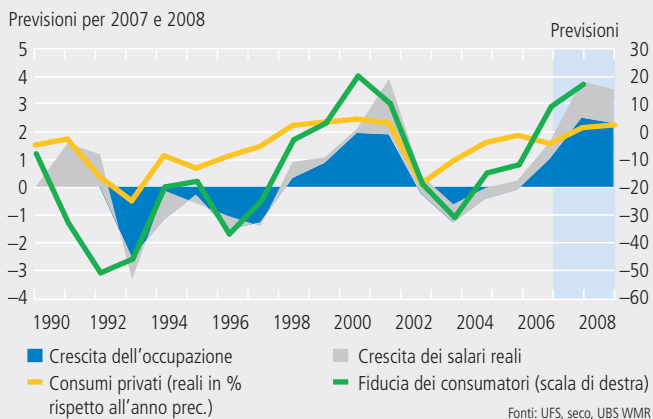


[georg-felix.brill@ubs.com](mailto:georg-felix.brill@ubs.com)

«Sul cielo congiunturale potrebbero addensarsi delle nuvole.»

## Previsioni in sintesi

## Attesa forte crescita di occupazione e salari



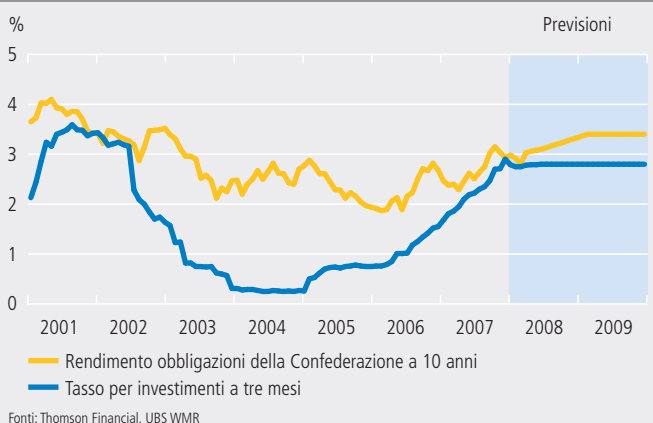
In base al sondaggio salariale UBS, nel 2008 le retribuzioni nominali in Svizzera dovrebbero aumentare del 2,4%. Contemporaneamente si sta delineando una netta espansione degli organici. Con ogni probabilità i due fattori rilanceranno i consumi privati.

## Indicatori economici per la Svizzera

Variazioni reali in % rispetto all'anno precedente						
	Livello*	2005	2006	2007P	2008P	2009P
<b>Prodotto interno lordo</b>	464,0	2,4	3,2	2,6	2,3	1,8
Consumi privati	274,0	1,8	1,5	2,1	2,2	1,5
Consumi pubblici	50,4	0,5	-1,4	-1,0	-0,4	0,8
Investimenti	102,4	3,8	4,1	2,8	1,6	0,8
Edilizia	43,2	3,5	-1,4	-3,6	-1,9	0,7
Beni strumentali	59,4	4,0	8,9	7,7	3,4	0,8
Esportazioni	249,3	7,3	9,9	9,3	5,3	3,6
Importazioni	215,2	6,7	6,9	4,9	6,6	3,4
Numero di disoccupati in 1000		148,5	131,5	110,0	90,0	95,0
Percentuale di disoccupati in %		3,8	3,3	2,8	2,3	2,4
Inflazione		1,2	1,1	0,7	1,2	1,4

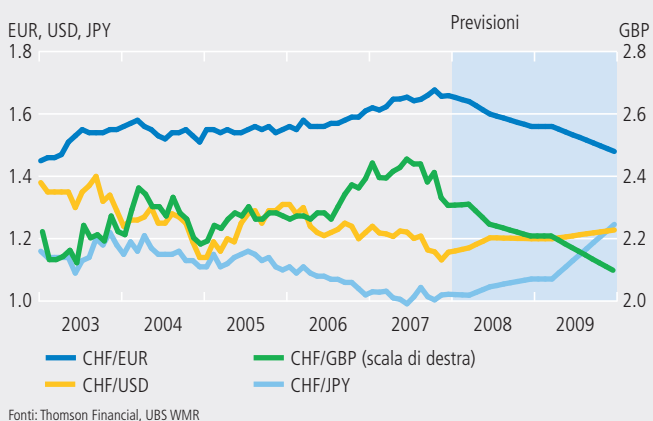
Fonti: UST, seco; P = previsioni UBS WMR; \*Anno 2006 (in miliardi di CHF a prezzi correnti)

## Andamento dei tassi in Svizzera



Per gran parte del 2008 la BNS dovrebbe mantenere inalterati i tassi del mercato monetario. Il pericolo di inflazione, sempre in agguato nell'ambito economico globale, spingerà di nuovo al rialzo i rendimenti obbligazionari.

## Andamento del franco



La fase di debolezza del franco rispetto all'euro dovrebbe essere arrivata al termine. Il corso di cambio ritornerà verosimilmente a muoversi in direzione della sua parità di potere d'acquisto. Il dollaro USA dovrebbe essere in grado di risalire la china, rafforzandosi però solo di poco.

## Tassi e cambi

Valori a fine anno	2005	2006	2007	2008P	2009P
Tasso per investim. a 3 mesi	1,0	2,1	2,8	2,8	2,8
Rendim. obblig. Conf. 10 anni	1,9	2,5	3,0	3,4	3,4
Tasso di cambio CHF:					PPA*
USD	1,56	1,61	1,65	1,56	1,47
EUR	1,31	1,22	1,13	1,20	1,24
JPY	1,12	1,02	1,01	1,07	1,30
GBP	2,26	2,39	2,25	2,21	2,09

Fonte: Bloomberg; P = previsioni UBS WMR; \*Parità di potere d'acquisto

## Tendenze relative alla crescita globale

Crescita reale PIL in %					
	2005	2006	2007P	2008P	2009P
<b>Svizzera</b>	2,4	3,2	2,6	2,3	1,8
<b>UME</b>	1,6	2,9	2,6	1,7	1,7
Germania	0,9	2,8	2,7	2,0	1,9
Francia	1,7	2,2	1,8	1,5	1,6
Italia	0,2	1,9	1,8	0,9	1,2
Spagna	3,5	3,9	3,8	2,2	1,6
Austria	2,0	3,3	3,2	2,5	2,6
<b>Gran Bretagna</b>	1,8	2,8	3,1	1,7	1,9
<b>USA</b>	3,2	2,9	2,0	1,8	2,3
<b>Giappone</b>	1,9	2,2	1,8	1,6	1,8
<b>Cina</b>	9,9	11,1	11,1	9,8	10,5
<b>Asia<sup>1</sup></b>	7,5	8,4	8,2	7,5	7,9
<b>America Latina</b>	3,8	3,8	5,1	5,1	5,1
<b>Europa centro-orientale</b>	5,2	5,2	6,2	6,2	6,1
<b>Mondo</b>	4,9	5,4	5,2	4,8	5,0

<sup>1</sup>Giappone escluso

P: Previsioni UBS WMR

Al sito [www.ubs.com/economicresearch](http://www.ubs.com/economicresearch) trovate previsioni sempre aggiornate.

## Turbolenze favorevoli al franco

Grandi sfide attendono i mercati valutari nel 2008. Il deprezzamento del franco nei confronti dell'euro è tale da prospettare una possibile marcata correzione.

Il recente posizionamento di mercato rispetto al dollaro USA è risultato così sfavorevole da lasciar prevedere una ripresa del biglietto verde, almeno temporanea. In Eurolandia, invece, gli impatti negativi della forza della moneta unica cominciano a manifestarsi e depongono a favore di un cambiamento di rotta delle quotazioni. Nel complesso, questa situazione mette alla prova la resistenza dei mercati valutari, visto che ai trend del 2007 ne subentrano a poco a poco di nuovi. In un contesto del genere è impossibile escludere reazioni eccessive.

Quest'anno anche i mercati dei tassi dovranno affrontare crescenti difficoltà. Se da un lato l'incremento strisciante delle pressioni inflazionistiche su scala mondiale richiede una lieve stretta monetaria, dall'altro, la crisi subprime statunitense induce investitori e autorità a temere per la stabilità di vari istituti finanziari e per la crescita economica. Ciò potrebbe rendere necessario un allentamento delle redini. L'incidenza di questi fattori varia a seconda delle regioni e determina quindi il perseguimento di politiche monetarie differenti.

### Semiautonomia dei tassi svizzeri

La Svizzera è in una situazione privilegiata: nonostante i recenti rincari di alcuni gruppi di beni, la forte domanda interna non si è ancora tradotta in spinte inflazionistiche. Riteniamo pertanto che la Banca nazionale svizzera (BNS) non modificherà il proprio approccio monetario, lasciando forse invariato al 2,75% il tasso target sul Libor per tutto il 2008. D'altro canto, però, l'andamento di prezzi e salari in Eurolandia è fonte di grandi preoccupazioni. La Banca centrale europea (BCE) ha quindi innalzato al 2-3% le previsioni sull'inflazione per il 2008 e dunque non vede quasi più nessuna possibilità di centrare l'obiettivo del 2%. I toni del garante della stabilità monetaria si sono così fatti molto restrittivi, ma probabilmente non si tradurranno subito in rialzi dei tassi, visti i problemi globali e la forza dell'euro. La situazione è invece differente in Stati Uniti e Inghilterra, dove negli ultimi anni si è avuto un boom immobiliare e l'economia e il sistema bancario sembrano aver subito ripercussioni più dirette. In questi Paesi si prospettano dunque ulteriori tagli dei tassi. Fed e Bank of England si muovono infatti in un contesto più difficile rispetto a quello svizzero, perché una riduzione dei tassi intensificherebbe le pressioni sui prezzi, già relativamente alte.

Pur non presupponendo alcun intervento della BNS, riteniamo che i tassi sul mercato dei capitali subiranno un lieve aumento. Negli ultimi anni, il rendimento degli investimenti in franchi si è mostrato molto legato a quello in Eurolandia, anche se il loro differenziale è rimasto sorprendentemente stabile a 120 punti base. Presumendo quindi una lieve accelerazione dei prezzi nell'area dell'euro e considerando i moniti della BCE circa i pericoli del rincaro, concludiamo che i tassi in Europa saliranno, trascinando con sé anche quelli svizzeri.

### Comeback del franco

Non è ancora chiaro se il franco trarrà vantaggio da questi sviluppi. Alla luce degli ottimi dati fondamentali dell'economia svizzera la portata del suo deprezzamento rispetto all'euro è stata una sorpresa. Cosa ci riserva il futuro? La moneta nazionale continuerà a mostrarsi debole o si è trattato solo di un fenomeno passeggero? Per quanto lo scorso anno sia stato caratterizzato da interrogativi di questo tipo, pensiamo che ci sia una sola risposta possibile e che questa sarà favorevole alla moneta svizzera. Riteniamo che il franco non abbia mai cessato di essere un porto sicuro e che i suoi pregi siano solo stati messi in ombra dai «carry trade», ossia da investimenti in monete ad alto rendimento finanziati con crediti a basso tasso d'interesse in franchi (o yen). Questo tipo di operazioni finanziarie sono tuttavia rischiose e vanno perdendo lentamente attrattiva in un contesto caratterizzato da una crescente, globale avversione al rischio. Le incertezze economiche provenienti dagli USA, i pericoli inflazionistici e l'aumento dei costi dei crediti dovrebbero portare quindi alla loro liquidazione, favorendo un ritorno in auge del franco svizzero. ■



[thomas.flury@ubs.com](mailto:thomas.flury@ubs.com)

«I fattori fondamentali si pongono di nuovo in primo piano.»