



L'ECONOMIA ELVETICA: MAI COSÌ DINAMICA DOPO LA CRISI DEL 2008

I SEGNALI CONGIUNTURALI CAPTATI, ANALIZZATI E INTERPRETATI DALLA BNS

Fabio Bossi

Banca nazionale svizzera (BNS)

Qual è la situazione congiunturale del nostro paese 10 anni dopo la crisi finanziaria internazionale più grave del dopoguerra? Qual è stata la reazione dell'economia elvetica alla crisi? Quale ruolo ha giocato la politica monetaria adottata dalla Banca nazionale svizzera? Quali segnali riportano gli imprenditori che trimestralmente dialogano con i Delegati regionali della Banca nazionale? Come vedono il prossimo futuro? Quali sono le principali sfide che dovranno ancora affrontare? A un decennio dalla crisi finanziaria del 2008, il presente contributo intende contestualizzare l'andamento congiunturale attuale, valorizzando i dati e le varie metodologie di analisi utilizzate dalla Banca nazionale svizzera (BNS) e, in particolare, il frutto del lavoro svolto sul terreno dai suoi otto Delegati regionali.

Introduzione

La Banca nazionale segue con attenzione l'evoluzione economica del Paese e lo fa sia attraverso il ricorso a vari strumenti e modelli d'analisi, sia avvalendosi di dati provenienti da più fonti indipendenti e complementari.

Tra le fonti di cui si serve la BNS vi sono le informazioni qualitative raccolte dai suoi Delegati alle relazioni regionali durante numerosi incontri con gli imprenditori. 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, che dal giugno 2017 appare nei Bollettini trimestrali¹ della BNS [Riquadro 1].

Questi segnali provenienti trimestralmente dagli imprenditori costituiscono un prezioso complemento d'analisi e un aiuto alle decisioni della Direzione generale, responsabile della condotta della politica monetaria e valutaria del nostro paese. Qui di seguito ce ne avvarremo, in modo complementare a dati provenienti da altre fonti, per inquadrare al meglio la situazione congiunturale attuale in un contesto ancora segnato dalla storia recente.

L'impatto della crisi finanziaria sull'andamento economico internazionale

Sono ormai passati 10 anni da quando il fallimento della banca d'investimento Lehman Brothers ha rivelato l'insostenibilità degli squilibri accumulatisi sul mercato immobiliare statunitense, dando il via alla più grave crisi economica e finanziaria del dopoguerra. Successivamente si è assistito a un profondo disfunzionamento del sistema bancario e creditizio a livello internazionale, che ha ben presto trascinato in gravi difficoltà gli Stati europei eccessivamente indebitati. Le principali banche centrali hanno quindi iniettato abbondante liquidità nei mercati finanziari, al fine di circoscrivere i danni al sistema bancario e di favorire un abbassamento dei tassi d'interesse. Queste misure hanno evitato l'avvio di una spirale deflazionistica e un collasso del sistema finanziario internazionale, ma non una pesante recessione delle principali economie.

I valori trimestrali indicizzati del PIL permettono di comparare l'evoluzione successiva alla crisi con la situazione antecedente allo choc [F. 1]. Dalla loro osservazione emerge il generale calo del livello del PIL nei primi mesi del 2009. Esso è stato di circa 4 punti percentuali (p.p.) negli Stati Uniti, di oltre 5 p.p. nell'area dell'euro e di ben 8,5 p.p. in Giappone. Rispetto a queste economie, il calo registrato in Svizzera è stato più contenuto e di poco inferiore ai 2 p.p..

¹ Scaricabili dal sito <https://www.snb.ch/it/>, cliccando su "Bollettino trimestrale" alla rubrica Pubblicazioni.

Riquadro 1 – L’approccio

I delegati della BNS svolgono con cadenza trimestrale colloqui con dirigenti di imprese di tutta la Svizzera. Nei Segnali congiunturali² pubblicati nei Bollettini trimestrali sono riassunti i risultati principali di questi incontri.

Ogni trimestre i delegati fanno visita a circa 240 imprese, scelte in base alla struttura settoriale dell’economia svizzera secondo il prodotto interno lordo (PIL) e l’occupazione. I comparti che presentano oscillazioni congiunturali più ampie sono leggermente sovrarappresentati. Non sono invece considerati il settore pubblico e l’agricoltura. Le imprese visitate variano da un trimestre all’altro. Durante gli incontri i delegati della BNS raccolgono principalmente informazioni qualitative. Tuttavia, i colloqui sono strutturati in modo da consentire ai delegati di classificare anche su una scala numerica una parte delle informazioni qualitative ricevute. Ciò consente l’aggregazione dei risultati e la loro rappresentazione grafica.

A tale scopo viene utilizzata una scala a cinque valori che corrispondono sostanzialmente a:

- “nettamente superiore / in netto aumento” o “nettamente eccessivo” (valore +2),
- “leggermente superiore / in leggero aumento” o “leggermente eccessivo” (valore +1),
- “invariato” o “normale” (valore 0), “leggermente inferiore / in leggero calo” o
- “leggermente insufficiente” (valore – 1), “nettamente inferiore / in netto calo” o
- “nettamente insufficiente” (valore – 2)

Interpretazione dei grafici

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

Un altro aspetto che ha caratterizzato l’andamento economico dei vari paesi è il tempo impiegato per ritrovare il livello di PIL pre-crisi. Infatti, mentre in Svizzera ciò è avvenuto a inizio 2010 e negli USA a metà 2011, nell’area dell’euro è stato necessario attendere sino all’inizio del 2015. Inoltre, all’interno del sistema economico europeo il dinamismo degli Stati membri è stato eterogeneo: la Germania ha recuperato il suo livello pre-crisi a inizio 2011, la Spagna soltanto a inizio 2017, mentre l’Italia a inizio 2018 non produceva ancora quanto riusciva a produrre poco prima del 2008.

Le ripercussioni della crisi finanziaria di 10 anni fa sono quindi ancora ravvisabili sia in termini di eterogeneità dell’andamento economico tra i vari paesi, sia in termini di una perdita di PIL pro-capite all’interno di ciascun paese per rapporto al livello che sarebbe stato raggiunto in assenza della crisi.

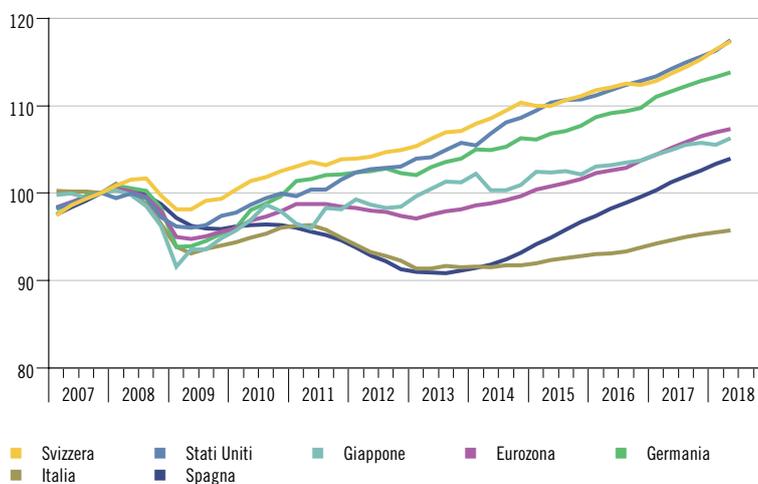
Le banche centrali sono ancora alle prese con le conseguenze della crisi finanziaria

Per ridare stabilità al sistema finanziario e bancario internazionale, le principali banche centrali hanno dovuto fare i conti con la necessità di evitare una recessione prolungata e il rischio di deflazione, in un contesto caratterizzato da tassi d’interesse ormai giunti in prossimità del valore 0 (“zero lower bound”).

Subito dopo lo scoppio della crisi finanziaria l’inflazione dei prezzi al consumo delle maggiori economie era infatti scesa in territorio negativo [F. 2]. Questa situazione era un chiaro riflesso del

F. 1

Indice del PIL reale (IV trimestre 2007 = 100), per trimestre, dal 2007



Fonte: Segreteria di Stato dell’economia (SECO), Thomson Reuters Datastream

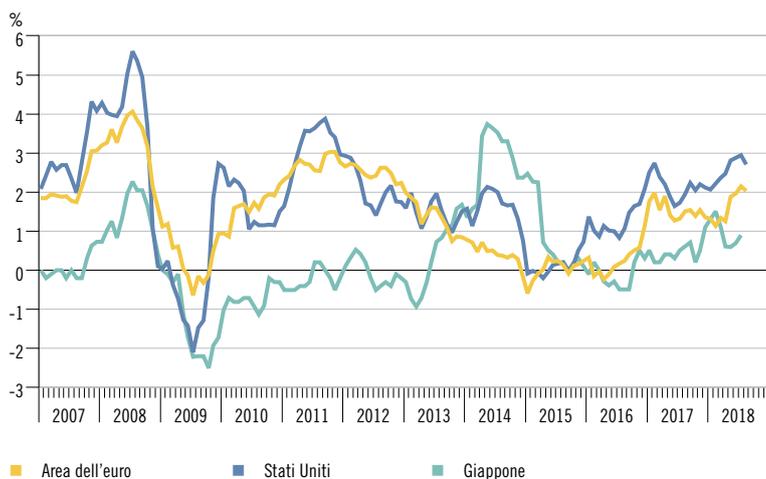
forte ripiegamento della domanda. Per uscirne occorreva ridare fiducia ai consumatori e agli investitori, spaventati da prospettive incerte e rischi derivanti da problemi strutturali ancora più gravi: il possibile default di alcuni paesi europei (Grecia in primis), accompagnato dal timore di una crisi sistemica dell’area dell’euro.

Grazie a una serie di azioni di salvataggio congiunte da parte dell’Unione europea e del Fondo monetario internazionale, il debito pubblico greco è stato ristrutturato. Parallelamente è stato dato avvio a una politica di austerità (orientata alla riduzione delle spese pubbliche e all’aumento delle entrate fiscali) che ha però ridotto

² Maggiori dettagli sui Segnali congiunturali sono disponibili sul sito www.snb.ch, alla rubrica La BNS/Relazioni economiche regionali.

F.2

Inflazione dei prezzi al consumo (variazione dei prezzi al consumo rispetto all'anno precedente, in %), per mese, dal 2007



Fonte: Fondo monetario internazionale (FMI), Thomson Reuters Datastream



gli stimoli alla crescita dell'economia reale. La Banca centrale europea (BCE) ha quindi ripreso un cammino di riduzione dei tassi d'interesse, che nel corso del 2011 erano risaliti all'1,5% [F.3]. Negli Stati Uniti la Federal Reserve (Fed) era invece alle prese con allentamenti quantitativi³ già dal 2008. Lo stesso percorso l'aveva iniziato anche il Giappone, che nella primavera 2013 decise d'intensificare le misure di politica monetaria, fiscale e strutturali volte a far uscire il paese da una ormai decennale tendenza deflazionistica.

A distanza di anni dall'inizio della crisi, le politiche monetarie espansive mostrano i loro effetti. Gli effetti più netti sono osservabili negli Stati Uniti, dove l'economia ha vissuto una netta

ripresa. Anche l'inflazione ha raggiunto l'obiettivo indicato dalla Fed⁴. In questo contesto, la banca centrale americana prevede pertanto di portare avanti il processo di normalizzazione della propria politica monetaria, iniziato a fine 2015. Nell'area dell'euro, per contro, l'inflazione rimane al di sotto del livello auspicato dalla BCE. Di conseguenza la BCE intende continuare il programma di acquisto di titoli fino a dicembre 2018 e lasciare i tassi di interesse di riferimento su livelli pari a quelli attuali almeno fino all'estate del 2019. Anche in Giappone la politica monetaria mantiene il suo orientamento risolutamente espansivo, data l'inflazione ancora modesta.

³ Massicci acquisti di titoli volti a ridurre i tassi di interesse sul mercato dei capitali ed accrescere così la propensione al consumo e all'investimento.

⁴ Il deflatore dei consumi, preferito dalla Fed come misura dei prezzi, ad aprile ha raggiunto l'obiettivo della banca centrale pari al 2,0% e anche il deflatore di fondo si è collocato in prossimità di tale valore.



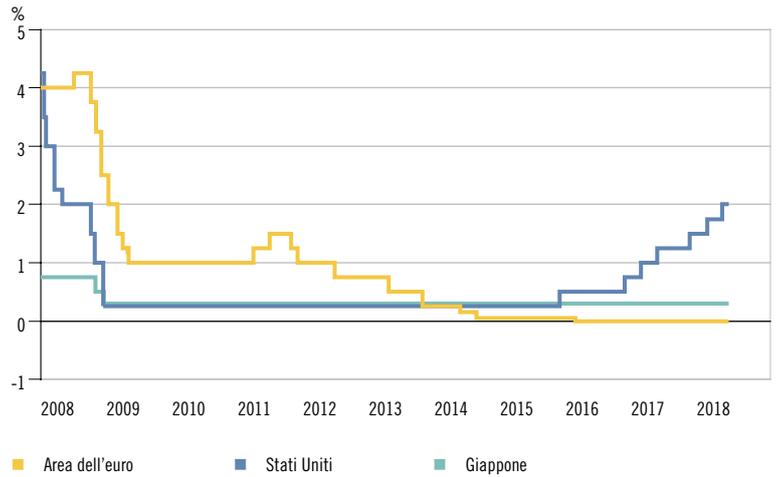
Contraccolpo della crisi risentito anche dall'economia elvetica

Come abbiamo già avuto modo di commentare più sopra, l'economia elvetica è riuscita a ritrovare in poco tempo il livello di PIL precedente allo scoppio della crisi finanziaria del 2008. Tuttavia, anche la Svizzera ha conosciuto una significativa contrazione del PIL a fine 2008 [F. 4].

Allo stesso tempo si è assistito a un aumento del tasso di disoccupazione, che nel giro di 12 mesi è passato dal 2,5% al 4,1% secondo la definizione SECO⁵, e da 3,9% a 5,1%, secondo la definizione dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO)⁶. Tassi di disoccupazione così elevati non si registravano dal 2005 e dalla metà degli anni '90, quando la nostra economia era alle prese con le conseguenze di una severa crisi immobiliare interna [F. 5].

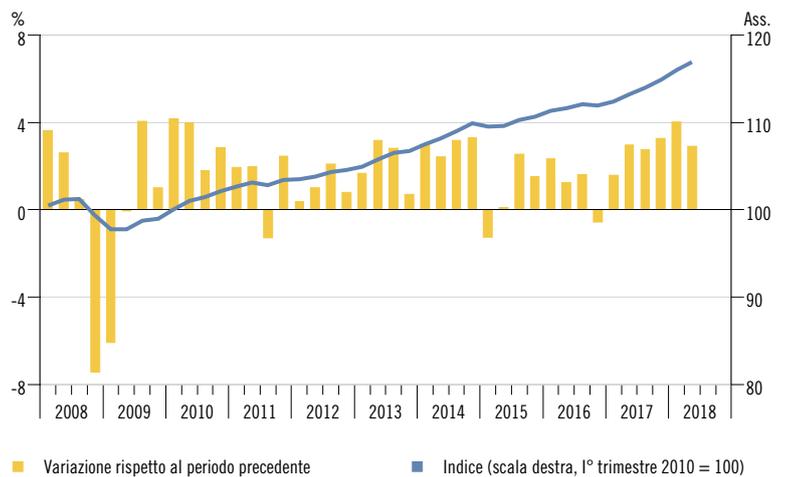
Durante la crisi la Svizzera ha ripetutamente subito una doppia influenza negativa. Infatti, agli effetti della contrazione dell'attività economica internazionale si sono aggiunti ripetute ondate di apprezzamento del franco, preso di mira da investitori in fuga dai rischi presenti sui mercati a livello internazionale.

F. 3
Tassi d'interesse ufficiali (in %), per mese, dal 2008



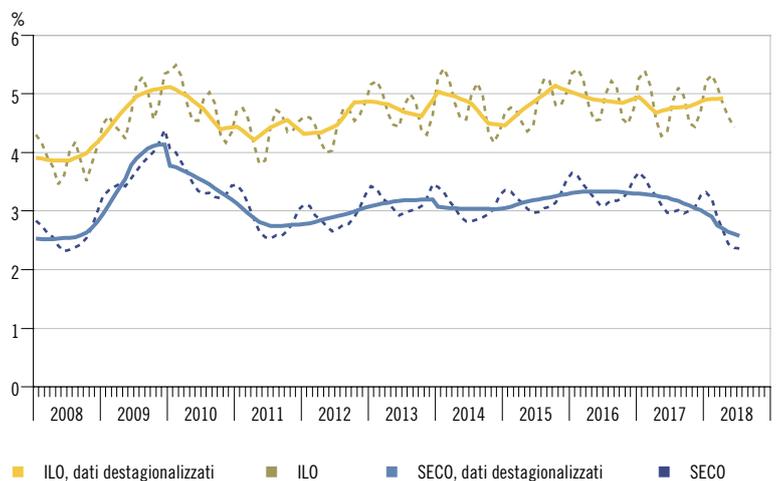
Fonte: Thomson Reuters Datastream

F. 4
Prodotto interno lordo (PIL), variazione rispetto al trimestre precedente (in %) e indice (1° trimestre 2010 = 100), per trimestre, dal 2008



Fonte: Segreteria di Stato dell'economia (SECO)

F. 5
Tasso di disoccupazione (in %), secondo la definizione, in Svizzera, per mese, dal 2008



Fonte: Segreteria di Stato dell'economia (SECO), Ufficio federale di statistica (UST)



foto T. Press / Alessandro Crimari

Il rafforzamento del franco svizzero e gli interventi della BNS

L'apice dell'apprezzamento del franco si è registrato nell'estate 2011 [F. 6]. In quel periodo la crisi del debito si era infatti aggravata in Europa. L'eccezionale rialzo della valuta elvetica costituiva una grande sfida per le imprese svizzere confrontate con la concorrenza internazionale. L'economia svizzera era gravemente minacciata e considerato il crescente rischio di deflazione, era in gioco anche la stabilità dei prezzi.

Al fine di adempiere al suo mandato la Banca nazionale ha quindi dovuto agire. In un primo tempo ha ulteriormente abbassato i tassi d'interesse e aumentato in modo considerevole la base monetaria. Nonostante tali misure, la pressione al rialzo sul franco non è cessata. Per questa ragione il 6 settembre 2011 la Banca nazionale ha deciso di fissare un cambio minimo di 1,20 franchi per euro e annunciato che avrebbe difeso questo cambio minimo con tutta la determinazione necessaria. Grazie a questa misura eccezionale e temporanea l'apprezzamento del franco è stata contenuta.

Il 15 gennaio 2015 la Banca nazionale ha poi abolito il cambio minimo. Ciò perché il contesto era molto cambiato rispetto al 2011. La Banca

F. 6
Tasso di cambio EUR/CHF, per giorno, dal 2008



Fonte: Banca nazionale svizzera (BNS)

centrale europea aveva appena lanciato un nuovo programma di allentamento massiccio della sua politica monetaria. Per difendere il cambio minimo, la Banca nazionale avrebbe dovuto effettuare interventi sempre più importanti sul mercato valutario, senza che tuttavia sussistesse la possibilità di stabilizzare in modo duraturo la situazione del cambio.

⁵ SECO: disoccupati registrati presso gli uffici regionali di collocamento, come quota delle persone attive secondo i censimenti.

⁶ ILO: tasso di disoccupazione secondo la definizione dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro.

Contemporaneamente alla soppressione del cambio minimo, la Banca nazionale ha abbassato il tasso d'interesse sugli averi a vista detenuti presso la BNS in zona negativa, a $-0,75\%$. Questa misura, ripercuotendosi sui vari tassi d'interesse in Svizzera [F. 7], ha reso meno interessanti gli investimenti in franchi e ha attenuato gli effetti dell'abolizione del cambio minimo. La Banca nazionale ha inoltre dichiarato che avrebbe tenuto conto anche in futuro della situazione sul mercato dei cambi e che, all'occorrenza, avrebbe continuato a intervenire sul mercato valutario.

L'abbandono del cambio fisso ha inizialmente generato sconforto negli imprenditori e anche una serie di critiche all'indirizzo della BNS. Con il passare del tempo e l'evolvere della situazione, la decisione della BNS ha trovato una comprensione e un sostegno crescente anche fra gli imprenditori. Quanto all'impatto sull'andamento degli affari, esso è risultato diversificato a livello settoriale. La percentuale più elevata di imprese toccate negativamente dall'apprezzamento del franco è stata riscontrata nell'industria manifatturiera, seguita dal settore dei servizi e da quello delle costruzioni⁷.

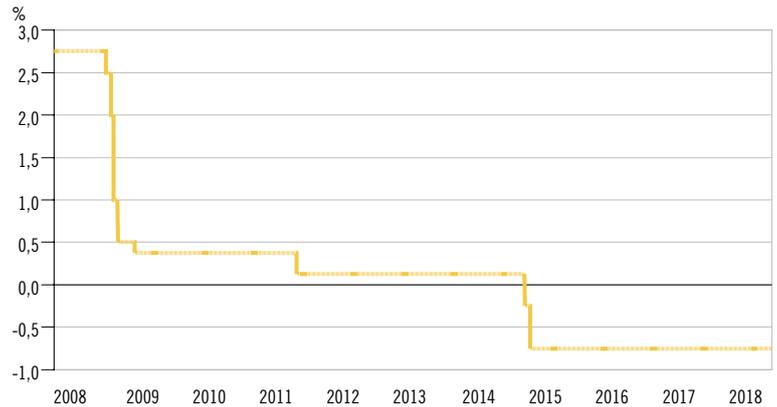
L'economia nazionale esce dalla crisi a testa alta

Grazie alle visite aziendali svolte dai Delegati, è stato possibile osservare che il rafforzamento del franco svizzero, susseguente all'abbandono del cambio fisso, ha causato una riduzione dei fatturati reali [F. 8]⁸ e dei margini di guadagno⁹. Un'evoluzione analoga a quella emersa nell'estate del 2011, quando la crisi dei debiti sovrani in Europa aveva toccato il suo apice.

Le difficoltà di adattamento alla nuova realtà valutaria nei mesi che hanno seguito l'abbandono del cambio fisso, accentuate da uno scarso dinamismo del commercio internazionale, hanno inizialmente reso difficile un rilancio dell'attività economica. I segnali captati dalla BNS presso le aziende visitate dai Delegati sono poi viepiù migliorati in tutti i comparti dell'economia, a partire da metà 2016¹⁰.

F. 7

Tasso d'interesse di riferimento (Libor a 3 mesi), per mese, dal 2008



Fonte: Banca nazionale svizzera (BNS)

F. 8

Fatturati reali, variazione rispetto al trimestre precedente (in %), in Svizzera, per trimestre, dal 2011



Fonte: Banca nazionale svizzera (BNS)

F. 9

Grado di utilizzo delle capacità tecnico-produttive, in Svizzera, per trimestre, dal 2011



Fonte: Banca nazionale svizzera (BNS)

In termini di margini di guadagno il miglioramento è stato inizialmente il frutto delle misure adottate dalle imprese per accrescere l'efficienza. Tuttavia, tra i vari comparti e fra le imprese, la situazione dei margini ha continuato a presentare per un certo tempo un'eterogeneità



foto T1 Press / Gabriele Putzu

piuttosto elevata derivante da diversi fattori. In primo luogo, taluni mercati risentivano ancora di una domanda modesta dovuta a fattori ciclici. In secondo luogo, non tutte le aziende hanno potuto adottare in tempi brevi misure efficaci per contrastare l'effetto della forza del franco.

Dall'estate 2017 la situazione dei margini di guadagno è poi migliorata sensibilmente, grazie in particolare all'aumento dei volumi fatturati, all'indebolimento del franco e alla possibilità di procedere qua e là ad aumenti di prezzo, ritornando nell'insieme ai livelli precedenti all'abolizione del cambio minimo con l'euro.

La ripresa dell'attività economica si riflette non solo nel miglioramento dei margini di profitto delle aziende, ma anche in una normalizzazione del grado di utilizzo delle loro capacità produttive [F. 9].

Nel corso di quest'anno l'economia svizzera ha proseguito il suo cammino di ripresa. La crescita del PIL è stata di nuovo superiore al potenziale stimato. Essa è stata trainata dal lato della produzione tanto dal settore dei servizi quanto da quello manifatturiero. Rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, l'incremento dei fatturati reali è pronunciato.

⁷ Inchieste condotte dai Delegati della BNS nel secondo e terzo trimestre 2015: https://www.snb.ch/it/about/snb/regional/id/regional_pub.

⁸ Depurati delle variazioni dei prezzi di vendita.

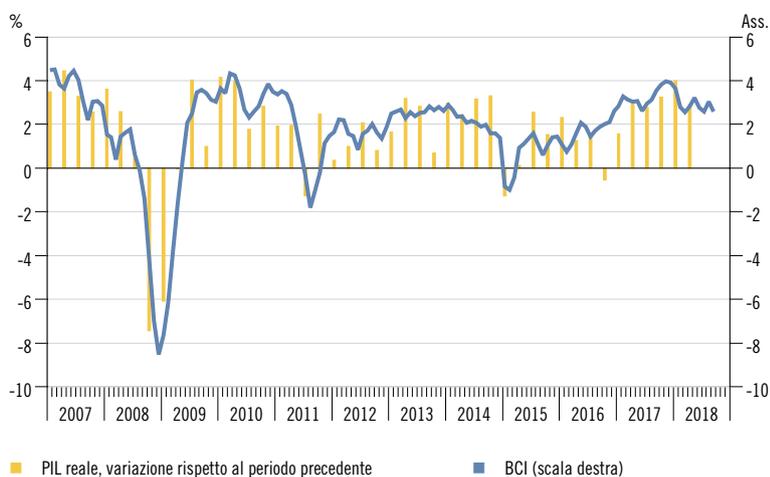
⁹ Intesi come margini percentuali EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*).

¹⁰ Per l'interpretazione dei grafici si rimanda al Riquadro 1.



foto: T. Press / Samuel Galay

F. 10
Business cycle index (in %), in Svizzera, per trimestre dal 2007



Fonte: Banca nazionale svizzera (BNS)

Uno sguardo al prossimo futuro

Secondo gli indicatori avanzati, tra i quali il recentemente pubblicato Business Cycle Index della BNS [F. 10; Riquadro 2], le prospettive congiunturali restano favorevoli. Si profila tuttavia un certo rallentamento, dato che oltre a una leggera decelerazione della crescita internazionale anche il recente apprezzamento del franco agirà da freno.

In seguito alla recente revisione dei dati di contabilità nazionale relativi agli scorsi trimestri, per il 2018 la Banca nazionale prevede una crescita del PIL fra il 2,5% e il 3,0% e un ulterio-

re lieve calo della disoccupazione. Il tasso di disoccupazione destagionalizzato calcolato dalla SECO mostra infatti un costante miglioramento da metà del 2016 e un quasi raggiungimento del tasso di disoccupazione pre-crisi (2,6% a fine agosto 2018). Nel primo e nel secondo trimestre 2018 il tasso di disoccupazione ILO destagionalizzato si è attestato al 4,9%, ossia a un livello inferiore al picco raggiunto a fine 2015. Contrariamente al tasso di disoccupazione della SECO, esso non ha però segnato un ulteriore calo negli ultimi trimestri [F. 5].

Riquadro 2 – Il Business Cycle Index della BNS

Il prodotto interno lordo (PIL) pubblicato trimestralmente costituisce il parametro principale per la valutazione dell'evoluzione congiunturale di un'economia. Il PIL comprende tuttavia anche componenti che non dipendono direttamente dall'andamento congiunturale, come la spesa del settore pubblico o la creazione di valore aggiunto nel settore sanitario. Inoltre, possono verificarsi fenomeni particolari a breve termine, come ad esempio eventi meteorologici straordinari che influiscono sul PIL ma non sono legati alla congiuntura.

Per tracciare un quadro completo della situazione, oltre al PIL vengono pertanto considerate anche altre misure dell'evoluzione congiunturale. Per la stima di tali misure sono prevalentemente utilizzati modelli cosiddetti fattoriali, ossia approcci econometrici che misurano il comovimento di numerosi indicatori.

Il *Business Cycle Index* (BCI) qui presentato ricalca questo approccio. Si basa su un modello fattoriale dinamico e presuppone quindi che tutti gli indicatori dell'economia siano riconducibili a una dinamica sottostante che può essere rappresentata da un numero esiguo di fattori.

I dati utilizzati per il BCI si basano su circa 650 indicatori che comprendono statistiche ufficiali, indagini condotte presso le imprese e le economie domestiche, variabili dei mercati finanziari e indicatori esteri. Non si tratta soltanto di dati mensili, bensì anche di indicatori disponibili unicamente su base trimestrale. Il modello è pertanto concepito in modo da poter considerare diversi intervalli di osservazione. L'indicatore congiunturale risultante rispecchia in genere bene il ciclo della crescita del PIL, ma può discostarsi da quest'ultimo da un trimestre all'altro¹¹.

Principali sfide da affrontare e fonti d'incertezza

Gli imprenditori avvicinati dai Delegati nel terzo trimestre di quest'anno ritengono che l'incertezza nel contesto in cui operano sia relativamente esigua. Si attendono quindi un aumento dei fatturati reali, anche se in misura più contenuta rispetto al trimestre precedente.

Fra i potenziali rischi a livello internazionale figurano quelli geopolitici e le tendenze protezionistiche o la possibilità di un conflitto commerciale. Per quanto concerne l'Europa, alcuni interlocutori segnalano problemi strutturali non ancora risolti.

Nell'attuale contesto congiunturale generalmente favorevole le opportunità vengono citate più spesso dei rischi. A tale proposito, quali conseguenze dell'intensa concorrenza per le risorse, vengono indicate la crescente carenza di personale qualificato nonché le difficoltà di ap-

provvigionamento di materie prime. La maggior parte degli interlocutori era soddisfatta della situazione dei rapporti di cambio al momento dei colloqui di luglio e agosto, ma un sensibile apprezzamento del franco è ancora considerato un elemento di rischio per il futuro.

La digitalizzazione continua a essere un tema affrontato e analizzato approfonditamente in molti comparti. Inoltre sono espresse, con maggiore frequenza rispetto al passato, preoccupazioni circa l'andamento dei mercati immobiliari. Gli interlocutori menzionano in particolare l'aumento delle abitazioni vuote, i rendimenti molto contenuti degli immobili d'investimento e i rischi che gli investitori assumono in questo contesto. Numerosi interlocutori sollevano ancora preoccupazioni a causa della densità normativa in Svizzera, anche se tali timori non hanno più la stessa rilevanza che in passato.

¹¹ Una descrizione più dettagliata della metodologia si trova in Galli, A. (2017). *Which indicators matter? Analyzing the Swiss business cycle using a large-scale mixed-frequency dynamic factor model*. SNB Working Paper 8/2017.