

Bollettino trimestrale
1/2020 Marzo

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



Bollettino trimestrale
1/2020 Marzo
38° anno

Indice

	Pagina
Rapporto sulla politica monetaria	4
1 Decisione di politica monetaria del 19 marzo 2020	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
La risposta del franco svizzero al variare del tasso di politica monetaria della Banca nazionale	36
Cronologia della politica monetaria	42

Rapporto sulla politica monetaria

Rapporto sottoposto alla Direzione generale della Banca nazionale svizzera per l'esame trimestrale del marzo 2020 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 marzo 2020») 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 marzo 2020. 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 marzo 2020

La Banca nazionale prosegue la propria politica monetaria espansiva, innalza la soglia di esenzione dal tasso di interesse negativo per le banche e valuta la possibilità di adottare ulteriori misure

Il coronavirus pone la società e l'economia in Svizzera di fronte a sfide eccezionalmente impegnative. In tutto il mondo è cresciuta notevolmente l'incertezza e le prospettive sia per l'economia globale sia per la Svizzera si sono drasticamente offuscate. La valutazione del franco è nuovamente aumentata e i mercati finanziari internazionali sono sotto forte pressione.

In questo contesto straordinario la politica monetaria espansiva della Banca nazionale (BNS) è più necessaria che mai per garantire condizioni monetarie adeguate in Svizzera. La BNS mantiene invariati, a $-0,75\%$, il tasso guida BNS e il tasso di interesse sugli averi a vista detenuti sui suoi conti. Essa procede parallelamente a interventi più massicci sul mercato dei cambi per contribuire a una stabilizzazione del quadro generale. Nel farlo tiene conto della situazione valutaria complessiva. Il tasso di interesse negativo e i suddetti interventi sono necessari per ridurre l'attrattiva degli investimenti in franchi e contrastare così la tendenza all'apprezzamento.

La BNS collabora inoltre strettamente con il Consiglio federale al fine di sostenere al meglio l'economia.

Il sistema finanziario svizzero dispone di sufficiente liquidità. All'occorrenza la BNS adotterà ulteriori misure per garantire tale condizione. Essa mette a disposizione risorse liquide, soprattutto in dollari USA, anche nel quadro degli accordi di swap supplementari con altre banche centrali.

Il modo di operare delle banche rivestirà un ruolo fondamentale ai fini dell'andamento economico in Svizzera, specialmente nei prossimi mesi. Per rafforzare gli istituti in questa funzione, la BNS innalzerà gli importi in franchigia con effetto al 1° aprile 2020, riducendo così l'onere dell'interesse negativo per il sistema bancario. Il cosiddetto fattore franchigia sale da 25 a 30.

Negli ultimi anni le banche hanno accumulato ingenti riserve di capitale e di liquidità. Esse sono quindi preparate anche per fronteggiare fasi di difficoltà dell'economia. Per ampliare ulteriormente il loro margine di manovra, la BNS sta valutando la possibilità di allentare il cuscinetto anticiclico di capitale nonostante i rischi sul mercato ipotecario e immobiliare.

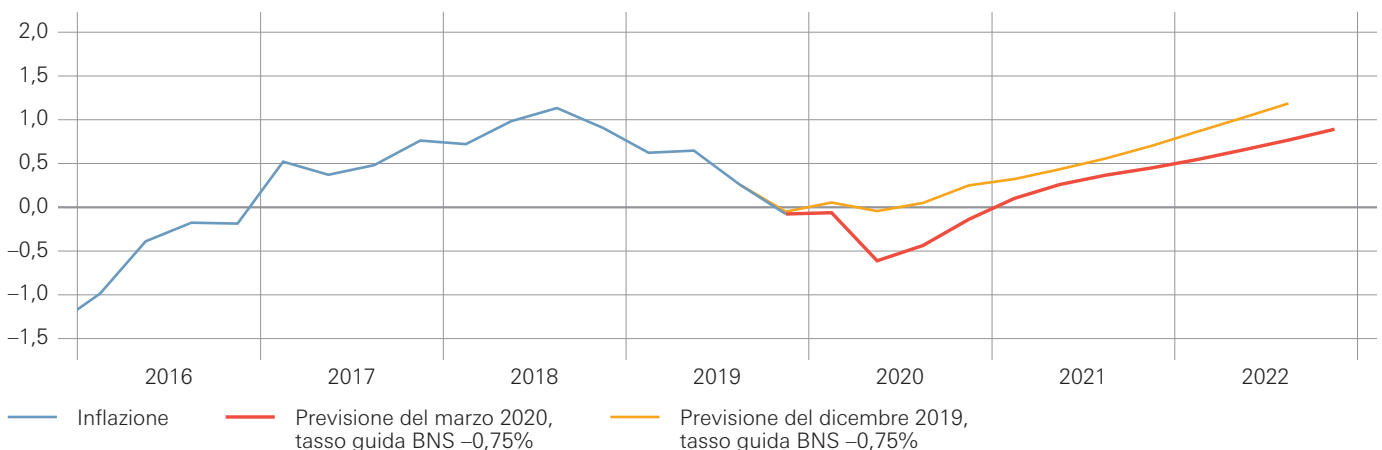
Nella situazione attuale valutare le prospettive economiche è estremamente complesso e le previsioni, sia per la crescita che per l'inflazione, sono soggette a un'incertezza insolitamente elevata.

La nuova previsione condizionata di inflazione si situa al di sotto di quella formulata in dicembre (grafico 1.1). Ciò è riconducibile alla flessione dei prezzi del petrolio, al netto indebolimento delle prospettive di crescita e al rafforzamento del franco. Per l'anno in corso, la previsione si colloca in territorio leggermente negativo ($-0,3\%$). Nel 2021 il tasso di inflazione dovrebbe risultare di poco positivo ($0,3\%$) per poi salire allo $0,7\%$ nel 2022 (tabella 1.1). La previsione condizionata di inflazione si basa sull'assunto che il tasso guida BNS rimanga pari a $-0,75\%$ lungo l'intero orizzonte previsivo.

Grafico 1.1

PREVISIONE CONDIZIONATA DI INFLAZIONE DEL MARZO 2020

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



Fonti: BNS e UST.

Le prospettive per l'economia mondiale hanno subito un repentino mutamento nel corso delle ultime settimane. All'inizio dell'anno diverse inchieste indicavano un miglioramento della congiuntura globale. L'allentamento delle tensioni commerciali internazionali aveva generato aspettative di una ripresa graduale dell'attività economica mondiale nei mesi a venire. Tuttavia, la diffusione globale del coronavirus e le misure necessarie per il contenimento della pandemia hanno arrestato questo andamento positivo e causeranno perdite economiche significative.

In diverse regioni della Cina, l'attività economica ha subito una netta contrazione fin da gennaio. Da metà febbraio il virus si sta propagando rapidamente in tutto il mondo, in particolare anche in paesi dell'Europa e dell'America che sono importanti partner commerciali della Svizzera. Le limitazioni alla mobilità della popolazione, le interruzioni nella produzione e i problemi nelle catene di distribuzione nonché il freno ai consumi delle economie domestiche penalizzeranno severamente l'attività economica in tutti i paesi colpiti.

In tale contesto le prospettive per l'economia mondiale sono estremamente incerte. Nel primo semestre dell'anno sono da attendersi pesanti perdite economiche. La rapidità della ripresa dipenderà in modo determinante dall'effetto combinato delle misure sanitarie, fiscali e di politica monetaria.

Con la diffusione del coronavirus le prospettive a breve termine sono fortemente peggiorate anche in Svizzera. In dicembre la BNS si aspettava ancora una crescita dell'1,5%-2% per il 2020. Tuttavia, la contrazione della congiuntura internazionale e le misure di contenimento della diffusione del virus determineranno una forte flessione dell'attività economica anche nel nostro Paese nel primo semestre. Non appena le misure a livello nazionale e internazionale saranno sospese, l'attività economica dovrebbe tornare gradualmente alla normalità. Pur considerando questa ipotesi, sull'arco dell'intero anno la crescita del PIL potrebbe risultare negativa. La normalizzazione della situazione a partire dalla seconda metà dell'anno dovrebbe in seguito tradursi in un tasso annuo di crescita elevato per il 2021.

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, MARZO 2020

	2016				2017				2018				2019				2017	2018	2019
	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	0,3	-0,1	0,5	0,9	0,4

Fonte: UST.

PREVISIONE CONDIZIONATA DI INFLAZIONE DEL MARZO 2020

	2019				2020				2021				2022				2020	2021	2022
	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 dicembre 2019, tasso guida BNS -0,75%					-0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,3	0,4	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2	0,1	0,5	
Previsione del marzo 2020, tasso guida BNS -0,75%					-0,1	-0,6	-0,4	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5	0,7	0,8	0,9	-0,3	0,3	0,7

Fonte: BNS.

2 Contesto economico mondiale

Le prospettive per l'economia mondiale hanno subito un repentino mutamento nel corso delle ultime settimane. All'inizio dell'anno diverse inchieste indicavano un miglioramento della congiuntura globale. L'allentamento delle tensioni commerciali internazionali aveva generato aspettative di una ripresa graduale dell'attività economica mondiale nei mesi a venire.

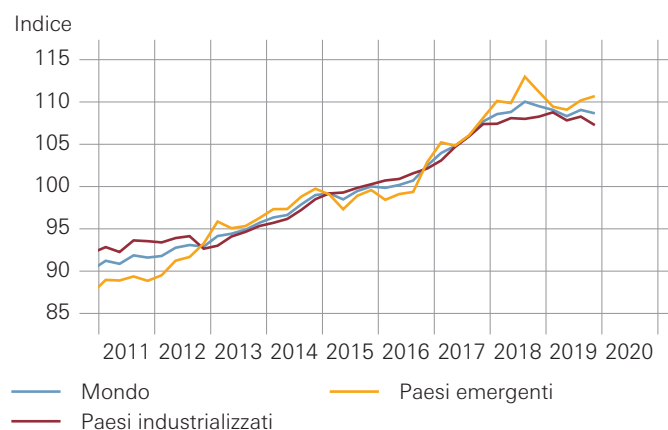
Tuttavia, la diffusione globale del coronavirus e le misure necessarie per il contenimento della pandemia hanno arrestato questo andamento positivo e causeranno perdite economiche significative. In diverse regioni della Cina, l'attività economica ha subito una netta contrazione fin da gennaio. Da metà febbraio il virus si sta propagando rapidamente in tutto il mondo, in particolare anche in paesi dell'Europa e dell'America che sono importanti partner commerciali della Svizzera. Le limitazioni alla mobilità della popolazione, le interruzioni nella produzione e i problemi nelle catene di distribuzione nonché il freno ai consumi delle economie domestiche penalizzeranno severamente l'attività economica in tutti i paesi colpiti.

In tale contesto le prospettive per l'economia mondiale sono estremamente incerte. Nel primo semestre dell'anno sono da attendersi pesanti perdite economiche. La rapidità della ripresa dipenderà in modo determinante dall'effetto combinato delle misure sanitarie, fiscali e di politica monetaria.

Grafico 2.1

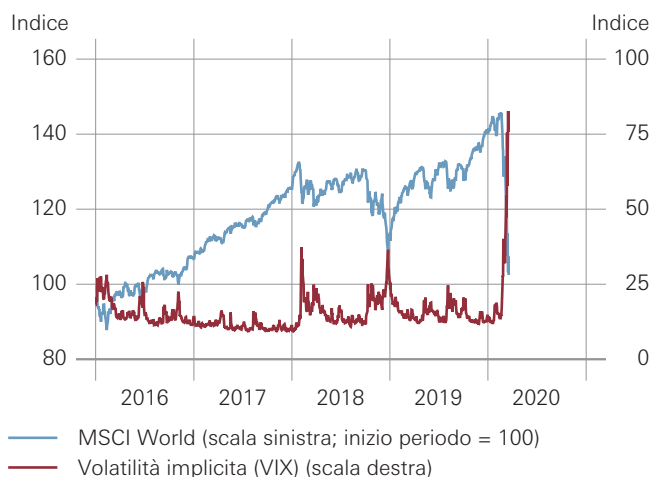
COMMERCIO MONDIALE DI BENI

Media del periodo illustrato = 100



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

Grafico 2.2

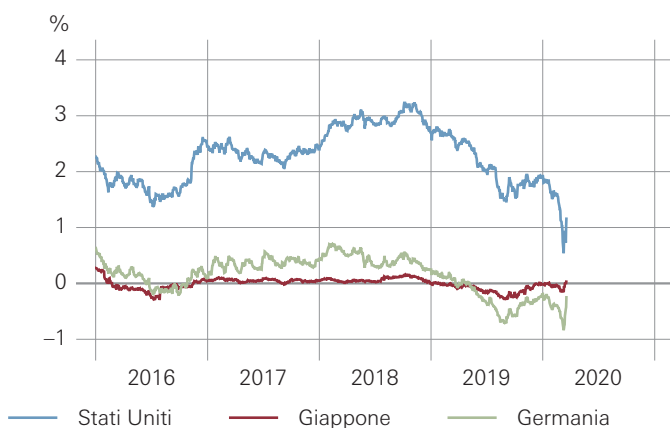
MERCATI AZIONARI

Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2.3

TASSI DI INTERESSE A LUNGO TERMINE INTERNAZIONALI

Titoli di Stato decennali

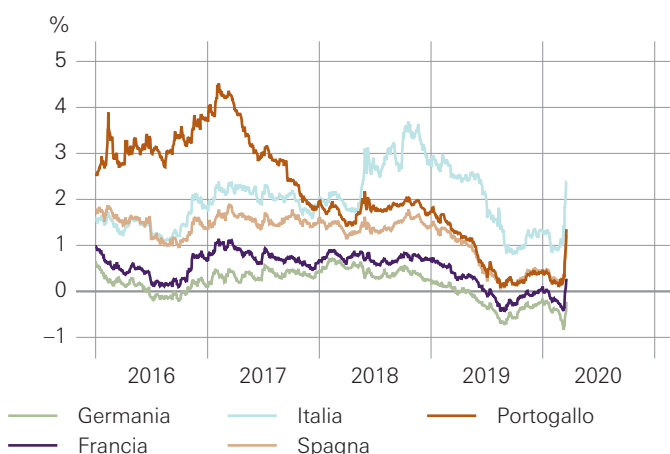


Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2.4

TASSI DI INTERESSE A LUNGO TERMINE EUROPEI

Titoli di Stato decennali



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

MERCATI INTERNAZIONALI FINANZIARI E DELLE MATERIE PRIME

L'andamento dei mercati finanziari a partire dalla metà di dicembre è stato dapprima influenzato dall'accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina (accordo di «fase uno»), il quale ha temporaneamente sostenuto l'ottimismo nei mercati a inizio anno. In seguito hanno tuttavia prevalso i crescenti timori legati al coronavirus. Alla notizia dello scoppio del virus in Cina il clima di fiducia ha accusato un primo deterioramento a metà gennaio, per poi crollare quando l'epidemia ha cominciato a diffondersi nel resto del mondo. La volatilità attesa delle azioni statunitensi desunta dai prezzi delle opzioni (VIX) ha registrato un repentino rialzo raggiungendo livelli osservati per l'ultima volta durante la crisi finanziaria del 2008 (grafico 2.2). In tale contesto sono parimenti aumentati i premi per il rischio sulle obbligazioni societarie.

I prezzi azionari di tutto il mondo hanno subito una brusca flessione. Dal 21 febbraio i principali indici azionari hanno registrato perdite percentuali giornaliere a due cifre. L'indice azionario globale MSCI World si attestava di recente sul livello di inizio 2017. A seguito del drastico deterioramento delle prospettive per l'economia globale anche i tassi del mercato dei capitali hanno reagito sensibilmente. I rendimenti dei titoli di Stato decennali hanno registrato un calo di circa mezzo punto percentuale tra metà gennaio e inizio marzo ma di recente sono tornati ad aumentare rapidamente in vari paesi (grafici 2.3 e 2.4). Negli Stati Uniti i rendimenti hanno dapprima registrato una contrazione particolarmente forte raggiungendo temporaneamente un minimo storico. In alcuni paesi membri dell'area dell'euro, come ad esempio l'Italia e la Spagna, caratterizzati da una rapida diffusione del coronavirus e da bilanci pubblici fragili, i differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato tedeschi si sono ampliati.

Lo yen giapponese e il franco svizzero si sono sensibilmente apprezzati a partire da fine febbraio. Anche l'euro e il dollaro USA si sono rafforzati leggermente su base ponderata per il commercio estero, mentre la lira sterlina ha perso valore (grafico 2.5).

Il prezzo del petrolio ha registrato un forte ribasso. Ha iniziato a cedere quando le prospettive di crescita dell'economia mondiale si sono offuscate per il temporaneo arresto dell'attività in buona parte della Cina e infine per la diffusione del virus a livello globale. In marzo, dopo il mancato accordo tra l'OPEC e altri paesi produttori sulla prosecuzione dei tagli alla produzione, la quotazione del greggio ha proseguito la sua ripida discesa, attestandosi a metà mese a 26 dollari USA, contro i 65 di tre mesi prima. Anche i prezzi dei metalli industriali hanno subito una netta flessione sulla scorta delle prospettive di crescita attenuate (grafico 2.6).

STATI UNITI

Fino alla comparsa del coronavirus, la dinamica dell'economia statunitense era robusta. Nel quarto trimestre il PIL è cresciuto del 2,1%, proseguendo in linea con il proprio potenziale (grafico 2.7). Sebbene abbiano rallentato, i consumi privati si sono confermati il principale volano della crescita. Gli investimenti commerciali, per contro, sono ancora diminuiti. L'incremento occupazionale è rimasto solido negli ultimi mesi. Poiché il tasso di partecipazione è leggermente aumentato, in febbraio il tasso di disoccupazione è rimasto invariato al 3,5% (grafico 2.10).

Secondo gli indicatori mensili, a inizio anno è dapprima proseguita la vigorosa dinamica congiunturale. Tuttavia, la rapida propagazione del coronavirus ha fortemente peggiorato le prospettive congiunturali di breve termine. A metà marzo il governo statunitense e alcuni Stati federali hanno adottato misure di contenimento del virus, tra cui il divieto di ingresso per 30 giorni ai cittadini provenienti dall'Europa e, in taluni Stati, la chiusura di ristoranti e scuole nonché parziali divieti di spostamento. Per contrastarne gli effetti negativi sull'attività economica, il governo ha varato un pacchetto di aiuti comprendente giorni di malattia pagati per i lavoratori, un'estensione delle prestazioni di disoccupazione e test gratuiti per la diagnosi del coronavirus. Complessivamente vi è da attendersi una sensibile contrazione dell'attività economica nel primo semestre.

L'inflazione annua misurata in base all'indice dei prezzi al consumo è salita in febbraio al 2,3% (grafico 2.11) sulla scorta di un crescente rincaro dei prezzi energetici. Ciononostante l'inflazione di fondo è rimasta stabile (2,4%) (grafico 2.12). Pur essendosi ripresa negli ultimi mesi, l'inflazione misurata in base al deflatore dei consumi (1,7% in gennaio) risultava ancora al di sotto dell'obiettivo della Federal Reserve (Fed).

A causa del diffondersi del coronavirus e dei conseguenti rischi per l'economia statunitense la Fed ha operato due interventi non programmati, abbassando la fascia obiettivo per il tasso di interesse di riferimento di mezzo punto percentuale all'1,0%-1,25% a inizio marzo e di un ulteriore punto percentuale allo 0,0%-0,25% a metà marzo (grafico 2.13). La banca centrale statunitense prevede inoltre di acquistare nei prossimi mesi titoli di Stato e obbligazioni ipotecarie per un valore complessivo di 700 miliardi di dollari USA. Con queste misure la Fed intende da un lato contrastare l'inasprimento delle condizioni di finanziamento e, dall'altro, assicurare il buon funzionamento dei mercati finanziari. La fascia obiettivo sarà mantenuta al livello attuale fino a quando l'economia non avrà superato la crisi legata ai recenti sviluppi e ripreso la traiettoria di crescita.

Grafico 2.5

TASSI DI CAMBIO

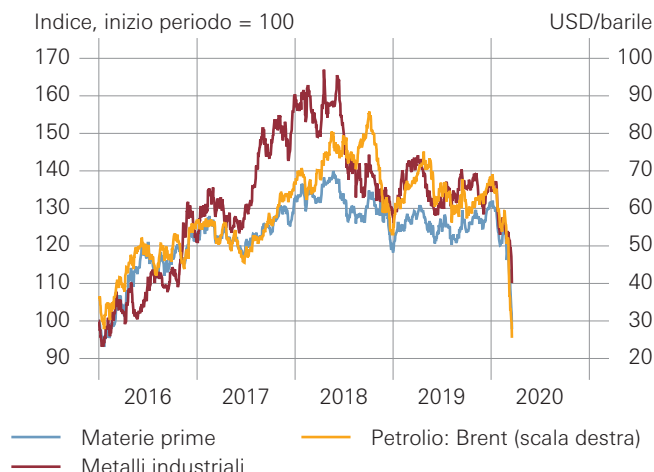
Ponderati per il commercio estero



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2.6

PREZZI DELLE MATERIE PRIME

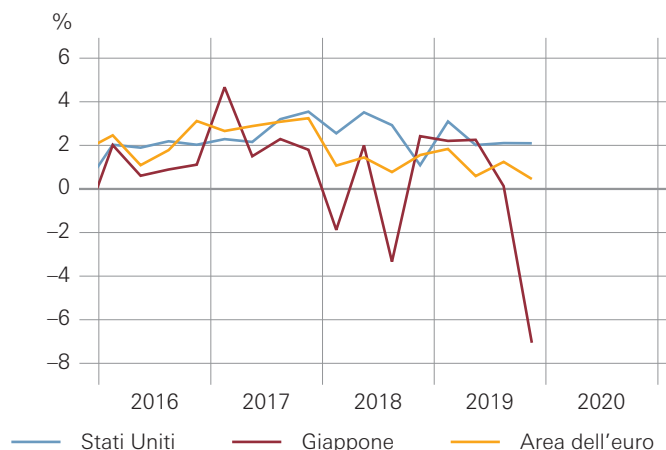


Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2.7

PIL REALE: PAESI INDUSTRIALIZZATI

Variazione rispetto al periodo precedente

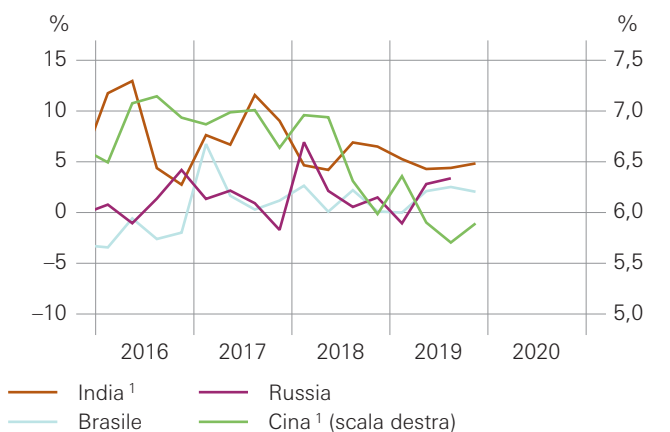


Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2.8

PIL REALE: PAESI EMERGENTI

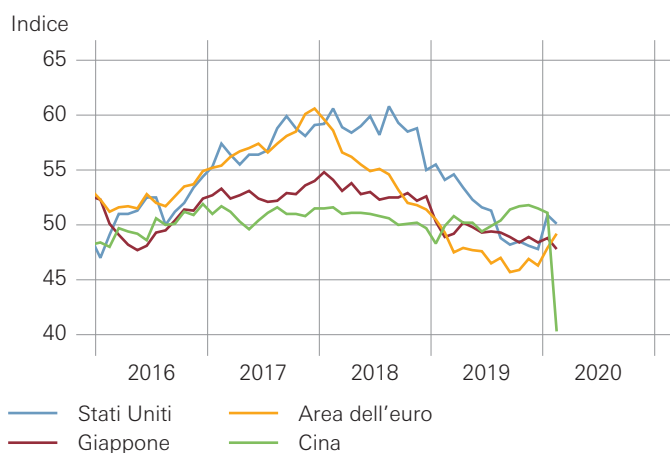
Variazione rispetto al periodo precedente



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

Grafico 2.9

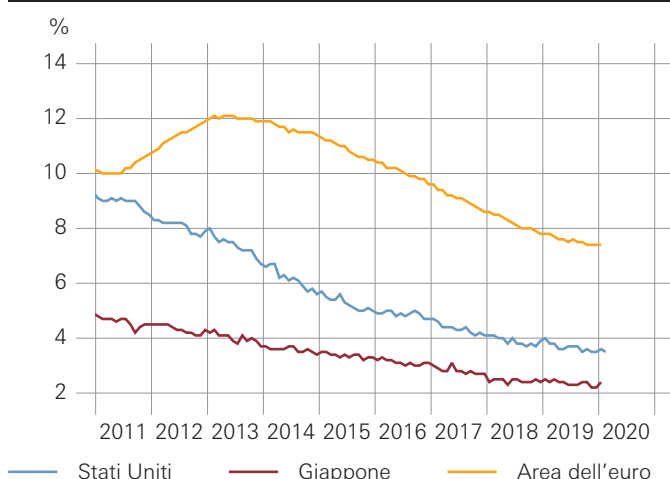
INDICI DEI RESPONSABILI DEGLI ACQUISTI DELL'INDUSTRIA



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

Grafico 2.10

TASSI DI DISOCCUPAZIONE



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro il PIL è cresciuto appena dello 0,5% nel quarto trimestre, dopo il progresso dell'1,2% nei tre mesi precedenti (grafico 2.7). L'attività nel settore dei servizi ha sostenuto la crescita, ma si è ulteriormente contratta nel settore industriale. Il progresso del PIL per l'intero 2019 è risultato pari all'1,2%, il valore più basso dalla fine della crisi del debito sovrano nel 2013. Nonostante la debolezza della crescita, l'occupazione ha recuperato leggermente nel quarto trimestre e in gennaio il tasso di disoccupazione è rimasto fermo al 7,4%, il livello più basso da oltre dieci anni (grafico 2.10).

In Europa il coronavirus si propaga a ondate. Dalla seconda metà di febbraio l'Italia ne è stata particolarmente colpita. Per arginare la diffusione del virus, il governo italiano ha perciò introdotto misure via via più restrittive, tra cui la chiusura di ristoranti, negozi e scuole nonché parziali divieti di spostamento. Nel corso del mese di marzo la maggior parte dei paesi europei ha adottato provvedimenti simili a quelli italiani. È stata inoltre fortemente limitata la circolazione transfrontaliera di persone. L'insieme di queste misure dovrebbe consentire un rallentamento della diffusione del virus e impedire che il numero crescente di pazienti provochi un sovraccarico delle strutture sanitarie. Tuttavia, tali disposizioni rallentano notevolmente l'attività economica. Perciò molti paesi hanno varato anche misure di sostegno che tutelino in particolare le imprese dalle carenze di liquidità e le economie domestiche dalle perdite di reddito.

Complessivamente vi è da attendersi una netta contrazione del PIL nel primo semestre. Se i provvedimenti adottati contro la diffusione del virus saranno efficaci e la situazione per economie domestiche e aziende tornerà alla normalità, il secondo semestre potrebbe segnare una notevole ripresa.

L'inflazione dei prezzi al consumo ha mostrato negli ultimi mesi una leggera ripresa, attestandosi in febbraio all'1,2% (grafico 2.11), mentre l'inflazione di fondo si è mantenuta pressoché invariata attorno all'1,2% (grafico 2.12).

In marzo la BCE ha deciso un insieme articolato di misure. Nel quadro del suo programma di acquisto di attività prevede una dotazione di complessivi 870 miliardi di euro per ulteriori acquisti sino alla fine dell'anno, in aggiunta a quelli mensili per 20 miliardi di euro, ed è pronta ad ampliarne il volume se necessario. Mediante operazioni temporanee di rifinanziamento a più lungo termine la BCE intende assicurare liquidità sufficiente alle banche. Ha inoltre allentato le condizioni sulle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO) per incentivare l'erogazione creditizia a favore dell'economia reale. La BCE ha lasciato invariati i tassi di interesse di riferimento e intende mantenerli su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché le dinamiche dell'inflazione non risulteranno sufficientemente consolidate.

GIAPPONE

In Giappone il PIL si è contratto del 7,1% nel quarto trimestre dopo un solido progresso nei trimestri precedenti (grafico 2.7). La forte flessione è riconducibile principalmente all'aumento dell'imposta sul valore aggiunto e ai violenti tifoni che hanno colpito la regione. Nonostante le contromisure fiscali varate dal governo nipponico, i consumi privati si sono fortemente contratti. Anche le esportazioni e gli investimenti sono diminuiti. Per l'intero 2019 è tuttavia risultata una crescita pari allo 0,7%, in linea con il potenziale. Negli ultimi mesi il numero delle persone occupate ha continuato tendenzialmente a crescere e in gennaio il tasso di disoccupazione è rimasto fermo a un livello storicamente basso pari al 2,4%.

In dicembre il governo aveva deciso l'adozione di ampie misure congiunturali intese ad attutire in parte le conseguenze dell'aumento dell'imposta sul valore aggiunto. Nel breve termine, l'impatto negativo del coronavirus è tuttavia destinato a sovrapporsi a tutti gli altri fattori. In febbraio e in marzo il governo ha pertanto varato i primi pacchetti di aiuti a favore delle economie domestiche nonché delle imprese di dimensioni minori e prevede ulteriori misure di sostegno.

L'inflazione dei prezzi al consumo ha mostrato negli ultimi mesi una leggera ripresa, attestandosi in febbraio allo 0,4% (grafico 2.12), mentre l'inflazione di fondo è variata di poco collocandosi allo 0,2% (grafico 2.13). Nel breve termine l'inflazione dovrebbe rimanere attenuata per effetto del programma governativo di istruzione gratuita. Le aspettative per l'inflazione a più lungo termine, basate sulle indagini condotte presso le aziende, hanno mostrato un andamento tendenzialmente piatto, ancora nettamente al di sotto dell'obiettivo di inflazione del 2% perseguito dalla banca centrale nipponica.

Sullo sfondo della situazione legata al coronavirus, a metà marzo la Bank of Japan ha varato misure intese ad agevolare la concessione di prestiti a favore delle PMI da parte delle banche. Ha inoltre deciso di aumentare gli acquisti di obbligazioni societarie e di quote di fondi negoziabili (ETF) e ha lasciato invariati i tassi di interesse di riferimento. La banca centrale nipponica è pronta ad adottare ulteriori misure di allentamento in caso di necessità.

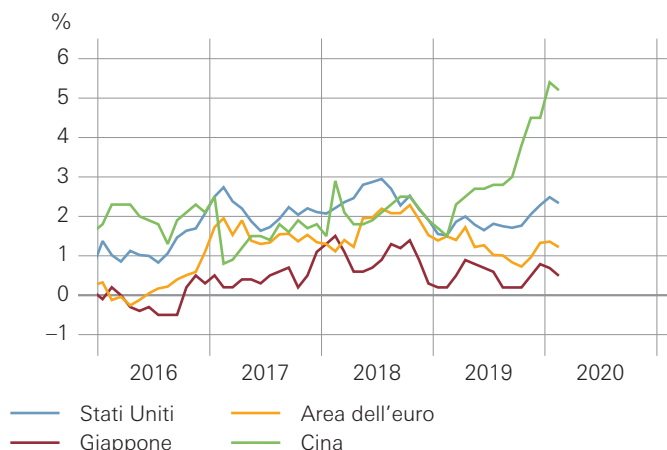
CINA

Nel quarto trimestre 2019 il PIL del paese evidenziava ancora un rialzo del 5,9% (grafico 2.8). Le capacità produttive complessive dell'economia presentavano a fine anno un grado di utilizzo pressoché nella norma. Nell'intero 2019 il PIL è cresciuto del 6,1%, ossia a un ritmo leggermente più lento rispetto a quello dell'anno precedente, principalmente a causa dell'indebolimento della produzione industriale.

Grafico 2.11

PREZZI AL CONSUMO

Variazione rispetto all'anno precedente

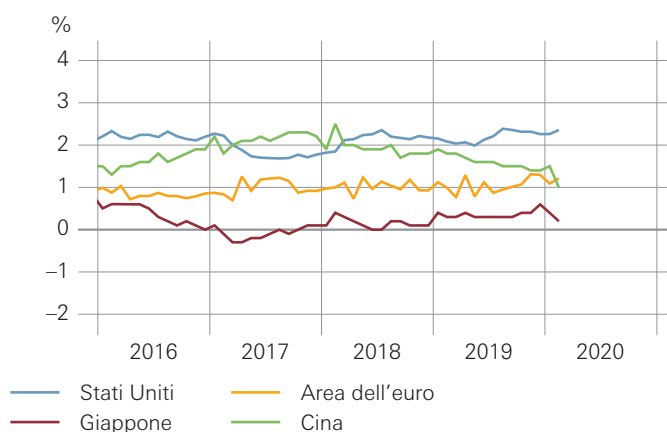


Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2.12

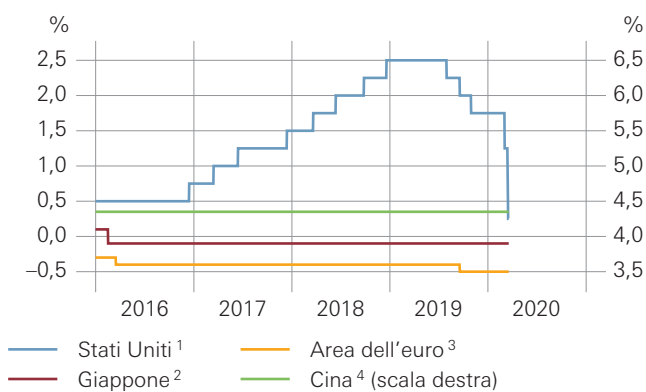
INFLAZIONE DI FONDO ¹

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.

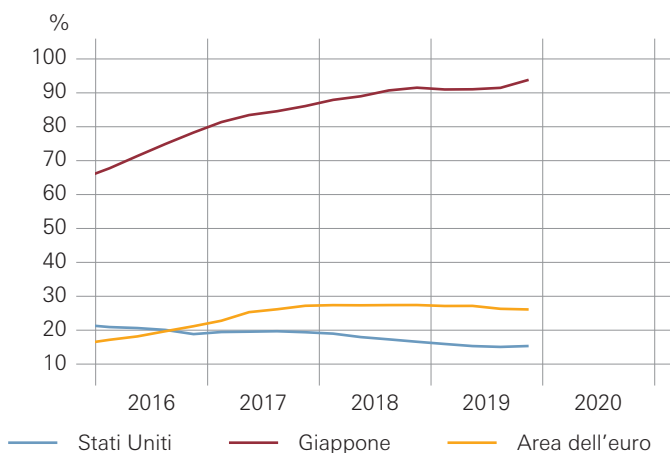
4 Tasso sui prestiti a un anno.

Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2.14

BASE MONETARIA

In rapporto al PIL



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Notizie positive sono giunte sul fronte delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti. Nell'ambito di un accordo commerciale sottoscritto in gennaio (il cosiddetto accordo di «fase uno») i dazi statunitensi su determinate merci cinesi sono stati lievemente ridotti in cambio dell'impegno, da parte della Cina, di incrementare le importazioni di merci e servizi dagli Stati Uniti. L'intesa riguarda anche la tutela della proprietà intellettuale e il trasferimento di tecnologia.

Per contenere la diffusione del coronavirus, il governo ha introdotto fin dal mese di gennaio una serie di misure di quarantena. Dopo un picco di nuovi contagi registrato a inizio febbraio, il loro numero è gradualmente diminuito grazie alle misure adottate. A seguito di tali provvedimenti gli indicatori mostrano per il primo trimestre una forte contrazione della produzione. A partire dalla seconda metà di febbraio si sono osservati segnali di una graduale ripresa dell'attività economica.

Dalla politica monetaria e di bilancio potrebbero provenire impulsi per la congiuntura. Già nel 2019 il governo aveva ridotto l'imposizione fiscale per aziende e privati. Dopo lo scoppio del coronavirus, ha temporaneamente sgravato le imprese dal pagamento di varie tasse e contributi. Inoltre, negli ultimi mesi e, recentemente anche alla luce dell'epidemia, la banca centrale cinese ha fornito liquidità aggiuntiva alle banche commerciali, comportando una flessione dei tassi del mercato monetario.

L'inflazione dei prezzi al consumo ha proseguito la sua ascesa attestandosi in febbraio al 5,2% (grafico 2.11). Tale rialzo è dovuto all'aumento dei prezzi dei generi alimentari, in particolare della carne di maiale, a causa della peste suina. L'inflazione di fondo è scesa all'1,0% (grafico 2.12).

BRASILE, INDIA E RUSSIA

In Brasile la crescita nel quarto trimestre 2019 si è confermata solida, trainata soprattutto dall'irrobustimento dei consumi e da una lieve ripresa dell'export. In India la crescita del PIL è rimasta al di sotto del potenziale a causa dei problemi legati al settore bancario; la riluttanza delle banche a concedere prestiti ha continuato a penalizzare gli investimenti e i consumi privati. L'economia russa potrebbe aver pressoché ristagnato a causa della debolezza dell'export.

Nel breve periodo, la congiuntura delle tre economie risentirà di una contrazione della domanda estera. L'economia brasiliana dovrebbe beneficiare della politica monetaria espansiva e delle riforme economiche. Anche in India l'economia potrebbe giovare di una politica economica espansiva, dopo che lo scorso anno i tassi di interesse di riferimento e l'imposizione fiscale societaria sono stati sensibilmente ridotti. Nel breve termine la Russia risentirà del forte ribasso del prezzo del petrolio. In generale, le perdite registrate dall'attività economica su scala globale potrebbero avere pesanti ripercussioni anche sulle economie emergenti.

3 Evoluzione economica in Svizzera

Nel quarto trimestre 2019 è proseguita la crescita moderata dell'economia svizzera. Secondo la prima stima, il PIL è aumentato dell'1,3%. I dati provvisori indicano per il 2019 una progressione del PIL pari allo 0,9%, contro il 2,8% nell'anno precedente. Il rallentamento viene tuttavia sovrastimato a causa del mancato svolgimento di importanti eventi sportivi internazionali.

A inizio 2020 l'andamento della congiuntura si era mostrato in un primo tempo favorevole. La maggior parte degli indicatori e delle inchieste relative al clima di fiducia segnalavano una graduale ripresa della crescita e anche le condizioni sul mercato del lavoro erano ancora positive.

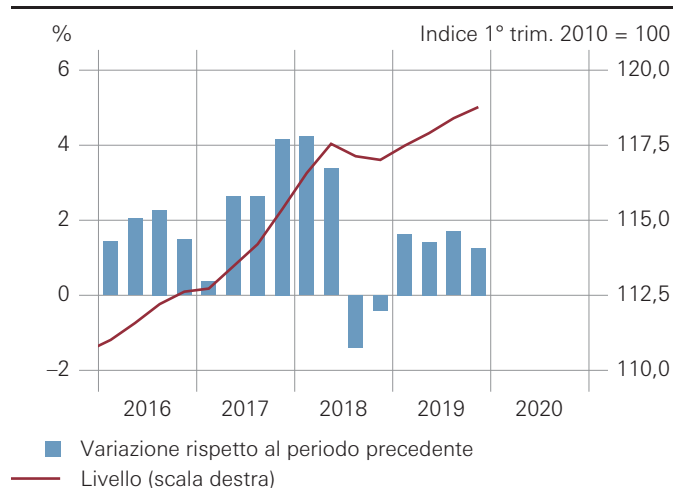
Con la propagazione su scala globale del coronavirus le prospettive a breve termine sono però fortemente peggiorate anche per la Svizzera. In dicembre la Banca nazionale si aspettava ancora una crescita dell'1,5%-2% per il 2020. Tuttavia, la contrazione della congiuntura internazionale e le misure di contenimento della diffusione del virus determineranno una forte flessione dell'attività economica nel primo semestre. Non appena le misure a livello nazionale e internazionale saranno sospese, l'attività economica dovrebbe tornare gradualmente alla normalità. Pur considerando questa ipotesi, sull'arco dell'intero anno la crescita del PIL potrebbe risultare negativa. La normalizzazione della situazione a partire dalla seconda metà dell'anno dovrebbe in seguito tradursi in un tasso annuo di crescita elevato per il 2021.

PRODUZIONE E DOMANDA

Per l'esame della situazione economica la Banca nazionale prende in considerazione un'ampia serie di informazioni. Nel quarto trimestre la crescita del PIL è stata moderata, in linea con le aspettative. L'analisi di una gamma più estesa di indicatori congiunturali mostra che verso fine anno la dinamica ha leggermente accelerato, rimanendo positiva anche all'inizio del 2020. Dal mese di marzo la situazione ha subito un drammatico mutamento. A causa della rapida diffusione del coronavirus, dell'inasprimento delle relative misure di contenimento nonché della crescente insicurezza, la pressione sulle imprese svizzere è sensibilmente aumentata dando adito a più sentite preoccupazioni, chiaramente espresse nel quadro dei colloqui svolti con le aziende dai delegati alle relazioni economiche regionali della BNS nella seconda settimana di marzo.

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 ricerca congiunturale (KOF) dell'ETH di Zurigo e Credit Suisse.

Andamento moderato del PIL nel quarto trimestre

Secondo la prima stima della Segreteria di Stato dell'economia (SECO), nel quarto trimestre il PIL è progredito dell'1,3% (grafico 3.1). La principale determinante della crescita è stato il settore dei servizi, primo fra tutti il ramo del commercio all'ingrosso e al dettaglio, che di recente ha riacquisito un leggero slancio. Anche nel settore delle costruzioni la creazione di valore è nettamente aumentata, mentre ha ristagnato nel comparto manifatturiero in seguito a un forte incremento nei trimestri precedenti.

Nel quarto trimestre la crescita è stata sostenuta soprattutto dalla domanda interna finale. Gli investimenti in beni strumentali hanno registrato l'espansione più marcata. Il commercio estero invece ha perso vigore: le esportazioni hanno ristagnato mentre le importazioni sono diminuite sensibilmente.

Con la stima per il quarto trimestre sono disponibili anche le prime cifre provvisorie per il 2019. In base ai dati raccolti, nella media annua il PIL è cresciuto dello 0,9%, ossia a un ritmo nettamente inferiore rispetto a quello dell'anno precedente (2,8%). Il rallentamento nel 2019 viene tuttavia sovrastimato a causa del mancato svolgimento di importanti eventi sportivi internazionali. Al netto della loro incidenza, la crescita è passata dal 2,3% nel 2018 all'1,4% nel 2019. Ad apportare il maggior

contribuito è stata l'industria manifatturiera, analogamente a quanto già accaduto nell'anno precedente.

Indicatori congiunturali favorevoli fino a prima della diffusione del coronavirus

L'analisi di una vasta gamma di informazioni indica che a fine 2019 e a inizio 2020 la congiuntura aveva ripreso un'evoluzione più favorevole, dopo il rallentamento registrato durante l'anno scorso. Questo quadro emerge per esempio dal Business Cycle Index (BCI) della BNS, che offre una lettura sintetica dell'andamento congiunturale (grafico 3.2). Fino a gennaio l'indice si trovava vicino alla linea dello zero, segnalando dunque una crescita media. In febbraio è però nuovamente sceso ben al di sotto di tale linea, mostrando una flessione imputabile al peggioramento degli indicatori esteri e dei mercati finanziari in seguito al coronavirus.

I risultati dei colloqui che i delegati alle relazioni economiche regionali della BNS hanno svolto con le aziende indicavano una dinamica di crescita solida fino a inizio marzo (cfr. Segnali congiunturali da pag. 28). Anche il barometro KOF e l'indice PMI dell'industria manifatturiera avevano registrato un andamento positivo (grafico 3.3). Tuttavia, nessuno di questi indicatori riflette ancora gli effetti del coronavirus in Europa.

Tabella 3.1

PIL REALE E SUE COMPONENTI

Tassi di crescita in percentuale rispetto al periodo precedente, annualizzati

	2016	2017	2018	2019	2018				2019			
					1° tr.	2° tr.	3° tr.	4° tr.	1° tr.	2° tr.	3° tr.	4° tr.
Consumi privati	1,4	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	0,2	1,0	1,4	1,4	0,8	1,5
Consumi pubblici	1,3	1,2	0,3	1,3	-1,4	0,4	-0,4	1,4	2,3	0,6	2,3	2,1
Investimenti fissi	2,5	3,4	1,1	0,6	3,9	-1,8	-5,2	-1,3	6,6	-1,8	0,8	6,7
Costruzioni	-0,2	1,5	1,2	0,4	-1,2	2,9	-0,3	-0,8	1,8	-0,7	1,1	1,5
Beni strumentali	4,3	4,6	1,1	0,8	7,0	-4,5	-8,0	-1,6	9,5	-2,4	0,7	9,9
Domanda interna finale	1,7	1,8	0,9	0,9	1,5	0,1	-1,4	0,4	2,9	0,4	1,0	3,0
Variazione delle scorte ¹	-1,4	0,0	0,6	-0,8	-5,4	5,7	-0,7	-10,5	2,6	0,9	2,0	-5,4
Esportazioni totali ²	6,5	3,8	4,5	2,5	16,2	-6,2	-8,3	21,7	2,3	-1,8	1,3	-0,2
Beni ²	5,9	5,2	5,9	4,7	20,6	-5,9	-13,0	40,6	-0,3	1,9	2,6	-1,8
Beni, escl. commercio di transito ²	5,8	5,8	4,4	4,6	6,2	3,9	-11,6	31,1	2,2	1,0	4,0	-5,8
Servizi	7,6	1,1	1,6	-1,9	8,0	-6,9	1,7	-9,2	8,0	-9,2	-1,4	3,4
Importazioni totali ²	4,4	4,4	2,4	1,3	1,5	-2,3	-11,6	4,9	11,1	-2,6	4,5	-9,3
Beni ²	3,8	5,2	6,2	1,7	6,9	0,1	-14,0	6,5	16,1	-6,7	5,2	-10,4
Servizi	5,5	2,8	-4,3	0,6	-8,0	-7,0	-6,4	1,8	1,6	6,3	2,9	-6,9
Esportazioni nette ³	1,6	0,2	1,4	0,8	8,3	-2,5	0,5	9,7	-3,5	0,1	-1,2	4,0
PIL	1,7	1,8	2,8	0,9	4,2	3,4	-1,4	-0,4	1,6	1,4	1,7	1,3

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.

Dai contatti intrattenuti nella seconda settimana di marzo con aziende di diversi comparti emerge il quadro di un drastico e rapido deterioramento dell'andamento dell'attività. A subire una forte contrazione dei fatturati sono stati il turismo, i servizi alberghieri e di ristorazione, il comparto dell'intrattenimento e del tempo libero, il ramo orologiero e il commercio al dettaglio stazionario non alimentare. Aziende appartenenti ad altri rami si attendevano un peggioramento dell'attività come conseguenza di effetti indiretti e di ulteriori misure emanate dalle autorità.

MERCATO DEL LAVORO

Fino a prima della propagazione del coronavirus in Svizzera, la situazione sul mercato del lavoro era ancora favorevole. La disoccupazione era rimasta a livelli bassi e l'occupazione aveva continuato a crescere. Secondo la SECO, da inizio marzo le richieste di lavoro ridotto sono in rapido aumento.

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 febbraio, al netto delle fluttuazioni stagionali, a 106 000 unità circa. Alla fine dello stesso mese, il tasso di disoccupazione destagionalizzato calcolato dalla SECO si situava 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 di 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. Il tasso di disoccupazione ILO destagionalizzato è sceso dal 4,3% nel terzo trimestre al 4,1% nel quarto trimestre.

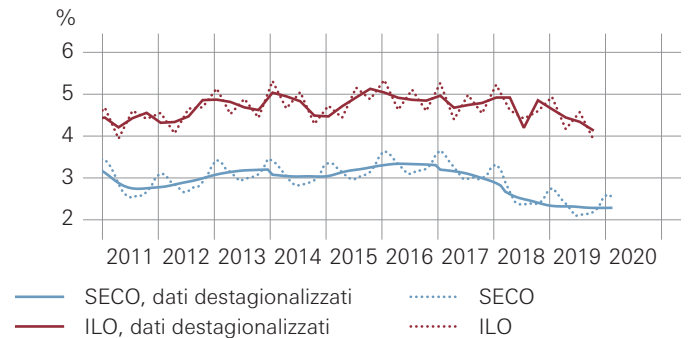
Crescita dell'occupazione nella media nel quarto trimestre

Nel quarto trimestre il numero destagionalizzato delle persone occupate, secondo la relativa statistica (SPO), ha registrato un moderato aumento, dello 0,7%, inferiore alla media di lungo periodo pari all'1,1% (grafico 3.5). La SPO misura l'attività lavorativa dal lato delle 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 quarto trimestre il numero di impieghi in equivalenti a tempo pieno ha segnato un aumento nella media. L'occupazione è cresciuta sia nel settore dei servizi che

Grafico 3.4

TASSO DI DISOCCUPAZIONE



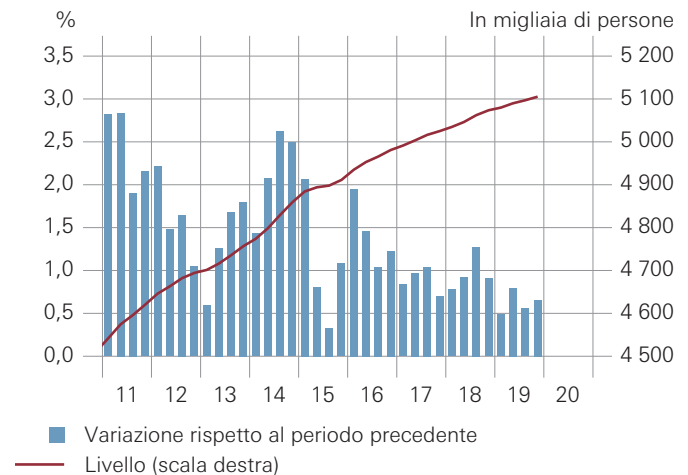
SECO: disoccupati iscritti presso gli uffici regionali di collocamento, come quota percentuale delle persone attive. Il numero delle persone attive si basa sui censimenti della popolazione del 2000 e del 2010 e sulle medie triennali delle rilevazioni strutturali dal 2012 al 2014 e dal 2015 al 2017.

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

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

Grafico 3.5

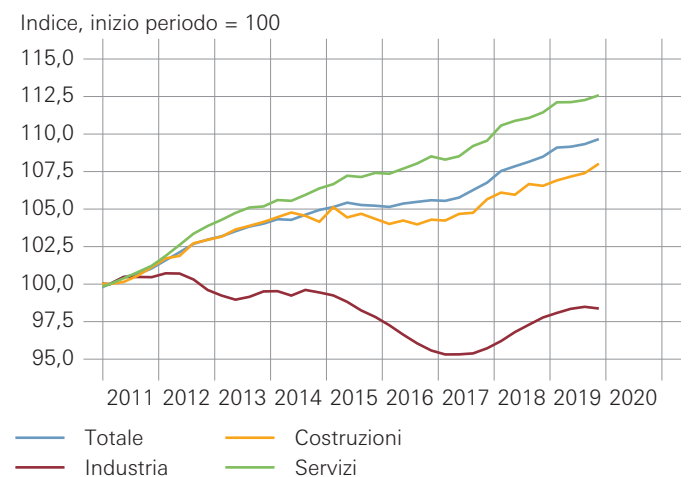
PERSONE OCCUPATE



Fonte: UST; destagionalizzazione: BNS.

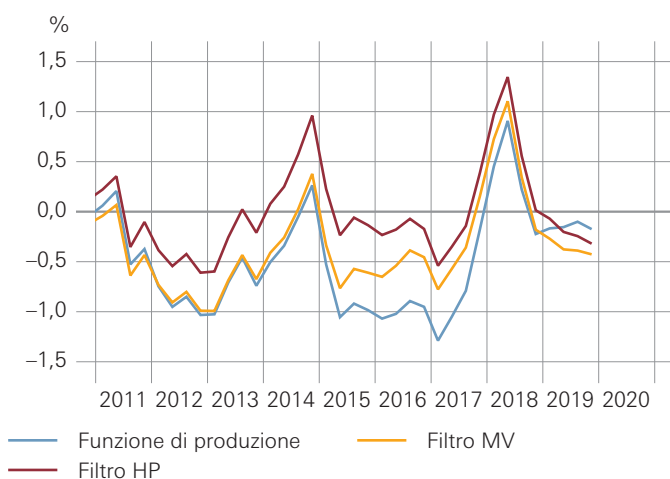
Grafico 3.6

IMPIEGHI IN EQUIVALENTI A TEMPO PIENO



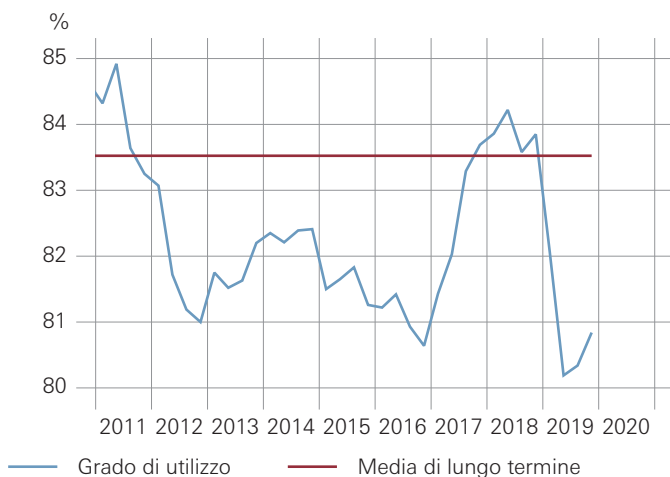
Fonte: UST; destagionalizzazione: BNS.

Grafico 3.7

OUTPUT GAP

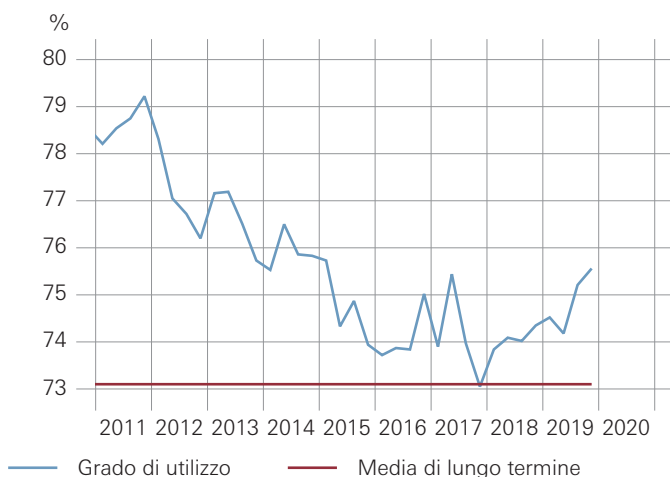
Fonte: BNS.

Grafico 3.8

UTILIZZO DELLE CAPACITÀ NELL'INDUSTRIA

Fonte: Centro di ricerca congiunturale (KOF) dell'ETH di Zurigo.

Grafico 3.9

UTILIZZO DELLE CAPACITÀ NELLE COSTRUZIONI

Fonte: Centro di ricerca congiunturale (KOF) dell'ETH di Zurigo.

delle costruzioni, mentre è diminuita in misura marginale nell'industria manifatturiera (grafico 3.6).

Secondo l'evidenza aneddotica, nelle ultime settimane è aumentato sensibilmente il numero di richieste di lavoro ridotto. Nei prossimi mesi tale misura sarà probabilmente applicata in maniera più diffusa e su ampia base. Affinché le aziende possano ricorrervi il più rapidamente possibile, il termine di presentazione della domanda è stato abbreviato e il tempo di attesa accorciato a un giorno. Durante la crisi finanziaria il lavoro ridotto si è dimostrato uno strumento capace di evitare una flessione a più lungo termine del tasso occupazionale.

UTILIZZO DELLE CAPACITÀ**Output gap chiuso nel quarto trimestre**

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 a inizio anno. Secondo il potenziale produttivo stimato con l'ausilio di una funzione di produzione, nel quarto trimestre 2019 l'output gap si situava a $-0,2\%$, rimanendo quindi invariato rispetto al periodo precedente. Altri metodi di stima del potenziale produttivo (filtro di Hodrick-Prescott e filtro multivariato) confermano che attualmente l'output gap è praticamente 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 anche nel quarto trimestre. Nel complesso esse indicavano tuttavia un grado di utilizzo normale delle capacità produttive dell'economia svizzera.

Secondo l'inchiesta del Centro di ricerca congiunturale KOF, il grado di utilizzo delle capacità tecniche dell'industria manifatturiera è aumentato leggermente nel quarto trimestre, attestandosi però all' $80,8\%$, ossia su un valore ancora nettamente inferiore alla media di lungo periodo (grafico 3.8). Lo scarso utilizzo non è tuttavia confermato da altre fonti. Nella sua inchiesta il Centro KOF richiede alle aziende anche un'autovalutazione delle capacità tecniche attuali. Nel quarto trimestre queste sono state considerate adeguate. Nello stesso periodo, il grado di utilizzo nel settore delle costruzioni è aumentato, mantenendosi al di sopra della sua media di lungo periodo (grafico 3.9). Anche nei comparti del terziario le inchieste denotano un grado di utilizzo delle capacità tecniche leggermente superiore alla media.

Fino a prima della diffusione del coronavirus la dotazione di personale aveva continuato a essere scarsa. Dalle indagini condotte nel terziario e nel settore delle costruzioni sulla situazione della manodopera risultava che per le imprese era ancora difficile reperire personale. Tuttavia,

nell'industria manifatturiera la situazione era già leggermente migliorata negli ultimi mesi.

PROSPETTIVE

Con la rapida propagazione del coronavirus le prospettive a breve termine per la Svizzera sono fortemente peggiorate.

In dicembre la Banca nazionale si aspettava ancora una crescita dell'1,5%-2% per il 2020. Tuttavia, la contrazione della congiuntura internazionale e le misure di contenimento della diffusione del virus determineranno una forte flessione dell'attività economica anche nel nostro Paese nel primo semestre. Non appena le misure a livello nazionale e internazionale saranno sospese, l'attività economica dovrebbe tornare gradualmente alla normalità. Pur considerando questa ipotesi, sull'arco dell'intero anno la crescita del PIL potrebbe risultare negativa. La normalizzazione della situazione a partire dalla seconda metà dell'anno dovrebbe in seguito tradursi in un tasso annuo di crescita elevato per il 2021.

Grafico 3.10

PMI DELL'INDUSTRIA, ALL'ESTERO

27 paesi; ponderato per le esportazioni

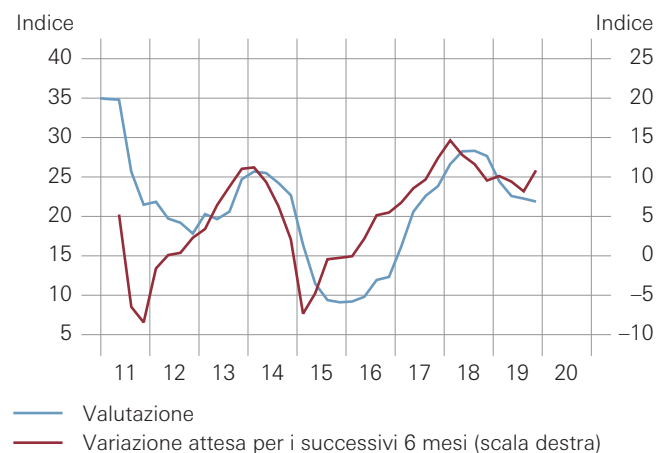


Fonti: BNS, Fondo monetario internazionale – Direction of Trade Statistics (FMI – DOTs) e Thomson Reuters Datastream.

Grafico 3.11

ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ

Media di tutte le inchieste del KOF

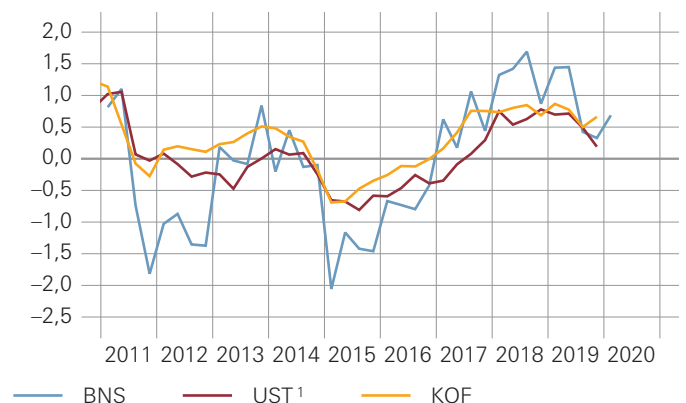


Fonte: Centro di ricerca congiunturale (KOF) dell'ETH di Zurigo.

Grafico 3.12

PROSPETTIVE OCCUPAZIONALI

Dati destagionalizzati, standardizzati



¹ Destagionalizzazione: BNS.

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

4

Prezzi e aspettative di inflazione

Nei primi mesi del 2020 il tasso di inflazione annuo misurato dall'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC) si è stabilizzato in prossimità dello zero, dopo aver registrato un calo graduale dalla seconda metà del 2018. Come nei trimestri precedenti le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste relativamente stabili e continuano a muoversi in territorio appena positivo al di sopra dei tassi di inflazione IPC.

Lo scorso trimestre le aspettative di inflazione a breve e a più lungo termine sono rimaste pressoché invariate. Esse si collocano ancora nell'area della stabilità dei prezzi che la BNS assimila a un incremento annuo dell'IPC inferiore al 2%.

Sia i dati sui prezzi sia i risultati delle inchieste disponibili al momento della pubblicazione del presente documento riflettono solo in misura limitata gli effetti dell'espansione globale del coronavirus.

PREZZI AL CONSUMO

Tasso di inflazione annuo basso

Negli ultimi sei mesi il tasso di inflazione annuo IPC ha oscillato intorno allo zero (grafico 4.1, tabella 4.1). In gennaio si è attestato allo 0,2% ma in febbraio è nuovamente sceso in territorio negativo (-0,1%). Nel mese di febbraio soltanto i servizi privati e gli affitti di abitazioni hanno fornito un contributo positivo al tasso di inflazione annuo IPC.

Tasso di incremento negativo per i prezzi dei prodotti importati

Il rincaro dei beni e servizi importati ha continuato a situarsi in zona negativa collocandosi in febbraio a -1,0%. Il loro contributo negativo al tasso di inflazione annuo IPC è stato determinato sia dai prodotti petroliferi sia dai restanti prodotti importati (grafico 4.1).

Rincaro leggermente positivo per i prezzi dei prodotti interni

Il rincaro dei beni e servizi interni si è mantenuto su valori leggermente positivi, situandosi in febbraio allo 0,2% (grafico 4.2). La principale determinante di questa evoluzione è stata il rincaro degli affitti. L'incremento dei prezzi dei beni e dei rimanenti servizi interni si è mantenuto su valori prossimi allo zero.

Tabella 4.1

INDICE NAZIONALE DEI PREZZI AL CONSUMO E SUE COMPONENTI

Variazione percentuale rispetto all'anno precedente

	2019	2019				2019	2020	
		1° tr.	2° tr.	3° tr.	4° tr.	Dicembre	Gennaio	Febbraio
IPC, indice totale	0,4	0,6	0,6	0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,1
Beni e servizi interni	0,5	0,6	0,7	0,4	0,3	0,4	0,3	0,2
Beni	0,6	0,9	0,9	0,5	0,0	0,2	-0,2	-0,4
Servizi	0,5	0,5	0,6	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4
Servizi privati, esclusi gli affitti di abitazioni	0,7	0,7	0,9	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4
Affitti di abitazioni	0,5	0,4	0,5	0,5	0,8	1,0	1,0	1,1
Servizi pubblici	-0,3	0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,6	-0,9	-0,8
Beni e servizi esteri	0,0	0,7	0,6	-0,1	-1,2	-0,7	-0,2	-1,0
Esclusi i prodotti petroliferi	0,4	0,6	0,7	0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7
Prodotti petroliferi	-2,7	1,1	0,1	-4,0	-7,4	-3,1	2,2	-3,3

Fonti: BNS e UST.

Maggiore inflazione degli affitti ma calo del tasso di riferimento

In febbraio gli affitti hanno registrato un lieve rincaro che si è attestato all'1,1%. In marzo invece il tasso di interesse di riferimento determinante per gli adeguamenti degli affitti (calcolato come tasso medio ponderato per il volume dei prestiti ipotecari nazionali in franchi svizzeri delle banche residenti) è sceso dall'1,5% all'1,25% (grafico 4.3). Generalmente una riduzione del tasso di interesse di riferimento esercita un'azione frenante con un ritardo di alcuni mesi sull'indice degli affitti di abitazioni.

Inflazione di fondo ancora superiore al tasso di inflazione annuo IPC

Nel complesso, dall'autunno 2017 le misure dell'inflazione di fondo hanno subito variazioni solo marginali. Esse continuano a mantenersi al di sopra del tasso di inflazione annuo IPC (grafico 4.4). In febbraio la media troncata calcolata dalla BNS (TM15) si è situata allo 0,3%, l'unico contributo positivo sono stati gli affitti. Il tasso di inflazione di fondo elaborato dall'UST (UST1) si è collocato a un livello leggermente più basso, pari allo 0,2%.

UST1 e TM15 si basano ambedue sui prezzi di un paniere ridotto di beni. Mentre nel calcolo dell'UST1 sono esclusi energia e carburanti nonché prodotti freschi e stagionali, in quello della TM15 sono 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

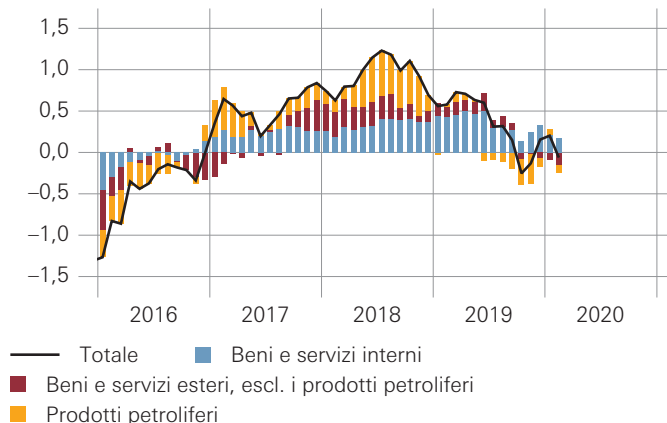
Tasso di inflazione basso dell'offerta aggregata

Nel febbraio 2020 il tasso di incremento annuo dei prezzi dell'offerta aggregata (prezzi alla produzione e all'importazione) si è situato a -2,1% mentre nel novembre 2019 risultava ancora pari a -2,5% (grafico 4.5). Tale variazione riflette principalmente l'andamento dei prezzi all'importazione. I prezzi alla produzione si sono mantenuti relativamente stabili.

Grafico 4.1

IPC: BENI E SERVIZI INTERNI ED ESTERI

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

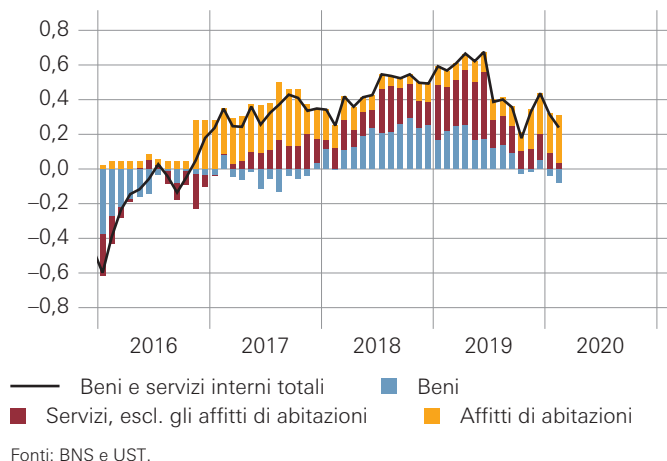


Fonti: BNS e UST.

Grafico 4.2

IPC: BENI E SERVIZI INTERNI

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



Fonti: BNS e UST.

Grafico 4.3

AFFITTI DI ABITAZIONI

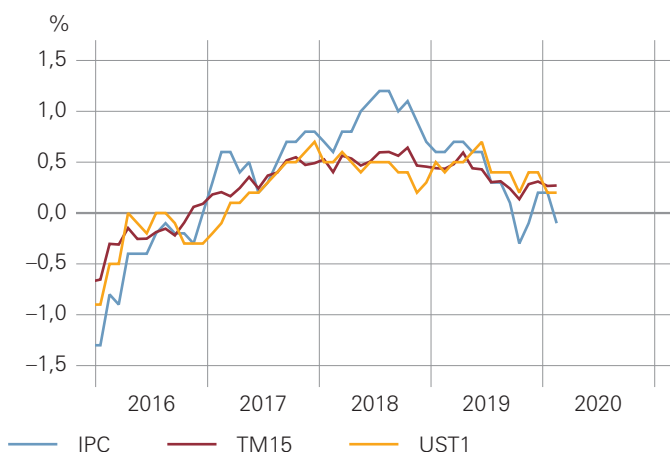


Fonti: Ufficio federale delle abitazioni (UFAB) e UST.

Grafico 4.4

INFLAZIONE DI FONDO

Variazione rispetto all'anno precedente

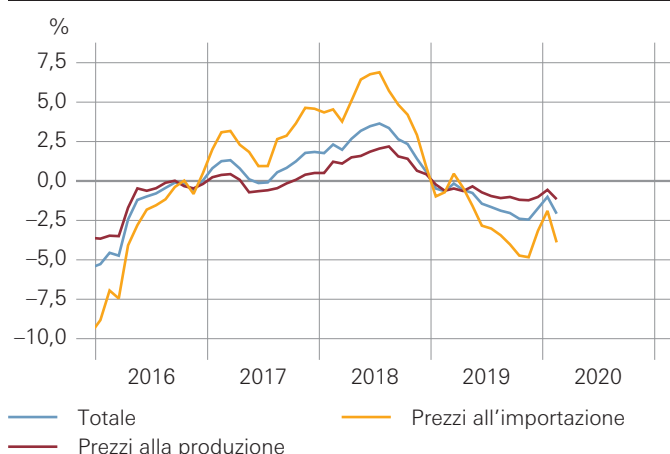


Fonti: BNS e UST.

Grafico 4.5

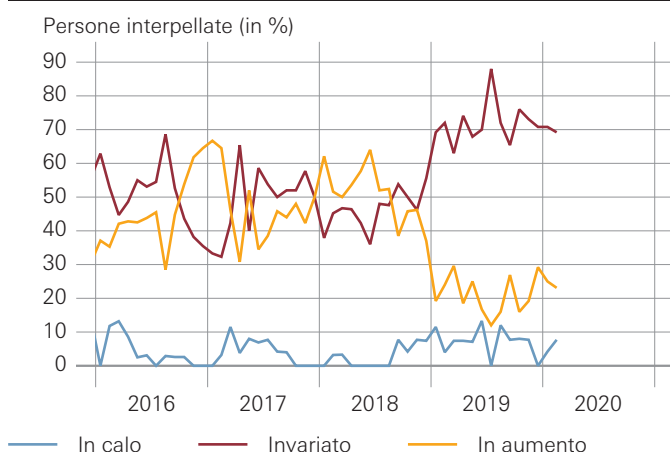
PREZZI DELL'OFFERTA AGGREGATA

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**

Le aspettative di inflazione a breve termine sono rimaste pressoché invariate negli ultimi mesi mantenendosi in territorio positivo. Le aspettative a più lungo termine sono risultate leggermente superiori. In base alle inchieste e ai colloqui condotti dai delegati alle relazioni economiche regionali della BNS, le aspettative di inflazione si confermano in linea con l'obiettivo della stabilità dei prezzi, che la BNS assimila a un incremento annuo dell'IPC inferiore al 2%. Le indagini e i colloqui dei delegati della BNS sono stati condotti in un periodo in cui gli effetti attesi del coronavirus sull'andamento economico in Svizzera risultavano ancora molto limitati.

Aspettative di inflazione a breve in territorio leggermente positivo

Secondo l'inchiesta mensile sui mercati finanziari svolta in Svizzera da Credit Suisse e CFA Society Switzerland, nel febbraio 2020 una netta maggioranza degli analisti interpellati si aspettava per i sei mesi successivi un andamento invariato del tasso di inflazione. Quasi un quarto dei partecipanti prevedeva invece un aumento e solo pochi un calo (grafico 4.6). In gennaio il tasso di inflazione annuo IPC si è attestato allo 0,2%. L'indagine indica che le persone intervistate prevedevano tassi di inflazione analoghi per i sei mesi successivi.

Anche i risultati dei colloqui svolti dai delegati alle relazioni economiche regionali della BNS con le aziende di tutti i rami e settori dell'economia indicavano aspettative inflazionistiche a breve termine invariate in territorio leggermente positivo. Nel primo trimestre del 2020 gli interlocutori intervistati si attendevano per i successivi sei-dodici mesi un tasso di inflazione annuo pari in media allo 0,4%, contro lo 0,3% del trimestre precedente.

Dall'inchiesta sull'evoluzione dei prezzi nei dodici mesi successivi svolta trimestralmente dalla SECO presso le economie domestiche, è emerso che oltre la metà dei nuclei familiari interpellati nel gennaio 2020 si aspettava un aumento dei prezzi; il 41% prevedeva una situazione di stabilità e quasi il 6% un calo. Rispetto alla precedente indagine di ottobre, la percentuale degli intervistati che si attendeva un abbassamento dei prezzi risulta in leggero calo.

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 primo trimestre del 2020 gli interlocutori dei delegati della BNS si aspettavano per i successivi tre-cinque anni un tasso di inflazione dello 0,7%.

5

Evoluzione monetaria

In occasione dell'esame della situazione economica e monetaria del 12 dicembre 2019 la BNS aveva lasciato invariato il tasso guida e confermato il proprio orientamento di politica monetaria. Questa ha perciò continuato a basarsi sull'interesse negativo applicato agli averi a vista detenuti dalle banche presso la BNS e sulla disponibilità a intervenire se necessario sul mercato dei cambi.

Il propagarsi del coronavirus a livello mondiale ha posto la società e l'economia di fronte a sfide straordinarie. L'incertezza è considerevolmente cresciuta, provocando un crollo globale dei corsi azionari e contribuendo alla volatilità dei tassi del mercato dei capitali. Sul mercato dei cambi il franco si è apprezzato nei confronti dell'euro e del dollaro USA.

Nel corso dell'ultimo trimestre il tasso di crescita degli aggregati monetari M1 ed M2 è diminuito. Quello del credito bancario ha continuato a mantenersi 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 12 dicembre 2019 la BNS aveva confermato il proprio orientamento espansivo di politica monetaria, lasciando invariati a $-0,75\%$ sia il tasso guida BNS, sia il tasso di interesse applicato, oltre un determinato importo in franchigia, agli averi a vista detenuti sui suoi conti dalle banche e da altri operatori del mercato finanziario. La BNS aveva altresì ribadito la volontà di rimanere attiva se necessario sul mercato dei cambi, tenuto conto della situazione valutaria complessiva.

L'adeguamento della base di calcolo dell'importo in franchigia, a valere dal 1° novembre 2019, ha determinato per il sistema bancario un netto aumento dell'ammontare complessivo esente e una temporanea spinta al rialzo sui tassi di interesse a breve termine. Come già all'inizio di novembre, a fine dicembre la BNS ha effettuato operazioni di fine tuning su base bilaterale sotto forma di pronti contro termine al fine di assicurare che i tassi a breve nel segmento garantito del mercato monetario rimanessero in prossimità del tasso guida BNS.

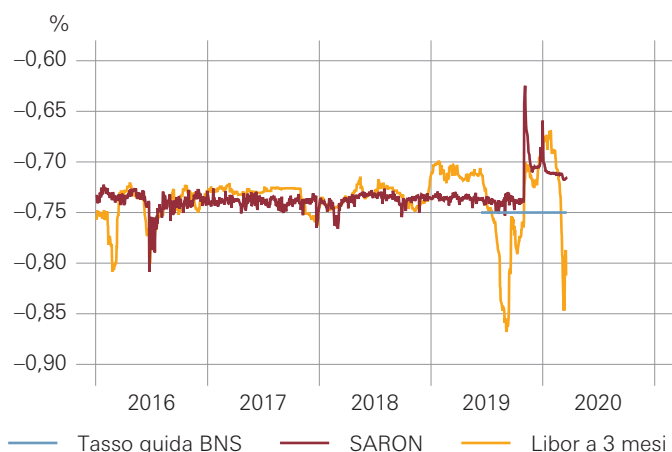
Aumento degli averi a vista presso la BNS

Durante il periodo successivo all'esame della situazione del dicembre 2019 gli averi a vista totali detenuti presso la BNS sono aumentati. Nella settimana terminante il 13 marzo 2020 (ultima settimana prima dell'esame del marzo 2020) essi sono risultati pari a 603 miliardi di franchi, un livello superiore a quello registrato nell'ultima settimana precedente l'esame di metà dicembre 2019 (587,8 miliardi). Fra il dicembre 2019 e il marzo 2020 gli stessi sono ammontati in media a 590,9 miliardi. Di questi 503,6 miliardi erano attribuibili ai conti giro di banche residenti e i restanti 87,3 miliardi ad altri averi a vista.

Fra il 20 novembre 2019 e il 19 febbraio 2020 le riserve minime previste dalla legge sono ammontate mediamente a 18,3 miliardi di franchi. Nel complesso le banche hanno superato di 491,3 miliardi (periodo precedente: 474,3 miliardi) il livello minimo prescritto. Le riserve bancarie eccedenti continuano perciò a essere molto 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

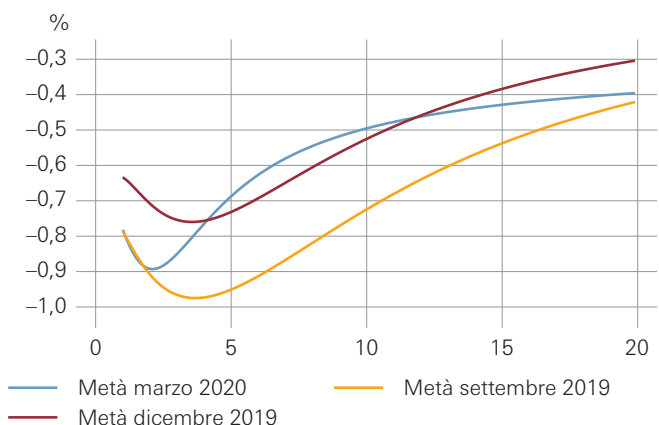


Fonte: BNS.

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 sostanzialmente invariati

Negli ultimi tre mesi i tassi del mercato monetario sono rimasti nel complesso vicini al tasso guida BNS. Tuttavia, l'adeguamento della base di calcolo degli importi esentati dall'interesse negativo ha comportato un certo aumento della volatilità in novembre nonché a fine anno (grafico 5.1). In tali fasi il SARON ha subito un temporaneo lieve rialzo, ma il suo livello attuale di $-0,71\%$ si situa nuovamente in prossimità del tasso guida BNS di $-0,75\%$.

Andamento volatile dei tassi del mercato dei capitali

Dopo l'ultimo esame della situazione in dicembre i tassi di interesse a lungo termine hanno registrato fasi di forte ribasso. In marzo essi si sono tuttavia ripresi, cosicché a metà mese il rendimento dei prestiti decennali della Confederazione si collocava a circa $-0,5\%$, ossia un livello pressappoco uguale a quello di metà dicembre 2019 (grafico 5.2).

Le fluttuazioni dei rendimenti delle obbligazioni della Confederazione hanno rispecchiato principalmente fattori globali, fra cui in particolare le turbolenze sui mercati finanziari in seguito al propagarsi del coronavirus. Ciò vale anche per i rendimenti dei titoli di Stato degli altri principali paesi industrializzati.

Variatione modesta della curva dei rendimenti

Nel periodo successivo all'esame della situazione del dicembre scorso la curva dei rendimenti delle obbligazioni della Confederazione si è leggermente spostata verso il basso (grafico 5.3). Inoltre essa si è ulteriormente appiattita nel segmento a lungo termine. A metà marzo detti rendimenti continuavano a situarsi in zona negativa per tutte le scadenze rappresentate nel grafico. Quelli relativi alle scadenze sotto i quattro anni risultavano inferiori all'attuale tasso guida BNS pari a $-0,75\%$.

Tassi di interesse reali sempre bassi

I tassi di interesse reali sono determinanti per le decisioni di investimento e di risparmio delle imprese e delle economie domestiche. Nel trimestre in esame essi hanno continuato a collocarsi a un livello molto basso, giacché i rendimenti nominali dei prestiti della Confederazione sono stati nettamente di segno negativo, mentre le aspettative inflazionistiche desunte dalle inchieste congiunturali sono rimaste positive.

TASSI DI CAMBIO

Apprezamento del franco rispetto all'euro e al dollaro USA

Nel periodo successivo all'esame della situazione di dicembre il franco ha sensibilmente guadagnato valore nei confronti dell'euro (grafico 5.4). A metà marzo un euro costava circa 1.06 franchi. L'apprezamento del franco ha rispecchiato fra l'altro la sfavorevole percezione del rischio sui mercati finanziari. Nel corso dell'ultimo trimestre ad accrescere fortemente l'incertezza sulle piazze finanziarie sono stati soprattutto i timori legati alla diffusione del coronavirus. In tale contesto i corsi azionari hanno subito un crollo, mentre il franco ha guadagnato valore a causa della sua caratteristica di valuta rifugio.

Nei confronti del dollaro USA durante il trimestre il franco ha per lunghi tratti oscillato entro un intervallo relativamente modesto. Tuttavia, le riduzioni straordinarie del tasso di riferimento e le altre misure espansive attuate nel corso di marzo dalla Federal Reserve hanno contribuito a far sì che il dollaro si deprezzasse in rapporto al franco rispetto alla data dell'ultimo esame della situazione nel dicembre 2019.

Aumento del valore esterno nominale del franco

Il valore esterno nominale del franco ponderato per il commercio estero è aumentato notevolmente dopo l'ultimo esame della situazione (grafico 5.5). Questo apprezzamento su base ponderata per l'interscambio ha rispecchiato la forza del franco nei confronti di praticamente tutte le valute importanti.

Valore esterno reale del franco sempre a un livello elevato

In seguito all'apprezamento nominale del franco è aumentato anche il suo valore esterno reale, che in febbraio ha raggiunto livelli analoghi a quelli registrati l'ultima volta nell'agosto 2019 (grafico 5.6). Nel confronto di più lungo periodo la quotazione del franco appare 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



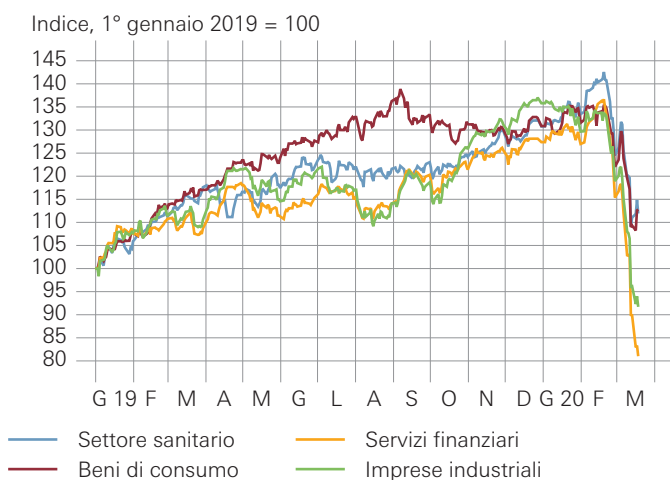
Fonte: BNS.

Grafico 5.7

CORSI AZIONARI E VOLATILITÀ

Fonti: Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

Grafico 5.8

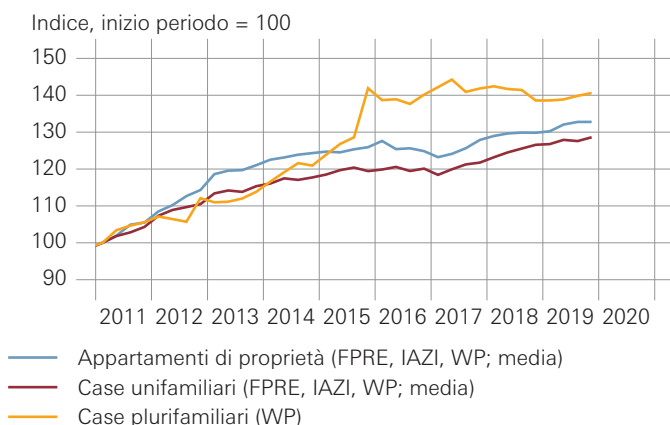
SPI – ANDAMENTI DI DETERMINATI SETTORI

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**Corsi azionari condizionati dai rischi globali**

Agli inizi del 2020 i prezzi delle azioni delle maggiori imprese svizzere hanno proseguito il movimento ascendente dell'anno scorso, sicché in febbraio lo Swiss Market Index (SMI) aveva raggiunto un nuovo massimo storico (grafico 5.7). Tuttavia, alla fine del mese un'avversa percezione del rischio, causata dal propagarsi del coronavirus, ha innescato un drastico regresso delle quotazioni. In marzo i corsi azionari sono crollati. A metà marzo lo SMI aveva perso circa il 19% rispetto al livello registrato alla data dell'esame della situazione del dicembre 2019.

Accresciuta incertezza 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). Dopo aver mostrato un profilo piatto all'inizio del trimestre, in febbraio l'indice ha subito una brusca impennata. Questo andamento rispecchia uno schema tipico: una fase ascendente delle azioni si accompagna tendenzialmente a un calo dell'incertezza, mentre una fase calante coincide di solito con un'accresciuta incertezza.

Evoluzione difforme degli indici settoriali

Il grafico 5.8 mostra l'andamento di importanti indici parziali del più ampio Swiss Performance Index (SPI). Al primo apparire dei timori circa le ripercussioni del coronavirus sulla catena di produzione globale gli indici settoriali hanno assunto andamenti divergenti. I corsi delle azioni di imprese industriali hanno perso valore più presto e in maggior misura, mentre quelli delle aziende operanti nel comparto sanitario hanno avuto la performance migliore relativamente agli altri rami di attività.

Crescita moderata dei prezzi degli immobili residenziali

Nel quarto trimestre 2019 i prezzi di transazione degli immobili residenziali sono nel complesso cresciuti moderatamente (grafico 5.9). In una retrospettiva di più lungo periodo, si osserva che i prezzi di transazione degli appartamenti di proprietà e delle case unifamiliari hanno proseguito la loro tendenza ascendente a un ritmo più lento. Per contro, sullo sfondo di una quota crescente di abitazioni vuote e di un ampliamento dell'offerta, i prezzi delle case plurifamiliari hanno continuato a situarsi all'incirca sui livelli di fine 2015.

AGGREGATI MONETARI E CREDITIZI

Variazione modesta della base monetaria

La base monetaria, costituita dalle banconote in circolazione e dagli averi sui conti giro delle banche residenti, è aumentata in misura marginale dal novembre scorso. Nel febbraio 2020 essa è stata mediamente pari a 584,8 miliardi di franchi (grafico 5.10).

Gli altri averi in conto giro detenuti presso la BNS si sono mossi di poco rispetto a novembre. Gli averi a vista totali presso la BNS hanno segnato una variazione minima fra novembre e febbraio.

Rallentamento della crescita degli aggregati monetari ampi

Nel corso degli ultimi mesi la crescita degli aggregati monetari ampi ha rallentato. Nel febbraio 2020 l'aggregato M1 (circolante, depositi a vista e conti transattivi) era inferiore dello 0,3% al livello di un anno prima (tabella 5.1). Nello stesso arco di tempo l'aggregato M2 (M1 più depositi a risparmio) è diminuito dello 0,8%, mentre l'aggregato M3 (M2 più depositi a termine) è rimasto praticamente invariato.

Dopo una fase pluriennale durante la quale gli aggregati monetari erano cresciuti più rapidamente del credito, nell'ultimo trimestre 2019 la loro espansione si è nettamente rallentata. Questo rallentamento è coerente con l'andamento dei tassi di interesse a lungo termine, giacché la crescita della moneta reagisce in modo più sensibile alle variazioni dei tassi a lungo termine rispetto a quella del credito. Infatti, dopo aver accelerato nel primo semestre 2019 in concomitanza con il calo dei rendimenti a lungo termine, la crescita monetaria ha rallentato nel secondo semestre allorché questi sono risaliti.

Crescita praticamente invariata del credito

Nel quarto trimestre 2019 il totale dei prestiti bancari (banche residenti, tutte le valute) è aumentato del 3,3% su base annua, contro il 3,4% nel trimestre precedente. La crescita del credito è perciò rimasta pressoché invariata (tabella 5.1).

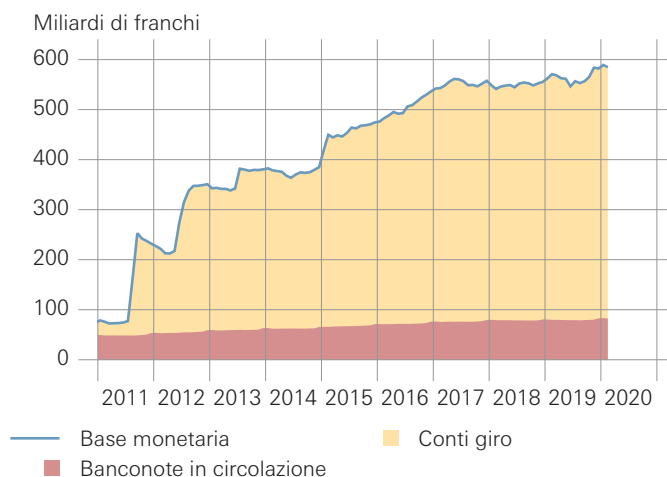
I prestiti ipotecari delle banche, che rappresentano circa l'85% del credito bancario totale alla clientela residente, nel quarto trimestre 2019 sono aumentati del 3,3% in ragione annua. Il ritmo di crescita dei prestiti ipotecari si è pertanto lievemente ridotto da metà 2019 (grafico 5.11).

La domanda di questi prestiti continua a essere stimolata dal basso livello dei tassi ipotecari. I tassi sulle ipoteche a dieci anni sono ulteriormente calati rispetto all'autunno 2018, e nel gennaio 2020 si situavano all'1,2%, un livello solo marginalmente superiore al minimo osservato nell'agosto 2019.

Gli altri crediti mostrano un andamento nettamente più volatile (grafico 5.12). Nel quarto trimestre 2019 essi sono cresciuti del 3,7% su base annua. Nel trimestre precedente

Grafico 5.10

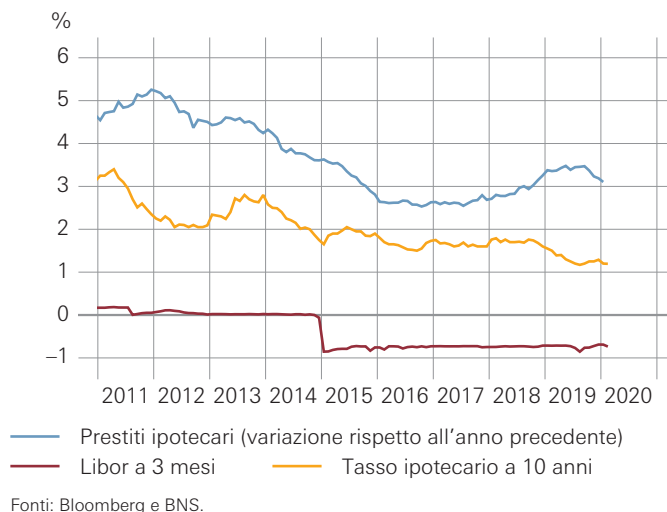
BASE MONETARIA



Fonte: BNS.

Grafico 5.11

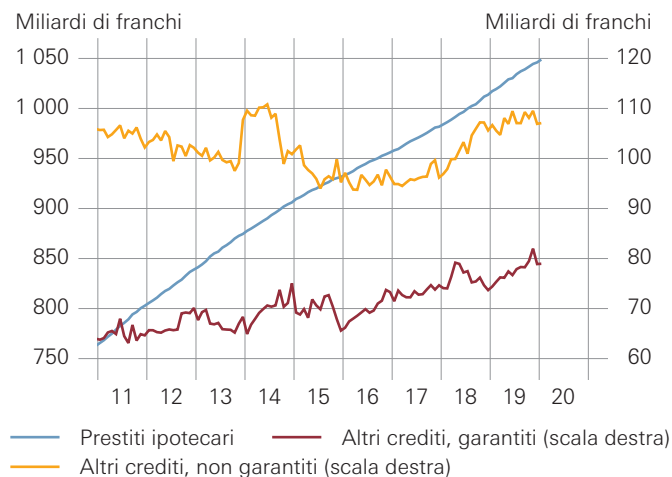
PRESTITI IPOTECARI E TASSI DI INTERESSE



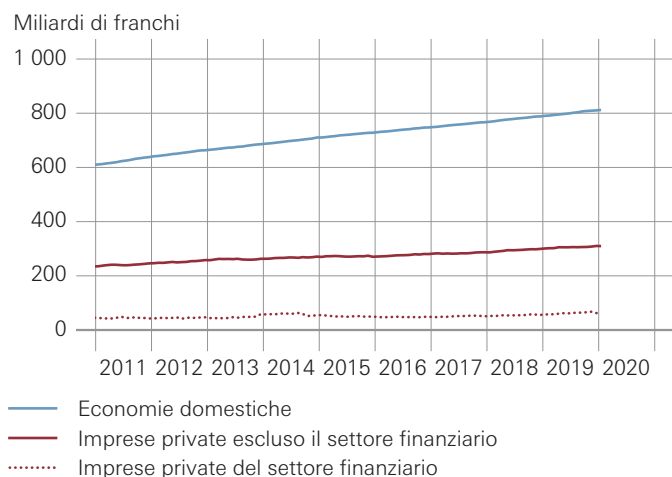
Fonti: Bloomberg e BNS.

Grafico 5.12

PRESTITI IPOTECARI E ALTRI CREDITI



Fonte: BNS.

PRESTITI A ECONOMIE DOMESTICHE E IMPRESE

Fonte: BNS.

il tasso di crescita era stato pari al 3,4%. Questa leggera accelerazione è ascrivibile agli altri crediti garantiti, mentre l'espansione degli altri crediti non garantiti ha subito un rallentamento.

Andamento del credito per settori

Sia le economie domestiche che le imprese non finanziarie hanno continuato a beneficiare di favorevoli condizioni di finanziamento. Ciò si rispecchia nel perdurante aumento del credito bancario a entrambe queste importanti categorie di clienti (grafico 5.13).

A fine dicembre 2019 i crediti alle economie domestiche, che per il 95% sono costituiti da prestiti ipotecari, risultavano cresciuti di 22,1 miliardi di franchi (2,8%) rispetto al livello di un anno prima. Nello stesso arco di tempo i crediti alle imprese non finanziarie (quota dei prestiti ipotecari: 78%) sono aumentati di 10,8 miliardi (3,6%). Infine, i crediti 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 6,7 miliardi (11,9%).

Tabella 5.1

AGGREGATI MONETARI E PRESTITI BANCARI

Variazione percentuale rispetto all'anno precedente

	2019	2019				2019	2020	
		1° tr.	2° tr.	3° tr.	4° tr.	Dicembre	Gennaio	Febbraio
M1	4,1	5,3	5,4	4,4	1,5	0,6	-0,2	-0,3
M2	2,7	3,3	3,7	3,0	0,9	0,1	-0,6	-0,8
M3	2,9	3,6	3,7	3,0	1,4	0,7	0,0	0,0
Prestiti bancari, totale ^{1, 3}	3,4	3,6	3,3	3,4	3,3	3,3	3,0	
Prestiti ipotecari ^{1, 3}	3,4	3,4	3,4	3,5	3,3	3,2	3,1	
Economie domestiche ^{2, 3}	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	
Imprese private ^{2, 3}	5,3	5,2	5,6	5,5	4,8	4,7	4,4	
Altri crediti ^{1, 3}	3,6	4,6	2,7	3,4	3,7	3,6	2,7	
garantiti ^{1, 3}	2,0	0,7	-2,1	2,8	7,1	7,1	6,1	
non garantiti ^{1, 3}	4,8	7,6	6,5	3,8	1,4	1,3	0,4	

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 aziende

Primo trimestre 2020

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 aziende di tutta la Svizzera. Nell'effettuare tale analisi la BNS aggrega e interpreta i dati ottenuti. In totale sono stati svolti 243 colloqui fra metà gennaio e inizio marzo.

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

- I colloqui con le aziende si sono svolti fra il 15 gennaio e il 2 marzo. Il diffondersi del coronavirus ha inciso su tali colloqui soltanto nel corso dell'ultima settimana di febbraio. Conseguentemente l'incertezza presso le aziende è poi cresciuta fortemente. A quel momento, tuttavia, non erano ancora ravvisabili effetti sul fatturato.
- Sulla base dei colloqui, l'economia svizzera ha leggermente guadagnato vigore sino alla fine di febbraio.
- Grazie all'accresciuto volume di fatturato si è un po' ridotta la pressione sui margini di guadagno.
- Sino alla fine di febbraio le capacità tecnico-produttive e le infrastrutture risultavano nel complesso utilizzate normalmente. Nell'industria il grado di utilizzo è rimasto leggermente inferiore alla media.
- Fino all'ultima settimana di febbraio le aziende si attendevano ancora una moderata crescita dei fatturati e dell'occupazione nei due prossimi trimestri. In seguito, i timori legati al coronavirus hanno offuscato le prospettive. Hanno pure generato incertezze la fragile congiuntura mondiale e l'evoluzione del cambio.
- Aggiunta: come emerge da ulteriori colloqui condotti con aziende e associazioni dal 10 al 13 marzo, in alcuni comparti la situazione ha subito un drastico e brusco peggioramento a causa del coronavirus. Altri rami non ancora direttamente colpiti si attendevano un netto deterioramento dell'attività nelle settimane successive (per i dettagli sull'indagine speciale relativa agli effetti del coronavirus si rimanda a pag. 31).

SITUAZIONE ATTUALE

Congiuntura economica solida fino allo scoppio dell'epidemia di coronavirus

Al principio dell'anno numerose aziende segnalavano un buon andamento dell'attività. Sulla base dei colloqui condotti fino a inizio marzo, nei primi due mesi del 2020 l'economia elvetica ha leggermente guadagnato vigore. Tuttavia, con il propagarsi su scala mondiale del coronavirus, verso la fine del periodo dei colloqui è fortemente cresciuta l'incertezza riguardo all'evoluzione futura.

Nei primi mesi i fatturati reali sono cresciuti più che nel trimestre precedente, un fatto che ha in parte sorpreso gli interlocutori (grafico 1; per l'interpretazione dei grafici si rimanda alle informazioni alla fine del rapporto). Anche nel confronto su base annua i fatturati hanno mostrato un andamento positivo, sia nel terziario che nell'industria e nelle costruzioni.

Nel periodo in rassegna le aziende orientate al mercato interno hanno riscontrato un migliorato clima di fiducia presso i consumatori. Le imprese esportatrici hanno continuato a segnalare un buon andamento degli affari con gli Stati Uniti, ma anche con l'Europa. La dinamica delle esportazioni verso le economie emergenti è stata parimenti soddisfacente. Per contro, le vendite in Cina hanno pesantemente risentito dell'epidemia di coronavirus e del movimento di protesta a Hong Kong.

Grado di utilizzo normale delle capacità produttive

Nei primi mesi dell'anno le capacità tecnico-produttive nel complesso risultavano utilizzate in misura normale (grafico 2). Nel settore delle costruzioni il grado di utilizzo

è rimasto superiore alla media, mentre nell'industria le capacità hanno continuato a essere sottoimpiegate.

Alcune aziende si attendevano strozzature e ritardi nelle consegne dalla Cina o da altri paesi a quel momento già colpiti dal coronavirus.

Livello adeguato dell'organico

A giudizio degli interlocutori la dotazione di personale corrispondeva sostanzialmente al fabbisogno. Nel settore delle costruzioni e in quello dei servizi essa risultava leggermente insufficiente.

In molti rami di attività e nella maggior parte delle regioni il reperimento di personale continuava a essere giudicato difficile. La carenza di personale qualificato è stata menzionata all'incirca altrettanto spesso che nel trimestre precedente, e per molte aziende essa costituiva un problema centrale. Particolarmente ricercati erano gli specialisti in informatica, gli operatori qualificati in campo tecnico e i capi cantiere edili. Molti interlocutori attribuiscono grande importanza alla formazione interna.

Miglioramento dei margini di guadagno

Agli inizi dell'anno risultava diminuita la pressione sui margini di guadagno, grazie al maggior volume di fatturato, nonché ai prezzi più vantaggiosi di componenti, prodotti intermedi e materie prime. I margini erano giudicati da «sostenibili» a «soddisfacenti» dalla maggior parte degli interlocutori. Presso talune aziende essi risentivano tuttavia del rafforzamento del franco.

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.

Indagine speciale condotta dal 10 al 13 marzo 2020 sugli effetti del coronavirus

Considerato il rapido evolversi della situazione legata alla diffusione del coronavirus, dal 10 al 13 marzo i delegati alle relazioni economiche regionali hanno condotto colloqui aggiuntivi con circa 100 aziende e associazioni. Questi colloqui si sono quindi svolti prima della decisione del Consiglio federale del 16 marzo di disporre la chiusura di negozi e altri esercizi commerciali in tutto il Paese.

Nei colloqui si è avuta la conferma di un repentino e drastico deterioramento dell'attività nei comparti che sono stati finora maggiormente colpiti dalle conseguenze del coronavirus. La crisi va allargandosi sempre di più anche a quei rami che fino a questo momento erano stati risparmiati. In tale contesto le aziende stanno seguendo con grande apprensione l'andamento del tasso di cambio.

A subire una forte contrazione dei fatturati sono stati in particolare il turismo, i servizi alberghieri e di ristorazione, il comparto dell'intrattenimento e del tempo libero, il ramo orologiero e il commercio al dettaglio stazionario non alimentare. Per contrastare l'incombente carenza di liquidità, come prima misura molte aziende intendono introdurre il lavoro ridotto. Altri provvedimenti riguardano la riduzione degli impieghi temporanei e del lavoro straordinario nonché la fruizione forzata delle ferie. Alcune imprese hanno anche

disposto uno stop alle assunzioni e stanno rivedendo o rinviando i progetti di investimento. Sul piano organizzativo il telelavoro è già largamente sfruttato e sarà ulteriormente ampliato.

Nel commercio al dettaglio si registra un brusco aumento della domanda di generi alimentari, articoli per la protezione e l'igiene personale e carburanti. Sull'onda dell'attuale fase di espansione sostenuta, i canali di distribuzione online sono in via di rapido potenziamento. Le pressioni sul sistema sanitario sono fortemente aumentate. Per buona parte dell'industria manifatturiera, delle costruzioni e del terziario, invece, gli effetti del coronavirus sono ancora poco avvertibili o lo sono solo indirettamente.

Non si sono finora registrate situazioni diffuse di strozzature nelle catene di fornitura e approvvigionamento, eccettuati determinati articoli e dispositivi per la protezione dal virus nonché alcune componenti elettroniche e forniture di metalli provenienti dall'Asia. Le aziende che gestiscono stabilimenti propri o collaborano con fabbriche in Cina osservano tuttavia una graduale ripresa della produzione nel paese.

La chiusura di scuole e frontiere contribuisce ad aggravare la situazione delle aziende nella gestione del personale.

ANDAMENTI NEI SINGOLI COMPARTI

Sulla base dei colloqui con le aziende, rispetto al trimestre precedente i fatturati reali hanno registrato un aumento nel comparto del commercio, specie in quello al dettaglio. Tuttavia sia nel commercio al dettaglio che nel commercio all'ingrosso le infrastrutture sono rimaste sottoutilizzate. I canali di vendita online hanno perlopiù realizzato elevati tassi di crescita, ed è ulteriormente aumentata la disponibilità a introdurre o ampliare tali canali. Alcune aziende hanno constatato che è di nuovo leggermente cresciuto il turismo degli acquisti all'estero a causa della forza del franco.

Nel ramo della finanza, ossia presso le banche, le compagnie di assicurazione e i gestori di patrimoni, il volume di affari è cresciuto nettamente, sia rispetto al trimestre precedente che su base annua. Le banche hanno tratto vantaggio dalla volatilità dei mercati, la quale si è tradotta in un maggior numero di transazioni. L'attività basata sul differenziale di interesse e la situazione concorrenziale hanno continuato a essere considerate come una sfida.

Presso gli operatori turistici e i servizi alberghieri e di ristorazione le infrastrutture risultavano sottoutilizzate. In talune regioni sono stati segnalati annullamenti di prenotazioni da parte di comitive di turisti asiatici a causa del coronavirus. Le aziende intervistate prevedevano che l'andamento dell'attività sarebbe peggiorato con la cancellazione di varie manifestazioni.

Nel comparto ICT i fatturati hanno segnato un netto incremento rispetto al trimestre e all'anno precedente, grazie all'impulso fornito dalla trasformazione digitale, dal bisogno di sicurezza cibernetica e dalla crescente domanda proveniente dall'area fintech. Persisteva la carenza di personale qualificato. Le imprese ICT avvertivano già ritardi nelle consegne di materiale hardware dalla Cina.

Le aziende attive nel ramo della sanità hanno mostrato un profilo degli affari dinamico.

Nell'industria i fatturati sono aumentati in tutti i comparti eccettuato quello delle macchine. L'andamento è risultato particolarmente favorevole per le aziende operanti nella produzione e lavorazione di materie plastiche, nel ramo farmaceutico e nella produzione e lavorazione di metalli. Presso i produttori di macchine i fatturati hanno invece ristagnato. Nell'industria delle macchine l'utilizzo delle capacità è stato giudicato inferiore alla norma e i margini sono risultati decisamente sotto pressione. Nell'industria orologiera la domanda ha subito un deciso regresso a causa dell'epidemia di coronavirus. L'indotto dell'industria automobilistica ha continuato a risentire dell'incertezza generata dal cambiamento tecnologico e dall'accresciuta consapevolezza ambientale.

Nel settore delle costruzioni il fatturato in termini destagionalizzati ha superato il livello del trimestre precedente, in parte anche grazie alle condizioni metereologiche. L'andamento dell'attività è stato particolarmente dinamico nei comparti dei lavori di completamento degli edifici e delle opere del genio civile, mentre in quello dell'edilizia il fatturato è risultato in calo.

Sulla base dei colloqui condotti nel trimestre in esame, nell'edilizia residenziale si sono registrati ulteriori segnali di incipiente rallentamento. La crescente quota di appartamenti nuovi inoccupati ha anche stimolato la domanda di risanamento delle vecchie abitazioni. Alcune imprese di costruzione spostano in misura crescente l'attività verso le opere del genio civile e i progetti di infrastrutture, nella speranza di migliorare i propri margini.

PROSPETTIVE

Contenuta fiducia malgrado l'elevata incertezza

Sin verso la fine del periodo in esame le aziende si attendevano ancora un aumento del fatturato nei prossimi due trimestri (grafico 3). Tuttavia, nell'ultima settimana è subentrata una crescente preoccupazione per le ripercussioni del coronavirus. Gli interlocutori hanno segnalato come il rapidissimo evolversi della situazione, derivante dall'epidemia, rendesse assai difficile una valutazione delle prospettive.

Le ripercussioni dell'epidemia erano tuttavia unanimemente considerate un fenomeno transitorio. Parte delle aziende si attendeva in seguito un effetto di recupero.

In linea con l'aspettativa di una leggera crescita dei fatturati, sino alla fine del periodo sotto rassegna gli interlocutori prevedevano un utilizzo crescente delle capacità tecnico-produttive o delle infrastrutture (grafico 4).

Cautela nell'attività di investimento

La propensione a investire è rimasta contenuta. Nei settori dell'industria e dei servizi le aziende intendevano mantenere all'incirca sui livelli attuali la spesa per investimenti in beni strumentali e costruzioni nei prossimi dodici mesi. Per contro, le imprese di costruzione progettavano di accrescere leggermente i propri investimenti. Poco meno del 30% delle aziende presenti nel campione prevedeva di investire principalmente per ampliare la propria capacità produttiva. Il contesto di bassi tassi di interesse ha continuato a sostenere gli investimenti. Questi sono stati destinati soprattutto a progetti di razionalizzazione, o al potenziamento e alla modernizzazione delle infrastrutture informatiche.

Aspettative di stabilità dei prezzi

Per i prossimi due trimestri i rappresentanti dell'industria e del terziario si attendevano prezzi di acquisto e di vendita stabili. Le imprese di costruzione prevedevano invece prezzi di acquisto e di vendita in calo. Per le aziende era tuttavia difficile valutare le ripercussioni dell'epidemia di coronavirus sui prezzi di acquisto. Da un lato, questi potrebbero aumentare a causa di penurie; dall'altro, potrebbero diminuire in seguito a un rallentamento della congiuntura mondiale.

Grafico 3

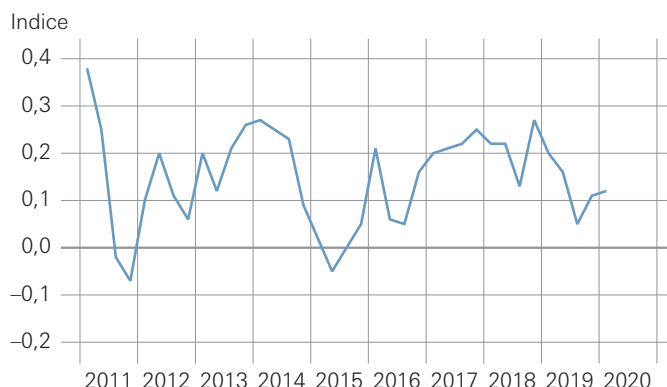
FATTURATI ATTESI



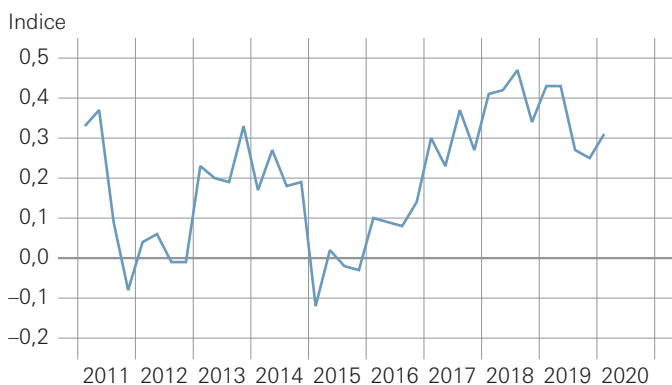
Andamento atteso dei fatturati reali nei successivi due trimestri. Valori positivi (negativi) significano che è atteso un aumento (calo).
Fonte: BNS.

Grafico 4

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.

Programmi di ampliamento del personale

Gli interlocutori progettavano di incrementare ulteriormente il proprio organico nei due prossimi trimestri (grafico 5). Poco meno del 40% delle aziende prevedeva di assumere più personale. In questa categoria figuravano in particolare: imprese del comparto ICT, studi di architetti e ingegneri, operatori immobiliari, fornitori di servizi per immobili, aziende del ramo sanitario, industrie farmaceutiche e addetti ai lavori di completamento degli edifici. Le imprese di commercio all'ingrosso avevano invece in programma di ridurre leggermente i propri effettivi.

Sulla base delle risposte disponibili le aziende hanno aumentato o progettavano di aumentare mediamente dell'1,25% le retribuzioni durante il corrente anno.

CONTESTO E RISCHI

A causa dell'epidemia di coronavirus attualmente l'incertezza è molto grande. Nel periodo dei colloqui i rappresentanti delle aziende avevano difficoltà a valutarne le conseguenze. Inoltre, sono nuovamente cresciuti i timori riguardo alla forza del franco.

Gli interlocutori hanno parimenti continuato a manifestare inquietudine per la fragile congiuntura mondiale, le tendenze protezionistiche e i cambiamenti del quadro regolamentare. Anche il perdurante contesto di bassi tassi di interesse rimaneva una fonte di preoccupazione. Al tempo stesso, però, le imprese apprezzavano il basso livello dei tassi di interesse in quanto esso facilita gli investimenti e argina la tendenza all'apprezzamento del franco. Sono stati anche menzionati come fattori di incertezza i ritardi nella definizione dell'accordo quadro con l'UE e gli squilibri sul mercato degli immobili residenziali.

In molti colloqui è emerso anche il tema della sostenibilità. Le aziende vi ravvisano un'opportunità per accedere a nuovi campi di attività e cercano di posizionarsi corrispondentemente.

Attraverso progetti di digitalizzazione numerose imprese mirano a razionalizzare e modernizzare i processi aziendali. In pari tempo molte di esse sottolineano l'importanza dei rischi cibernetici.

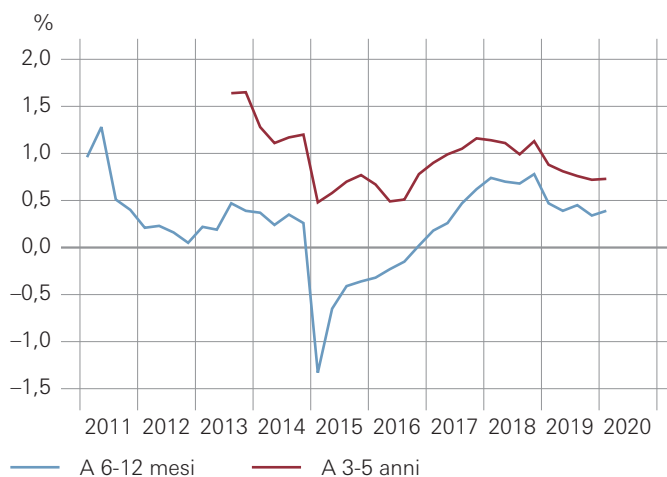
ASPETTATIVE DI INFLAZIONE

In occasione dei colloqui i delegati interpellano gli interlocutori anche sulle loro aspettative inflazionistiche a breve e a più lungo termine in qualità di consumatori.

Le aspettative di inflazione a breve termine misurate dall'indice dei prezzi al consumo sono rimaste praticamente invariate. Per i prossimi sei-dodici mesi esse sono state pari in media allo 0,4% rispetto allo 0,3% del trimestre precedente (linea blu nel grafico 6). Le aspettative a medio termine – su un orizzonte temporale di tre-cinque anni – sono rimaste immutate al livello medio dello 0,7% (linea rossa nel grafico 6).

Grafico 6

INFLAZIONE ATTESA



Fonte: BNS.

Informazioni sui Segnali congiunturali

Approccio

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

Ogni trimestre i delegati fanno visita a circa 240 aziende, 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 aziende 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.

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 aziende 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.

La risposta del franco svizzero al variare del tasso di politica monetaria della Banca nazionale

Fabian Fink, Lukas Frei, Christian Grisse, Thomas Maag, Tanja Zehnder ¹

Sintesi

Come reagisce il franco svizzero alle variazioni del tasso di politica monetaria della Banca nazionale svizzera (BNS)? La teoria economica suggerisce che un calo del tasso di politica monetaria determina un indebolimento del tasso di cambio. Tuttavia, non sempre tale effetto è rilevabile semplicemente osservando i movimenti del tasso di interesse e del tasso di cambio. Questi, infatti, non riflettono soltanto la politica monetaria, ma anche altri fattori quali i flussi di investimenti rifugio verso il franco. Isolare l'effetto della politica monetaria sul tasso di cambio richiede pertanto un'attenta analisi empirica. Il presente articolo illustra il meccanismo attraverso il quale una riduzione del tasso di politica monetaria porta a un deprezzamento del tasso di cambio, passa in rassegna l'evidenza empirica e riassume i risultati di due recenti studi condotti da economisti della BNS, da cui emerge che, effettivamente, il franco perde valore a seguito di un taglio del tasso di politica monetaria della BNS. La teoria e i risultati empirici indicano quindi che l'abbassamento del tasso di politica monetaria in territorio negativo ha indebolito il franco. Viceversa, un aumento di tale tasso determinerebbe un apprezzamento della moneta svizzera.

¹ Ringraziamo Andreas Fuster, Petra Gerlach, Carlos Lenz, Thomas Nitschka, Jonas Stulz e Mathias Zurlinden per i loro utili commenti.

1. INTRODUZIONE

Il tasso di cambio è una determinante importante per l'andamento economico e l'inflazione in Svizzera, e quindi anche per la politica monetaria della Banca nazionale, il cui mandato consiste nel garantire la stabilità dei prezzi tenendo conto dell'evoluzione congiunturale.

Infatti, per una piccola economia aperta come la Svizzera, il commercio internazionale è un pilastro fondamentale¹ e le variazioni del tasso di cambio incidono sulla competitività dei beni e servizi svizzeri nei mercati internazionali.

Un deprezzamento del franco rende più competitive le esportazioni elvetiche, stimolando non solo il commercio estero, ma tutti i settori dell'economia. Un'economia in espansione, a sua volta, esercita una pressione al rialzo sull'inflazione. Inoltre, poiché molti beni e servizi consumati in Svizzera sono importati e dato che il loro costo aumenta quando il franco perde valore, un deprezzamento è destinato anche a sospingere direttamente l'inflazione nel nostro Paese².

Le decisioni di politica monetaria della BNS agiscono sul tasso di cambio, come sottolinea regolarmente la BNS nei comunicati stampa. In occasione dell'esame trimestrale del dicembre 2019 della situazione economica e monetaria, ad esempio, ha dichiarato che i tassi di interesse negativi «contrastano l'attrattiva degli investimenti in franchi e quindi riducono la pressione al rialzo sulla moneta svizzera». Quando i tassi di interesse in Svizzera scendono, gli investitori liquidano le proprie posizioni in franchi in favore di altre valute, facendo deprezzare il franco.

Il presente articolo spiega l'effetto dei tassi di politica monetaria sui tassi di cambio e riassume l'evidenza empirica, la quale avvalorata la tesi secondo cui il franco si deprezza quando la BNS abbassa il proprio tasso di politica monetaria.

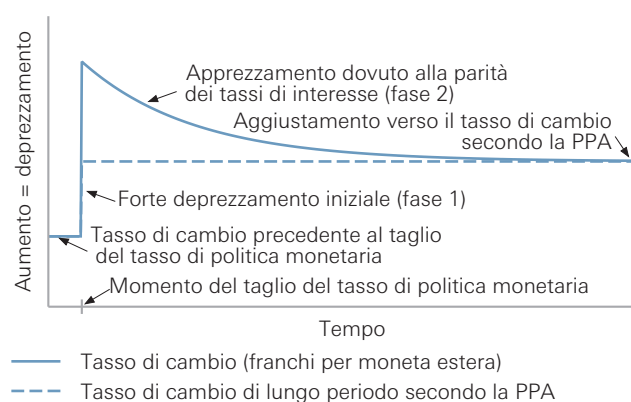
2. TEORIA

Due principi economici fondamentali spiegano la relazione tra il tasso di politica monetaria di una banca centrale e il tasso di cambio: la parità dei poteri di acquisto (PPA) e la parità dei tassi di interesse³. Per illustrare come il tasso di cambio risponde a un taglio del tasso di politica monetaria, la cosa più semplice è iniziare osservando l'effetto a lungo termine di tale riduzione, per poi soffermarsi sull'aggiustamento del tasso di cambio verso il suo nuovo livello di lungo periodo.

La PPA determina il tasso di cambio nel lungo periodo. Secondo tale principio, una data quantità di moneta dovrebbe poter acquistare la stessa quantità di beni sul mercato nazionale come all'estero. In altre parole, una volta convertito nella stessa moneta, il prezzo dei beni svizzeri ed esteri dovrebbe essere uguale⁴. Quando la BNS abbassa il proprio tasso di politica monetaria, questo allentamento monetario stimola l'attività economica in Svizzera, il che conduce infine a un aumento dei prezzi. La PPA esige che, a prezzi invariati all'estero, il franco si indebolisca nel lungo periodo (cfr. linea tratteggiata nel grafico 1). Ciò significa che si ricevono più franchi per unità di moneta estera e che si possono quindi pagare i prezzi più elevati in Svizzera.

Grafico 1

RISPOSTA DEL TASSO DI CAMBIO A UNA RIDUZIONE DEL TASSO DI POLITICA MONETARIA DA PARTE DELLA BANCA CENTRALE – RAPPRESENTAZIONE STILIZZATA



Fonte: BNS.

La teoria della parità dei tassi di interesse spiega in che modo il tasso di cambio si adegua alle variazioni del tasso di politica monetaria nel breve periodo. Secondo la teoria, gli investimenti in moneta nazionale e in moneta estera dovrebbero generare lo stesso rendimento atteso, motivo per cui gli investitori sarebbero indifferenti nella scelta tra l'una o l'altra moneta⁵. Dalla prospettiva di un investitore estero, il rendimento atteso di un investimento denominato

1 Nel 2018, ad esempio, il commercio svizzero (esportazioni più importazioni) è ammontato al 120% del PIL.

2 Per maggiori informazioni sull'effetto dei tassi di cambio sull'economia svizzera si rimanda ad esempio a Bäumle e Steiner (2015), Stulz (2007) e Bonadio, Fischer e Sauré (2018) presentano evidenza empirica sulla trasmissione delle variazioni del tasso di cambio ai prezzi svizzeri.

3 Approfondimenti sul meccanismo qui descritto si trovano in molti libri di testo di economia, ad esempio in Krugman, Obstfeld e Melitz (2018), capitoli 14-16.

4 Così la letteratura specializzata definisce la PPA «assoluta». In pratica, però, è difficile che questo principio si applichi, ad esempio perché a causa dei costi di transazione non è conveniente sfruttare le differenze di prezzo ovvero gli scostamenti dalla PPA. Secondo la più debole teoria della PPA «relativa», il prezzo dei beni nazionali in termini di beni esteri – il tasso di cambio reale – dovrebbe essere stazionario (anziché costantemente pari a 1, come richiesto dalla PPA assoluta). Sebbene vi siano in pratica scostamenti persistenti dalla PPA relativa nel breve periodo, essa sembra avere validità nel lungo periodo (cfr. ad es. Rogoff, 1996). In realtà, né la PPA assoluta né quella relativa sono necessarie per giungere alla conclusione che un taglio del tasso di politica monetaria indebolisce il tasso di cambio nominale nel lungo periodo. È sufficiente la condizione più debole che le variabili nominali (quali il tasso di politica monetaria della BNS) non influenzino le variabili reali (quali il tasso di cambio reale del franco) nel lungo periodo. Un allentamento della politica monetaria conduce a un aumento dell'inflazione e a un indebolimento del tasso di cambio nominale, compensando il differenziale di inflazione rispetto all'estero e lasciando invariato il tasso di cambio reale nel lungo periodo.

5 Nella letteratura specialistica, tale condizione è definita parità scoperta dei tassi di interesse («uncovered interest parity», UIP), cui si contrappone la parità coperta dei tassi di interesse, che non comporta alcun rischio di cambio. In pratica possono esservi scostamenti dalla UIP, come evidenziato dall'ampia letteratura empirica (cfr. Engel, 2014). Tali scostamenti non contraddicono tuttavia la tesi secondo cui una riduzione del tasso di politica monetaria indebolisce il tasso di cambio.

in franchi è uguale alla somma fra il tasso di interesse svizzero e l'apprezzamento del franco, mentre quello di un investimento nella propria moneta è pari al solo tasso di interesse. Per illustrare come funziona la parità dei tassi di interesse, supponiamo che il tasso di politica monetaria della BNS e quelli all'estero siano inizialmente uguali e che gli investitori si attendano quindi un franco stabile, conformemente a quanto previsto dalla parità dei tassi di interesse. Dopo un allentamento monetario da parte della BNS, il tasso di interesse in Svizzera si situa al di sotto di quello all'estero, cosicché gli investitori devono aspettarsi un apprezzamento del franco che li compensi per la flessione del tasso di interesse in Svizzera.

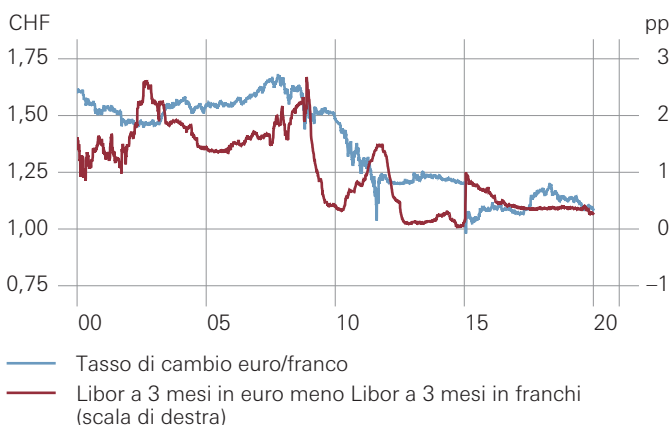
Insieme, la PPA e la parità dei tassi di interesse implicano che dopo un taglio del tasso di politica monetaria da parte della BNS il franco subisce una repentina perdita di valore (fase 1). Un immediato forte deprezzamento è necessario per risultare compatibile con l'apprezzamento nella fase 2 e un tasso di cambio più debole nel lungo periodo. Questo fenomeno è noto come iperreaazione o «overshooting» (cfr. grafico 1).

La teoria economica suggerisce quindi che il franco si deprezza sensibilmente dopo un abbassamento del tasso di politica monetaria della BNS e che nel lungo periodo si attesta a un livello inferiore a quello precedente il taglio. Occorre tenere presenti anche altre considerazioni teoriche. In primo luogo, gli effetti qui descritti non dipendono dal livello dei tassi di interesse. Un taglio dei tassi sotto lo zero indebolisce il franco proprio come una riduzione in un contesto di tassi positivi. Perciò per valutare gli effetti sul cambio di un taglio del tasso di politica monetaria in territorio negativo, è utile esaminare tali effetti nel periodo precedente alla crisi finanziaria globale, quando i tassi svizzeri si situavano ampiamente sopra lo zero.

Grafico 2

TASSO DI CAMBIO EURO/FRANCO E DIFFERENZIALE DI INTERESSE EURO/FRANCO (LIBOR A 3 MESI)

Dati giornalieri



Fonti: BNS e ICE Benchmark Administration.

In secondo luogo, gli effetti delle variazioni dei tassi di interesse nazionali e di quelli esteri sul tasso di cambio sono simmetrici. Nel caso di un aumento dei tassi di politica monetaria in un paese, il franco si deprezza nei confronti della moneta di tale paese allo stesso modo che nel caso di un taglio da parte della BNS. Se i tassi di interesse vengono ridotti contemporaneamente e in pari misura in Svizzera e all'estero, il tasso di cambio dovrebbe rimanere stabile. Ciò che conta ai fini del valore del franco è il differenziale fra i tassi di interesse svizzeri e quelli esteri. Ad esempio, dallo scoppio della crisi finanziaria globale a oggi, la BNS ha abbassato a più riprese il proprio tasso di politica monetaria, ma quelli della BCE sono scesi in misura ancora maggiore. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di politica monetaria della BCE e della BNS si è ristretto. Non sorprende quindi che, dall'inizio della crisi, il franco si sia apprezzato nei confronti dell'euro, nonostante le riduzioni del tasso di politica monetaria da parte della BNS.

In terzo luogo, il tasso di cambio reagisce non appena gli operatori di mercato iniziano ad attendersi un cambiamento del tasso di politica monetaria. Quando poi il tasso di interesse cambia effettivamente, la reazione potrebbe essere pressoché nulla. Per valutare la relazione tra tassi di interesse e tassi di cambio, più che ai tassi di politica monetaria delle banche centrali bisogna pertanto guardare ai tassi di mercato a più lunga scadenza. I tassi di mercato, come il Libor a tre mesi, riflettono la politica monetaria attuale e quella attesa dagli operatori. Supponiamo, ad esempio, che la BNS riduca il proprio tasso di politica monetaria e che tale decisione sorprenda i mercati. Dato che il taglio è inaspettato, anche i tassi di mercato scendono e il franco si deprezza. Al contrario, se la riduzione è attesa, i tassi di mercato cambiano nel momento in cui si forma l'aspettativa, ma non successivamente, quando la riduzione del tasso viene annunciata. Di conseguenza, le analisi empiriche si basano tipicamente sui tassi di mercato.

3. UN PRIMO SGUARDO AI DATI

I dati non sembrano indicare alcuna relazione evidente tra il tasso di cambio del franco e i differenziali di interesse. Il grafico 2 mostra l'evoluzione del cambio euro-franco – il prezzo di un euro in franchi – rispetto all'andamento del differenziale tra i tassi a breve termine (Libor a tre mesi) nell'area dell'euro e in Svizzera, utilizzando dati giornalieri a partire dal 2000⁶. Secondo la teoria, il franco dovrebbe deprezzarsi (movimento verso l'alto nel grafico) quando il tasso di interesse in Svizzera scende rispetto a quello dell'area dell'euro (anche in questo caso un movimento verso l'alto nel grafico). In media sul lungo periodo tale comovimento è visibile, tuttavia la relazione è debole e, sul

6 Incentriamo la nostra analisi sul Libor a tre mesi perché è stato il tasso di riferimento per la politica monetaria della BNS tra il 2000 e il 2019. Durante tale periodo la BNS ha provveduto a mantenere il Libor a tre mesi nella fascia obiettivo da essa fissata. All'interno di tale fascia il Libor poteva oscillare liberamente, riflettendo le variazioni delle aspettative circa il futuro andamento del tasso di politica monetaria. Il Libor a tre mesi esprime il costo dei prestiti a tre mesi non garantiti sul mercato interbancario.

breve periodo, il cambio euro-franco e il differenziale di interesse spesso non si sono mossi nella stessa direzione.

Come mai non vediamo l'effetto atteso delle variazioni del differenziale di interesse sul tasso di cambio? Perché i movimenti del tasso di interesse e del tasso di cambio non riflettono soltanto la politica monetaria, bensì anche l'impatto di altri fattori.

Di principio, a generare una variazione dei tassi di interesse e dei tassi di cambio possono essere notizie economiche di diversa natura. Ad esempio, la pubblicazione di dati che indicano una disoccupazione superiore a quella prevista dai mercati tende ad accompagnarsi a un calo dei tassi di interesse in Svizzera e a un indebolimento del franco. Il motivo risiede nel fatto che i mercati si attendono una politica monetaria più espansiva in risposta al quadro economico peggiore del previsto.

Quando invece il principale fattore alla base dei movimenti del tasso di cambio sono flussi di investimenti rifugio, tasso di cambio e differenziale di interesse si muovono in direzioni opposte. Tali flussi di capitale verso la Svizzera determinano un apprezzamento del franco, deprimendo l'attività economica e l'inflazione. Ciò può suscitare aspettative di un allentamento monetario da parte della BNS e comportare quindi una diminuzione dei tassi di interesse. Questo è un esempio di un calo dei tassi di interesse in Svizzera associato a un rafforzamento del franco.

In sintesi, a seconda dei fattori trainanti, il franco può sia apprezzarsi che deprezzarsi quando i tassi di interesse svizzeri calano. Un allentamento monetario indebolisce il franco, ma questo effetto può essere sovrastato da altre forze. Pertanto è difficile quantificare l'effetto delle variazioni del tasso di interesse sul tasso di cambio.

4. MISURARE L'EFFETTO DELLE VARIAZIONI DEL TASSO DI INTERESSE SUL TASSO DI CAMBIO

Studi empirici – tra cui due nuovi articoli sulla Svizzera – hanno stimato l'impatto delle variazioni del tasso di interesse sul tasso di cambio, impiegando metodi econometrici per isolare l'effetto dei tassi di interesse. La tabella 1 riporta una selezione di questi articoli⁷, i quali concordano nell'affermare che, in seguito a un calo del tasso di interesse, il valore della moneta diminuisce nel breve periodo, come previsto dalla teoria. Le ricerche sugli effetti a più lungo termine di un allentamento della politica monetaria evidenziano che nel lungo periodo la moneta rimane più debole rispetto al livello precedente al calo del tasso di politica monetaria. Queste conclusioni valgono sia per il franco che per le altre monete principali.

A prescindere da questi risultati qualitativi, gli articoli elencati nella tabella 1 giungono a conclusioni diverse quanto all'entità stimata della risposta del tasso di cambio

Tabella 1

Studi sul franco svizzero	Studi su altre monete
Cuche-Curti et al. (2009)	Bjørnland (2009)
Ferrari et al. (2017)	Eichenbaum e Evans (1995)
Fink et al. (2020)	Faust e Rogers (2003)
Grisse (2020)	Inoue e Rossi (2019)
Kugler (2020)	Kearns e Manners (2006)
Lenz e Savioz (2009)	Kim et al. (2017)
Rinaldo e Rossi (2010)	Rogers et al. (2018)
Rudolf e Zurlinden (2014)	Scholl e Uhlig (2008)

alle variazioni del tasso di interesse: il ventaglio va dall'1% circa al 25% per 1 punto percentuale (pp) di variazione. Tale divario riflette differenze nel periodo osservato, nella moneta considerata e nella metodologia.

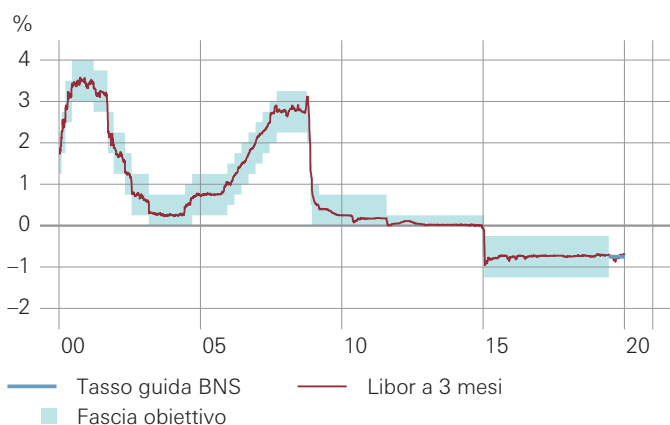
Ad avere rilevanza per i risultati è in particolare l'orizzonte temporale per cui è stimata la reazione del tasso di cambio: come illustrato al punto 2, la sua risposta a un taglio del tasso di politica monetaria è probabilmente molto diversa tra il breve e il lungo termine. Kearns e Manners (2006), per esempio, studiano i tassi di cambio del dollaro USA e sostengono che una riduzione inattesa di 1 pp del tasso di politica monetaria si accompagna a un deprezzamento dell'1,4% della moneta nella prima ora dopo l'annuncio. Analogamente, Rinaldo e Rossi (2010) si interessano all'effetto sul franco nei primi 20 minuti dopo l'annuncio della decisione di politica monetaria della BNS e affermano che il franco si deprezza dello 0,7% in risposta al calo di 1 pp del Libor a tre mesi in franchi⁸. Kugler (2020) sostiene che un calo di 1 pp del Libor a tre mesi in franchi determina un deprezzamento del franco rispetto all'euro e al dollaro USA pari al 4% nello stesso giorno. La maggior parte degli studi incentrati sull'impatto a lungo termine, come Eichenbaum e Evans (1995), Scholl e Uhlig (2008) nonché Kim et al. (2017) rileva che, in seguito a un allentamento della politica monetaria, la moneta si indebolisce non solo nel breve periodo, bensì in modo persistente, registrando la reazione massima soltanto dopo circa uno o due anni⁹. Lenz e Savioz (2009) sostengono che un calo di 1 pp del Libor a tre mesi in franchi determinato da una politica monetaria della BNS più espansiva comporta un indebolimento permanente del franco rispetto all'euro di oltre il 25%.

8 La stima riportata in Ferrari et al. (2017) relativa alla risposta del franco al tasso di interesse in Svizzera, anch'essa basata su dati infragiornalieri, è molto più elevata: il 25% di variazione del tasso di cambio per una variazione di 1 pp del tasso di interesse. Tuttavia, tale stima va interpretata con cautela, dato che fa riferimento al periodo in cui era in vigore il tasso di cambio minimo di 1.20 franchi per euro.

9 Non vi è consenso nella letteratura empirica circa il cosiddetto «delayed overshooting puzzle» del tasso di cambio. Per esempio, Bjørnland (2009), Rogers et al. (2018) come anche Inoue e Rossi (2019) sostengono che il valore della moneta diminuisca immediatamente allorché la banca centrale allenta la politica monetaria, per poi ricominciare ad aumentare generalmente poco dopo, ma rimanendo a lungo termine più debole rispetto al periodo precedente all'allentamento. Ciò è linea con l'aggiustamento del tasso di cambio previsto dalla teoria e mostrato nel grafico 1.

7 Gli articoli sono stati selezionati in modo da coprire diversi approcci empirici, frequenze di dati e coppie di valute.

FASCIA OBIETTIVO PER IL LIBOR A 3 MESI, TASSO GUIDA BNS E TASSI DEL MERCATO MONETARIO



Fonti: Bloomberg, BNS e SIX Swiss Exchange SA.

Due ricerche recenti di economisti della BNS, Fink et al. (2020) e Grisse (2020), confermano questa tesi impiegando dati sul Libor a tre mesi in franchi e sul tasso di cambio del franco tra gennaio 2000 e agosto 2011. Come mostra il grafico 3, il periodo considerato ha compreso due interi cicli del tasso di politica monetaria della BNS, fornendo la variazione di tasso necessaria per stimarne l'effetto sul franco¹⁰.

Gli studi non impiegano dati più recenti, in quanto tra settembre 2011 e gennaio 2015 era in vigore il tasso di cambio minimo di 1.20 franchi per euro. La BNS si è dichiarata disposta a difendere il cambio minimo, se necessario con interventi illimitati sul mercato valutario. Da quando il tasso di cambio minimo è stato abolito all'inizio del 2015, la BNS ha sottolineato regolarmente la sua disponibilità a rimanere attiva sul mercato dei cambi. Gli interventi effettivi e attesi rendono difficile interpretare la relazione fra i movimenti del franco e le variazioni del differenziale di interesse per l'intero periodo dal 2000 a oggi¹¹. Inoltre, dal settembre 2011 la BNS ha effettivamente proceduto a un cambiamento del tasso di politica monetaria una volta sola, contro i 26 ritocchi tra gennaio 2000 e agosto 2011¹².

10 Nella strategia di politica monetaria della BNS, la fascia obiettivo per il Libor a tre mesi in franchi è stata sostituita dal tasso guida BNS nel giugno 2019. Tale cambiamento non influisce sulle conclusioni illustrate circa la risposta del franco a una variazione del tasso di interesse della BNS.

11 La BNS è intervenuta sul mercato dei cambi anche nel 2009 e nel 2010. Tuttavia, ciò non influisce sull'analisi in Fink et al. (2020) in quanto gli autori indagano l'effetto dei tassi di interesse sul franco nei giorni intorno all'esame della situazione economica e monetaria della BNS. L'analisi in Grisse (2020) mantiene la sua validità se si utilizza un periodo più breve, fino al 2007.

12 La BNS ha annunciato l'introduzione di un tasso di interesse negativo pari a -0,25% il 18 dicembre 2014, con effetto al 22 gennaio 2015. Il tasso di interesse è stato poi ulteriormente abbassato il 15 gennaio 2015 a -0,75% (nuovamente con effetto al 22 gennaio 2015).

Fink et al. (2020) concentrano l'analisi sui giorni intorno all'esame della situazione economica e monetaria della BNS. Il loro approccio ipotizza che in tale periodo le notizie relative alla politica monetaria siano più importanti che in altri. Ciò permette di stimare gli effetti causali delle variazioni del tasso di politica monetaria sul franco utilizzando dati giornalieri. I ricercatori affermano che il franco si deprezza rispetto all'euro e al dollaro USA in risposta a un calo del Libor a tre mesi in franchi. Una riduzione di 1 pp comporta un deprezzamento del franco pari a circa il 2% nello stesso giorno¹³.

Grise (2020) esamina dati settimanali relativi a franco, tassi di interesse e prezzi azionari sull'intero periodo considerato (2000-2011). Impiegando ipotesi plausibili sul comovimento fra prezzi azionari e tassi di interesse, è possibile distinguere l'influsso della politica monetaria da quello di altri fattori e stimare il suo impatto sul tasso di cambio¹⁴. Grisse afferma che dopo una diminuzione del Libor a tre mesi in franchi, il franco si deprezza immediatamente e permane più debole rispetto al suo livello precedente alla variazione del tasso di interesse. Lo studio stima che un calo di 1 pp del Libor a tre mesi in franchi determini un deprezzamento del franco pari circa al 4% rispetto all'euro e al 3% rispetto al dollaro USA nella prima settimana. A lungo termine il franco rimane più debole nei confronti di entrambe le monete.

5. IMPLICAZIONI PER LA POLITICA MONETARIA

Dato che in seguito allo scoppio della crisi finanziaria globale diverse banche centrali hanno abbassato il loro tasso di politica monetaria in misura superiore alla BNS, il tradizionale differenziale di interesse con il franco si è assottigliato. Storicamente il livello dei tassi di interesse in Svizzera è stato perlopiù inferiore a quello dei tassi all'estero. Ciò è dovuto in parte alla minore inflazione nel nostro Paese, ma anche al fatto che gli investitori considerano il franco una moneta rifugio, in particolare nei periodi caratterizzati da elevata incertezza. La decisione della BNS di introdurre un tasso di interesse negativo ha contribuito a ristabilire, almeno in parte, il differenziale storico con le altre valute e quindi a ridurre l'attrattività degli investimenti in franchi.

13 Molti studi empirici suggeriscono che la massima risposta del tasso di cambio a una variazione del tasso di interesse avviene con un differimento temporale.

14 Per esempio, un inasprimento monetario, o l'aspettativa da parte dei mercati di un inasprimento monetario, comporta un aumento dei tassi di interesse e una contrazione dei prezzi azionari. Per contro, sebbene annunci negativi sull'andamento economico inducano anch'essi una contrazione delle quotazioni azionarie, essi determinano tuttavia anche una diminuzione dei tassi di interesse, trainata dalle aspettative di mercato circa un allentamento della politica monetaria da parte della banca centrale in considerazione della fase di rallentamento economico.

L'analisi proposta in questo articolo mostra che le diminuzioni del tasso di politica monetaria della BNS indeboliscono il franco. Secondo la teoria economica, questo meccanismo continua a operare anche quando i tassi vengono abbassati in territorio negativo. Inoltre, è stato osservato che l'impatto della politica monetaria sul tasso di cambio è persino aumentato negli ultimi anni a livello globale (Ferrari et al., 2017)¹⁵. Di conseguenza, una variazione del tasso di politica monetaria oggi avrebbe probabilmente un impatto sul tasso di cambio almeno altrettanto forte a quello degli anni precedenti. Studi empirici mostrano anche che l'effetto delle variazioni del tasso di politica monetaria sul tasso di cambio è tanto più significativo quanto maggiore è la sorpresa per i mercati¹⁶.

15 Ferrari et al. (2017) sostengono che il limite inferiore effettivo dei tassi di interesse nominali è divenuto sempre più vincolante in seguito al loro calo a livello globale, cosicché il tasso di cambio copre una parte maggiore dell'aggiustamento alle variazioni del tasso di politica monetaria.

16 Cfr. per esempio Ferrari et al. (2017), Kearns e Manners (2006) e Ranaldo e Rossi (2010).

Riferimenti

- Bäurle, Gregor e Elizabeth Steiner (2015), «How do individual sectors respond to macroeconomic shocks? A structural dynamic factor approach applied to Swiss data», *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 151(3), pagg. 167-225.
- Bjørnland, Hilde C. (2009), «Monetary policy and exchange rate overshooting: Dornbusch was right after all», *Journal of International Economics*, 79(1), pagg. 64-77.
- Bonadio, Barthélémy, Andreas M. Fischer e Philip Sauré (2018), *The speed of exchange rate pass-through*, SNB Working Papers, 2018-05.
- Cuče-Curti, Nicolas A., Harris Dellas e Jean-Marc Natal (2009), «DSGE-CH: A dynamic stochastic general equilibrium model for Switzerland», *SNB Economic Study*, n. 5, 2009.
- Eichenbaum, Martin e Charles L. Evans (1995), «Some empirical evidence on the effects of shocks to monetary policy on exchange rates», *Quarterly Journal of Economics*, 110(4), pagg. 975-1009.
- Engel, Charles (2014), «Exchange rates and interest parity», *Handbook of International Economics*, volume 4, pagg. 453-522.
- Faust, Jon e John H. Rogers (2003), «Monetary policy's role in exchange rate behaviour», *Journal of Monetary Economics*, 50(7), pagg. 1403-1424.
- Ferrari, Massimo, Jonathan Kearns e Andreas Schrimpf (2017), *Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates*, BIS Working Papers, n. 626.
- Fink, Fabian, Lukas Frei, Thomas Maag e Tanja Zehnder (2020), *The impact of SNB monetary policy on the Swiss franc and longer-term interest rates*, SNB Working Papers, 2020-01.
- Grise, Christian (2020), *The effect of monetary policy on the Swiss franc: an SVAR approach*, SNB Working Papers, 2020-02.
- Inoue, Atsushi e Barbara Rossi (2019), «The effects of conventional and unconventional monetary policy on exchange rates», *Journal of International Economics*, 118(C), pagg. 419-447.
- Kearns, Jonathan e Phil Manners (2006), «The impact of monetary policy on the exchange rate: a study using intraday data», *International Journal of Central Banking*, 2(4), pagg. 157-183.
- Kim, Seong-Hoon, Seongman Moon e Carlos Velasco (2017), «Delayed overshooting: Is it an '80s puzzle?», *Journal of Political Economy*, 125(5), pagg. 1570-1598.
- Krugman, Paul R., Maurice Obstfeld e Marc J. Melitz (2018), *International Economics: Theory and Policy*, 11ª edizione, Pearson.
- Kugler, Peter (2020), *The short-run impact of interest rates on exchange rates: results for the Swiss franc against the euro and US dollar from daily data 2001–2011*, Working Papers 2020/01, Faculty of Business and Economics – University of Basel.
- Lenz, Carlos e Marcel R. Savioz (2009), *Monetary determinants of the Swiss franc*, SNB Working Papers, 2009-16.
- Ranaldo, Angelo e Enzo Rossi (2010), «The reaction of asset markets to Swiss National Bank communication», *Journal of International Money and Finance*, 29(3), pagg. 486-503.
- Rogers, John H., Chiara Scotti e Jonathan H. Wright (2018), «Unconventional monetary policy and international risk premia», *Journal of Money, Credit and Banking*, 50(8), pagg. 1827-1850.
- Rogoff, Kenneth (1996), «The purchasing power parity puzzle», *Journal of Economic Literature*, 34(2), pagg. 647-668.
- Rudolf, Barbara e Mathias Zurlinden (2014), «A compact open economy DSGE model for Switzerland», *SNB Economic Study*, 2014-08.
- Scholl, Almuth e Harald Uhlig (2008), «New evidence on the puzzles: results from agnostic identification on monetary policy and exchange rates», *Journal of International Economics*, 76(1), pagg. 1-13.
- Stulz, Jonas (2007), «Exchange rate pass-through in Switzerland: Evidence from vector autoregressions», *SNB Economic Study*, 2007-04.

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.

Marzo 2020

In occasione dell'esame trimestrale del 19 marzo 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 $-0,75\%$. Tuttavia, essa innalza il fattore franchigia da 25 a 30, aumentando così per il sistema bancario la soglia di esenzione dall'interesse negativo. In tal modo la BNS rafforza le banche affinché possano espletare la loro funzione economica fondamentale. Essa procede parallelamente a interventi più massicci sul mercato dei cambi. La valutazione del franco è nuovamente aumentata e i mercati finanziari internazionali sono sotto forte pressione. Il tasso di interesse negativo e i suddetti interventi sono necessari per ridurre l'attrattività degli investimenti in franchi e contrastare così la tendenza all'apprezzamento. In tal modo la BNS stabilizza l'evoluzione dei prezzi e sostiene l'attività economica.

Dicembre 2019

In occasione dell'esame trimestrale del 12 dicembre 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 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 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 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.

Giugno 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.

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 detenuti presso la BNS corrisponde attualmente al tasso guida BNS e rimane immutato 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.

Marzo 2019

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.

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.

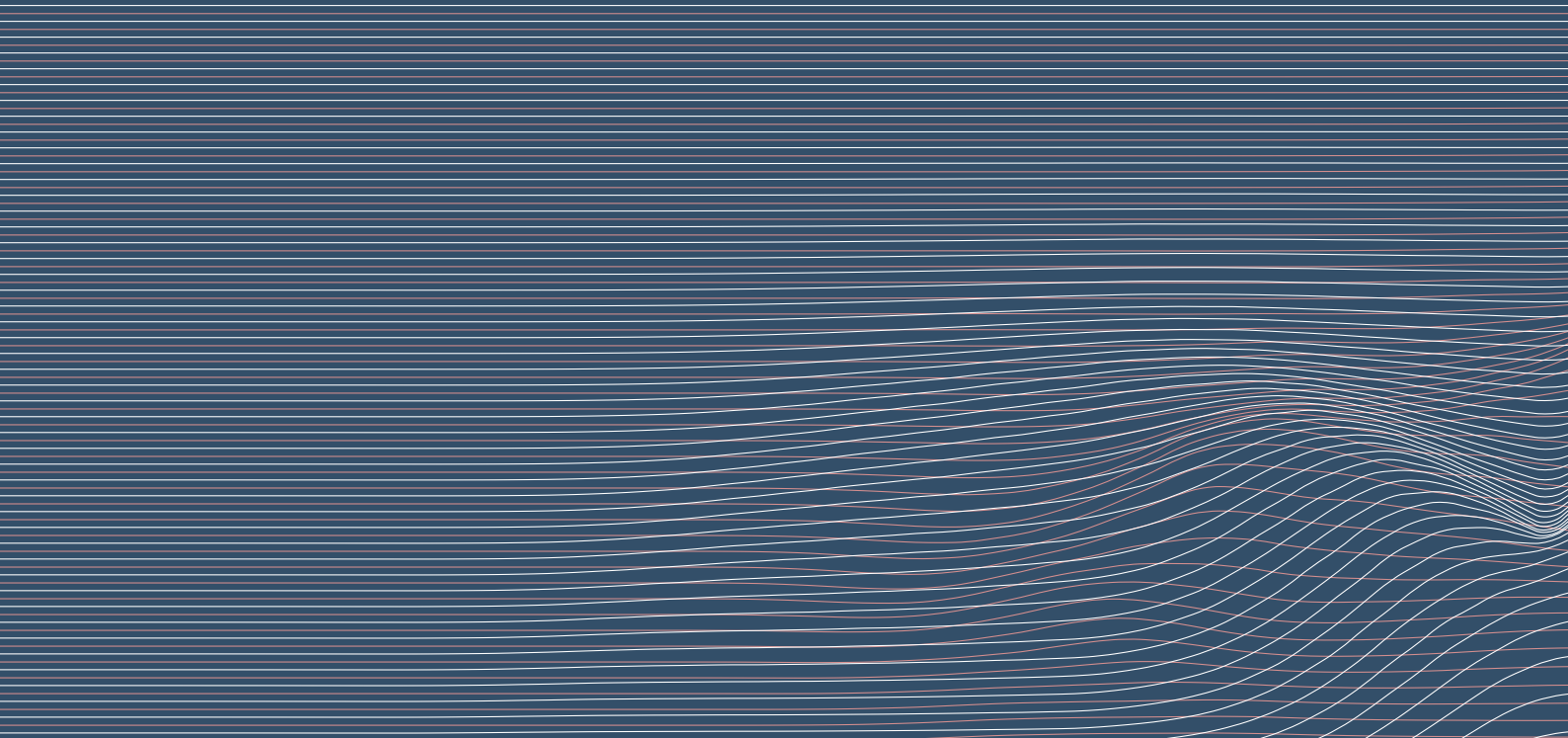
Le informazioni e i dati d'ordine generale che la BNS pubblica senza la riserva del copyright possono essere utilizzati anche senza indicazione della fonte.

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 2020



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

