
Considerazioni introduttive di Andréa M. Maechler

Nel mio intervento di oggi fornirò innanzitutto una panoramica sulla situazione dei mercati finanziari. Successivamente, illustrerò lo stato di avanzamento della riforma dei tassi di interesse di riferimento.

Situazione sui mercati finanziari

Vorrei cominciare dagli sviluppi sui mercati finanziari.

Nel secondo semestre dell'anno la politica monetaria delle grandi banche centrali si è trovata nuovamente al centro dell'attenzione dei mercati finanziari. Alla luce di una moderata dinamica dell'inflazione, gli operatori prevedono che la normalizzazione della politica monetaria a livello mondiale sarà lenta. Su tale sfondo i rendimenti dei titoli di Stato si sono mantenuti bassi. L'attenuazione delle aspettative circa l'uscita dalla politica monetaria espansiva insieme ai dati economici incoraggianti e ai buoni risultati delle imprese hanno contribuito a una percezione del rischio in prevalenza positiva sui mercati finanziari. Ciò si è rispecchiato, tra l'altro, in un rialzo dei mercati azionari, in un calo degli spread creditizi sulle obbligazioni societarie e in un indebolimento della domanda di investimenti in monete rifugio quali il franco svizzero. In tale contesto di mercato favorevole, la volatilità è rimasta bassa e gli indici di volatilità desunti dai prezzi delle opzioni sui mercati azionario e obbligazionario degli Stati Uniti hanno toccato nuovi minimi (grafico 1).

Nonostante i dati economici positivi in Europa, gli indici azionari nel Vecchio continente sono aumentati solo moderatamente. Da metà anno lo Stoxx Europe 600 ha registrato un incremento di circa il 3%. Un motivo alla base dell'andamento contenuto del mercato azionario in Europa è il rafforzamento dell'euro, che ha rallentato leggermente la crescita degli utili aziendali. Per contro, le imprese statunitensi hanno potuto registrare una forte espansione dei profitti. Inoltre, la prospettiva di una riduzione dell'imposizione fiscale societaria ha suscitato aspettative di maggiori guadagni in futuro. Su tale sfondo gli indici

Conferenza stampa

azionari statunitensi sono saliti a nuovi massimi. L'S&P 500 ha guadagnato circa il 10% da metà anno. Le imprese svizzere hanno potuto beneficiare del rafforzamento della domanda dall'Europa e dell'indebolimento del franco. Di conseguenza, anche l'indice del mercato azionario svizzero SMI ha segnato un forte rialzo, pari a circa il 5% (grafico 2).

I rendimenti dei titoli di Stato decennali dei paesi industrializzati sono rimasti pressoché invariati rispetto a metà anno su livelli bassi. Sebbene negli Stati Uniti proceda la normalizzazione dei tassi di interesse di riferimento e la Federal Reserve abbia avviato la riduzione del bilancio, anche i rendimenti statunitensi a più lungo termine sono aumentati finora solo in misura minima.

Sul mercato dei cambi, il dollaro USA ha dapprima proseguito la sua tendenza al ribasso in atto dall'inizio dell'anno. Successivamente, a partire dall'autunno, con l'avanzare della normalizzazione della politica monetaria da parte della banca centrale statunitense e la prospettiva di una riforma fiscale, il dollaro USA si è di nuovo rafforzato leggermente (grafico 3). Come già menzionato da Thomas Jordan, le minori incertezze politiche e l'andamento economico incoraggiante nell'area dell'euro hanno contribuito a un apprezzamento della moneta unica. In tale contesto, da metà anno il franco svizzero si è deprezzato su base ponderata per il commercio estero del 5% circa. Per larga parte l'indebolimento si è compiuto nel corso di pochi giorni a fine luglio. Tuttavia, tale movimento ha poggiato su un'ampia base di transazioni ed è avvenuto in condizioni di buona qualità del mercato. Esso si è protratto ancora nel corso dei mesi successivi.

Nel complesso la situazione sul mercato dei cambi è tuttavia ancora fragile. Nonostante il contesto di mercato positivo, il franco non si è più indebolito nelle ultime settimane. Il rischio di un nuovo apprezzamento del franco permane, in particolare nel caso di un ritorno dell'avversione al rischio sul mercato. Uno sguardo ai mercati delle opzioni evidenzia che gli investitori continuano a essere disposti a pagare un premio più elevato per coprirsi da un apprezzamento del franco piuttosto che da un suo deprezzamento (grafico 4).

Stato di avanzamento della riforma dei tassi di interesse di riferimento

Desidero ora parlare dello stato di avanzamento della riforma dei tassi di interesse di riferimento.

A luglio di quest'anno l'autorità di vigilanza britannica sui mercati finanziari, la Financial Conduct Authority (FCA), ha annunciato che la continuazione del Libor non sarà più garantita dopo il 2021. Ciò è dovuto al fatto che il volume delle operazioni del mercato monetario sottostanti al Libor – ossia i prestiti interbancari non garantiti – è da anni esiguo. La FCA si avvarrà solo sino a fine 2021 della sua facoltà di obbligare le banche selezionate a partecipare al cosiddetto panel del Libor. Dopodiché non si può più escludere una dismissione relativamente rapida del Libor a causa della mancanza di segnalazioni. Gli operatori del mercato dovrebbero ora sfruttare il tempo a disposizione sino a fine 2021 per procedere a un'ordinata sostituzione.

Conferenza stampa

Il Libor è tuttora uno dei tassi di interesse di riferimento più importanti a livello mondiale. Esso è impiegato per numerosi contratti creditizi e in derivati. Di particolare rilevanza è la curva dei tassi swap che si basa sul Libor. Gli swap su tassi di interesse sono strumenti derivati in cui vengono scambiati flussi di interessi a lungo termine e a tasso fisso contro flussi di interesse a breve termine e a tasso variabile. I tassi di interesse variabili si basano in genere sul Libor. Tali contratti swap possono prevedere scadenze di più anni o di decenni. La curva di tassi swap si estende pertanto sull'intera gamma di scadenze delle operazioni finanziarie.

Anche in Svizzera il Libor – e più precisamente il Libor in franchi – è ampiamente utilizzato. Secondo un sondaggio della BNS sulla concessione dei prestiti, il Libor e la curva dei tassi swap costruita su quest'ultimo sono impiegati come base per la definizione delle condizioni di tasso per gran parte dei prestiti in franchi. La curva dei tassi swap riveste inoltre un ruolo importante per la formazione dei prezzi sul mercato dei capitali in franchi.

Data la sua considerevole rilevanza, la sostituzione del Libor pone gli operatori del mercato finanziario dinanzi a grandi sfide. Il processo viene coordinato e sostenuto a livello internazionale e nazionale da diversi organismi in cui sono rappresentati operatori del mercato ed autorità.

In vista della probabile dismissione del Libor in franchi, il gruppo di lavoro nazionale sui tassi di riferimento ha raccomandato come alternativa il cosiddetto SARON (Swiss Average Rate Overnight), che riflette le condizioni di tasso applicate alle operazioni garantite da titoli sul mercato monetario con scadenza di un giorno. Esso è calcolato sulla base di transazioni effettive e quotazioni impegnative di numerosi operatori del mercato e secondo una procedura standardizzata e trasparente. In tal modo fornisce un quadro fedele delle condizioni del mercato. Dall'aprile di quest'anno vengono notificate quotazioni per gli swap su tassi di interesse sulla base del SARON. Il mercato di tali transazioni deve però ancora consolidarsi. Una curva dei tassi swap basata sul SARON potrebbe senz'altro fungere in futuro da riferimento per la formazione dei prezzi di obbligazioni e crediti.

In definitiva spetta agli operatori del mercato finanziario, ed è in loro potere, fare in modo che il SARON trovi ampio impiego e abbia luogo una sostituzione ordinata del Libor. Essi devono essere preparati a un possibile abbandono del Libor a partire dal 2021. È necessario definire, tra l'altro, come dovranno essere gestiti i contratti in essere riferiti a tale tasso¹.

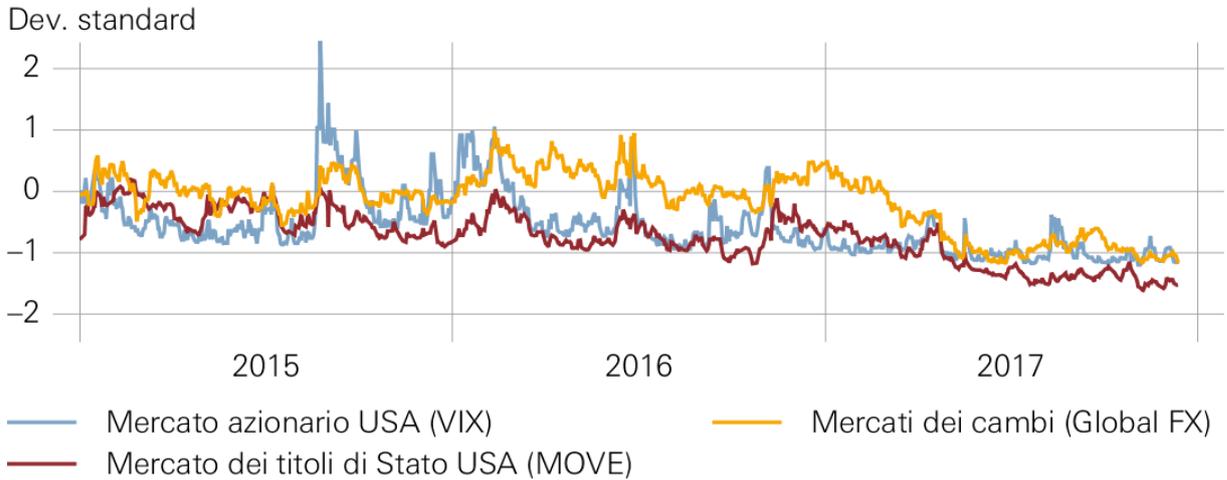
Com'è noto, anche la BNS si avvale del Libor in franchi, e precisamente come tasso di interesse di riferimento per la politica monetaria. Una cosa è certa: la dismissione del Libor in franchi non avrebbe alcuna ripercussione sull'orientamento della nostra politica monetaria. La BNS comunicherà a tempo debito gli adeguamenti necessari.

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

Conferenza stampa

GRAFICO 1: INDICI DI VOLATILITÀ IMPLICITA SUI MERCATI FINANZIARI

Indici di volatilità sui mercati delle azioni statunitensi, dei titoli di Stato statunitensi e dei cambi; normalizzati



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

GRAFICO 2: MERCATI AZIONARI GLOBALI

% (variazione dal 30.06.2017)

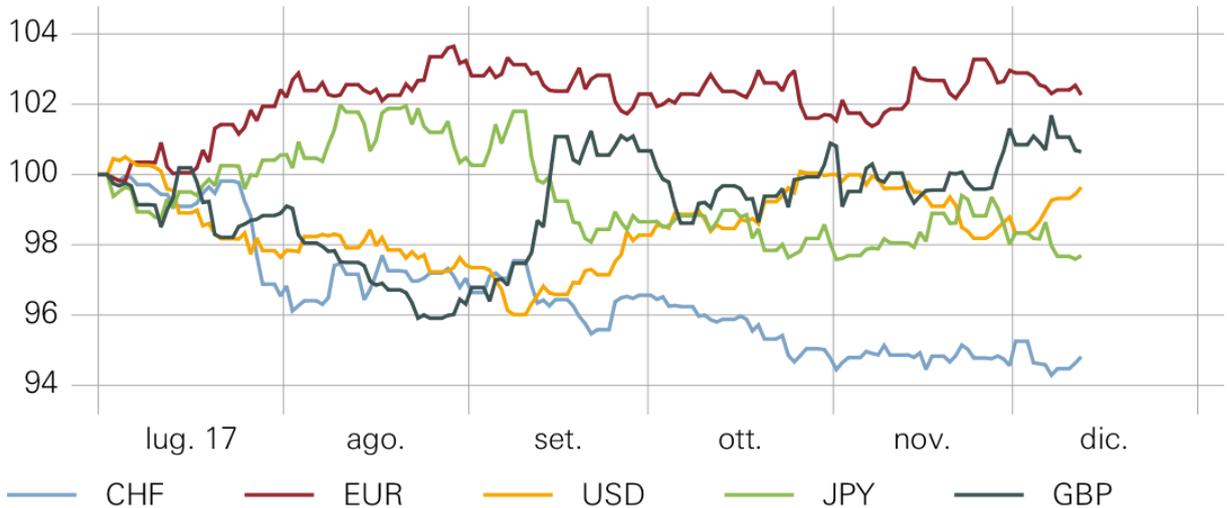


Fonti: Bloomberg e BNS.

Conferenza stampa

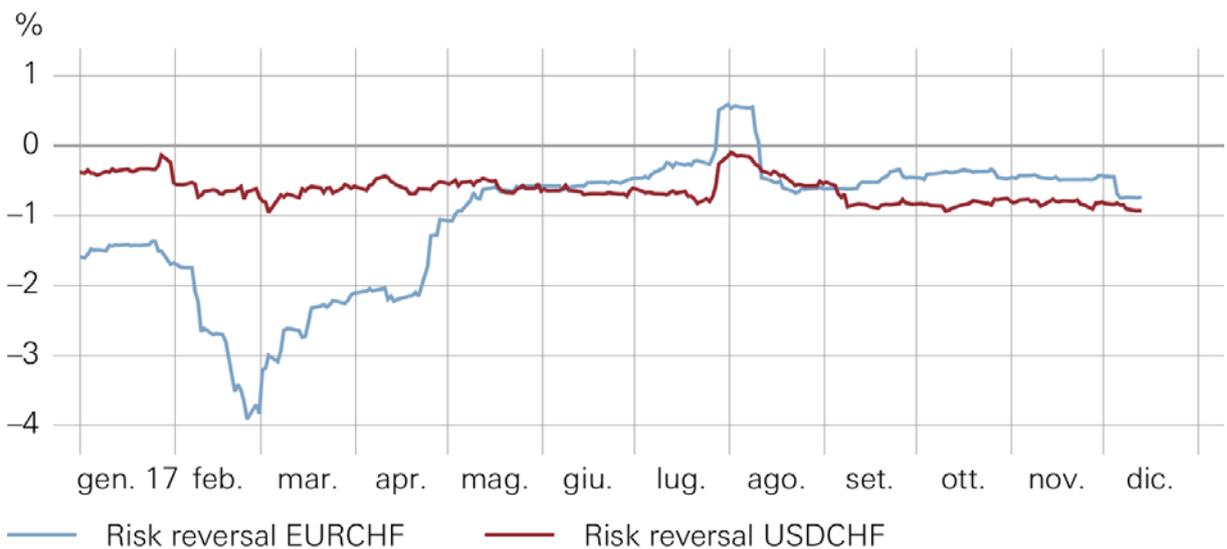
GRAFICO 3: TASSI DI CAMBIO PONDERATI PER IL COMMERCIO ESTERO

Indice (30.06.2017 = 100)



Fonti: Bloomberg, BNS e JP Morgan.

GRAFICO 4: RISK REVERSALS A TRE MESI



Fonti: Bloomberg e BNS.