



Berna, 13 dicembre 2018  
Andréa M. Maechler

---

## **Considerazioni introduttive di Andréa M. Maechler**

Nel mio intervento di oggi fornirò innanzitutto una panoramica sugli sviluppi nei mercati finanziari e un'analisi della situazione del franco. In seguito, desidero aggiornarvi sui progressi compiuti in merito all'imminente passaggio al SARON come nuovo tasso di interesse di riferimento in Svizzera, in sostituzione del Libor.

### **Situazione sui mercati finanziari**

Vorrei cominciare dagli sviluppi sui mercati finanziari.

Nella seconda metà dell'anno il clima di fiducia sui mercati finanziari è talora sensibilmente peggiorato, sebbene la situazione economica fosse ancora positiva in numerosi paesi. In alcune regioni i dati congiunturali hanno però subito un leggero deterioramento. L'attenzione degli investitori si è pertanto concentrata su diversi rischi. Fra questi, oltre alle turbolenze valutarie in alcuni paesi emergenti e alla controversia sulla politica di bilancio fra l'Italia e l'UE, figurano soprattutto i persistenti timori riguardo alle tendenze protezionistiche.

La volatilità sui mercati finanziari è perciò nettamente aumentata da metà anno (grafico 1). Ciò vale in particolare per i mercati azionari, in cui si sono talora osservate significative oscillazioni dei corsi. Le borse statunitensi, grazie ai dati congiunturali positivi e a una crescita solida degli utili societari, hanno ottenuto risultati migliori rispetto a quelle europee e dei paesi emergenti (grafico 2). Infatti, l'indice S&P 500, nonostante le ingenti perdite di ottobre, si attestava di recente su livelli solo moderatamente inferiori, del 3%, ai valori di fine giugno, mentre in Europa lo Stoxx 600 ha perso nello stesso arco di tempo circa il 9%. Il debole andamento delle azioni europee è imputabile a diversi fattori. La dinamica congiunturale ha recentemente rallentato e la crescita degli utili societari nel terzo trimestre è rimasta nel complesso inferiore alle aspettative. Inoltre, le borse europee hanno risentito delle forti turbolenze valutarie in Turchia e della controversia sulla politica di bilancio fra Italia e



## Conferenza stampa

UE. In Svizzera lo SMI è aumentato di circa l'1% rispetto al livello di metà anno. A questo risultato, superiore alla media, ha contribuito in misura preponderante la performance sostenuta di luglio, che è da ricondurre in primo luogo agli annunci societari positivi nel settore farmaceutico.

Sui mercati dei tassi di interesse è proseguito in un primo tempo l'andamento eterogeneo già in atto a metà anno dovuto a una dinamica di crescita difforme nelle grandi regioni economiche (grafico 3). Negli Stati Uniti la Federal Reserve ha ribadito l'intenzione di mantenere la politica di rialzo graduale dei tassi di interesse. Su tale sfondo i rendimenti sono ulteriormente aumentati negli Stati Uniti e quello dei titoli del Tesoro decennali ha raggiunto a inizio novembre un massimo pluriennale. Quando a inizio dicembre la propensione al rischio è tornata a calare, il rialzo dei rendimenti si è ridimensionato. Di recente i rendimenti dei titoli di Stato decennali statunitensi, pari a poco meno del 2,9%, si situavano pressoché allo stesso livello di fine giugno. Per contro, in Europa i rendimenti si sono mostrati più stabili, cosicché i differenziali di rendimento fra titoli di Stato statunitensi ed europei hanno anch'essi toccato a novembre un massimo pluriennale. Da allora, i differenziali di rendimento sono di nuovo leggermente diminuiti per effetto del calo più pronunciato negli Stati Uniti. Il rendimento dei prestiti decennali della Confederazione si attestava recentemente a -0,15% e risultava nel complesso quasi invariato rispetto a metà anno.

Passo quindi ad esaminare i mercati dei cambi. A differenza delle evoluzioni turbolente sui mercati azionari, le valute dei grandi paesi industrializzati nella seconda metà dell'anno si sono mosse in una fascia relativamente ristretta. Il dollaro USA, grazie alla congiuntura favorevole e all'aumento dei tassi di interesse, si è apprezzato da metà anno su base ponderata per il commercio estero del 2,5%. L'euro, invece, a causa del recente indebolimento della dinamica congiunturale nell'area e delle incertezze legate alla politica di bilancio italiana, ha perso su base ponderata per il commercio estero quasi l'1% nello stesso arco di tempo.

Il franco continua a essere vulnerabile alle variazioni della percezione del rischio nei mercati finanziari internazionali. Nella seconda metà dell'anno esso ha segnato un moderato aumento, pari al 2,5% (grafico 4). Tale apprezzamento è riconducibile soprattutto al periodo intercorso fra agosto e metà settembre, in cui i timori relativi ai mercati dei paesi emergenti e alle possibili conseguenze per il settore finanziario europeo hanno portato a un nuovo incremento dei premi per il rischio dei titoli finanziari europei. Da metà settembre il franco è tornato a deprezzarsi leggermente, in particolare nei confronti del dollaro USA, che è risultato più ambito dagli investitori per il maggiore vantaggio di tasso di interesse. Inoltre, le valute dei paesi emergenti si sono stabilizzate considerevolmente. Nel complesso gli andamenti sul mercato dei cambi da metà anno dimostrano che la situazione rimane fragile e che nei periodi di accresciuta incertezza il franco continua a essere ricercato come moneta rifugio. Anche Thomas Jordan lo ha sottolineato nelle sue osservazioni relativamente ai tassi di cambio.

Conferenza stampa

## Sostituzione del Libor con il SARON

Vorrei ora aggiornarvi sugli ultimi sviluppi in merito alla sostituzione del Libor con il SARON come tasso di interesse di riferimento. Da quando l'autorità di vigilanza britannica sui mercati finanziari ha annunciato che non garantirà più la continuazione del Libor a partire dalla fine del 2021, è aumentato l'interesse del pubblico nei confronti dei lavori di riforma in questo ambito. Sono ormai stati individuati tassi alternativi per tutte le valute che utilizzano il Libor quale tasso di riferimento. In Svizzera le raccomandazioni per procedere a un'ordinata transizione al nuovo tasso sono formulate dal «Gruppo di lavoro nazionale sui tassi di riferimento in franchi», cui partecipano numerosi influenti operatori di mercato. La Banca nazionale svizzera ne detiene la presidenza unitamente a un rappresentante del settore privato. Essa assume in primo luogo il ruolo di moderatrice e svolge le attività di segretariato del gruppo<sup>1</sup>. Inoltre assicura il collegamento con gli organismi internazionali, che lavorano alle raccomandazioni per la riforma dei tassi di riferimento e assicurano che la transizione si svolga in modo coordinato.

Nell'ottobre 2017, il Gruppo di lavoro nazionale ha raccomandato, quale alternativa al Libor in franchi, il tasso sui crediti overnight garantiti SARON. Quest'ultimo ha già acquisito importanza come tasso di riferimento e nel corso del 2017 si è creata una curva dei rendimenti per gli swap riferiti ad esso. Il volume delle operazioni in essere è ancora nettamente inferiore rispetto a quello del corrispondente mercato basato sul Libor. Tuttavia, con il crescente utilizzo del SARON per i contratti di prestito aumenterà anche l'esigenza di coprire il relativo rischio di tasso di interesse. In tal modo la curva basata sul SARON dovrebbe assumere maggiore rilevanza in futuro. L'interazione fra i prodotti creditizi e le operazioni di copertura dei tassi di interesse riveste un ruolo fondamentale nella transizione dal Libor al SARON.

Quest'anno il Gruppo di lavoro nazionale sui tassi di riferimento in franchi ha esaminato approfonditamente le possibili modalità di sostituzione di un tasso di riferimento di più lungo termine, come il Libor, con un tasso sui crediti overnight. Nei contratti creditizi il periodo definito per il calcolo degli interessi è in genere pari a tre o sei mesi. Nei prestiti legati al Libor l'importo degli interessi dovuti è stabilito pertanto già all'inizio di un periodo. Dato che il SARON è un tasso sui crediti overnight, non è possibile impiegarlo direttamente per l'intero periodo. Il Gruppo di lavoro nazionale consiglia quindi di utilizzare come tasso di riferimento i valori effettivi medi del SARON del periodo definito, ad esempio degli ultimi tre mesi. Prossima tappa nei lavori è la messa a punto delle diverse possibili modalità di impiego di questi valori medi per i prodotti finanziari quali i contratti creditizi.

Il passaggio al SARON pone sfide di varia natura. Tutti gli operatori di mercato sono chiamati a confrontarsi con questa tematica per garantire un ordinato processo di transizione. A questo riguardo sono di fondamentale importanza le raccomandazioni del Gruppo di lavoro. Spetta

---

<sup>1</sup> Maggiori informazioni al riguardo sono disponibili sul nostro sito Internet (in [francese](#), [tedesco](#) e [inglese](#)).

**Conferenza stampa**

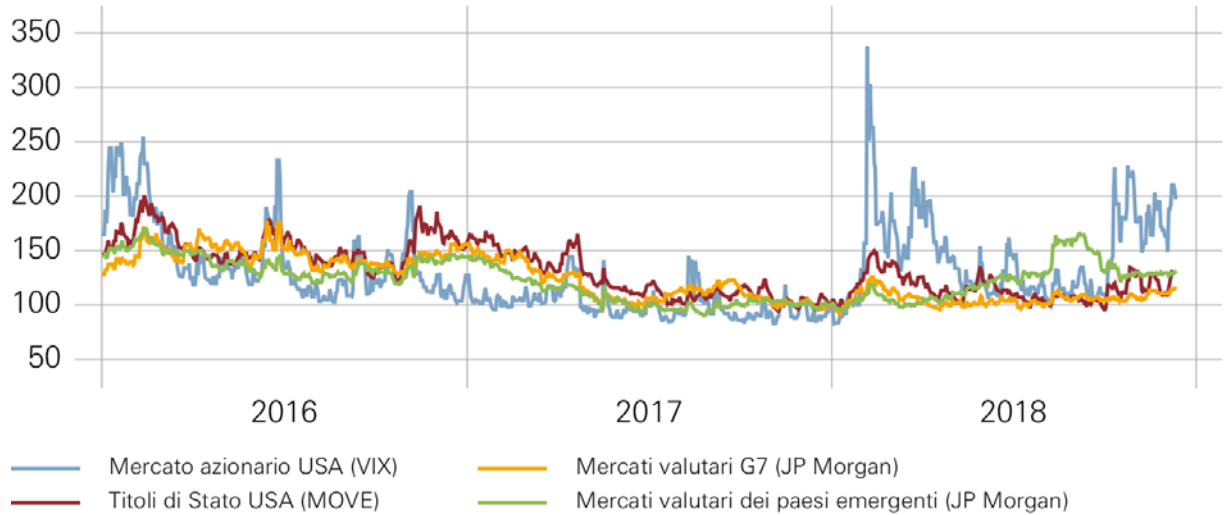
tuttavia ai singoli operatori di mercato prepararsi alla sostituzione del Libor, adottando tempestivamente le misure necessarie.

Conferenza stampa

## Grafici

### GRAFICO 1: INDICI DI VOLATILITÀ IMPLICITA SUI MERCATI FINANZIARI

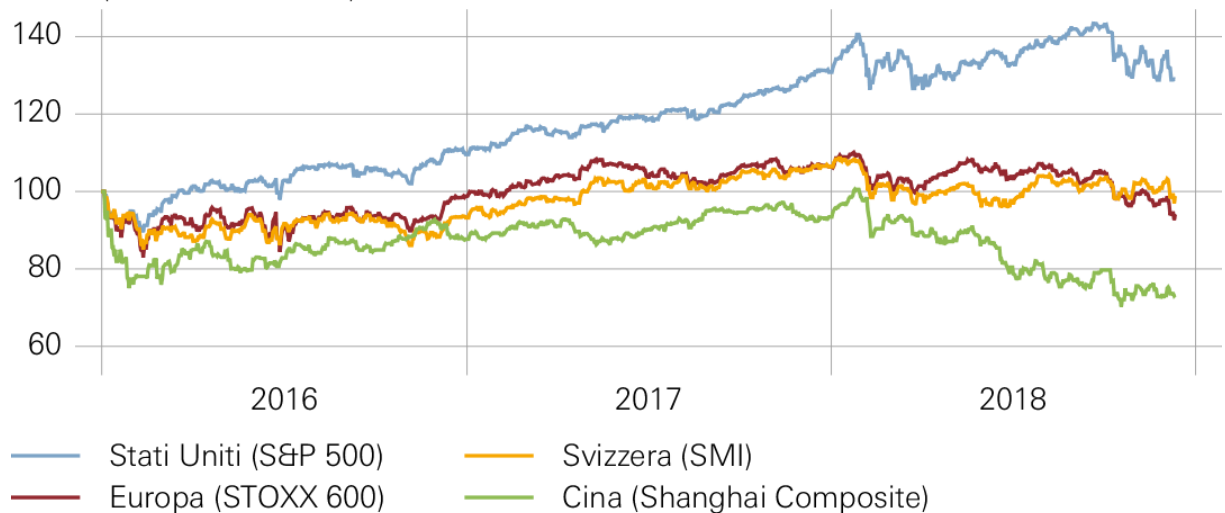
Indice (01.01.2018 = 100)



Fonti: Bloomberg, BNS, CBOE, JP Morgan e Merrill Lynch.

### GRAFICO 2: MERCATI AZIONARI GLOBALI

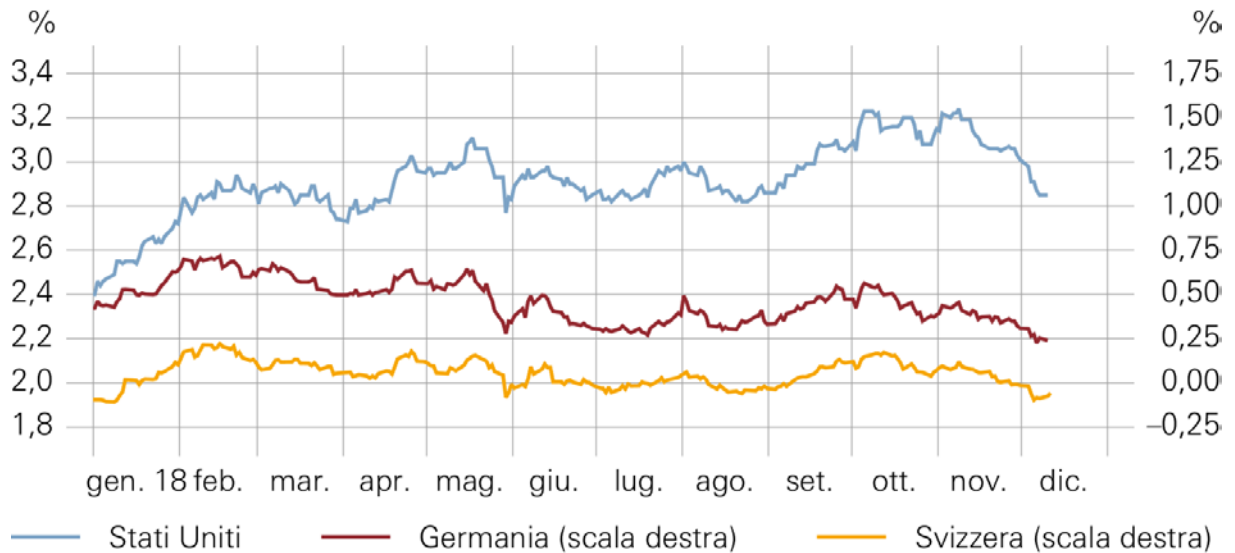
Indice (01.01.2016 = 100)



Fonti: Bloomberg e BNS.

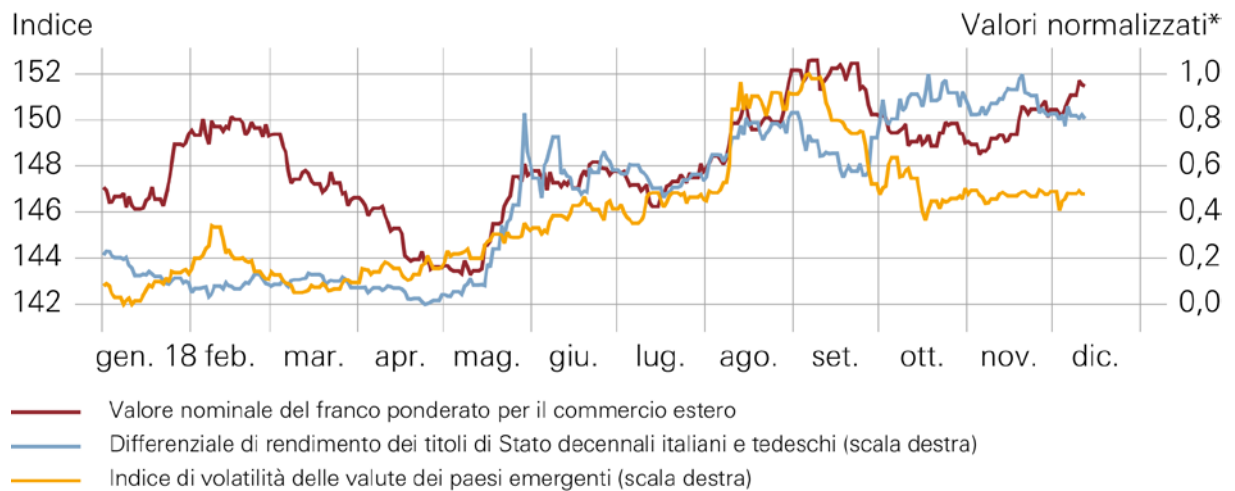
Conferenza stampa

### GRAFICO 3: RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO DECENNALI



Fonti: BNS e Thomson Reuters Datastream.

### GRAFICO 4: FRANCO SVIZZERO E DETERMINATI FATTORI DI RISCHIO



\* 0 corrisponde al valore osservato più basso e 1 al valore osservato più elevato dall'inizio dell'anno.

Fonti: Bloomberg e BNS.