

Berna, 13 giugno 2019  
Andréa M. Maechler

---

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

Nel mio intervento di oggi desidero innanzitutto illustrare gli sviluppi sui mercati finanziari e valutari. In seguito, esporrò alcune considerazioni sul tasso guida BNS e sulla dismissione del Libor. Concluderò quindi la mia relazione commentando la recente adesione della BNS al «Network for Greening the Financial System».

### **Mercati finanziari e valutari**

Nel primo trimestre del 2019 i mercati del capitale di rischio, e in particolare quelli azionari, si sono ripresi dalla flessione registrata negli ultimi tre mesi dell'anno scorso. A ciò hanno contribuito, da un lato, l'intenzione segnalata dalla Federal Reserve di voler pazientare prima di procedere a ulteriori rialzi dei tassi, dall'altro, il quadro più positivo fornito dai dati economici nel primo trimestre 2019 rispetto a quanto atteso dai mercati a fine 2018. In aprile gli indici dei mercati azionari di diversi paesi hanno toccato temporaneamente nuovi massimi. A maggio e inizio giugno molti di questi indici hanno segnato un calo, per effetto dell'indebolimento delle prospettive congiunturali e inflazionistiche e soprattutto del brusco inasprimento della controversia commerciale tra Stati Uniti e importanti partner come Cina e Messico. Complessivamente, dall'ultima conferenza stampa del dicembre 2018 i principali mercati azionari nordamericani ed europei sono cresciuti di oltre il 5%.

Per contro, nella maggior parte dei paesi industrializzati i rendimenti dei titoli di Stato sono nel complesso nettamente scesi negli ultimi sei mesi. La valutazione più pessimistica riguardo all'ulteriore evoluzione congiunturale e le aspettative di un mantenimento della politica monetaria espansiva per un periodo prolungato hanno influenzato l'andamento dei mercati. A fine maggio e inizio giugno il deterioramento della percezione del rischio ha generato una fuga verso investimenti sicuri e con essa un'ulteriore contrazione dei rendimenti dei titoli di Stato.

## Conferenza stampa

Queste evoluzioni sui mercati azionari e obbligazionari si sono riflesse solo parzialmente nei mercati valutari. Le fasce di fluttuazione e i premi per il rischio nelle principali valute si sono attestati in generale su livelli bassi, nonostante gli accresciuti rischi macroeconomici e politici. Anche la volatilità del franco è rimasta moderata. Nel complesso, dall'ultima conferenza stampa il valore del franco su base ponderata per il commercio estero si è mantenuto pressoché invariato e la sua valutazione è tuttora elevata. In aprile, in seguito al rinvio dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea il franco si è indebolito, ma in maggio la tendenza al deprezzamento si è invertita per effetto dell'inasprimento della controversia commerciale tra Stati e Cina nonché dei timori sul bilancio italiano.

Alla luce dei numerosi focolai di rischio, il pericolo di una nuova pressione al rialzo del franco è elevato. Sul mercato delle opzioni il premio per la copertura contro un suo apprezzamento è infatti ancora superiore a quello per tutelarsi da un suo deprezzamento. Il franco continua pertanto a essere ricercato come moneta rifugio e la situazione sul mercato dei cambi permane fragile. Il tasso di interesse negativo e la disponibilità della Banca nazionale a intervenire all'occorrenza sul mercato valutario rimangono quindi necessari.

### **Passaggio dal Libor al SARON**

Passo ora a parlare dell'introduzione del tasso guida BNS e della dismissione del Libor.

Come ha esposto Thomas Jordan nelle sue considerazioni, introduciamo ora il tasso guida BNS dato che sul futuro del Libor non vi sono garanzie. La transizione al tasso guida BNS non implica alcun cambiamento del grado di espansione della nostra politica monetaria attuale.

Tuttavia, la sostituzione del Libor costituisce un compito molto impegnativo per il mercato finanziario e i suoi operatori. Vorrei approfondire tre aspetti della transizione. Primo, la scelta del SARON (Swiss Average Rate Overnight) quale tasso di riferimento alternativo. Secondo, l'importanza dell'uso del SARON nei prodotti finanziari e della formazione di una curva dei rendimenti liquida basata sullo stesso. Terzo, il calcolo degli interessi per periodi più estesi.

Vengo al primo aspetto, la scelta di un nuovo tasso di riferimento. In Svizzera, il Gruppo di lavoro nazionale sui tassi di riferimento in franchi aveva raccomandato il SARON quale alternativa già nel 2017. Come in altre aree monetarie, anche nel nostro Paese è stato quindi scelto un tasso overnight. Il SARON esiste già da dieci anni e, diversamente dal Libor, si basa sulle transazioni e sulle quotazioni impegnative per le operazioni overnight sul mercato monetario garantito in franchi. Questo segmento è più liquido e più ampio di quello non garantito su cui si basa il Libor.

Passo ora al secondo aspetto, l'importanza di diffondere l'uso del SARON nei prodotti finanziari e di sviluppare una curva dei rendimenti liquida basata sul tasso overnight. A tutt'oggi, il Libor trova ancora largo impiego negli strumenti finanziari. Gli operatori di mercato stanno però lavorando alacremente alla transizione verso nuovi prodotti basati sul SARON. Tra questi figurano anche strumenti derivati, specialmente swap su tassi di interesse,

## Conferenza stampa

che possono essere utilizzati per la copertura dei rischi di tasso<sup>1</sup>. Un mercato degli swap su tassi di interesse basato sul SARON si è formato già nel 2017, anche se i volumi di scambio sono ancora esigui. Questi dovrebbero però crescere di pari passo con l'aumento del numero di prodotti creditizi e di investimento legati al SARON. A quel punto, la curva dei rendimenti basata sul SARON assumerà il ruolo attualmente ricoperto dalla curva Libor. Le curve dei rendimenti sono un indicatore importante per gli operatori di mercato e costituiscono la base per formare il prezzo dei prodotti finanziari a medio e lungo termine.

E giungo al terzo aspetto, ossia come calcolare i pagamenti degli interessi per esempio per un periodo di tre mesi. Con il Libor gli operatori di mercato disponevano di un tasso a tre mesi che poteva essere direttamente utilizzato anche per il calcolo degli interessi sui prestiti ipotecari basati sul mercato monetario. Impiegando invece il tasso overnight SARON, in teoria tali interessi dovrebbero essere corrisposti quotidianamente, cosa che non è realizzabile in pratica. Il Gruppo di lavoro ha raccomandato pertanto di usare valori medi del SARON (metodologia della «composizione»), illustrando diverse modalità di applicazione. Gli operatori di mercato stanno lavorando all'attuazione di questa raccomandazione.

Desidero infine sottolineare che il SARON si sta attualmente affermando come tasso di riferimento principale per i prodotti finanziari. Spetta agli operatori di mercato portare avanti in modo rigoroso i lavori ancora necessari per la transizione verso un futuro senza Libor. A tal fine possono seguire le raccomandazioni del Gruppo di lavoro, le cui iniziative sono sostenute dalla BNS. Quanto più rapidamente il SARON sarà impiegato per i prodotti finanziari, tanto più agevole risulterà la dismissione del Libor. La creazione di una curva dei rendimenti liquida fondata sul SARON costituisce la base per assicurare anche in futuro il buon funzionamento del mercato monetario e dei capitali. Quest'ultimo riveste grande importanza non solo per il sistema finanziario svizzero, bensì anche per la trasmissione della politica monetaria della BNS.

### **Adesione al «Network for Greening the Financial System» delle banche centrali**

Per concludere desidero commentare l'adesione della Banca nazionale svizzera al «Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System» (NGFS). I cambiamenti climatici hanno un impatto globale ed è pertanto fondamentale che anche le riflessioni e lo scambio di conoscenze tecniche ed istituzionali in questo ambito avvengano a livello globale.

La BNS ha aderito all'NGFS nell'aprile del 2019. Lo scopo del network, che attualmente conta 36 membri fra banche centrali e autorità di vigilanza, è esaminare approfonditamente una serie di tematiche specifiche e studiare, per esempio, in che misura i cambiamenti climatici e ambientali rappresentano un rischio per il settore finanziario, pregiudicano la capacità di resistenza del sistema finanziario o potrebbero avere ripercussioni sulla macroeconomia e sulla politica monetaria.

---

<sup>1</sup> Con uno swap su tassi di interesse è possibile scambiare periodicamente un tasso di interesse fisso stabilito alla stipula del contratto, ad esempio per un periodo di cinque anni, contro un tasso di interesse variabile. Il tasso variabile si basa su un tasso di riferimento.

**Conferenza stampa**

L'obiettivo della BNS è condividere le esperienze maturate e le conoscenze per meglio comprendere e prevedere le possibili conseguenze dei rischi del cambiamento climatico.