

Bollettino trimestrale
3/2019 Settembre

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Bollettino trimestrale
3/2019 Settembre

37° anno

Indice

| | Pagina |
|---|-----------|
| Rapporto sulla politica monetaria | 4 |
| 1 Decisione di politica monetaria del 19 settembre 2019 | 5 |
| Strategia di politica monetaria della BNS | 6 |
| 2 Contesto economico mondiale | 7 |
| 3 Evoluzione economica in Svizzera | 13 |
| 4 Prezzi e aspettative di inflazione | 18 |
| 5 Evoluzione monetaria | 21 |
| Segnali congiunturali | 28 |
| Cronologia della politica monetaria | 34 |

Rapporto sulla politica monetaria

Rapporto sottoposto alla Direzione generale della Banca nazionale svizzera per l'esame trimestrale del settembre 2019 della situazione economica e monetaria

Il presente rapporto descrive l'evoluzione economica e monetaria ed espone la previsione di inflazione. Esso illustra come la BNS valuta la situazione economica e quali implicazioni ne trae per la politica monetaria. Il primo capitolo («Decisione di politica monetaria del 19 settembre 2019») riprende il comunicato stampa pubblicato in seguito all'esame della situazione economica e monetaria.

Il rapporto tiene conto dei dati e delle informazioni disponibili fino al 19 settembre 2019. Salvo indicazione contraria, tutti i tassi di variazione rispetto al periodo precedente si basano su dati destagionalizzati e sono annualizzati.

1

Decisione di politica monetaria del 19 settembre 2019

La Banca nazionale mantiene invariata la propria politica monetaria espansiva e adegua la base di calcolo per l'interesse negativo applicato agli averi a vista presso i suoi conti

La Banca nazionale svizzera (BNS) mantiene invariati, a $-0,75\%$, il tasso guida BNS e il tasso di interesse sugli averi a vista detenuti sui suoi conti. Essa ribadisce la propria disponibilità a intervenire all'occorrenza sul mercato dei cambi, considerando la situazione valutaria complessiva. La BNS adegua inoltre la base di calcolo per l'interesse negativo applicato agli averi a vista detenuti sui suoi conti.

Alla luce dei recenti sviluppi internazionali e delle prospettive inflazionistiche in Svizzera, la politica monetaria espansiva è tuttora necessaria. La situazione sul mercato dei cambi rimane fragile e il franco si è apprezzato su base ponderata per il commercio estero. Esso continua a presentare una valutazione elevata.

Il tasso di interesse negativo e la disponibilità a intervenire sul mercato dei cambi sono importanti per contrastare l'attrattiva degli investimenti in franchi e quindi ridurre la pressione sul franco. La BNS stabilizza così l'evoluzione dei prezzi e sostiene l'attività economica.

La BNS adegua la base di calcolo per l'interesse negativo. Quest'ultimo continuerà ad applicarsi a quella porzione degli averi a vista delle banche presso la BNS che eccede un determinato importo in franchigia. D'ora in poi tale importo

sarà aggiornato mensilmente, rispecchiando l'evoluzione nel tempo dei bilanci bancari.

L'adeguamento della base di calcolo tiene conto del fatto che il contesto globale di bassi tassi di interesse si è ulteriormente consolidato negli ultimi tempi e potrebbe protrarsi ancora a lungo. L'adeguamento ha per effetto di aumentare l'importo in franchigia per il sistema bancario e diminuire gli introiti per interessi negativi della BNS. Il nuovo calcolo dell'importo in franchigia entrerà in vigore il 1° novembre 2019.

La BNS verificherà regolarmente l'adeguatezza della base di calcolo per il tasso di interesse negativo, provvedendo all'occorrenza alle modifiche necessarie per preservare anche in futuro il margine di manovra della politica monetaria. L'onere per interessi negativi sarà limitato allo stretto indispensabile.

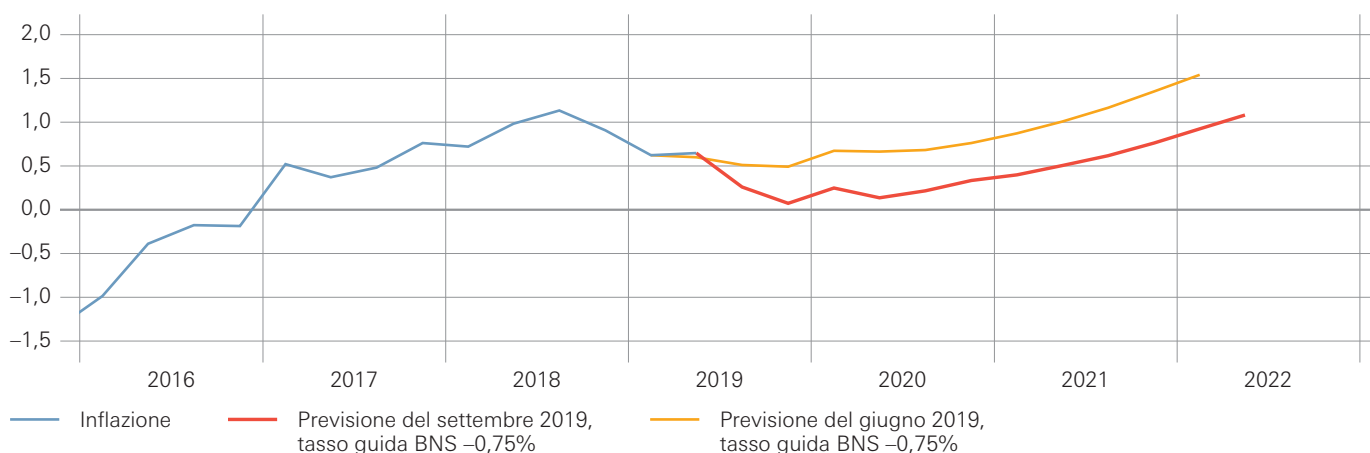
La nuova previsione condizionata di inflazione si situa a un livello inferiore rispetto a quella formulata in giugno (grafico 1.1). Ciò è principalmente riconducibile all'indebolimento delle prospettive di crescita e di inflazione all'estero e al rafforzamento del franco. Per l'anno in corso, la previsione si colloca allo $0,4\%$, ossia a un livello di poco inferiore allo $0,6\%$ dello scorso trimestre (tabella 1.1). Per il 2020, la BNS si attende ora un'inflazione dello $0,2\%$, contro lo $0,7\%$ di tre mesi fa. Per il 2021 il tasso di inflazione sale allo $0,6\%$, anziché all' $1,1\%$ come previsto nel secondo trimestre. La previsione condizionata di inflazione si basa sull'assunto che il tasso guida BNS rimanga pari a $-0,75\%$ lungo l'intero orizzonte previsivo.

In seguito alle accresciute tensioni commerciali e incertezze politiche, i segnali congiunturali globali si sono deteriorati negli ultimi mesi. La crescita dell'economia mondiale ha rallentato nel secondo trimestre e la produzione industriale mostra da allora segni di debolezza. La perdita di vigore della congiuntura si accompagna a una riduzione della spesa per investimenti e dell'interscambio mondiale di beni. Anche l'aumento dell'occupazione nei paesi industrializzati ha rallentato rispetto ai trimestri precedenti. Sullo sfondo dei

Grafico 1.1

PREVISIONE CONDIZIONATA DI INFLAZIONE DEL SETTEMBRE 2019

Variazione percentuale dell'indice nazionale dei prezzi al consumo rispetto all'anno precedente



Fonti: BNS e UST.

maggiori rischi congiunturali e della modesta dinamica inflazionistica, diverse banche centrali hanno adeguato il proprio indirizzo monetario e abbassato i tassi di interesse di riferimento.

Nel suo nuovo scenario di base per l'economia mondiale la BNS rivede al ribasso la propria previsione di crescita per i prossimi trimestri. Nel breve periodo la dinamica internazionale dovrebbe risultare modesta. Per il medio termine la BNS si attende però che la congiuntura globale riprenda vigore, anche per effetto delle misure di allentamento monetario. L'inflazione dovrebbe poi tornare ad aumentare gradualmente.

I rischi per l'economia mondiale permangono orientati al ribasso. Fra questi continuano a figurare in primo piano le incertezze politiche e le tensioni commerciali, che potrebbero portare a nuove turbolenze sui mercati finanziari e deteriorare ulteriormente il clima di fiducia degli operatori economici.

L'economia svizzera ha continuato a crescere a un ritmo moderato nel secondo trimestre. Anche il mercato del lavoro ha mantenuto un andamento positivo. L'occupazione è ancora aumentata e il tasso di disoccupazione è rimasto stabilmente basso.

Il deterioramento del contesto internazionale potrebbe determinare un temporaneo indebolimento della crescita. Per l'intero 2019 la BNS si attende un progresso del PIL compreso tra lo 0,5% e l'1%, contro l'1,5% circa della previsione di giugno. Questa correzione è in gran parte riconducibile alla revisione al ribasso dei tassi di crescita del PIL per la seconda metà del 2018 e il primo trimestre del 2019.

Sul mercato ipotecario e immobiliare persistono gli squilibri. Sia i prestiti ipotecari che i prezzi delle case unifamiliari e degli appartamenti di proprietà hanno continuato a crescere leggermente negli scorsi trimestri. I prezzi degli immobili residenziali a reddito sono invece lievemente scesi. Tuttavia, in particolare in questo segmento sussiste il rischio di una correzione, a seguito del forte incremento dei prezzi negli ultimi anni e dell'aumento delle abitazioni sfitte. La BNS accoglie pertanto con favore la recente revisione delle direttive in materia di autodisciplina delle banche nell'ambito degli immobili a reddito. Essa continuerà a seguire attentamente gli sviluppi sul mercato ipotecario e immobiliare ed esaminerà regolarmente la necessità di un aggiustamento del cuscinetto anticiclico di capitale.

Strategia di politica monetaria della BNS

La Banca nazionale svizzera (BNS) ha il mandato legale di assicurare la stabilità dei prezzi, tenendo conto dell'evoluzione congiunturale.

Per assolvere tale mandato, la BNS ha elaborato una strategia di politica monetaria costituita da tre elementi. In primo luogo, essa assimila la stabilità dei prezzi a un incremento annuo dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC) inferiore al 2%. In tal modo essa tiene conto del fatto che l'IPC sovrastima leggermente l'inflazione effettiva e, nello stesso tempo, consente

all'inflazione di oscillare lievemente durante il ciclo congiunturale. In secondo luogo, la BNS elabora ogni trimestre una previsione di inflazione che riassume la sua valutazione riguardo alla situazione e alle misure di politica monetaria necessarie. Tale previsione, basata sull'assunto di un tasso di interesse a breve termine costante, mostra l'evoluzione dell'IPC attesa dalla BNS per il triennio successivo. In terzo luogo, per l'attuazione della propria politica monetaria la BNS fissa il tasso guida BNS, mirando a mantenere in prossimità dello stesso i tassi a breve termine del mercato monetario garantito in franchi.

Tabella 1.1

INFLAZIONE OSSERVATA, SETTEMBRE 2019

| | 2016 | | | | 2017 | | | | 2018 | | | | 2019 | | | | 2016 | 2017 | 2018 | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|------|------|-----|
| | 1° tr. | 2° tr. | 3° tr. | 4° tr. | 1° tr. | 2° tr. | 3° tr. | 4° tr. | 1° tr. | 2° tr. | 3° tr. | 4° tr. | 1° tr. | 2° tr. | 3° tr. | 4° tr. | | | | |
| Inflazione | -1,0 | -0,4 | -0,2 | -0,2 | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,8 | 0,7 | 1,0 | 1,1 | 0,9 | 0,6 | 0,6 | | | | -0,4 | 0,5 | 0,9 |

Fonte: UST.

PREVISIONE CONDIZIONATA DI INFLAZIONE DEL SETTEMBRE 2019

| | 2019 | | | | 2020 | | | | 2021 | | | | 2022 | | | | 2019 | 2020 | 2021 | |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|------|------|-----|
| | 1° tr. | 2° tr. | 3° tr. | 4° tr. | 1° tr. | 2° tr. | 3° tr. | 4° tr. | 1° tr. | 2° tr. | 3° tr. | 4° tr. | 1° tr. | 2° tr. | 3° tr. | 4° tr. | | | | |
| Previsione del giugno 2019, tasso guida BNS -0,75% | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,2 | 1,4 | 1,5 | | | | | | 0,6 | 0,7 | 1,1 |
| Previsione del settembre 2019, tasso guida BNS -0,75% | | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,8 | 0,9 | 1,1 | | | | | 0,4 | 0,2 | 0,6 |

Fonte: BNS.

2 Contesto economico mondiale

Per effetto delle accresciute tensioni commerciali e incertezze politiche internazionali, negli ultimi mesi i segnali congiunturali globali si sono deteriorati. Dopo un andamento solido nei primi tre mesi dell'anno, la crescita dell'economia mondiale ha visibilmente rallentato nel secondo trimestre. Anche nei mesi estivi la produzione nell'industria ha mostrato segni di debolezza in molte regioni e ciò si è accompagnato a una riduzione della spesa per investimenti e del commercio globale di beni (grafico 2.1). I livelli occupazionali nei paesi industrializzati sono ancora saliti, ma a un ritmo inferiore rispetto ai trimestri precedenti. La disoccupazione è calata ulteriormente.

Sullo sfondo dei maggiori rischi congiunturali e della modesta dinamica inflazionistica, diverse banche centrali hanno adeguato il proprio indirizzo monetario e abbassato i tassi di interesse di riferimento. Sui mercati finanziari le aspettative sui tassi di riferimento per i paesi industrializzati sono nettamente diminuite.

Nel suo nuovo scenario di base per l'economia mondiale, la BNS ha rivisto al ribasso la previsione di crescita di quasi tutti i paesi per i prossimi trimestri. Nel breve periodo la dinamica internazionale dovrebbe risultare modesta. Nel medio termine la BNS si attende però che la congiuntura globale riprenda vigore, per effetto delle misure di allentamento monetario. L'inflazione dovrebbe poi tornare ad aumentare gradualmente.

Tabella 2.1

SCENARIO DI BASE PER L'EVOLUZIONE DELL'ECONOMIA MONDIALE

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Scenario | |
|---|------|------|------|------|----------|------|
| | | | | | 2019 | 2020 |
| PIL, variazione percentuale sull'anno precedente | | | | | | |
| Economia mondiale ¹ | 3,5 | 3,5 | 4,0 | 4,0 | 3,4 | 3,5 |
| Stati Uniti | 2,9 | 1,6 | 2,4 | 2,9 | 2,3 | 2,0 |
| Area dell'euro | 2,0 | 1,9 | 2,7 | 1,9 | 1,1 | 1,1 |
| Giappone | 1,3 | 0,6 | 1,9 | 0,8 | 1,0 | 0,1 |
| Prezzo del petrolio al barile in USD | 52,5 | 43,8 | 54,3 | 71,0 | 63,7 | 61,0 |

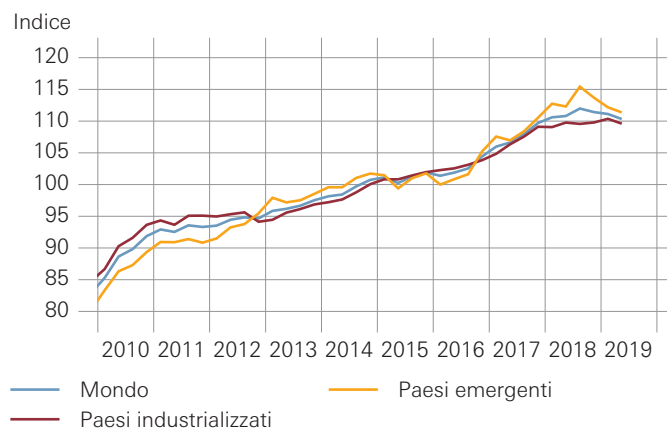
¹ Ponderazione in base alle PPA (Stati Uniti, area dell'euro, Regno Unito, Giappone, Cina, Corea del Sud, India, Brasile e Russia).

Fonti: BNS e Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2.1

COMMERCIO MONDIALE DI BENI

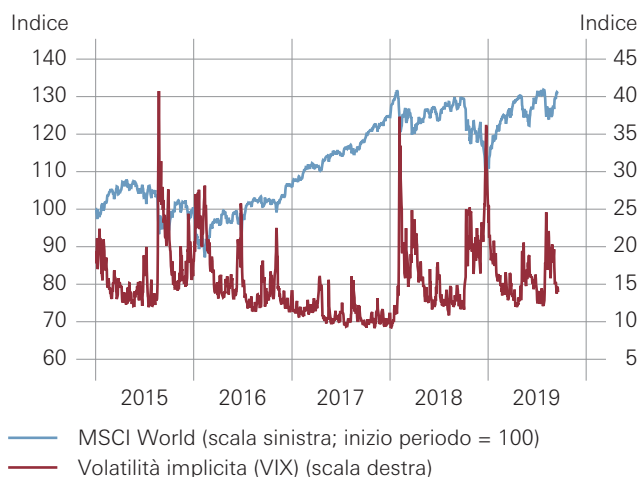
Media del periodo illustrato = 100



Fonti: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) e Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2.2

MERCATI AZIONARI



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

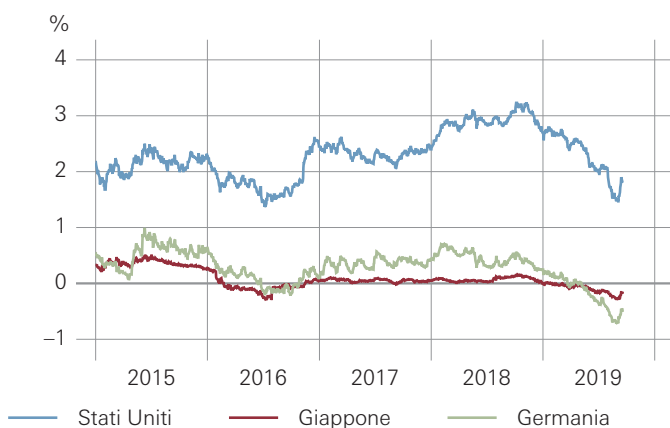
I rischi per l'economia mondiale permangono orientati al ribasso. Fra questi continuano a figurare in primo piano le incertezze politiche e le tensioni commerciali, che potrebbero portare a nuove turbolenze sui mercati finanziari e deteriorare ulteriormente il clima di fiducia degli operatori economici.

Le previsioni della Banca nazionale circa l'economia mondiale sono fondate su ipotesi relative al prezzo del petrolio e al tasso di cambio euro-dollaro USA. Per il greggio di qualità Brent la BNS ipotizza un prezzo di 61 dollari USA al barile, ossia 11 dollari in meno rispetto allo scenario di base di giugno; per il tasso di cambio euro-dollaro ipotizza invece come in giugno un valore di 1.12. Entrambi i valori corrispondono a una media su 20 giorni, calcolata nel momento dell'allestimento dell'attuale scenario di base.

Grafico 2.3

TASSI DI INTERESSE A LUNGO TERMINE INTERNAZIONALI

Titoli di Stato decennali



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

MERCATI INTERNAZIONALI FINANZIARI E DELLE MATERIE PRIME

Gli sviluppi sui mercati finanziari a partire dalla metà di giugno sono stati caratterizzati dal conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina, dalle incertezze politiche in alcuni paesi industrializzati e dal deterioramento dei segnali congiunturali globali. La volatilità attesa delle azioni statunitensi desunta dai prezzi delle opzioni (VIX) ha registrato un temporaneo forte aumento in agosto, per poi tornare recentemente su livelli normali (grafico 2.2).

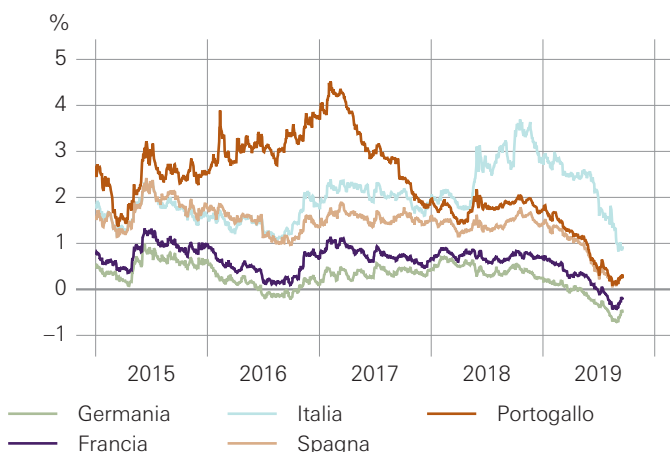
Anche i mercati azionari hanno mostrato un andamento volatile. Tuttavia, a metà settembre l'indice azionario globale MSCI World si attestava su livelli superiori a quelli di metà giugno.

I rendimenti dei titoli di Stato decennali nei paesi industrializzati hanno evidenziato una temporanea flessione, raggiungendo talora nuovi minimi storici come ad esempio in Germania, per poi riprendersi in settembre. In Italia il differenziale di rendimento rispetto agli altri paesi UE si è nettamente ridotto a partire dalla metà dell'anno (grafici 2.3 e 2.4).

Grafico 2.4

TASSI DI INTERESSE A LUNGO TERMINE EUROPEI

Titoli di Stato decennali



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Lo yen giapponese, considerato una moneta rifugio, si è apprezzato su base ponderata per il commercio estero. Anche il dollaro statunitense ha leggermente guadagnato valore. L'euro ha mostrato un andamento tendenzialmente piatto, mentre la sterlina britannica ha oscillato per effetto della Brexit, ma a metà settembre si situava nuovamente allo stesso livello di metà giugno (grafico 2.5). Sullo sfondo delle tensioni di politica commerciale il renminbi cinese si è ulteriormente deprezzato e, per la prima volta dal 2008, si è attestato al di sopra della soglia di 7 yuan per dollaro statunitense.

Il clima di accresciuta incertezza e i timori di un rallentamento della congiuntura mondiale hanno in un primo tempo pesato sul prezzo del petrolio. Tuttavia, le preoccupazioni per le forniture di greggio seguite alla drastica riduzione della produzione petrolifera in Arabia Saudita hanno determinato a metà settembre una ripresa delle quotazioni. I prezzi per i metalli industriali hanno evidenziato forti oscillazioni e recentemente si collocavano su livelli superiori a quelli di tre mesi prima (grafico 2.6).

STATI UNITI

Nel secondo trimestre l'economia statunitense è progredita del 2,0% (grafico 2.7). La crescita è stata sostenuta da un andamento solido dei consumi privati e da un aumento della spesa pubblica, mentre gli investimenti e le esportazioni hanno accusato una flessione. Il mercato del lavoro ha mantenuto un'evoluzione favorevole. Il numero degli occupati è infatti cresciuto ancora, sebbene a un ritmo più lento rispetto allo scorso anno. In agosto il tasso di disoccupazione risultava pressoché invariato, al 3,7% (grafico 2.10).

Secondo gli indicatori mensili, i consumi privati hanno di nuovo registrato un forte dinamismo nel terzo trimestre. Nell'industria l'attività è apparsa tuttavia sottotono. Anche i segnali provenienti dai sondaggi congiunturali sono rimasti deboli (grafico 2.9). La BNS si attende una crescita del PIL del 2,3% per il 2019 e del 2,0% per il 2020 (tabella 2.1), ipotizzando che nei prossimi trimestri l'attività industriale riprenda gradualmente slancio. Gli effetti dell'inasprimento del conflitto commerciale con la Cina sono tuttavia molto incerti.

L'inflazione annua misurata in base all'indice dei prezzi al consumo è apparsa stabile negli ultimi mesi, attestandosi in agosto all'1,7% (grafico 2.11). Il rincaro dei prezzi energetici ha rallentato, mentre l'inflazione di fondo è aumentata al 2,4% (grafico 2.12). L'inflazione misurata in base al deflatore dei consumi è risultata in luglio pressoché invariata all'1,4% e quindi ancora al di sotto dell'obiettivo della Federal Reserve (Fed).

Grafico 2.5

TASSI DI CAMBIO

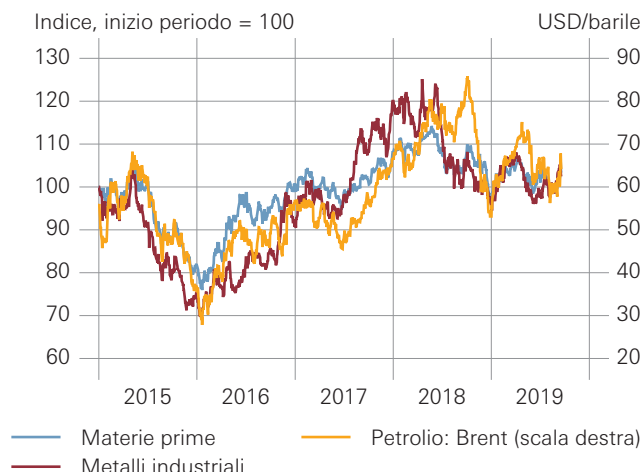
Ponderati per il commercio estero



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2.6

PREZZI DELLE MATERIE PRIME

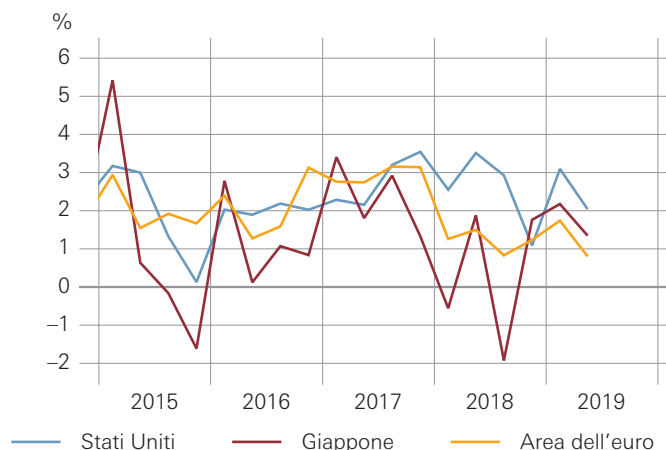


Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2.7

PIL REALE: PAESI INDUSTRIALIZZATI

Variazione rispetto al periodo precedente

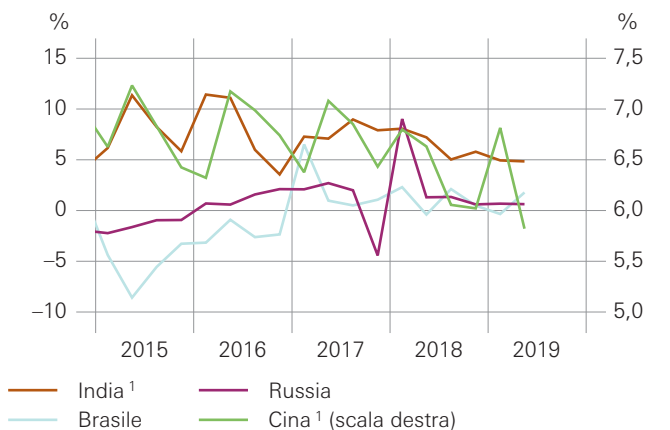


Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2.8

PIL REALE: PAESI EMERGENTI

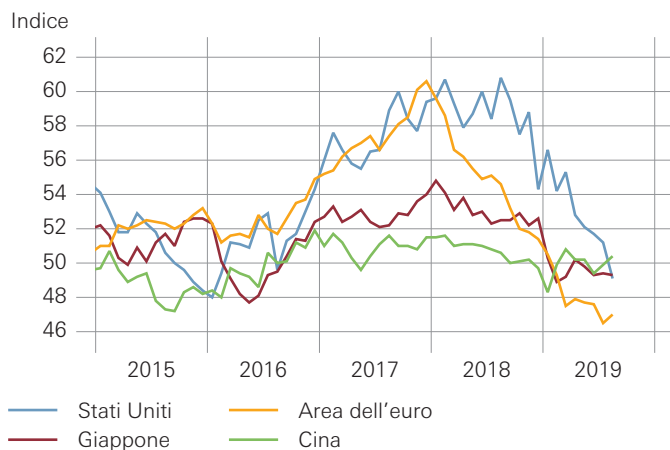
Variazione rispetto al periodo precedente



¹ Destagionalizzazione: BNS.
Fonti: CEIC e Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2.9

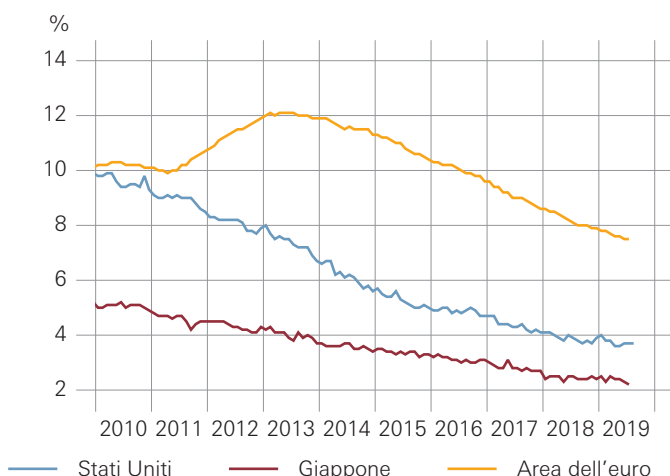
INDICI DEI RESPONSABILI DEGLI ACQUISTI DELL'INDUSTRIA



Fonti: Institute for Supply Management (ISM) e Markit Economics Limited.

Grafico 2.10

TASSI DI DISOCCUPAZIONE



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Con due interventi di 25 punti base ciascuno in luglio e in settembre, la Fed ha ridotto la fascia obiettivo per il tasso di interesse di riferimento all'1,75%-2,0%, dopo averla aumentata per l'ultima volta nel dicembre 2018 (grafico 2.13). Con i recenti interventi la Fed intende contrastare il rischio di un indebolimento congiunturale. La Fed ha inoltre interrotto la riduzione del proprio bilancio già in agosto, ovvero due mesi prima del previsto.

AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro la crescita del PIL nel secondo trimestre è stata pari allo 0,8%, collocandosi nuovamente al di sotto del suo potenziale, dopo il netto progresso del primo trimestre (grafico 2.7). Il rallentamento è in gran parte riconducibile alla Germania, dove l'attività economica è diminuita. L'industria tedesca è stata infatti fortemente colpita dal calo del commercio globale di beni. L'andamento sul mercato del lavoro è rimasto complessivamente positivo; il tasso di disoccupazione è sceso ancora in luglio, al 7,5%, avvicinandosi così ai minimi storici dalla creazione dell'area dell'euro (7,3%).

Le inchieste condotte presso le aziende e le economie domestiche indicano per il breve periodo un'evoluzione della congiuntura ancora contenuta. A causa della maggiore incertezza, probabilmente le aziende adotteranno un approccio più cauto negli investimenti e i consumatori risparmieranno di più. Nell'industria le aspettative circa l'attività di esportazione restano deboli. Alla luce di ciò, la BNS rivede al ribasso le previsioni di crescita per l'area dell'euro, all'1,1%, sia per il 2019 che per il 2020 (tabella 2.1). La BNS si attende tuttavia che nel medio termine la crescita economica si consoliderà grazie a una politica monetaria più espansiva e a un andamento favorevole dei redditi delle economie domestiche. Le prospettive di crescita sono però esposte a rischi accentuati, correlati alle tensioni commerciali internazionali e alla Brexit.

Negli ultimi mesi l'inflazione dei prezzi al consumo nell'area dell'euro è diminuita, attestandosi all'1,0% in agosto (grafico 2.11). Tale flessione è riconducibile prevalentemente ai prezzi energetici più bassi. Anche l'inflazione di fondo si è mantenuta su livelli modesti, oscillando, come già da alcuni anni, intorno all'1,0% (grafico 2.12).

A metà settembre la BCE ha ridotto il tasso di interesse sui depositi di 10 punti base a -0,50%. Essa si attende che i tassi di interesse di riferimento si mantengano su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché le dinamiche dell'inflazione non risulteranno sufficientemente consolidate. La BCE ha inoltre stabilito di riprendere gli acquisti netti a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro a partire da novembre 2019. La BCE si attende che il programma di acquisto di attività terminerà poco prima dell'innalzamento dei propri tassi di riferimento.

GIAPPONE

In Giappone il PIL è aumentato dell'1,3% nel secondo trimestre dopo il progresso del 2,2% nei tre mesi precedenti (grafico 2.7). Nel primo semestre l'economia nipponica è quindi cresciuta nettamente al di sopra del potenziale. Sostenuta da un periodo festivo straordinario di dieci giorni, la domanda interna ha messo a segno un forte incremento nel secondo trimestre. Le esportazioni sono invece ristagnate e ciò si è rispecchiato in una debole dinamica dell'attività industriale.

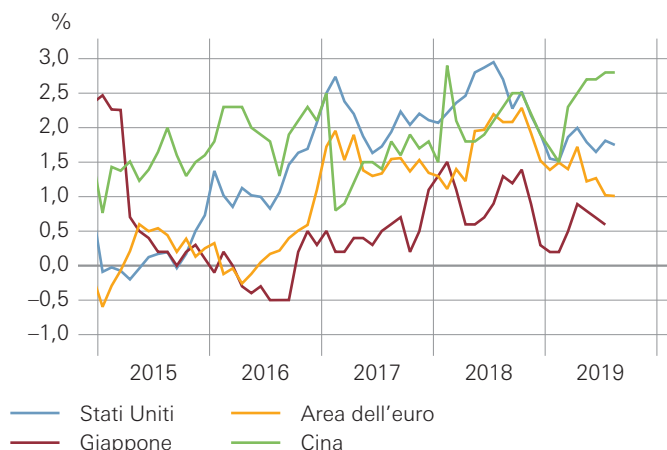
Mentre l'andamento è risultato complessivamente migliore rispetto alle aspettative nel primo semestre, le prospettive congiunturali si sono offuscate. Soprattutto nell'industria il clima di fiducia è nettamente peggiorato negli ultimi mesi. Le aziende esportatrici temono tra l'altro una fase di debolezza degli investimenti a livello globale, di cui risentirebbero fortemente in seguito al loro marcato orientamento proprio ai beni di investimento. Al contempo anche la fiducia dei consumatori è diminuita, in parte a causa dell'aumento dell'IVA previsto per ottobre 2019. L'adozione di misure congiunturali per un importo pari all'1% del PIL, tra cui investimenti infrastrutturali e un programma per l'istruzione gratuita, dovrebbe tuttavia mitigare gli effetti negativi di tale aumento fiscale. A seguito dell'atteso rallentamento della crescita nel secondo semestre, la BNS si aspetta per il 2019 una crescita del PIL dell'1,0% e quindi leggermente al di sopra del potenziale; per il 2020 è invece attesa praticamente una stagnazione (tabella 2.1).

L'inflazione dei prezzi al consumo è diminuita per effetto del minore rincaro dei prodotti energetici, attestandosi in luglio allo 0,5% (grafico 2.11), mentre l'inflazione di fondo è rimasta pressoché invariata allo 0,3% (grafico 2.12). Il programma di istruzione gratuita previsto dal governo attenuerà in parte l'effetto inflazionistico comportato dall'aumento dell'IVA. Le aspettative per l'inflazione a più lungo termine, basate sulle indagini condotte presso le aziende, hanno mostrato un andamento tendenzialmente piatto, rimanendo nettamente al di sotto dell'obiettivo del 2% perseguito dalla banca centrale nipponica. Alla luce della dinamica inflazionistica modesta, la Bank of Japan intende mantenere l'attuale basso livello dei tassi di interesse per un periodo esteso e comunque almeno fino alla primavera del 2020. La banca centrale nipponica ha inoltre ribadito di essere pronta ad adottare ulteriori misure di allentamento in caso di necessità.

Grafico 2.11

PREZZI AL CONSUMO

Variazione rispetto all'anno precedente

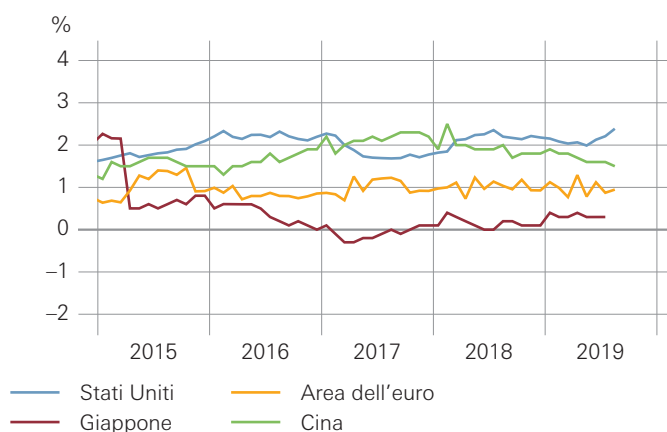


Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2.12

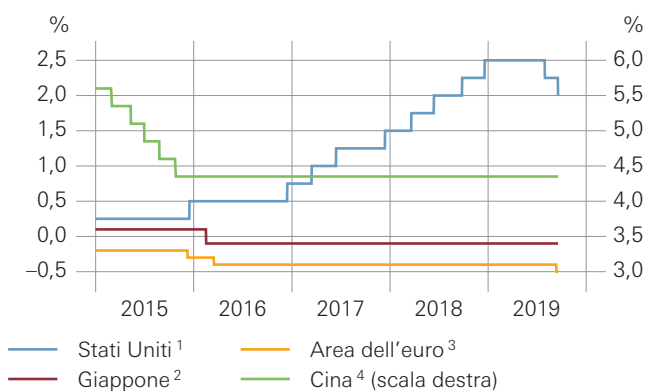
INFLAZIONE DI FONDO¹

Variazione rispetto all'anno precedente



¹ Esclusi prodotti alimentari ed energetici.
Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2.13

TASSI DI INTERESSE UFFICIALI

1 Tasso sui federal funds (soglia superiore della fascia obiettivo).

2 Tasso obiettivo sui crediti overnight.

3 Tasso di interesse sui depositi.

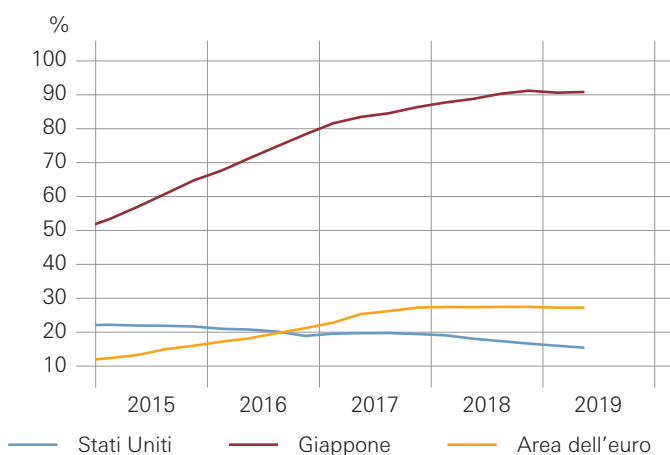
4 Tasso sui prestiti a un anno.

Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2.14

BASE MONETARIA

In rapporto al PIL



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

CINA

In Cina la crescita del PIL è rallentata al 5,8% nel secondo trimestre (grafico 2.8). L'attività industriale ha perso ulteriormente slancio, mentre il settore dei servizi ha registrato una forte espansione.

Nei prossimi trimestri la crescita economica dovrebbe rimanere stabile grazie a un andamento tuttora solido dei servizi. La dinamica nel settore industriale dovrebbe indebolirsi ancora leggermente, anche a causa dell'acuirsi delle tensioni di politica commerciale con gli Stati Uniti. Il governo statunitense intende infatti imporre un dazio supplementare del 15% su determinate esportazioni cinesi per un valore annuo di 300 miliardi di dollari USA, in due fasi successive in settembre e dicembre. È inoltre previsto un aumento dal 25% al 30% dei dazi già applicati sulle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti per un valore di circa 250 miliardi di dollari USA. Il governo cinese ha annunciato da parte sua l'applicazione di dazi supplementari tra il 5% e il 10% su determinate importazioni dagli Stati Uniti.

Dalla politica economica potrebbero provenire impulsi di stimolo per la congiuntura. Già in primavera il governo ha deciso di aumentare sensibilmente la spesa in infrastrutture per l'anno in corso e di ridurre l'imposizione fiscale per aziende e privati. In settembre l'istituto centrale ha abbassato il coefficiente della riserva minima di 50 punti base al fine di mantenere sostanzialmente stabile la liquidità nel sistema bancario. La BNS prevede per la Cina una crescita del PIL del 6,2% per il 2019 e del 5,9% per il 2020.

BRASILE, INDIA E RUSSIA

Negli altri grandi paesi emergenti la congiuntura è rimasta priva di slancio (grafico 2.8). La politica economica in questi paesi sta divenendo visibilmente più espansiva e dovrebbe quindi sostenere la crescita del PIL nei prossimi trimestri. In India la banca centrale ha ridotto i tassi di interesse di riferimento già quattro volte quest'anno, prospettando altresì ulteriori ritocchi. A beneficiarne dovrebbero essere in particolare gli investimenti privati, che da diverso tempo risentono della stagnazione dell'attività creditizia. Impulsi positivi dovrebbero inoltre continuare a provenire dalla spesa pubblica in infrastrutture. Anche in Brasile la politica monetaria è già espansiva. In Russia i prezzi petroliferi più bassi rallenteranno la congiuntura per l'anno in corso. Il varo di progetti infrastrutturali pubblici dovrebbe compensare soltanto in parte gli effetti negativi prodotti dal prezzo del greggio.

3 Evoluzione economica in Svizzera

Nel secondo trimestre l'economia svizzera ha continuato a crescere a un ritmo moderato. Secondo la prima stima, il PIL è aumentato dell'1,1%.

In base agli indicatori congiunturali, la dinamica economica ha perso ulteriormente vigore nei mesi estivi, soprattutto a causa della debolezza globale dell'industria. Le tensioni commerciali internazionali e gli sviluppi politici hanno diffuso incertezza tra gli operatori economici in tutto il mondo e comportato una contrazione nell'industria manifatturiera e nel commercio internazionale di beni. A risentirne in Svizzera sono in particolare la produzione e le esportazioni di beni strumentali. L'apprezzamento del franco negli ultimi mesi costituisce un ulteriore freno.

Per contro, il mercato del lavoro rimane un importante fattore di sostegno. L'attività lavorativa ha continuato a crescere e il tasso di disoccupazione è rimasto su livelli bassi fino ad agosto.

Per il 2019, la BNS si attende ora una crescita del PIL compresa tra lo 0,5% e l'1,0%. In occasione dell'esame della situazione economica e monetaria di giugno, la BNS aveva previsto ancora un tasso di progressione pari all'1,5% circa per l'anno in corso. La correzione della previsione rispecchia in gran parte la revisione dei dati per gli scorsi trimestri. L'indebolimento della congiuntura mondiale e l'apprezzamento del franco potrebbero inoltre rallentare la crescita nella seconda metà dell'anno.

PRODUZIONE E DOMANDA

Crescita degli ultimi tre anni superiore a quanto ritenuto finora...

I dati di contabilità nazionale rivisti dall'Ufficio federale di statistica (UST) indicano per gli ultimi tre anni una crescita del PIL superiore a quanto ritenuto finora. La correzione al rialzo dei dati annuali si è riflessa anche sulle stime trimestrali della Segreteria di Stato dell'economia (SECO), in base alle quali il periodo intercorso tra il secondo trimestre 2017 e il secondo trimestre 2018 ha rappresentato, con una crescita media del 3,4%, la fase di espansione più forte dalla crisi finanziaria (grafico 3.1).

...ma più debole da metà 2018

Tuttavia, secondo i nuovi dati trimestrali questo boom di breve durata si è concluso in modo più brusco rispetto a quanto indicato finora. La dinamica di crescita dal terzo trimestre 2018 è stata infatti rivista nettamente al ribasso.

Grafico 3.1

PIL REALE



Fonte: Segreteria di Stato dell'economia (SECO).

Grafico 3.2

BUSINESS CYCLE INDEX DELLA BNS



Fonte: BNS.

Grafico 3.3

PMI DELL'INDUSTRIA E BAROMETRO CONGIUNTURALE KOF



Fonti: Centro di ricerche congiunturali (KOF) dell'ETH di Zurigo e Credit Suisse.

Secondo le più recenti stime trimestrali, nel terzo trimestre 2018 la crescita del PIL è stata pari a -1,2% (invece che a -0,7% come ritenuto in precedenza), nel quarto trimestre 2018 a -0,3% (invece che all'1,3%) e nel primo trimestre 2019 all'1,6% (invece che al 2,3%). Di conseguenza la crescita del PIL nel 2019 risulta inferiore di mezzo punto percentuale.

Indicatori congiunturali più positivi della crescita del PIL nella seconda metà del 2018

L'analisi di una vasta gamma di informazioni indica che la congiuntura ha rallentato gradualmente dall'inizio del 2018. Gli indicatori del mercato del lavoro e le inchieste presso le aziende non evidenziano un andamento congiunturale nella seconda metà del 2018 così debole come quello delineato dalla più recente stima del PIL. Secondo il Business Cycle Index (BCI) della BNS, che offre una lettura sintetica dell'andamento congiunturale, la dinamica è rimasta nella media anche nella seconda metà del 2018: nel BCI standardizzato ciò equivale a un valore pari a zero (grafico 3.2).

Crescita moderata del PIL nel secondo trimestre 2019

Nel secondo trimestre 2019 la crescita del PIL è stata moderata, in linea con le aspettative. Secondo una prima stima della SECO, il PIL è aumentato dell'1,1%, dopo un incremento dell'1,6% nel trimestre precedente. Tuttavia,

a causa del debole andamento nella seconda metà del 2018, esso si è attestato su un livello superiore appena dello 0,2% a quello dell'anno scorso. Ancora una volta la crescita è stata trainata principalmente dall'industria. Il risultato è da ricondurre soprattutto al comparto farmaceutico tuttora in espansione, che rispetto agli altri rami dell'industria manifatturiera è nettamente meno influenzato dal contesto congiunturale internazionale. La domanda finale ha ristagnato, pur con un leggero aumento della spesa per i consumi privati.

Segnali di indebolimento

La dinamica congiunturale si è ulteriormente indebolita negli ultimi mesi. Da giugno, il BCI della BNS si situa al di sotto della sua media di lungo periodo e mostra una tendenza al ribasso. Il valore di agosto indica una crescita economica ancora solo molto modesta. Anche dai colloqui che i delegati alle relazioni economiche regionali della BNS hanno svolto con le imprese emerge un ulteriore rallentamento della crescita nel terzo trimestre (cfr. Segnali congiunturali da pag. 28).

Il barometro KOF e l'indice PMI nell'industria manifatturiera segnalano parimenti una perdurante fase di debolezza (grafico 3.3). Fino ad agosto il barometro KOF è rimasto sotto il valore di 100 punti, che corrisponde alla crescita media di lungo periodo. L'indice PMI

Tabella 3.1

PIL REALE E SUE COMPONENTI

Tassi di crescita in percentuale rispetto al periodo precedente, annualizzati

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2017 | | 2018 | | | | 2019 | |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|
| | | | | | 3° tr. | 4° tr. | 1° tr. | 2° tr. | 3° tr. | 4° tr. | 1° tr. | 2° tr. |
| Consumi privati | 1,7 | 1,4 | 1,2 | 1,0 | 1,9 | 0,8 | 1,0 | 1,1 | 0,1 | 1,0 | 1,2 | 1,4 |
| Consumi pubblici | 1,1 | 1,3 | 1,2 | 0,3 | 1,7 | 1,6 | -1,6 | 0,2 | -0,2 | 1,5 | 2,2 | 0,5 |
| Investimenti fissi | 2,3 | 2,5 | 3,4 | 1,1 | 3,0 | 3,1 | 4,1 | -1,6 | -5,0 | -2,2 | 6,7 | -2,6 |
| Costruzioni | 1,6 | -0,2 | 1,5 | 1,2 | 2,6 | 4,4 | -1,2 | 2,9 | -0,3 | -0,8 | 1,8 | -0,4 |
| Beni strumentali | 2,7 | 4,3 | 4,6 | 1,1 | 3,2 | 2,3 | 7,4 | -4,1 | -7,7 | -3,0 | 9,8 | -3,9 |
| Domanda interna finale | 1,8 | 1,7 | 1,8 | 0,9 | 2,2 | 1,5 | 1,5 | 0,2 | -1,3 | 0,2 | 2,8 | 0,2 |
| Variazione delle scorte ¹ | -0,4 | -1,4 | 0,0 | 0,6 | -8,2 | 12,6 | -5,7 | 6,0 | 0,0 | -11,4 | 0,1 | 1,2 |
| Esportazioni totali ² | 2,6 | 6,5 | 3,8 | 4,5 | 17,6 | -6,3 | 17,4 | -6,8 | -8,1 | 20,8 | 4,0 | -2,3 |
| Beni ² | 2,6 | 5,9 | 5,2 | 5,9 | 18,8 | -9,0 | 21,8 | -5,6 | -12,8 | 38,0 | 2,6 | -3,1 |
| Beni, escl. commercio di transito ² | 0,7 | 5,8 | 5,8 | 4,4 | 6,1 | 1,8 | 7,3 | 4,2 | -11,3 | 28,3 | 3,9 | 1,3 |
| Servizi | 2,4 | 7,6 | 1,1 | 1,6 | 15,1 | -0,8 | 9,3 | -9,0 | 1,7 | -7,9 | 7,1 | -0,7 |
| Importazioni totali ² | 3,0 | 4,4 | 4,4 | 2,4 | 0,9 | 14,4 | 2,5 | -2,2 | -10,1 | 1,1 | 7,7 | -2,6 |
| Beni ² | 0,0 | 3,8 | 5,2 | 6,2 | 0,8 | 24,8 | 7,8 | 0,4 | -12,7 | 3,1 | 11,8 | -6,7 |
| Servizi | 8,8 | 5,5 | 2,8 | -4,3 | 1,1 | -3,2 | -6,9 | -7,3 | -4,7 | -2,8 | -0,2 | 6,3 |
| Esportazioni nette ³ | 0,1 | 1,6 | 0,2 | 1,4 | 9,0 | -9,8 | 8,5 | -2,9 | 0,0 | 10,9 | -1,0 | -0,2 |
| PIL | 1,3 | 1,7 | 1,8 | 2,8 | 2,7 | 4,2 | 4,1 | 3,3 | -1,2 | -0,3 | 1,6 | 1,1 |

1 Contributo alla crescita in punti percentuali (incl. discrepanza statistica).

2 Esclusi gli oggetti di valore (oro non monetario e altri metalli preziosi, pietre preziose e semi-preziose nonché oggetti d'arte e di antiquariato).

3 Contributo alla crescita in punti percentuali.

Fonte: SECO.

nell'industria manifatturiera calcolato da Credit Suisse è tornato a crescere leggermente in agosto, ma permane nettamente al di sotto della soglia di crescita di 50 punti.

MERCATO DEL LAVORO

Il mercato del lavoro ha mostrato un'evoluzione nel complesso favorevole. L'attività lavorativa e anche l'occupazione hanno continuato a crescere, mentre la disoccupazione è rimasta a un livello basso.

Tasso di disoccupazione stabile

Il numero delle persone disoccupate iscritte presso gli uffici regionali di collocamento (URC) è variato soltanto di poco negli ultimi mesi, attestandosi a fine agosto, al netto delle fluttuazioni stagionali, a 106 000 unità circa. Il tasso di disoccupazione destagionalizzato calcolato dalla SECO si collocava a fine agosto al 2,3% (grafico 3.4).

L'Ufficio federale di statistica (UST) elabora inoltre un tasso di disoccupazione secondo la definizione dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). La relativa base di dati è costituita dalla Rilevazione sulle forze di lavoro in Svizzera (RIFOS), un'indagine condotta trimestralmente presso le economie domestiche, in cui vengono censite anche le persone in cerca d'impiego che non sono o non sono più iscritte come disoccupate presso gli URC. Il tasso di disoccupazione calcolato dall'UST secondo la definizione ILO si situa pertanto al di sopra di quello della SECO. Nel secondo trimestre 2019 il tasso di disoccupazione ILO destagionalizzato è sceso al 4,5%.

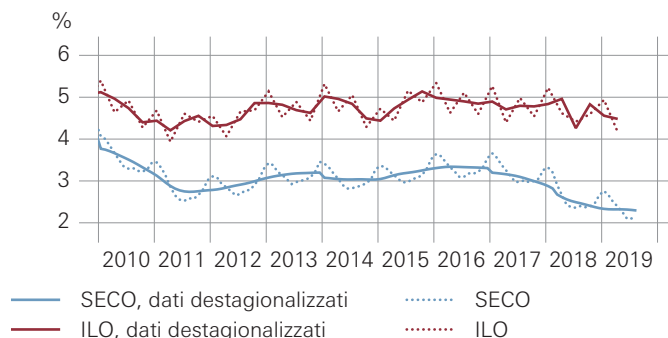
Ulteriore aumento dell'attività lavorativa

Il numero destagionalizzato delle persone occupate, secondo la relativa statistica (SPO), è aumentato dell'1,1% nel secondo trimestre (grafico 3.5). La crescita si è dunque attestata all'incirca nella media di lungo periodo. La SPO misura l'attività lavorativa presso le economie domestiche e si basa perlopiù sulla RIFOS.

La statistica dell'impiego (STATIMP), per contro, rileva l'occupazione dal lato delle aziende e risulta da un sondaggio condotto tra le imprese. Secondo la STATIMP, nel secondo trimestre il numero di impieghi in equivalenti a tempo pieno è cresciuto solo leggermente (grafico 3.6). L'occupazione nell'industria manifatturiera e nel settore delle costruzioni è aumentata sensibilmente, mentre i comparti dei servizi hanno registrato solo un lieve incremento degli impieghi in equivalenti a tempo pieno.

Grafico 3.4

TASSO DI DISOCCUPAZIONE



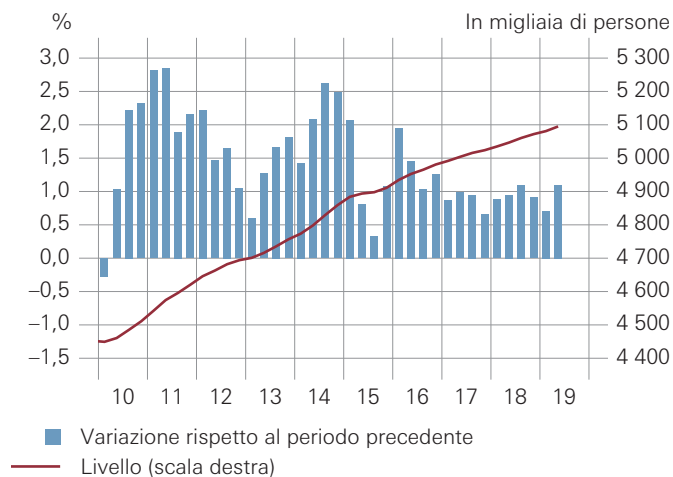
SECO: disoccupati iscritti presso gli uffici regionali di collocamento, come quota percentuale delle persone attive. Il numero delle persone attive si basa sui censimenti della popolazione del 2000 e del 2010 e sulle medie triennali delle rilevazioni strutturali dal 2012 al 2014 e dal 2015 al 2017.

ILO: tasso di disoccupazione secondo la definizione dell'Organizzazione internazionale del lavoro.

Fonti: SECO e Ufficio federale di statistica (UST).

Grafico 3.5

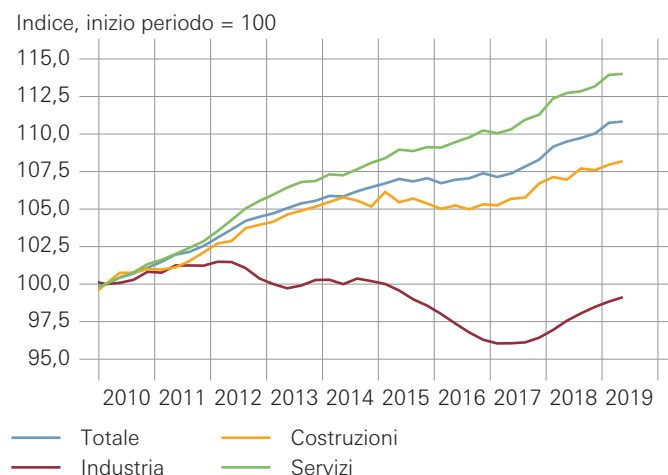
PERSONE OCCUPATE



Fonte: UST; destagionalizzazione: BNS.

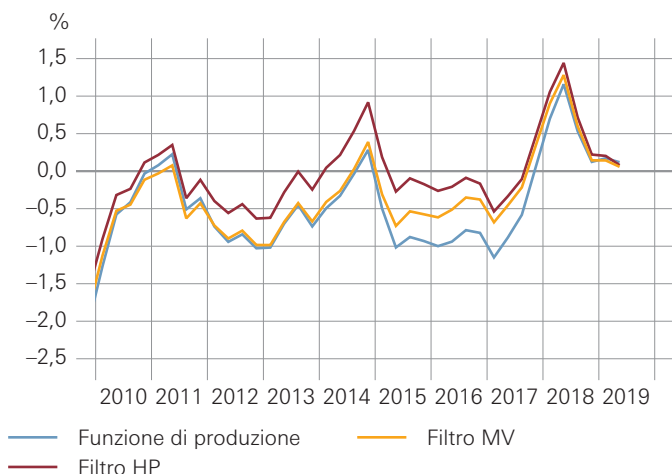
Grafico 3.6

IMPIEGHI IN EQUIVALENTI A TEMPO PIENO



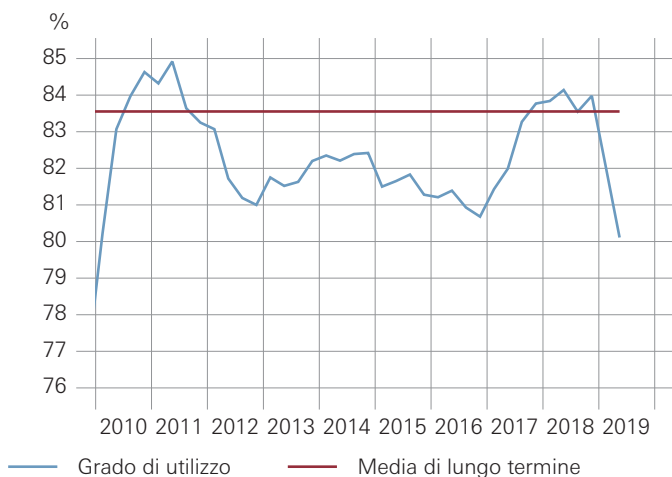
Fonte: UST; destagionalizzazione: BNS.

Grafico 3.7

OUTPUT GAP

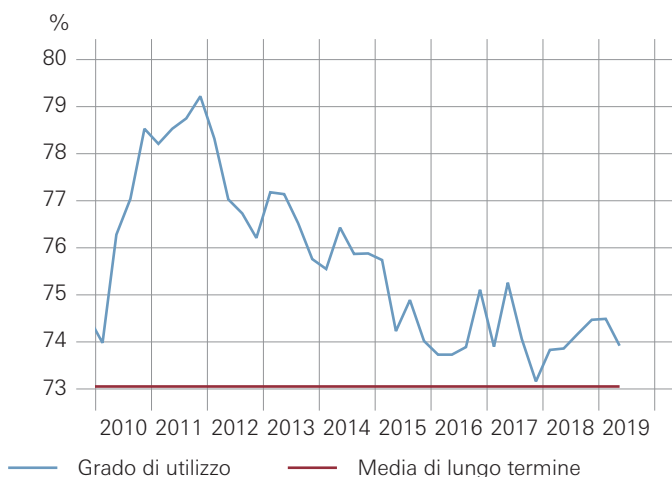
Fonte: BNS.

Grafico 3.8

UTILIZZO DELLE CAPACITÀ NELL'INDUSTRIA

Fonte: Centro di ricerche congiunturali (KOF) dell'ETH di Zurigo.

Grafico 3.9

UTILIZZO DELLE CAPACITÀ NELLE COSTRUZIONI

Fonte: Centro di ricerche congiunturali (KOF) dell'ETH di Zurigo.

UTILIZZO DELLE CAPACITÀ**Output gap chiuso**

Un indicatore della misura in cui sono impiegati i fattori produttivi di un'economia è costituito dall'output gap, calcolato come scostamento percentuale del PIL effettivo rispetto al potenziale produttivo stimato dell'intera economia. Sulla base dei dati trimestrali del PIL, le stime indicano un output gap chiuso. Secondo il potenziale produttivo stimato con l'ausilio di una funzione di produzione, l'output gap si situava nel secondo trimestre 2019 allo 0,1%, rispetto allo 0,2% nel periodo precedente. Altri metodi di stima del potenziale produttivo (filtro di Hodrick-Prescott e filtro multivariato) confermano che l'output gap è chiuso (grafico 3.7).

Dalle inchieste emerge ancora un quadro eterogeneo

Dalle varie inchieste sull'utilizzo dei fattori produttivi è emerso un quadro molto eterogeneo nel secondo trimestre. Nel complesso esse indicavano tuttavia un grado di utilizzo delle capacità produttive normale.

Secondo l'inchiesta del Centro di ricerche congiunturali KOF, il grado di utilizzo delle capacità tecniche dell'industria manifatturiera ha continuato a diminuire nel secondo trimestre, attestandosi all'80,1%, ossia nettamente al di sotto della media di lungo periodo (grafico 3.8). Questo segnale non è tuttavia confermato da altre fonti. Il centro KOF interpella le aziende anche in merito alla propria valutazione delle capacità tecniche attuali. Queste ultime le considerano ancora leggermente insufficienti. Anche i colloqui svolti dai delegati alle relazioni economiche regionali della BNS con le imprese indicano un grado di utilizzo normale. Nel settore delle costruzioni questo stesso indicatore si è mantenuto nel secondo trimestre su livelli leggermente superiori alla sua media di lungo periodo (grafico 3.9). Nei comparti del terziario, le inchieste denotano un grado di utilizzo delle capacità tecniche superiore alla media.

La dotazione di personale continua a essere insufficiente. Dalle indagini condotte nei diversi comparti sulla situazione della manodopera risulta che per le imprese è ancora difficile reperire personale.

PROSPETTIVE

Le prospettive per l'economia svizzera si sono leggermente offuscate rispetto a quelle formulate in occasione dell'esame della situazione economica e monetaria di giugno. Un motivo preponderante è l'indebolimento della congiuntura globale secondo lo scenario di base per l'economia mondiale (cfr. capitolo 2). Attualmente non sono ancora visibili segnali di un nuovo slancio del ciclo industriale globale (grafico 3.10) e di una ripresa del commercio internazionale. A ciò si aggiunge l'apprezzamento del franco, che pregiudica la competitività di prezzo dell'export. Il peggioramento di molti indicatori congiunturali osservato ormai da tempo si rivela di conseguenza più marcato e persistente di quanto inizialmente ipotizzato.

Ciononostante, non tutti i segnali congiunturali indicano un deterioramento. Come mostrano le inchieste KOF, l'andamento degli affari continua a essere valutato positivamente in tutti i comparti. Anche le aspettative riguardo all'evoluzione dell'attività per i prossimi sei mesi non sono cambiate nel complesso in maniera significativa negli ultimi trimestri. Persino nell'industria secondo le ultime rilevazioni le imprese erano cautamente ottimiste (grafico 3.11). Anche le prospettive occupazionali, che si riconfermano positive, fanno ben sperare (grafico 3.12).

Per il 2019 la BNS si attende ora una crescita del PIL compresa tra lo 0,5% e l'1,0%, rispetto all'1,5% circa di giugno. Questa correzione è in gran parte riconducibile alla revisione dei dati per i trimestri scorsi, che riducono la crescita annua del 2019 di mezzo punto percentuale. Il deterioramento delle aspettative per la seconda metà dell'anno comporta una diminuzione della previsione di 0,2 punti percentuali. Di conseguenza, la stima della BNS sul futuro andamento congiunturale è cambiata in misura meno marcata di quanto lasci supporre la correzione della crescita annuale prevista. Il tasso di disoccupazione non dovrebbe presentare variazioni significative nel restante periodo dell'anno.

Come per lo scenario di base dell'economia mondiale, anche riguardo alle prospettive economiche per la Svizzera i rischi restano orientati al ribasso. Un indebolimento della congiuntura all'estero più forte del previsto si trasmetterebbe rapidamente alla Svizzera.

Grafico 3.10

PMI DELL'INDUSTRIA, ALL'ESTERO

27 paesi; ponderato per le esportazioni



Fonti: BNS, Fondo monetario internazionale – Direction of Trade Statistics (FMI – DOTs) e Thomson Reuters Datastream.

Grafico 3.11

ASPETTATIVE SULL'ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ NELL'INDUSTRIA

Variazione delle aspettative relative ai successivi 6 mesi

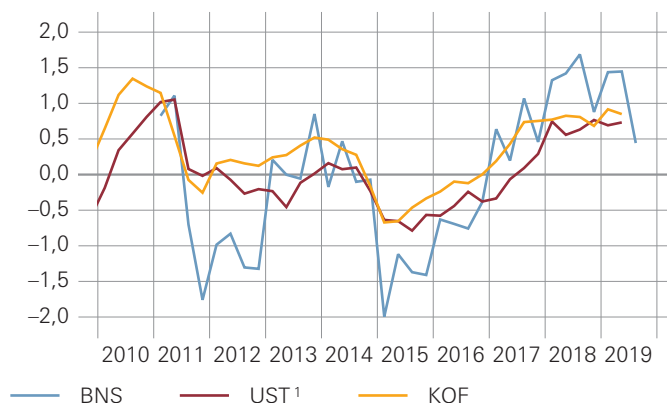


Fonte: Centro di ricerche congiunturali (KOF) dell'ETH di Zurigo.

Grafico 3.12

PROSPETTIVE OCCUPAZIONALI

Dati destagionalizzati, standardizzati



¹ Destagionalizzazione: BNS.

Fonti: Centro di ricerche congiunturali (KOF) dell'ETH di Zurigo, relazioni economiche regionali della BNS e UST.

Nel terzo trimestre del 2019 il tasso di inflazione annuo misurato dall'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC) è diminuito, dopo essere rimasto pressoché invariato nel primo semestre. Anche le misure dell'inflazione di fondo hanno registrato un calo, mantenendosi in prossimità del tasso di inflazione annuo IPC.

Le aspettative di inflazione sono rimaste perlopiù invariate e, analogamente al tasso di inflazione annuo IPC e alle misure dell'inflazione di fondo, si situano nell'area della stabilità dei prezzi che la BNS assimila a un incremento annuo dell'IPC inferiore al 2%.

PREZZI AL CONSUMO

Tasso di inflazione annuo in calo

Dopo essere rimasto sostanzialmente invariato nel primo semestre del 2019, il tasso di inflazione annuo IPC si è dimezzato allo 0,3% in luglio e agosto (tabella 4.1). Ad eccezione degli affitti di abitazioni, tutte le componenti principali dell'IPC hanno contribuito a tale calo.

Decelerazione del rincaro dei prodotti importati...

Il rincaro dei beni e servizi importati ha rallentato, attestandosi in agosto ad appena lo 0,1%. Il contributo dei prodotti esteri al tasso di inflazione annuo IPC è così sceso praticamente a zero (grafico 4.1) e quello dei prodotti petroliferi è risultato persino negativo.

...e dei prodotti interni

Anche il rincaro dei beni e servizi interni è diminuito, collocandosi in agosto allo 0,4% (grafico 4.2) e segnando la fine del rialzo moderato, ma continuo, cominciato a inizio 2018. A tale contrazione hanno contribuito sia i beni che i servizi, esclusi gli affitti di abitazioni.

Rincaro degli affitti stabile

Il rincaro degli affitti è rimasto stabile. Nell'agosto 2019 i canoni di locazione rilevati trimestralmente risultavano dello 0,5% superiori al livello di un anno prima. Il tasso di interesse di riferimento determinante per gli adeguamenti degli affitti a seguito delle modifiche dei tassi ipotecari permane invariato all'1,5% dal giugno 2017 (grafico 4.3).

Tabella 4.1

INDICE NAZIONALE DEI PREZZI AL CONSUMO E SUE COMPONENTI

Variazione percentuale rispetto all'anno precedente

| | 2018 | | 2019 | | 2019 | | | |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | 3° tr. | 4° tr. | 1° tr. | 2° tr. | Giugno | Luglio | Agosto |
| IPC, indice totale | 0,9 | 1,1 | 0,9 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,3 | 0,3 |
| Beni e servizi interni | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,4 | 0,4 |
| Beni | 0,8 | 1,0 | 1,2 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,5 | 0,6 |
| Servizi | 0,3 | 0,4 | 0,3 | 0,5 | 0,6 | 0,7 | 0,4 | 0,4 |
| Servizi privati, esclusi gli affitti di abitazioni | 0,7 | 0,9 | 0,7 | 0,7 | 0,9 | 1,0 | 0,5 | 0,6 |
| Affitti di abitazioni | 0,4 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Servizi pubblici | -0,8 | -0,8 | -0,7 | 0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,5 |
| Beni e servizi esteri | 2,4 | 3,0 | 2,1 | 0,7 | 0,6 | 0,4 | 0,1 | 0,1 |
| Esclusi i prodotti petroliferi | 1,1 | 1,1 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,9 | 0,4 | 0,6 |
| Prodotti petroliferi | 11,9 | 16,6 | 12,5 | 1,1 | 0,1 | -3,2 | -2,6 | -3,5 |

Fonti: BNS e UST.

Inflazione di fondo prossima al tasso di inflazione annuo

Nel complesso le misure dell'inflazione di fondo hanno subito variazioni solo marginali dall'autunno del 2017 (grafico 4.4). Negli ultimi tre mesi sono diminuite a un ritmo leggermente inferiore al tasso di inflazione annuo IPC, cosicché la distanza tra le misure dell'inflazione di fondo e il tasso di inflazione annuo IPC si è ridotta ulteriormente. Nell'agosto 2019 la media troncata calcolata dalla BNS (TM15) corrispondeva al tasso di inflazione annuo IPC dello 0,3%, mentre il tasso di inflazione di fondo elaborato dall'UST (UST1) si è attestato a un livello leggermente superiore, pari allo 0,4%.

UST1 e TM15 si basano ambedue sui prezzi di un paniere ridotto di beni. Mentre nel calcolo dell'UST1 vengono esclusi energia e carburanti, nonché prodotti freschi e stagionali, in quello della TM15 vengono eliminati ogni mese i prodotti con le variazioni di prezzo più marcate (il 15% delle variazioni annue dei prezzi, a entrambe le estremità della distribuzione).

PREZZI ALLA PRODUZIONE E ALL'IMPORTAZIONE

Prezzi dell'offerta aggregata in calo

Da inizio 2019 i prezzi dell'offerta aggregata (prezzi alla produzione e all'importazione) si situano a un livello inferiore a quello dell'anno scorso. Nell'agosto 2019 il loro tasso di incremento risultava pari a -1,9% (grafico 4.5). Dopo essersi attestato a un valore di poco inferiore a zero nei primi mesi dell'anno, è calato ulteriormente in territorio negativo negli ultimi mesi, soprattutto per effetto dei prezzi all'importazione, scesi in misura nettamente più marcata rispetto ai prezzi alla produzione.

Grafico 4.1

IPC: BENI E SERVIZI INTERNI ED ESTERI

Variazione percentuale dell'IPC rispetto all'anno precedente; contributi delle componenti in punti percentuali.

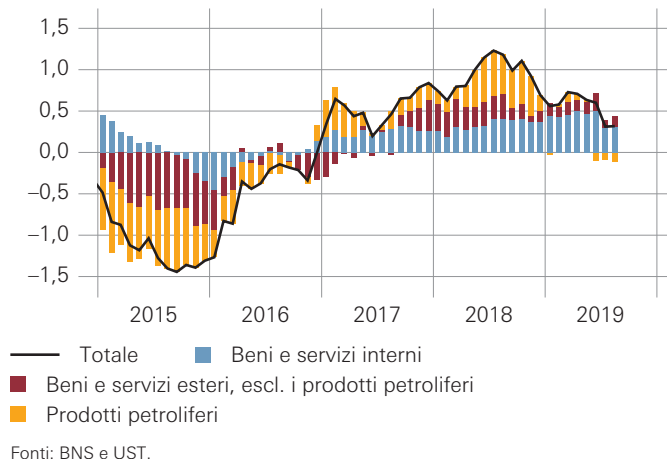


Grafico 4.2

IPC: BENI E SERVIZI INTERNI

Variazione percentuale dell'IPC rispetto all'anno precedente; contributi delle componenti in punti percentuali.

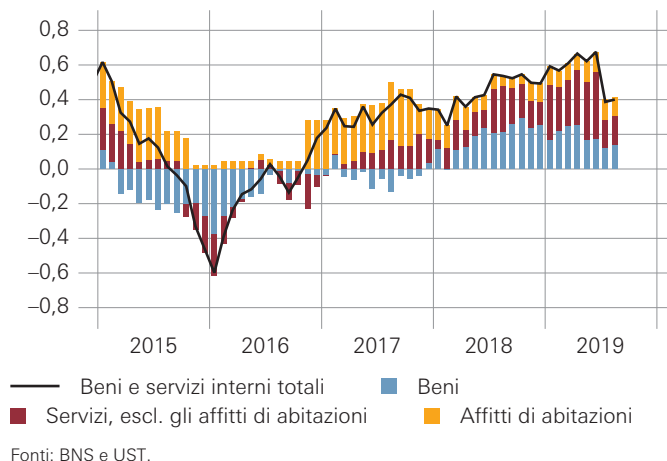


Grafico 4.3

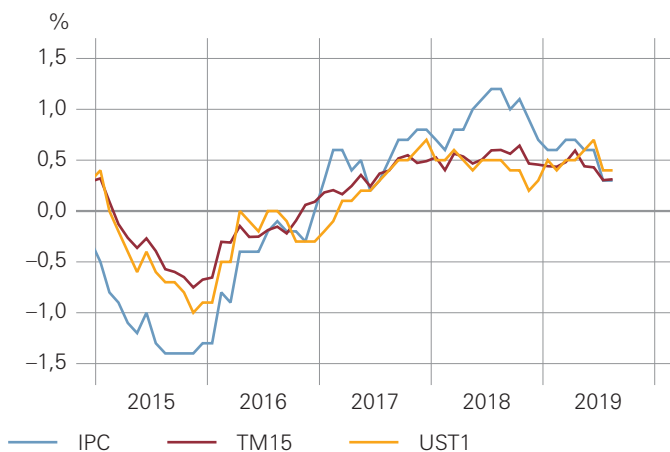
AFFITTI DI ABITAZIONI



Grafico 4.4

INFLAZIONE DI FONDO

Variazione rispetto all'anno precedente

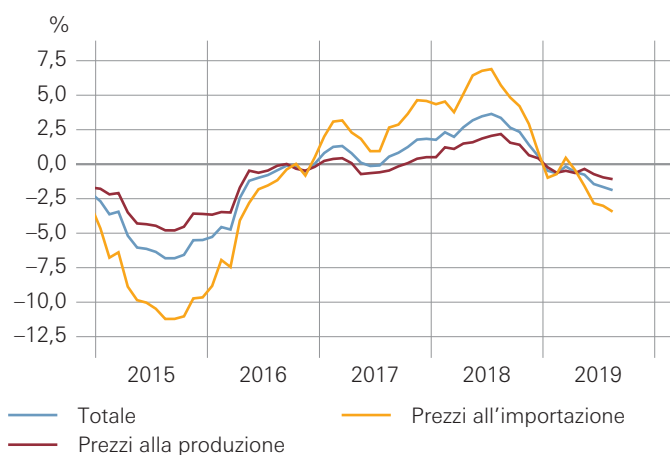


Fonti: BNS e UST.

Grafico 4.5

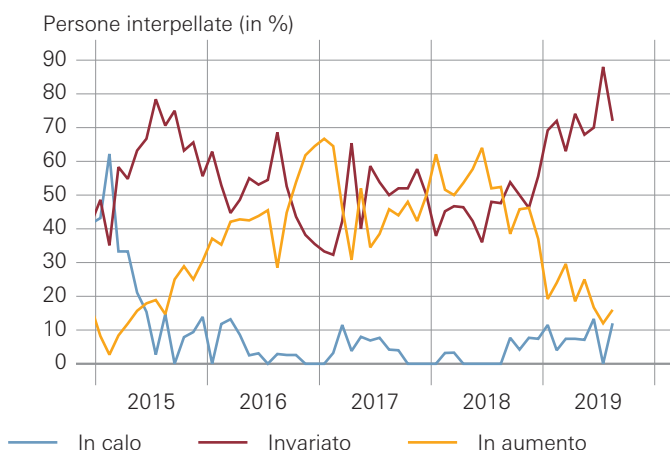
PREZZI DELL'OFFERTA AGGREGATA

Variazione rispetto all'anno precedente



Fonte: UST.

Grafico 4.6

INCHIESTA CS-CFA: ANDAMENTO DEL TASSO DI INFLAZIONE ATTESO NEI SUCCESSIVI SEI MESI

Fonti: CFA Society Switzerland e Credit Suisse.

ASPETTATIVE DI INFLAZIONE**Aspettative di inflazione in linea con la stabilità dei prezzi**

Tanto le aspettative di inflazione a breve termine quanto quelle a lungo termine permangono in territorio leggermente positivo. Esse risultano pertanto in linea con l'obiettivo della stabilità dei prezzi che la BNS assimila a un incremento annuo dell'IPC inferiore al 2%.

Aspettative di inflazione a breve ancora in territorio leggermente positivo

Secondo l'inchiesta mensile sui mercati finanziari svolta in Svizzera da Credit Suisse e CFA Society Switzerland, nell'agosto 2019 una netta maggioranza degli analisti intervistati si aspettava un andamento stabile del tasso di inflazione nei successivi sei mesi (grafico 4.6), mentre dei partecipanti restanti circa la metà prevedeva un aumento e l'altra metà un calo. Dal momento che in luglio il tasso di inflazione annuo IPC si attestava allo 0,3%, in base ai risultati dell'inchiesta le aspettative di inflazione a breve termine si situano in territorio leggermente positivo.

Anche i colloqui svolti dai delegati alle relazioni economiche regionali della BNS con le imprese di tutti i settori e rami dell'economia lasciano supporre che le aspettative inflazionistiche a breve termine si collochino su livelli bassi. Nel terzo trimestre del 2019 gli interlocutori intervistati si attendevano per i successivi sei-dodici mesi un tasso di inflazione annuo pari in media allo 0,5% (trimestre precedente: 0,4%).

L'inchiesta trimestrale dalla SECO condotta presso le economie domestiche in merito all'evoluzione dei prezzi attesa nei dodici mesi successivi ha fornito nel luglio 2019 risultati analoghi a quelli del trimestre precedente. Oltre la metà delle persone interpellate si aspettava un aumento dei prezzi, mentre circa due quinti hanno indicato un andamento invariato e solo pochi un calo dei prezzi.

Aspettative a più lungo termine leggermente al di sopra di quelle a breve

Le aspettative di inflazione a più lungo termine continuano a collocarsi poco al di sopra di quelle a breve. Come nel trimestre precedente, anche nel terzo trimestre del 2019 gli interlocutori dei delegati della BNS si aspettavano per i successivi tre-cinque anni un tasso di inflazione dello 0,8%.

5

Evoluzione monetaria

In occasione dell'esame della situazione economica e monetaria del 13 giugno 2019 la Banca nazionale ha introdotto il tasso guida BNS, il quale ha sostituito la fascia obiettivo per il Libor a tre mesi. Questo cambiamento non ha avuto alcuna incidenza sull'orientamento di politica monetaria della BNS. La politica monetaria ha continuato a basarsi sull'interesse negativo applicato agli averi a vista detenuti dalle banche presso la BNS e sulla disponibilità della BNS a intervenire se necessario sul mercato dei cambi.

Nel periodo successivo all'esame della situazione del giugno 2019 i tassi a lungo termine del mercato dei capitali sono calati sotto l'influsso di fattori globali. Il tasso overnight (SARON) è rimasto per contro invariato al livello del tasso guida BNS e dell'interesse negativo sui depositi a vista presso la BNS (-0,75%).

Sul mercato dei cambi il franco si è apprezzato rispetto alla maggior parte delle valute. Pertanto, il suo valore esterno nominale ponderato per il commercio estero è salito in agosto al livello più alto dai giorni successivi all'abolizione del cambio minimo, nel gennaio 2015.

I tassi di crescita dell'aggregato monetario M3 e del credito bancario si sono mantenuti, come nel trimestre precedente, su valori moderati.

MISURE DI POLITICA MONETARIA SUCCESSIVE ALL'ULTIMO ESAME DELLA SITUAZIONE ECONOMICA E MONETARIA

Indirizzo espansivo immutato della politica monetaria

In occasione dell'esame della situazione economica e monetaria del 13 giugno 2019 la BNS aveva confermato il proprio orientamento espansivo di politica monetaria. Essa aveva deciso di fissare a -0,75% il nuovo tasso guida BNS e di lasciare invariato a -0,75% il tasso di interesse applicato, oltre un determinato importo in franchigia, agli averi a vista detenuti presso la BNS dalle banche e da altri operatori del mercato finanziario. La BNS aveva inoltre ribadito la volontà di rimanere attiva se necessario sul mercato dei cambi, tenuto conto della situazione valutaria complessiva.

A valere dal 13 giugno 2019 il tasso guida BNS ha sostituito la fascia obiettivo per il Libor a tre mesi. La BNS ha annunciato che da quel momento avrebbe adottato e comunicato le sue decisioni di politica monetaria mediante la fissazione del livello del tasso guida. Inoltre, essa avrebbe mirato a mantenere i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario garantito, e in particolare il tasso SARON, in prossimità del tasso guida BNS.

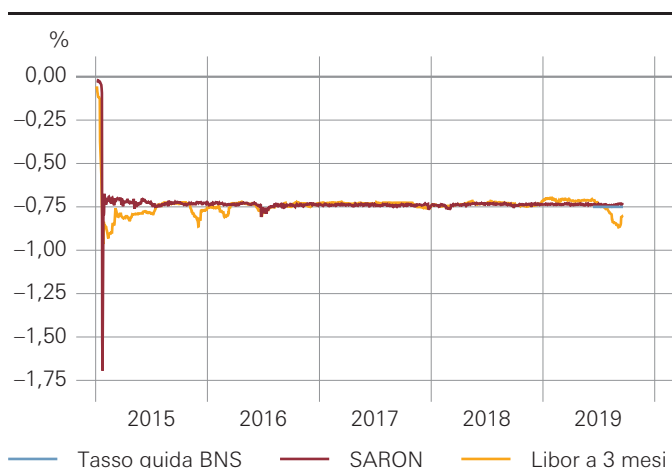
Leggero aumento degli averi a vista presso la BNS

Durante il periodo successivo all'esame della situazione del giugno 2019 gli averi a vista totali detenuti presso la BNS sono aumentati. Nella settimana dal 9 al 13 settembre 2019 (l'ultima settimana prima dell'esame di settembre 2019) essi sono risultati pari a 592,4 miliardi di franchi, un livello superiore di 14,4 miliardi a quello registrato nell'ultima settimana prima dell'esame di metà giugno 2019. Fra metà giugno e metà settembre 2019 sono ammontati in media a 585 miliardi di franchi. Di questa cifra 474,7 miliardi erano attribuibili ai conti giro di banche residenti e i restanti 110,3 miliardi ad altri averi a vista.

Fra il 20 maggio e il 19 agosto 2019 le riserve minime previste dalla legge sono ammontate mediamente a 17,3 miliardi di franchi. Nel complesso le banche hanno superato di 459,2 miliardi (periodo precedente: 471,7 miliardi) il livello minimo prescritto. Le riserve bancarie eccedenti sono perciò rimaste assai elevate.

Grafico 5.1

TASSO GUIDA BNS E TASSI DEL MERCATO MONETARIO



Fonti: Bloomberg, BNS e SIX Swiss Exchange SA.

Grafico 5.2

RENDIMENTO DEI PRESTITI DECENNALI DELLA CONFEDERAZIONE

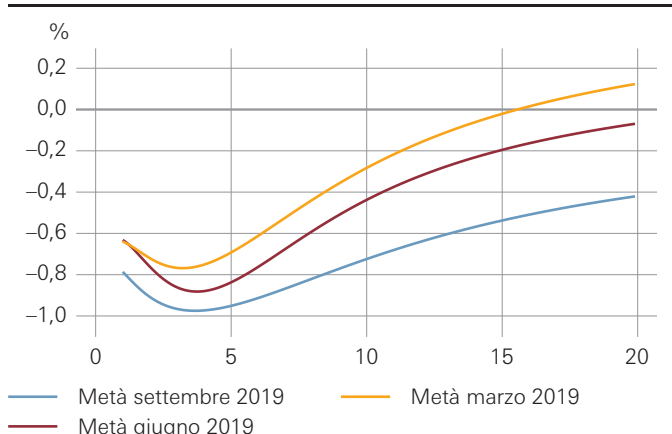


Fonte: BNS.

Grafico 5.3

STRUTTURA DEI TASSI DI INTERESSE PER I PRESTITI DELLA CONFEDERAZIONE

Durata in anni (ascissa); metodo Nelson Siegel Svensson.



Fonte: BNS.

TASSI DEL MERCATO MONETARIO E DEL MERCATO DEI CAPITALI

Tassi del mercato monetario quasi invariati

Durante gli ultimi tre mesi i tassi del mercato monetario sono rimasti sostanzialmente invariati. Il SARON si è sempre mantenuto in prossimità del tasso guida BNS pari a -0,75%. Le aspettative di tasso di interesse hanno contribuito al lieve calo di tassi monetari come il Libor a tre mesi (grafico 5.1).

Ulteriore calo dei tassi del mercato dei capitali

Nel corso dei mesi estivi i tassi del mercato dei capitali sono ulteriormente diminuiti toccando nuovi minimi storici. A metà agosto il rendimento sui prestiti decennali della Confederazione è sceso per la prima volta al di sotto di -1,0% (grafico 5.2).

Il calo del rendimento delle obbligazioni della Confederazione ha rispecchiato principalmente fattori di natura globale, fra cui l'acuirsi del conflitto commerciale fra gli Stati Uniti e la Cina e il deterioramento della congiuntura mondiale. Anche i rendimenti dei titoli pubblici degli Stati Uniti e di altri grandi paesi industrializzati hanno subito un sensibile ribasso.

Appiattimento della curva dei rendimenti

La curva dei rendimenti delle obbligazioni della Confederazione si è spostata verso il basso rispetto a tre o a sei mesi prima. Al tempo stesso essa si è appiattita (grafico 5.3). A metà settembre i rendimenti per le scadenze fino a 9 anni si collocavano al di sotto dell'attuale tasso guida BNS pari a -0,75%.

Tassi di interesse reali sempre bassi

I tassi di interesse reali sono la grandezza di riferimento determinante per le decisioni di investimento e di risparmio delle imprese e delle economie domestiche. L'andamento della curva dei rendimenti sui prestiti della Confederazione in combinazione con le aspettative inflazionistiche desunte dalle inchieste congiunturali indica che i tassi reali si sono ulteriormente ridotti.

TASSI DI CAMBIO

Rafforzamento del franco rispetto all'euro

Nel periodo successivo all'esame del giugno scorso il franco si è apprezzato del 2% nei confronti dell'euro (grafico 5.4). A inizio settembre 1 euro è costato temporaneamente 1.08 franchi, il valore più basso da metà 2017. Rispetto al dollaro USA, pur con leggere oscillazioni, il cambio del franco è rimasto invariato.

Da un lato, l'apprezzamento del franco è stato indotto dalle aspettative di mercato, orientatesi nel senso di un allentamento della politica monetaria all'estero. Dall'altro, i rapporti di cambio del franco hanno ancora una volta rispecchiato un mutamento nella percezione del rischio, causato in particolare dall'acuirsi del conflitto commerciale fra Stati Uniti e Cina.

Valore esterno nominale del franco al livello più alto dall'inizio del 2015

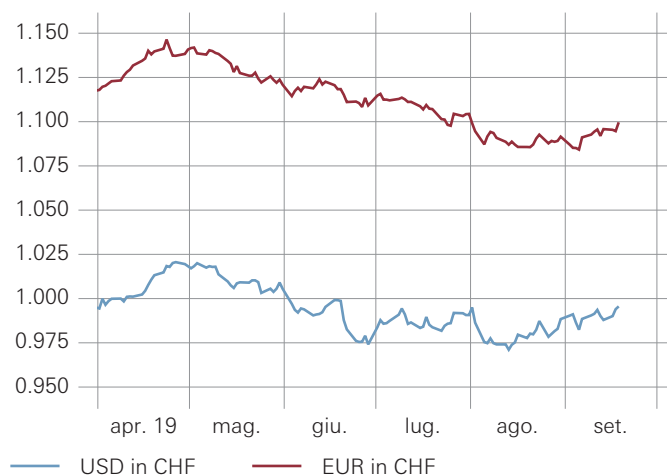
Il valore esterno nominale del franco ponderato per l'interscambio è aumentato nettamente in agosto, raggiungendo così il punto più alto dai giorni successivi all'abolizione del cambio minimo nel gennaio 2015. A metà settembre superava dell'1,3% il livello osservato alla data dell'esame di giugno (grafico 5.5). All'aumento del valore esterno nominale ha contribuito, oltre all'apprezzamento nei confronti dell'euro, in particolare anche la debolezza della lira sterlina (-1,5%) e del renminbi (-2%).

Aumento del valore esterno reale del franco

Con l'apprezzamento nominale del franco è salito anche il suo valore esterno reale ponderato per l'interscambio (grafico 5.6). Nel confronto a lungo termine il franco continua ad avere una quotazione elevata.

Grafico 5.4

TASSI DI CAMBIO



Fonte: BNS.

Grafico 5.5

VALORE ESTERNO NOMINALE DEL FRANCO



Fonte: BNS.

Grafico 5.6

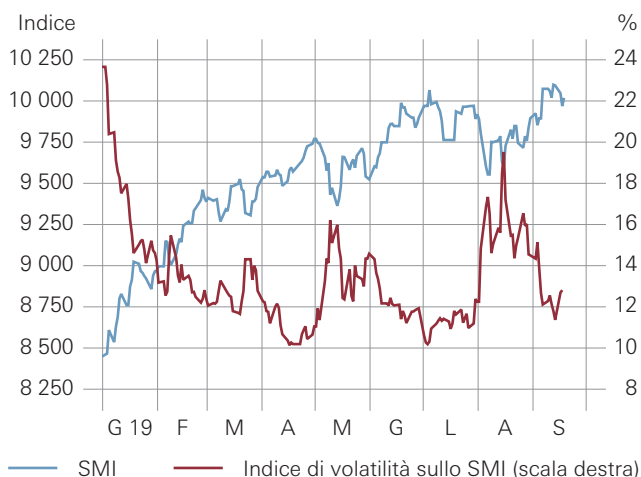
VALORE ESTERNO REALE DEL FRANCO



Fonte: BNS.

Grafico 5.7

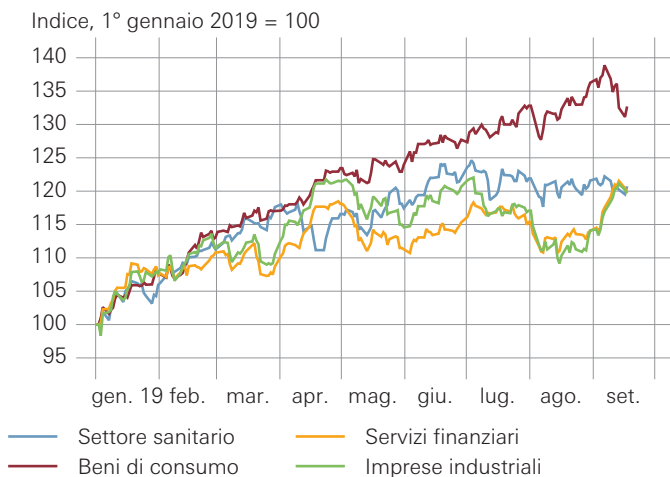
CORSI AZIONARI E VOLATILITÀ



Fonti: Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

Grafico 5.8

SPI – ANDAMENTI DI DETERMINATI SETTORI

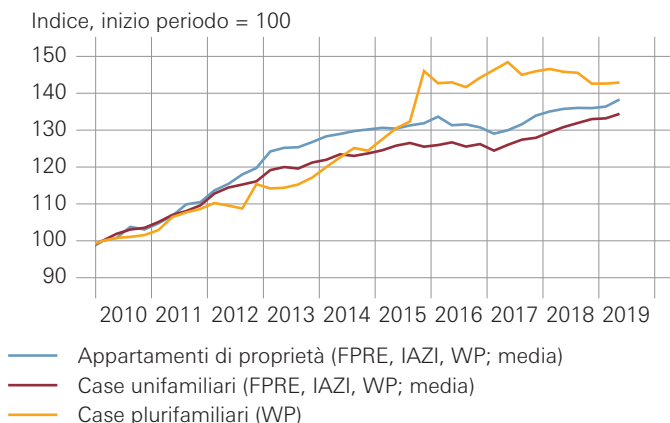


Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Grafico 5.9

PREZZI DI TRANSAZIONE PER IMMOBILI RESIDENZIALI

In termini nominali (metodo edonico)



Fonti: Fahländer Partner Raumentwicklung (FPRE), IAZI e Wüest Partner (WP).

CORSI AZIONARI E PREZZI DEGLI IMMOBILI

Temporaneo indebolimento delle quotazioni azionarie

All'inizio di agosto le azioni delle maggiori imprese svizzere hanno subito una perdita di valore (grafico 5.7). Alla base di questa evoluzione vi sono stati soprattutto fattori globali come il conflitto commerciale fra gli Stati Uniti e la Cina, nonché il deteriorarsi della congiuntura economica mondiale. Lo Swiss Market Index (SMI) si è prontamente ripreso e in settembre ha raggiunto un nuovo massimo storico.

Maggiore incertezza a breve termine del mercato

L'indice di volatilità desunto dai prezzi delle opzioni sui futures dello SMI fornisce una misura della valutazione dell'incertezza da parte degli investitori sul mercato azionario (grafico 5.7). Tale indice ha mostrato un netto incremento agli inizi di agosto, e anche nelle settimane successive si è mantenuto al di sopra della media registrata fino ad allora nel corso dell'anno. Nel confronto storico esso non è tuttavia stato insolitamente elevato.

Evoluzione degli indici settoriali

Il grafico 5.8 mostra l'andamento di importanti indici parziali del più ampio Swiss Performance Index (SPI). Da esso appare che è proseguita praticamente invariata l'ascesa dell'indice dei beni di consumo, mentre gli altri indici settoriali sono leggermente calati o hanno ristagnato dalla metà del 2019. Rispetto all'inizio dell'anno i corsi azionari di tutti e quattro i comparti hanno comunque guadagnato in valore almeno il 20%.

Incremento su base annua dei prezzi delle case unifamiliari e degli appartamenti di proprietà

Nel secondo trimestre 2019 i prezzi degli appartamenti di proprietà e delle case unifamiliari sono ancora leggermente cresciuti. Per contro, quelli delle case plurifamiliari (immobili residenziali a reddito) non si sono quasi più mossi dalla fine del 2015. In quest'ultimo segmento negli ultimi anni si è nettamente ampliata l'offerta a fronte di una domanda rimasta moderata, e ciò si è tradotto in una crescente quota percentuale di abitazioni sfitte.

AGGREGATI MONETARI E CREDITIZI

Base monetaria sostanzialmente invariata

Dalla metà del 2017 la base monetaria, costituita dalle banconote in circolazione e dagli averi sui conti giro delle banche residenti, è rimasta sostanzialmente stazionaria. Nell'agosto 2019 essa è ammontata in media a 553,0 miliardi di franchi (grafico 5.10). Di questa cifra 78,7 miliardi sono ascrivibili alle banconote in circolazione e 474,3 miliardi agli averi in conto giro detenuti presso la BNS dalle banche residenti.

Crescita stabile degli aggregati monetari ampi

A metà 2019 i tassi di crescita degli aggregati monetari più ampi (M2 ed M3) si sono stabilizzati, dopo essere costantemente aumentati nei quattro trimestri precedenti (tabella 5.1).

Nell'agosto 2019 l'aggregato M1 (circolante, depositi a vista e conti transattivi) superava del 4,0% il livello di un anno prima. Nello stesso arco di tempo l'aggregato M2 (M1 più depositi a risparmio) e l'aggregato M3 (M2 più depositi a termine) sono cresciuti rispettivamente del 2,9% e del 2,7%.

L'evoluzione dell'aggregato M3 è per lo più strettamente collegata a quella del credito bancario. Attualmente M3 cresce pressoché allo stesso ritmo dei prestiti delle banche denominati in franchi (grafico 5.11).

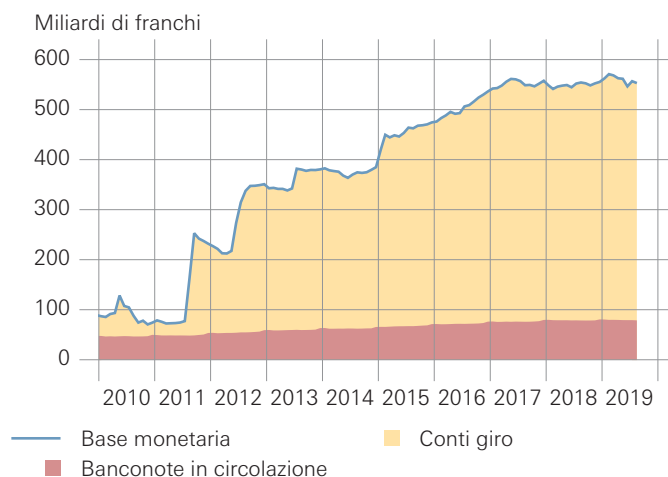
Crescita invariata dei prestiti ipotecari

Nel secondo trimestre 2019 il totale dei crediti bancari (banche residenti, tutte le valute) è aumentato del 3,3% su base annua, contro il 3,6% nel trimestre precedente (tabella 5.1). Mentre è rimasto invariato il tasso di crescita dei prestiti ipotecari, ha invece rallentato quello degli altri crediti.

I prestiti ipotecari delle banche, che rappresentano circa l'85% del credito bancario totale erogato alla clientela residente, nel secondo trimestre sono aumentati in ragione annua del 3,4%, esattamente come nel trimestre precedente. La domanda di questi prestiti continua a essere stimolata dal basso livello dei tassi ipotecari. Il tasso sulle ipoteche a dieci anni è nettamente calato dall'inizio dell'anno e in luglio risultava sceso all'1,2%, segnando un nuovo minimo storico (grafico 5.12).

Grafico 5.10

BASE MONETARIA



Fonte: BNS.

Grafico 5.11

AGGREGATO MONETARIO M3 E PRESTITI BANCARI IN FRANCHI

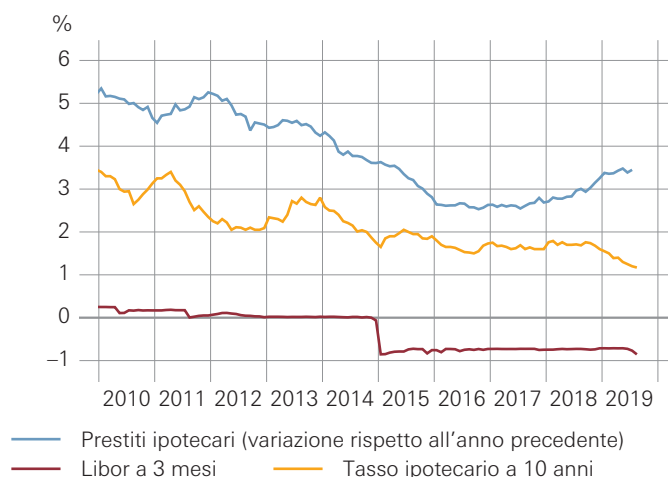
Variazione rispetto all'anno precedente



Fonte: BNS.

Grafico 5.12

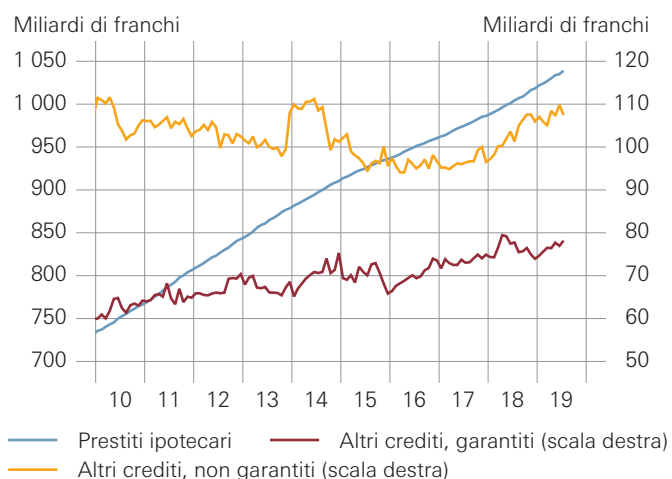
PRESTITI IPOTECARI E TASSI DI INTERESSE



Fonti: Bloomberg e BNS.

Grafico 5.13

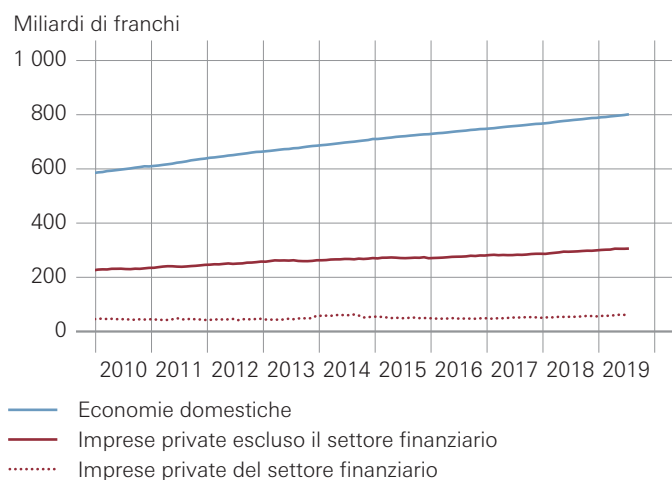
PRESTITI IPOTECARI E ALTRI CREDITI



Fonte: BNS.

Grafico 5.14

PRESTITI A ECONOMIE DOMESTICHE E IMPRESE



Fonte: BNS.

Gli altri crediti (non assistiti da ipoteca) mostrano un andamento assai più volatile rispetto ai prestiti ipotecari (grafico 5.13). Nel secondo trimestre 2019 essi hanno subito un incremento del 2,7% su base annua, dopo quello del 4,6% registrato nel primo trimestre. Tale aumento è interamente dovuto agli altri crediti non garantiti. Infatti, nel secondo trimestre gli altri crediti garantiti sono leggermente diminuiti in ragione annua.

Andamento del credito per settori

Dall'inizio della crisi finanziaria ed economica sia le economie domestiche che le imprese non finanziarie beneficiano di favorevoli condizioni di finanziamento. Ciò trova riflesso nel costante aumento del credito bancario erogato a queste due importanti categorie di clienti (grafico 5.14).

A fine giugno 2019 i crediti alle economie domestiche, che per il 95% sono costituiti da prestiti ipotecari, risultavano cresciuti di 20,4 miliardi di franchi, ossia del 2,6%, rispetto al livello di un anno prima. Nello stesso arco di tempo i crediti alle imprese non finanziarie (quota dei prestiti ipotecari: 77%) sono saliti di 11,0 miliardi, ossia del 3,7%, mentre quelli alle imprese finanziarie (quota dei prestiti ipotecari: 36%), che presentano un volume nettamente inferiore e un andamento più volatile, hanno fatto registrare un incremento di 7,1 miliardi, pari al 13,1%.

Tabella 5.1

AGGREGATI MONETARI E PRESTITI BANCARI

Variazione percentuale rispetto all'anno precedente

| | 2018 | 2018 | | 2019 | | 2019 | | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | 3° tr. | 4° tr. | 1° tr. | 2° tr. | Giugno | Luglio | Agosto |
| M1 | 5,8 | 5,0 | 5,1 | 5,1 | 5,1 | 5,1 | 4,7 | 4,0 |
| M2 | 3,2 | 2,6 | 3,1 | 3,3 | 3,7 | 3,7 | 3,4 | 2,9 |
| M3 | 2,9 | 2,4 | 2,8 | 3,4 | 3,5 | 3,6 | 3,2 | 2,7 |
| Prestiti bancari, totale ^{1, 3} | 3,3 | 3,4 | 3,4 | 3,6 | 3,3 | 3,3 | 3,5 | |
| Prestiti ipotecari ^{1, 3} | 2,9 | 3,0 | 3,1 | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 | |
| Economie domestiche ^{2, 3} | 2,6 | 2,7 | 2,7 | 2,8 | 2,8 | 2,7 | 2,8 | |
| Imprese private ^{2, 3} | 3,8 | 3,8 | 4,4 | 5,2 | 5,6 | 5,4 | 5,4 | |
| Altri crediti ^{1, 3} | 5,4 | 6,2 | 5,1 | 4,6 | 2,7 | 3,1 | 3,7 | |
| garantiti ^{1, 3} | 3,9 | 3,9 | 0,6 | 0,7 | -2,1 | -0,7 | 0,5 | |
| non garantiti ^{1, 3} | 6,6 | 7,9 | 8,6 | 7,6 | 6,5 | 6,0 | 6,1 | |

1 Bilanci mensili (sportelli bancari in Svizzera, posizioni verso soggetti non bancari residenti, in tutte le valute).

2 Statistica del volume dei crediti (sportelli bancari in Svizzera, posizioni verso soggetti non bancari residenti, in tutte le valute).

3 I tassi di crescita dei prestiti bancari e delle loro componenti tengono conto delle informazioni fornite dalle banche in merito a eventuali cambiamenti nella pratica di rilevazione dei dati. Essi possono pertanto scostarsi dai tassi di crescita presentati sul portale di dati data.snb.ch.

Fonte: BNS.

Segnali congiunturali

Risultati dei colloqui della BNS con le imprese

Terzo trimestre 2019

Rapporto dei delegati alle relazioni economiche regionali sottoposto alla Direzione generale della BNS per l'esame trimestrale della situazione economica e monetaria.

Le valutazioni riportate in queste pagine si basano sulle informazioni fornite da dirigenti di imprese di tutta la Svizzera. In totale sono stati svolti 211 colloqui fra metà luglio e inizio settembre.

Regioni

Friburgo, Vaud e Vallese
Ginevra, Giura e Neuchâtel
Mittelland
Svizzera centrale
Svizzera italiana
Svizzera nord-occidentale
Svizzera orientale
Zurigo

Delegati

Aline Chabloz
Jean-Marc Falter
Roland Scheurer
Gregor Bäurle
Fabio Bossi
Daniel Hanimann
Urs Schönholzer
Rita Kobel

L'essenziale in breve

- Nel terzo trimestre l'economia svizzera ha evidenziato una netta perdita di dinamismo. La crescita dei fatturati reali ha segnato un ulteriore rallentamento e l'incertezza è aumentata sensibilmente. Ciò riflette innanzitutto una decelerazione dell'economia mondiale.
- Il grado di utilizzo delle capacità tecnico-produttive si attesta nel complesso su livelli normali, anche se rispetto a quanto osservato finora si registra una disparità più accentuata tra i settori. Gli effettivi in organico sono tuttora considerati leggermente insufficienti, seppur in modo meno evidente rispetto ai trimestri precedenti.
- Nel complesso è cresciuta leggermente la pressione sui margini di guadagno, il cui livello è comunque giudicato da «sostenibile» a «soddisfacente» dalla maggior parte degli interlocutori.
- Per i prossimi due trimestri gli imprenditori si attendono una crescita moderata riguardo a fatturato, occupazione e investimenti.
- Per la prima volta dall'inizio del 2017, gli interlocutori non prevedono più aumenti dei prezzi di acquisto e di vendita.
- Fra i rischi figurano in primo piano le possibili ripercussioni delle tensioni commerciali, le prospettive per l'economia mondiale e un ulteriore apprezzamento del franco.

SITUAZIONE ATTUALE

Nuovo rallentamento della dinamica congiunturale

Nel terzo trimestre l'economia svizzera ha evidenziato una perdita di dinamismo. È così proseguito il graduale indebolimento rispetto ai massimi registrati all'inizio dello scorso anno.

La crescita trimestrale dei fatturati reali delle imprese – corretti per la variazione dei prezzi di vendita – ha rallentato (grafico 1; per l'interpretazione dei grafici si rimanda alle informazioni riportate alle fine del rapporto). Più dell'attuale evoluzione dei fatturati, a deprimere il clima di fiducia è il calo degli ordinativi.

Diverse imprese esportatrici dirette o indirette cominciano ad avvertire in modo pronunciato il deterioramento congiunturale in Germania. L'andamento degli affari con gli Stati Uniti, invece, permane perlopiù favorevole. I segnali provenienti dall'interscambio commerciale con l'Asia e l'Europa variano molto a seconda dei comparti e delle imprese. Talora si percepiscono le conseguenze del conflitto commerciale in corso tra Stati Uniti e Cina. Alcuni rami di attività risentono inoltre delle perturbazioni causate dalle proteste di Hong Kong.

Utilizzo delle capacità produttive nella norma

Il grado di utilizzo delle capacità tecnico-produttive si attesta nel complesso su livelli usuali (grafico 2). Nello specifico, circa il 40% delle aziende segnala un grado di utilizzo nella norma, mentre il restante 60% si divide equamente fra imprese con capacità produttive piuttosto sottoutilizzate e imprese con capacità produttive piuttosto sovrautilizzate. Il settore industriale presenta una situazione di leggero sottoutilizzo. Le problematiche

legate a difficoltà di approvvigionamento e tempi di consegna talora lunghi, menzionate ancora fino a poco tempo fa, non vengono praticamente più citate. Nel settore delle costruzioni il grado di utilizzo delle capacità produttive permane costantemente elevato.

Minore penuria di personale

Gli interlocutori continuano a giudicare piuttosto scarsa la propria dotazione di personale, seppur in misura meno netta rispetto al trimestre precedente. Nel settore industriale, in particolare, gli effettivi sono ora complessivamente adeguati al fabbisogno. Talune imprese prevedono di non sostituire il personale uscente.

In molti rami di attività il reclutamento di personale viene giudicato più difficile del solito. Ciò dipende in parte dalla scarsità presente sul mercato, ma anche dai maggiori requisiti professionali richiesti, ad esempio in termini di competenze informatiche. La penuria di personale qualificato resta una delle principali preoccupazioni di molte imprese, anche se in modo meno pronunciato rispetto ai periodi precedenti. Continuano a essere molto ricercati gli specialisti informatici, gli ingegneri e i professionisti qualificati del ramo tecnico. Numerosi interlocutori assegnano grande importanza alla formazione interna e all'attrattività della propria azienda in qualità di datore di lavoro, al fine di acquisire o trattenere personale.

Lieve aumento della pressione sui margini di guadagno

È leggermente aumentata nel complesso la pressione sui margini, che si collocano appena al di sotto del livello ritenuto consueto dagli interlocutori. Ciononostante, l'85% degli interlocutori giudica il loro livello «sostenibile» o persino «soddisfacente».

Grafico 1

FATTURATI RISPETTO AL TRIMESTRE PRECEDENTE

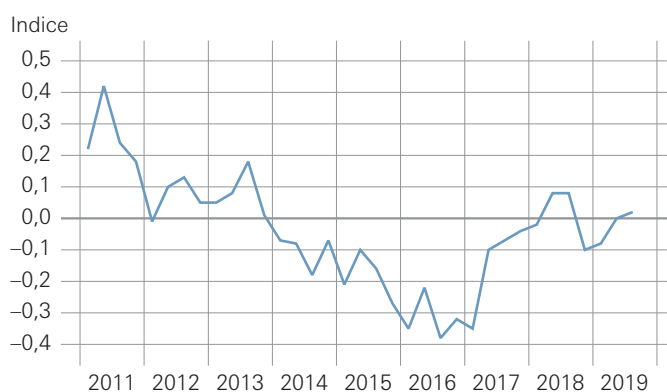


Andamento dei fatturati reali rispetto al trimestre precedente. Valori positivi (negativi) indicano un aumento (calo).

Fonte: BNS.

Grafico 2

UTILIZZO DELLE CAPACITÀ



Grado di utilizzo attuale delle capacità tecniche e delle infrastrutture aziendali rispetto a un livello normale. Un valore positivo (negativo) indica un grado di utilizzo superiore (inferiore) al normale.

Fonte: BNS.

ANDAMENTI DEI SINGOLI COMPARTI

Nel comparto del commercio i fatturati reali si mantengono sul livello del trimestre precedente. Ciò vale per la distribuzione all'ingrosso e al dettaglio, nonché per il commercio di autoveicoli. Le infrastrutture sia del commercio al dettaglio che del commercio all'ingrosso risultano sottoutilizzate. Nel commercio al dettaglio stazionario la pressione sui margini è ancora aumentata. Il turismo degli acquisti all'estero non viene indicato come un problema acuto, ma come un rischio nel caso di un ulteriore apprezzamento del franco.

Nel raffronto trimestrale i fatturati del ramo finanziario, ossia di banche, assicurazioni e gestori patrimoniali, sono rimasti invariati. Il comparto in generale, e le banche in particolare, hanno registrato un ulteriore deterioramento dei margini. I margini di guadagno si situano a un livello nettamente inferiore ai valori ritenuti consueti dagli interlocutori. Tra i motivi vi sono il calo generalizzato dei tassi, l'ulteriore restringimento del differenziale fra tassi attivi e passivi, che può essere compensato solo in parte con un aumento dei depositi e dei prestiti, e gli oneri legati all'attuazione delle norme regolamentari e alla digitalizzazione. A ciò si aggiungono la maggiore prudenza dei clienti nei confronti degli investimenti e la crescente pressione concorrenziale da parte di nuovi operatori presenti sul mercato.

I servizi alberghieri e della ristorazione registrano un'attività alquanto dinamica, caratterizzata da fatturati superiori a quelli del trimestre precedente e nettamente più elevati rispetto ai valori di un anno prima. Il grado di utilizzo delle capacità risulta nella norma sia per gli alberghi che per gli esercizi gastronomici. Gli esercizi alberghieri segnalano margini di guadagno decisamente superiori ai valori abituali. Il turismo montano nazionale ha beneficiato dell'ondata di caldo e di una più forte domanda interna.

Le imprese del ramo ICT presentano fatturati di gran lunga più elevati rispetto a quelli del trimestre precedente e di un anno prima. Tra i fattori propulsivi dell'attività vengono citati la trasformazione digitale, la crescente domanda proveniente dal comparto fintech nonché la sicurezza cibernetica. Un effetto frenante è invece attribuito alla persistente carenza di personale qualificato.

Una vigorosa dinamica dei fatturati è riscontrata dalle società di consulenza e di revisione contabile, dagli studi di ingegneria e di architettura, nonché dalle imprese fornitrici di servizi per gli edifici. Anche le imprese del comparto sanitario evidenziano un andamento vivace accompagnato da margini superiori ai valori consueti.

Nell'industria la maggior parte dei comparti fa registrare fatturati superiori rispetto al trimestre precedente. Eccellente l'andamento del comparto farmaceutico: i fatturati sono nettamente più elevati rispetto a quelli registrati nei periodi di raffronto. Risultano dinamiche anche le vendite delle imprese attive nella produzione di materie plastiche, nella fabbricazione di apparecchiature elettriche e nella fornitura di energia. I fatturati delle imprese metallurgiche e dell'industria meccanica, per contro, si attestano su livelli più bassi di quelli rilevati nel trimestre precedente e i margini si situano al di sotto dei valori usuali.

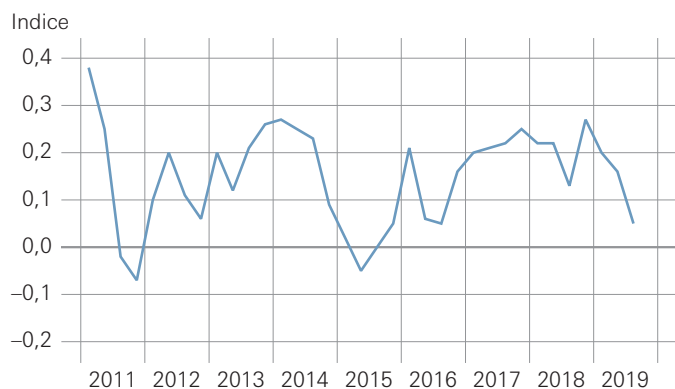
Il ramo orologiero è caratterizzato nel complesso da un robusto andamento delle vendite, ma presenta ancora una eterogeneità assai marcata. L'indotto dell'industria automobilistica continua ad avvertire l'incertezza prevalente su questo mercato, suscitata dal cambiamento tecnologico, da nuove procedure di omologazione e da un'accresciuta consapevolezza ambientale da parte dei clienti.

Il settore delle costruzioni presenta fatturati che in termini stagionalizzati si situano su livelli superiori a quelli del trimestre precedente e di un anno prima. Le capacità produttive risultano sovrautilizzate. Questo quadro complessivo è riconducibile in particolare alle opere del genio civile e ai lavori di completamento degli edifici. Nel comparto dell'edilizia l'attività si attesta pressappoco sui livelli del trimestre precedente e i margini sono sotto forte pressione, nonostante il persistente buon andamento delle commesse. A breve termine non si osserva praticamente alcun segnale di un netto rallentamento del settore delle costruzioni nel suo complesso. Nell'edilizia residenziale l'attività potrebbe rallentare leggermente; tuttavia il crescente fabbisogno di risanamento di edifici e infrastrutture da un lato e la densificazione edilizia dall'altro offrono nuove opportunità. L'aumento del tasso di abitazioni vuote costituisce un ulteriore incentivo all'attività di risanamento di appartamenti vetusti.

FATTURATI ATTESI

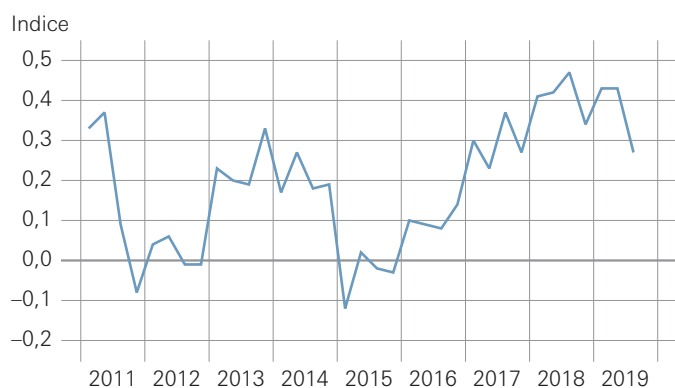
Andamento atteso dei fatturati reali nei successivi due trimestri. Valori positivi (negativi) significano che è atteso un aumento (calo).

Fonte: BNS.

UTILIZZO DELLE CAPACITÀ ATTESO

Andamento atteso del grado di utilizzo delle capacità tecniche e delle infrastrutture aziendali nei successivi due trimestri. Valori positivi (negativi) significano che è atteso un aumento (calo).

Fonte: BNS.

ANDAMENTO PROSPETTATO DEL PERSONALE IN ORGANICO

Andamento prospettato del personale in organico nei successivi due trimestri. Valori positivi (negativi) significano che è atteso un aumento (calo).

Fonte: BNS.

PROSPETTIVE**Ottimismo mitigato**

Rispetto al 2018 le aspettative di fatturato sono un po' più caute (grafico 3). Tuttavia, per i prossimi due trimestri gli interlocutori si attendono un leggero aumento dei fatturati reali. La moderazione delle aspettative è legata soprattutto al deterioramento delle prospettive per l'economia mondiale e alla contrazione degli ordinativi.

Nel settore industriale e in quello delle costruzioni il clima di fiducia ha mostrato un peggioramento rispetto al trimestre precedente, in parte controbilanciato però dalle migliorate prospettive nel terziario. Riguardo alle capacità tecniche e alle infrastrutture disponibili, per il periodo in esame le imprese non si attendono variazioni rispetto alla situazione attuale e prevedono quindi un grado di utilizzo nella norma (grafico 4).

Lieve aumento della cautela negli investimenti

La propensione agli investimenti segna un lieve calo, di pari passo con l'indebolimento della dinamica economica e anche in conseguenza delle tensioni commerciali in corso. In tutti e tre i settori le imprese prevedono di incrementare solo leggermente la spesa per investimenti in beni strumentali e costruzioni nei prossimi dodici mesi. Il contesto di bassi tassi di interesse continua tuttavia ad avere un effetto positivo sui progetti di investimento. Attraverso gli investimenti in beni strumentali, quasi un quarto delle imprese mira ad accrescere le proprie capacità produttive. Le nuove risorse sono destinate principalmente all'ampliamento e ammodernamento della dotazione informatica.

Aspettative sull'evoluzione dei prezzi leggermente più basse

Per i prossimi due trimestri gli interlocutori si attendono una lieve flessione dei prezzi di acquisto e di vendita, mentre negli ultimi due anni le aspettative erano orientate perlopiù a un aumento. I rappresentanti dell'industria, in particolare, prevedono riduzioni di prezzo. La pressione al rialzo per le materie prime e i semilavorati, osservata fino alla scorsa primavera, così come la forte sollecitazione cui erano soggetti i fornitori ancora di recente, non sono più percepibili.

Permane l'esigenza di potenziare gli effettivi in organico

Gli interlocutori prevedono di aumentare ulteriormente gli effettivi in organico nei prossimi due trimestri (grafico 5), seppur in misura minore rispetto ai periodi precedenti. La quota delle imprese intenzionate ad assumere più personale si attesta al 37%, contro il 41% del periodo precedente. Casi di imprese che vogliono ridurre il personale si trovano, tra l'altro, nel comparto della produzione alimentare e in quello della tipografia.

CONTESTO E RISCHI

Per quanto concerne i rischi internazionali percepiti dalle imprese, l'attenzione è rivolta in primo luogo al conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina e alle conseguenze dirette o indirette che ne derivano per le aziende. Vengono citati anche altri focolai di incertezza geopolitica. Un tema spesso evocato è quello della Brexit, ma le sue ricadute possono essere positive per talune imprese e negative per altre. Alcuni ravvisano rischi connessi al rallentamento dell'economia mondiale e all'elevato indebitamento pubblico.

A livello dell'economia interna la penuria di manodopera qualificata continua a essere una sfida frequentemente nominata. Diverse imprese dichiarano inoltre di non essere riuscite a occupare tutti i posti di apprendistato. Sono spesso citati i rischi derivanti dal contesto di tassi bassi e dall'eventuale ulteriore calo degli stessi, soprattutto per il sistema previdenziale. L'apprezzamento del franco è un rischio menzionato con maggiore frequenza rispetto a prima. Per numerosi interlocutori è fonte di preoccupazione la situazione del mercato immobiliare, con la persistente intensa attività di costruzione e le già elevate percentuali di appartamenti vuoti in determinate aree. La digitalizzazione è un tema affrontato e analizzato approfonditamente.

Informazioni sui Segnali congiunturali

Approccio

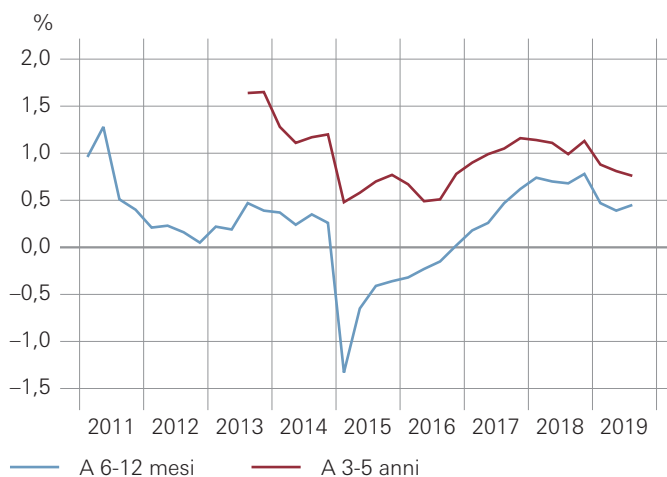
I delegati della BNS svolgono con cadenza trimestrale colloqui con dirigenti di imprese di tutta la Svizzera. Nei Segnali congiunturali sono riassunti i risultati principali di questi incontri.

Ogni trimestre i delegati fanno visita a circa 240 imprese, scelte in base alla struttura settoriale dell'economia svizzera secondo il prodotto interno lordo (PIL) e l'occupazione. I comparti che presentano oscillazioni congiunturali più ampie sono leggermente sovrarappresentati. Non sono invece considerati il settore pubblico e l'agricoltura. Le imprese visitate variano da un trimestre all'altro.

Durante gli incontri i delegati della BNS raccolgono principalmente informazioni qualitative. Tuttavia, i colloqui sono strutturati in modo da consentire ai delegati di classificare anche su una scala numerica una parte delle informazioni qualitative ricevute. Ciò consente l'aggregazione dei risultati e la loro rappresentazione grafica.

Grafico 6

INFLAZIONE ATTESA



Fonte: BNS.

ASPETTATIVE DI INFLAZIONE

In occasione degli incontri con le imprese i delegati interpellano gli interlocutori anche sulle loro aspettative inflazionistiche a breve e a lungo termine in qualità di consumatori (misurate in base all'indice dei prezzi al consumo).

Le aspettative di inflazione sono leggermente aumentate per il breve termine. Per i prossimi sei-dodici mesi esse si situano in media allo 0,5%, rispetto allo 0,4% del trimestre scorso (linea blu nel grafico 6). Le aspettative di inflazione a medio termine – su un orizzonte temporale di tre-cinque anni – si collocano tuttora in media allo 0,8% (linea rossa nel grafico).

A tale scopo viene utilizzata una scala a cinque valori che corrispondono sostanzialmente a: «nettamente superiore/in netto aumento» o «nettamente eccessivo» (valore +2), «leggermente superiore/in leggero aumento» o «leggermente eccessivo» (valore +1), «invariato» o «normale» (valore 0), «leggermente inferiore/in leggero calo» o «leggermente insufficiente» (valore -1), «nettamente inferiore/in netto calo» o «nettamente insufficiente» (valore -2).

Interpretazione dei grafici

I grafici vanno considerati come una sintesi numerica delle informazioni qualitative ottenute. Il valore dell'indice riportato sul grafico corrisponde a una media dei risultati di tutte le imprese visitate. Nell'interpretazione delle curve è rilevante soprattutto la tendenza, più che il livello numerico o le variazioni esatte di quest'ultimo.

Ulteriori informazioni

Maggiori dettagli sui Segnali congiunturali sono disponibili sul sito www.snb.ch, alla rubrica La BNS\Relazioni economiche regionali.

Cronologia della politica monetaria

La presente cronologia riguarda il passato più recente.
Per avvenimenti anteriori si rimanda ai comunicati stampa
e al Rapporto di gestione della BNS sul sito www.snb.ch.

In occasione dell'esame trimestrale del 19 settembre della situazione economica e monetaria, la BNS mantiene il tasso guida BNS e il tasso di interesse sugli averi a vista detenuti sui suoi conti a $-0,75\%$. Essa adegua inoltre la base di calcolo per l'interesse negativo, con l'effetto di aumentare l'importo in franchigia per il sistema bancario e diminuire i propri introiti per interessi negativi. La BNS ribadisce la sua disponibilità a intervenire se necessario sul mercato dei cambi. Il franco ha una valutazione elevata e la situazione sul mercato dei cambi appare ancora fragile. Il tasso di interesse negativo e la disponibilità della BNS a intervenire sul mercato dei cambi mirano a contrastare l'attrattività degli investimenti in franchi e quindi a ridurre la pressione sul franco. La Banca nazionale stabilizza così l'evoluzione dei prezzi e sostiene l'attività economica.

Settembre 2019

In occasione dell'esame trimestrale del 13 giugno della situazione economica e monetaria, la BNS mantiene il tasso di interesse sugli averi a vista detenuti sui suoi conti a $-0,75\%$. Essa ribadisce la propria disponibilità a intervenire se necessario sul mercato dei cambi. Il franco ha una valutazione elevata e la situazione sul mercato dei cambi appare ancora fragile. Il tasso di interesse negativo e la disponibilità della BNS a intervenire se necessario sul mercato dei cambi mirano a limitare l'attrattività degli investimenti in franchi e quindi a ridurre la pressione sul franco. La politica monetaria espansiva persegue l'obiettivo di stabilizzare l'andamento dei prezzi e sostenere l'attività economica.

Giugno 2019

Il 13 giugno la BNS introduce il tasso guida BNS e annuncia che da quel momento le decisioni di politica monetaria saranno prese e comunicate attraverso la fissazione del livello di tale tasso. Il tasso guida BNS sostituisce la fascia obiettivo per il Libor a tre mesi impiegata in precedenza. Il tasso di interesse sugli averi a vista presso la BNS corrisponde attualmente al tasso guida BNS ed è pari a $-0,75\%$. La BNS mira a mantenere i tassi a breve termine del mercato monetario garantito in franchi in prossimità del tasso guida BNS.

In occasione dell'esame trimestrale del 21 marzo della situazione economica e monetaria, la BNS mantiene il tasso di interesse sugli averi a vista detenuti sui suoi conti a $-0,75\%$ e la fascia obiettivo per il Libor a tre mesi a un intervallo compreso tra $-1,25\%$ e $-0,25\%$. Essa ribadisce la propria disponibilità a intervenire se necessario sul mercato dei cambi. Il franco ha una valutazione elevata e la situazione sul mercato dei cambi permane fragile. Il tasso di interesse negativo e la disponibilità della BNS a intervenire se necessario sul mercato dei cambi mirano a limitare l'attrattività degli investimenti in franchi e quindi a ridurre la pressione sul franco. La politica monetaria espansiva persegue l'obiettivo di stabilizzare l'andamento dei prezzi e sostenere l'attività economica.

Marzo 2019

In occasione dell'esame trimestrale del 13 dicembre della situazione economica e monetaria, la BNS mantiene il tasso di interesse sugli averi a vista detenuti sui suoi conti a $-0,75\%$ e la fascia obiettivo per il Libor a tre mesi a un intervallo compreso tra $-1,25\%$ e $-0,25\%$. Essa ribadisce la propria disponibilità a intervenire se necessario sul mercato dei cambi. Il franco ha una valutazione elevata e la situazione sul mercato dei cambi permane fragile. Il tasso di interesse negativo e la disponibilità della BNS a intervenire se necessario sul mercato dei cambi mirano a limitare l'attrattività degli investimenti in franchi e quindi a ridurre la pressione sul franco. La politica monetaria espansiva persegue l'obiettivo di stabilizzare l'andamento dei prezzi e sostenere l'attività economica.

Dicembre 2018

In occasione dell'esame trimestrale del 20 settembre della situazione economica e monetaria, la BNS mantiene il tasso di interesse sugli averi a vista detenuti sui suoi conti a $-0,75\%$ e la fascia obiettivo per il Libor a tre mesi a un intervallo compreso tra $-1,25\%$ e $-0,25\%$. Essa ribadisce la propria disponibilità a intervenire se necessario sul mercato dei cambi. Il franco ha una valutazione elevata e la situazione sul mercato dei cambi permane fragile. Il tasso di interesse negativo e la disponibilità della BNS a intervenire se necessario sul mercato dei cambi mirano a limitare l'attrattività degli investimenti in franchi e quindi a ridurre la pressione sul franco. La politica monetaria espansiva persegue l'obiettivo di stabilizzare l'andamento dei prezzi e sostenere l'attività economica.

Settembre 2018

Editore

Banca nazionale svizzera
Questioni economiche
Börsenstrasse 15
Casella postale 8022 Zurigo

Grafica

Interbrand SA, Zurigo

Composizione e stampa

Neidhart+Schön Group AG, Zurigo

Versione a stampa

Il Bollettino trimestrale in formato cartaceo (singole copie o abbonamento) può essere richiesto gratuitamente a:

Banca nazionale svizzera, Biblioteca
Casella postale, CH-8022 Zurigo
Tel.: +41 (0)58 631 11 50
Fax: +41 (0)58 631 50 48
E-mail: library@snb.ch

Il Bollettino trimestrale esce in formato cartaceo in italiano (ISSN 2504-3544), francese (ISSN 1423-3797) e tedesco (ISSN 1423-3789).



Versione online

Il Bollettino trimestrale in formato elettronico può essere scaricato dal sito web della BNS in italiano, francese, tedesco e inglese.

Italiano: www.snb.ch, Pubblicazioni, Pubblicazioni economiche, Bollettino trimestrale (ISSN 2504-480X).

Francese: www.snb.ch, Publications, Publications économiques, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596).

Tedesco: www.snb.ch, Publikationen, Ökonomische Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588).

Inglese: www.snb.ch, Publications, Economic publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X).

Internet

www.snb.ch

Diritto d'autore/copyright ©

La Banca nazionale svizzera (BNS) rispetta tutti i diritti di terzi, in particolare per quanto riguarda le opere che possono essere protette dal diritto d'autore (informazioni o dati, formulazioni e rappresentazioni, che presentano un carattere originale).

A fini non commerciali, l'utilizzo rilevante in termini di diritto d'autore (riproduzione, impiego in Internet, ecc.) di pubblicazioni della BNS provviste di un avviso di copyright (© Banca nazionale svizzera/BNS, Zurigo/anno o indicazioni analoghe) è ammesso unicamente con l'indicazione della fonte. Per l'utilizzo a fini commerciali occorre il consenso esplicito della BNS.

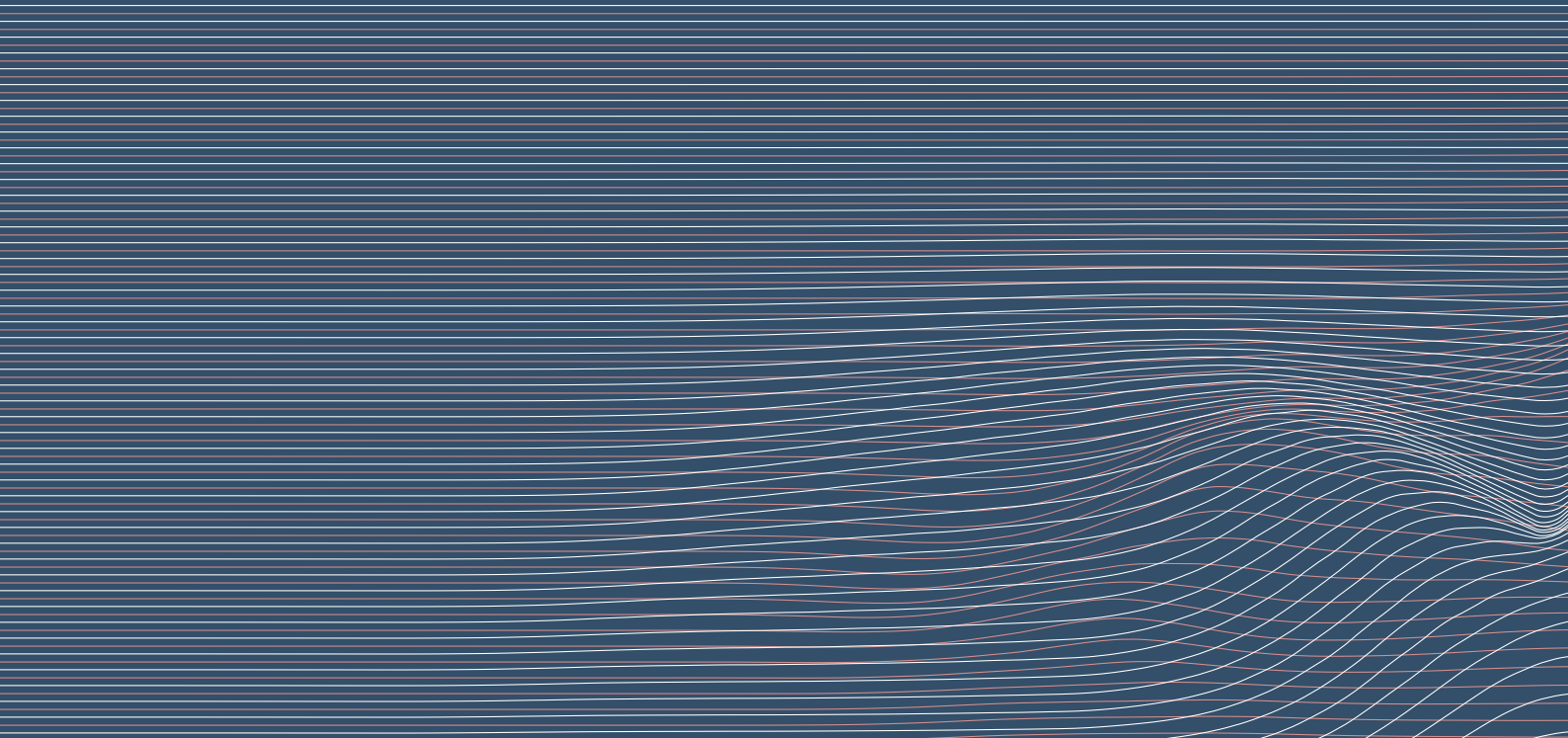
Le informazioni e i dati d'ordine generale che la BNS pubblica senza la riserva del copyright possono essere utilizzati anche senza indicazione della fonte.

Per quanto la provenienza delle informazioni o dei dati da fonti esterne sia riconoscibile, gli utilizzatori sono tenuti a osservare essi stessi gli eventuali diritti d'autore e a procurarsi presso tali fonti le necessarie autorizzazioni.

Limitazione della responsabilità

La BNS non offre garanzie per le informazioni da essa messe a disposizione e non assume responsabilità per eventuali perdite o danni derivanti dal loro impiego. Questa limitazione della responsabilità è applicabile in particolare per quanto riguarda l'attualità, la correttezza, la validità e la disponibilità delle informazioni.

© Banca nazionale svizzera, Zurigo/Berna 2019



SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK

