

Berna, 15 dicembre 2016
Andréa M. Maechler

Osservazioni introduttive di Andréa M. Maechler

Comincerò il mio intervento di oggi con una panoramica sulla situazione dei mercati finanziari. In seguito, parlerò dell'effetto del tasso di interesse negativo sul mercato monetario e dei capitali. Infine, presenterò brevemente i progressi compiuti nei lavori sulla riforma dei tassi di riferimento.

Situazione sui mercati finanziari

Dall'ultima conferenza stampa di metà giugno l'andamento dei mercati finanziari è stato segnato in misura significativa da due avvenimenti politici: il risultato inatteso del referendum del Regno Unito in favore dell'uscita dall'Unione europea in giugno e le elezioni presidenziali negli Stati Uniti in novembre. Tali avvenimenti sono stati temporaneamente fonte di incertezza per gli investitori. Tuttavia, la percezione del rischio è stata nel complesso positiva. Gli indici azionari principali negli Stati Uniti, in Giappone e in Europa hanno registrato rialzi da metà anno (grafico 1). Negli Stati Uniti tutti gli indici di riferimento importanti hanno raggiunto nuovi massimi a inizio dicembre. In Svizzera, lo SMI ha mostrato un andamento meno favorevole: secondo le ultime rilevazioni esso è rimasto praticamente invariato rispetto ai valori di metà anno. Ciò è dovuto all'importante peso dei titoli difensivi, come quelli del settore della sanità e dei beni di consumo che, beneficiando generalmente meno della crescente propensione al rischio degli investitori, hanno subito pressioni in vendita all'aumentare dei tassi di interesse.

Sui mercati obbligazionari, i rendimenti dei titoli di Stato con merito di credito elevato sono aumentati da metà anno (grafico 2a): da una parte i dati congiunturali hanno rafforzato la fiducia degli investitori in una ripresa dell'economia su scala mondiale, dall'altra sono gradualmente cresciute le aspettative di inflazione – a partire da livelli bassi – soprattutto nel Regno Unito e negli Stati Uniti (grafico 2b). Questa tendenza è stata accentuata dall'esito delle elezioni statunitensi che ha alimentato le aspettative di una politica di bilancio espansiva

Conferenza stampa

e di una più rapida crescita dell'indebitamento pubblico degli Stati Uniti. Inoltre, l'incremento dei rendimenti rispecchia anche l'aumento dei premi per il rischio dovuto all'accresciuta incertezza a livello generale sugli sviluppi della politica di bilancio e della politica monetaria statunitensi.

L'incremento dei rendimenti è stato in effetti particolarmente pronunciato negli Stati Uniti: i rendimenti dei titoli di Stato con scadenza decennale ammontavano di recente al 2,5% circa, ossia 1 punto percentuale in più rispetto a metà anno. Per contro, quelli in Giappone e in Europa sono cresciuti in misura meno significativa. In Svizzera, il rendimento sui prestiti a scadenza decennale della Confederazione era pari ultimamente a -0,1%, ossia mezzo punto percentuale in più rispetto a metà anno. Attualmente, a presentare un rendimento negativo è ancora il 60% circa dei prestiti in essere della Confederazione, contro circa il 95% di fine giugno.

Con l'aumento globale dei rendimenti, la quota dei titoli di Stato con rendimenti negativi a livello mondiale è diminuita da oltre il 30% di fine giugno a circa il 20% secondo le ultime rilevazioni. Da una parte, questo andamento può essere visto come un passo verso una certa normalizzazione sui mercati obbligazionari. Dall'altra, non va dimenticato che rendimenti statunitensi più elevati e il conseguente rafforzamento del dollaro USA potrebbero diventare gravosi per taluni paesi emergenti.

Sul mercato valutario, dopo il referendum sulla Brexit il franco ha subito per breve tempo forti pressioni al rialzo, che si sono poi nuovamente attenuate, non da ultimo grazie alla disponibilità della Banca nazionale a intervenire sul mercato. Mentre la sterlina ha continuato a perdere valore durante i mesi estivi, le altre importanti valute – e con esse anche il franco – si sono mosse pressoché in parallelo entro un ambito ristretto (grafico 3). L'accresciuta incertezza in vista delle elezioni presidenziali negli Stati Uniti si è espressa di nuovo sul mercato valutario in una crescente domanda di monete rifugio, che ha portato parimenti a un leggero aumento delle quotazioni del franco. Dopo le elezioni negli Stati Uniti il dollaro si è apprezzato su larga scala, sullo sfondo dell'aumento dei tassi di interesse nel Paese, menzionato in precedenza: il biglietto verde ha guadagnato dalle elezioni presidenziali circa il 3% in termini ponderati per il commercio estero. I recenti sviluppi negli Stati Uniti hanno avuto anche ripercussioni su altre aree valutarie. In particolare le valute dei paesi emergenti hanno subito pressioni al ribasso e, considerate nel loro insieme, hanno ceduto circa il 4% nei confronti del dollaro USA.

In termini ponderati per il commercio estero il valore del franco è variato di poco rispetto a fine giugno. Tuttavia, il suo valore esterno non ha avuto un andamento uniforme: nei confronti dello yen il franco si è apprezzato di più che rispetto all'euro e alla sterlina, mentre nei confronti del dollaro USA e delle valute dei Paesi esportatori di materie prime esso si è indebolito. Nel complesso, il franco è ancora nettamente sopravvalutato. Il contesto di mercato rimane impegnativo ed esposto a rischi economici e politici a livello mondiale. Pertanto, la BNS continua a seguire molto attentamente gli sviluppi sui mercati valutari.

Conferenza stampa

Effetto del tasso di interesse negativo sul mercato monetario e dei capitali

Vorrei ora parlare dell'effetto che il tasso di interesse negativo applicato agli averi detenuti presso la BNS produce sul mercato monetario e dei capitali in franchi. Come è noto, dall'introduzione dell'interesse negativo nel gennaio del 2015, i principali tassi del mercato monetario come il Libor a tre mesi si muovono, come era nelle intenzioni, su livelli intorno a $-0,75\%$ (grafico 4). In questo modo è stato possibile ripristinare almeno parzialmente il tradizionale differenziale di interesse rispetto all'estero. Anche sul mercato monetario garantito – il mercato pronti contro termine – gli interessi si sono attestati su livelli più bassi. Ciò vale in particolare per il SARON, il tasso di riferimento per i crediti overnight. Sul mercato pronti contro termine il tasso di interesse negativo e l'elevato ammontare degli averi a vista non hanno frenato l'attività. Le banche e le assicurazioni fanno uso di questo mercato per bilanciare le esigenze di cassa a breve termine e per gestire in modo efficiente le loro consistenze di garanzie collaterali. Dopo l'introduzione del tasso di interesse negativo, sul mercato pronti contro termine si è potuto osservare persino un aumento del volume delle contrattazioni (grafico 5). Un motivo risiede nel fatto che le operazioni pronti contro termine permettono di sfruttare gli importi in franchigia non utilizzati.

I rendimenti dei crediti contabili a breve termine della Confederazione sono inferiori a quelli del mercato interbancario (grafico 4). Ciò è principalmente riconducibile alla domanda relativamente elevata di investimenti sicuri in franchi da parte degli investitori. Anche sul mercato degli swap di valute, dove queste ultime sono scambiate per un periodo di tempo determinato, i tassi impliciti per gli investimenti in franchi si attestano nettamente al disotto di $-0,75\%$, come si osserva in particolare per gli swap contro il dollaro USA. Ciò è ascrivibile da una parte alla grande abbondanza di liquidità in franchi e dall'altra a una domanda strutturalmente elevata di finanziamenti in dollari USA nel sistema finanziario internazionale. Ne consegue un relativo eccesso di offerta di franchi rispetto a dollari USA, dal quale deriva una spinta al ribasso sui tassi di interesse impliciti sul franco nel mercato degli swap di valute. Per gli investitori, ciò determina un costo di detenzione di franchi che va oltre l'interesse negativo di $-0,75\%$.

Sul mercato dei capitali, anche i rendimenti delle obbligazioni della Confederazione a lungo termine avevano registrato una flessione netta dopo l'introduzione del tasso di interesse negativo. L'aumento degli interessi per i titoli a più lungo termine in Svizzera, osservabile da metà anno, ha avuto un andamento quasi parallelo a quello a livello internazionale. Dato che allo stesso tempo i tassi del mercato monetario sono rimasti stabili, è risultata una curva dei rendimenti per gli investimenti in franchi leggermente più inclinata; un'evoluzione che è parimenti in linea con l'andamento internazionale.

Nel complesso il tasso di interesse negativo sul mercato monetario e dei capitali ha pertanto prodotto l'effetto atteso riducendo l'attrattività della detenzione di posizioni in franchi rispetto ad altre valute.

Conferenza stampa

Riforma dei tassi di riferimento

Per concludere, vorrei presentare ancora brevemente le riforme in corso in merito ai tassi di riferimento. Nel 2014 il Consiglio per la stabilità finanziaria (FSB) aveva da una parte raccomandato il rafforzamento dei tassi di riferimento internazionali, soprattutto del Libor, e dall'altra esortato a sviluppare alternative. La BNS ha preso parte attivamente ai lavori di riforma in entrambi gli ambiti. Essa è rappresentata nei comitati rilevanti e svolge un ruolo di sostegno partecipando al dialogo sia fra gli operatori del mercato sia con le autorità svizzere ed estere.

A livello internazionale, le riforme attuate hanno riguardato soprattutto il Libor. I lavori mirano principalmente a standardizzare il calcolo del tasso di interesse presso le banche dichiaranti e a fare sì che questo sia maggiormente basato sulle transazioni effettive. Il volume delle operazioni nel segmento di mercato su cui si basa il Libor continua tuttavia a essere esiguo.

A livello nazionale, particolare attenzione è prestata alla sostituzione del TOIS-Fixing¹, un tasso di riferimento per il mercato monetario non garantito nel comparto dei crediti overnight. Esso è basato su un gruppo di banche dichiaranti ed è utilizzato per i derivati sui tassi di interesse. Nonostante gli estesi lavori di riforma non è stato possibile trovare una soluzione stabile a lungo termine a questo riguardo. Il volume delle operazioni rilevanti continua a essere molto ridotto e non vi è la disponibilità da parte di ulteriori banche a segnalare i tassi praticati. Pertanto il TOIS-Fixing sarà sospeso a fine 2017 e sostituito dal SARON, il tasso di riferimento per i crediti overnight garantiti. Il SARON è stato introdotto dalla BNS in collaborazione con la SIX nel 2009 e siamo convinti che diventerà un importante tasso di riferimento in franchi. I prossimi passi saranno coordinati da un gruppo di lavoro composto da rappresentanti del settore finanziario. Le informazioni principali a questo riguardo sono disponibili pubblicamente sul sito web della BNS².

¹ TOIS sta per Tomorrow/Next Overnight Indexed Swap.

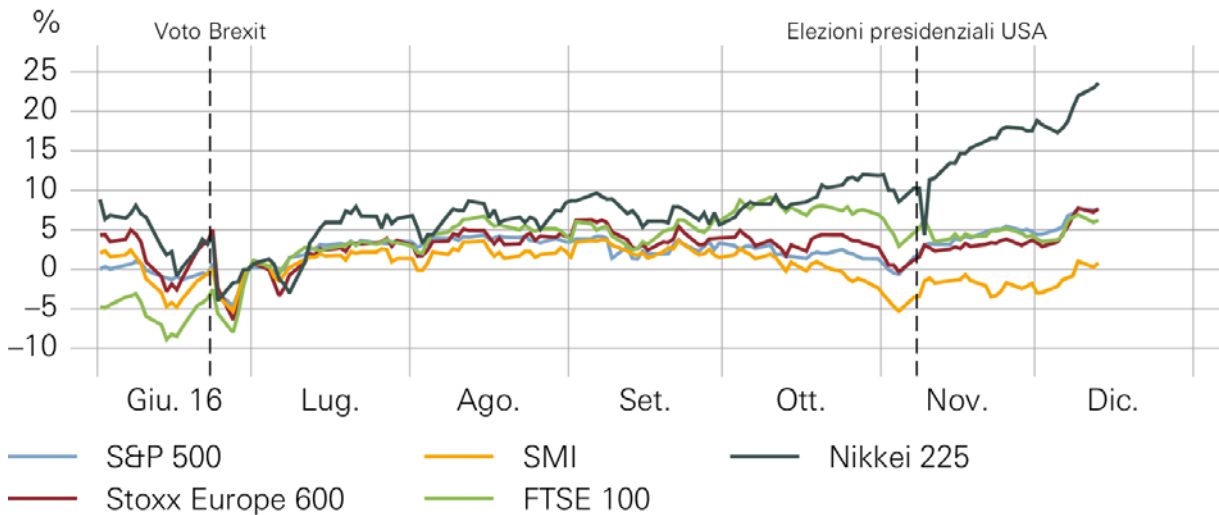
² http://www.snb.ch/fr/ifor/finmkt/fnmkt_benchm/id/finmkt_reformrates, unicamente in francese, tedesco e inglese.

Conferenza stampa

Grafici

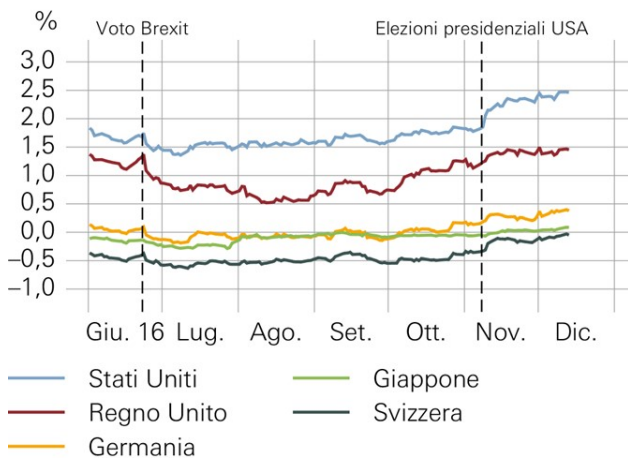
GRAFICO 1: MERCATI AZIONARI GLOBALI

Variazione percentuale da fine giugno



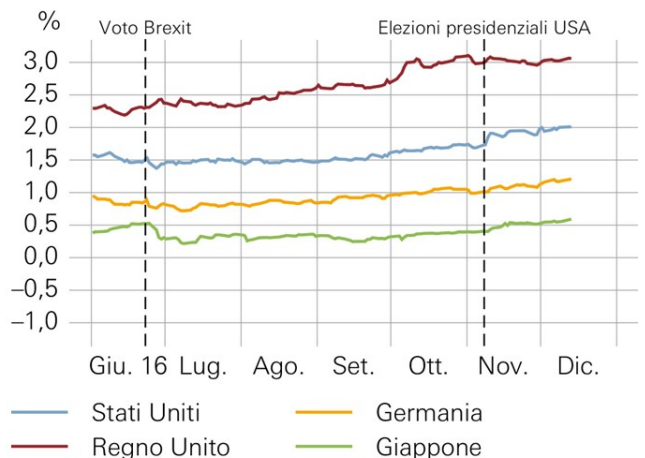
Fonti: Bloomberg, BNS

GRAFICO 2A: TASSI SUI TITOLI DI STATO (10 ANNI)



Fonti: Bloomberg, BNS

GRAFICO 2B: ASPETTATIVE DI INFLAZIONE* (10 ANNI)

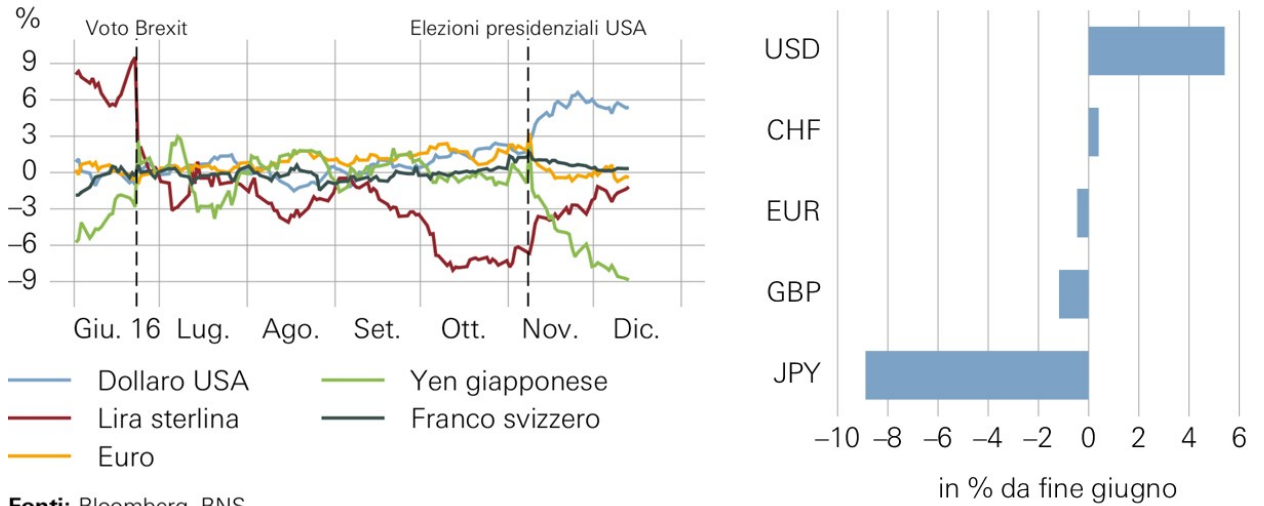


*Desunte dai titoli di Stato indicizzati all'inflazione

Conferenza stampa

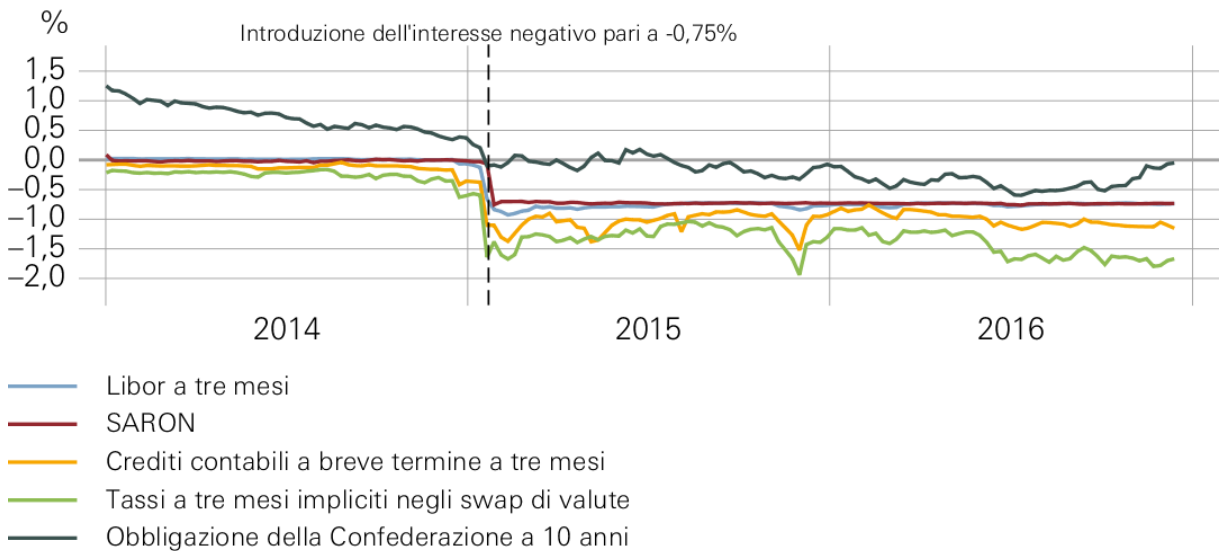
GRAFICO 3: TASSI DI CAMBIO PONDERATI PER IL COMMERCIO ESTERO

Variazione percentuale da fine giugno



Fonti: Bloomberg, BNS

GRAFICO 4: TASSI SUL MERCATO MONETARIO E DEI CAPITALI



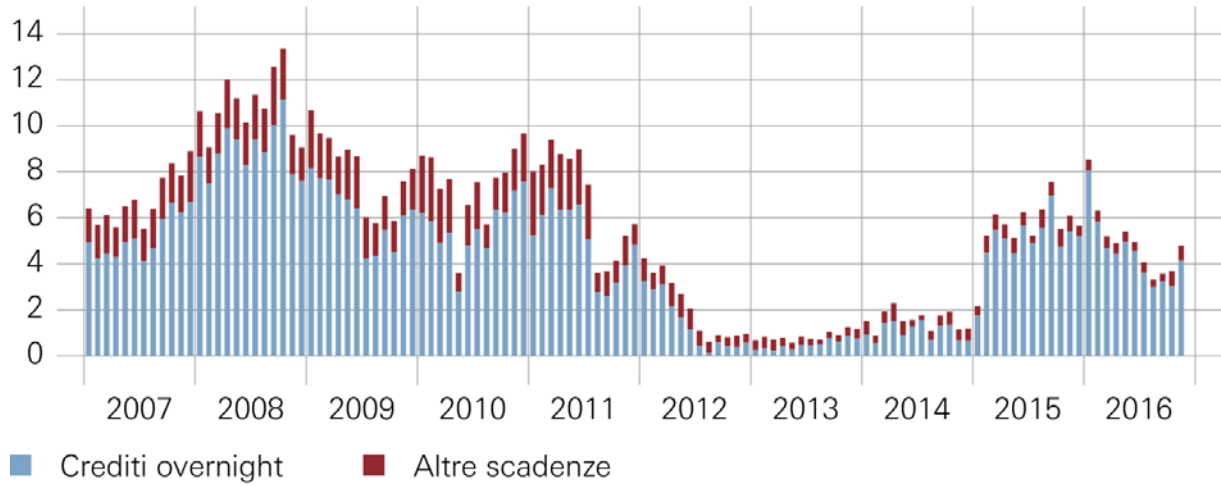
Fonti: Bloomberg, BNS

Conferenza stampa

GRAFICO 5: VOLUME DELLE CONTRATTAZIONI SUL MERCATO PCT IN FRANCHI

Valori medi del rispettivo periodo

Mdi CHF



Fonti: SIX, BNS