
Considerazioni introduttive di Andréa M. Maechler

Nel mio discorso di oggi mi soffermerò su due temi: fornirò innanzitutto una panoramica sulla situazione dei mercati finanziari nell'ultimo semestre, illustrando brevemente i nostri interventi di quest'anno sul mercato dei cambi; in secondo luogo parlerò dell'imminente sostituzione del Libor in franchi con il SARON.

Situazione sui mercati finanziari

Dall'ultima conferenza stampa in giugno la percezione del rischio degli investitori è stata estremamente volatile, soprattutto a causa dell'evoluzione della pandemia da coronavirus: agli allentamenti delle misure di contenimento dopo la prima ondata di contagi è seguita nei mesi estivi una ripresa dell'attività economica e della fiducia degli investitori, mentre in autunno quest'ultima è stata nuovamente smorzata dalla seconda ondata di infezioni, soprattutto in Europa; in novembre, infine, la notizia che un vaccino contro il virus potrebbe essere disponibile a breve ha determinato nei mercati un nuovo cambiamento positivo del clima di fiducia. La percezione del rischio è stata influenzata anche da diversi rischi politici come i negoziati per la Brexit e le elezioni presidenziali negli Stati Uniti.

Un fattore importante per l'attività sui mercati è stata inoltre la politica monetaria e fiscale su entrambe le sponde dell'Atlantico: in seguito alle turbolenze di marzo la Federal Reserve (Fed) e la Banca centrale europea (BCE) avevano disposto vaste misure per stabilizzare i mercati e da allora hanno confermato l'orientamento monetario espansivo adottato. Di recente, la BCE ha ulteriormente allentato la propria politica monetaria, tra l'altro potenziando il programma di acquisti di attività. Parimenti, il cambiamento della strategia di politica monetaria della Fed è stato interpretato dagli operatori di mercato come un'indicazione che quest'ultima manterrà l'orientamento espansivo ancora per lungo tempo. Ciò, unitamente alle attese di un ampio pacchetto di stimolo fiscale, ha sostenuto la percezione del rischio degli investitori e condotto a un aumento delle aspettative di inflazione

Conferenza stampa

negli Stati Uniti. In Europa l'accordo sulla creazione di un fondo per la ripresa in luglio ha inoltre determinato un ulteriore calo dei premi per il rischio sui titoli di Stato.

Nel complesso, i mercati dei capitali di rischio hanno beneficiato in larga misura di tale evoluzione, nonostante il contesto di instabilità, anche se si è riscontrata una certa divergenza tra gli Stati Uniti e l'Europa: mentre l'indice di riferimento statunitense S&P500, trainato dai titoli del settore tecnologico, ha raggiunto un nuovo massimo già a inizio settembre, i corsi azionari dei principali mercati europei hanno mostrato un andamento più moderato. Grazie all'impennata delle quotazioni in novembre, tutti i più importanti indici hanno guadagnato valore rispetto a metà anno. L'indice svizzero SMI è cresciuto di circa il 3% (grafico 1).

Sui mercati dei tassi di interesse i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno continuato a riflettere le aspettative di un contesto di tassi persistentemente bassi. Anche se i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi hanno evidenziato nel complesso una leggera tendenza al rialzo nel secondo semestre, dopo il netto calo dei tassi di inizio anno quelli dei titoli decennali, pari ultimamente a circa lo 0,9%, si collocavano ancora sui minimi storici. I rendimenti decennali tedeschi sono ulteriormente diminuiti da metà anno sotto l'influsso degli acquisti di attività da parte della BCE e pure in Svizzera si è osservato un lieve calo: il rendimento dei prestiti decennali della Confederazione si attestava secondo gli ultimi dati disponibili intorno a -0,6%, un valore di poco inferiore rispetto a metà anno (grafico 2).

Sui mercati dei cambi la nota dominante degli ultimi mesi è stata la protratta tendenza al deprezzamento del dollaro USA, che da fine giugno ha perso oltre il 7,0% del suo valore su base ponderata per il commercio estero. Sullo sfondo della percezione del rischio perlopiù positiva è diminuita la domanda di dollari come moneta rifugio. Inoltre, al ribasso della valuta statunitense potrebbe aver contribuito l'aumento delle aspettative inflazionistiche negli Stati Uniti. Per contro, l'euro si è apprezzato da metà anno di quasi il 3,0% su base ponderata per l'interscambio, rafforzandosi in particolare in seguito all'annuncio della costituzione del Fondo europeo per la ripresa, il quale è stato valutato come segnale di una maggiore coesione fiscale nell'area dell'euro. A causa delle trattative in corso sulla Brexit, negli ultimi mesi la lira sterlina ha evidenziato un andamento volatile, guadagnando da metà anno oltre il 2,0% su base ponderata per l'interscambio.

Il franco ha mostrato nei mesi estivi una tendenza prevalentemente piatta su base ponderata per il commercio estero, per poi subire in autunno di nuovo maggiori pressioni al rialzo in seguito alla seconda ondata pandemica e all'accresciuta incertezza prima delle elezioni negli Stati Uniti. Solo con la prospettiva della disponibilità di un vaccino COVID-19 e con la connessa speranza di una ripresa più rapida dell'economia mondiale, il franco si è recentemente di nuovo indebolito, collocandosi su base ponderata per il commercio estero a un livello superiore in termini nominali di quasi l'1,5% rispetto a fine giugno (grafico 3). La sua valutazione rimane pertanto elevata.

Come emerge dai nostri rapporti intermedi, fino a metà anno siamo intervenuti sul mercato dei cambi con oltre 90 miliardi di franchi. Il franco ponderato per l'interscambio si è

Conferenza stampa

rafforzato da inizio anno di circa il 5,0% in termini reali. Senza i nostri interventi, l'apprezzamento sarebbe stato di gran lunga maggiore e avrebbe penalizzato ancor di più la nostra economia nell'attuale contesto straordinariamente difficile.

Ultimi preparativi per il passaggio al SARON

Vengo ora a illustrare la transizione dal Libor in franchi al SARON. La fine del Libor in franchi si sta ormai avvicinando rapidamente, tanto che in novembre il suo amministratore ha avviato una procedura di consultazione riguardo alla cessazione di questo tasso di riferimento entro la fine del 2021. Di conseguenza, agli operatori di mercato in Svizzera restano presumibilmente ancora circa dodici mesi per completare i lavori necessari a garantire un passaggio agevole al nuovo tasso. Soltanto il Libor in dollari USA verrà probabilmente esteso fino a metà 2023 per le scadenze principali. Questa proroga non influisce tuttavia in alcun modo sul Libor in franchi, su cui vertono le mie considerazioni.

Perché la transizione avvenga in modo ordinato, è fondamentale che i mercati del credito e dei derivati si convertano al SARON quanto prima. Sul mercato del credito l'offerta di prodotti indicizzati al SARON sta crescendo, come evidenziato anche dall'introduzione negli ultimi mesi di prodotti ipotecari ancorati a questo tasso da parte di diverse banche.

Il mercato dei derivati collegati al SARON, per contro, continua ad essere nettamente meno liquido di quello basato sul Libor, con volumi di scambio tuttora molto più esigui (grafico 4). Dal momento che in Svizzera non disponiamo di una curva dei titoli di Stato liquida per tutte le scadenze, la curva dei tassi swap quale riferimento per la determinazione dei prezzi di crediti e obbligazioni a tasso fisso è di grande importanza. Venendo meno il Libor in franchi, questa significativa funzione di riferimento ricadrà sulla curva swap indicizzata al SARON.

È importante che i contratti basati sul Libor che non possono essere convertiti al SARON prima della fine del 2021 siano muniti di solide clausole di fallback. L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ha recentemente pubblicato simili clausole per contratti derivati. La presenza di clausole di fallback riduce al minimo i rischi legati alla cessazione del Libor in franchi e costituisce quindi una rete di sicurezza.

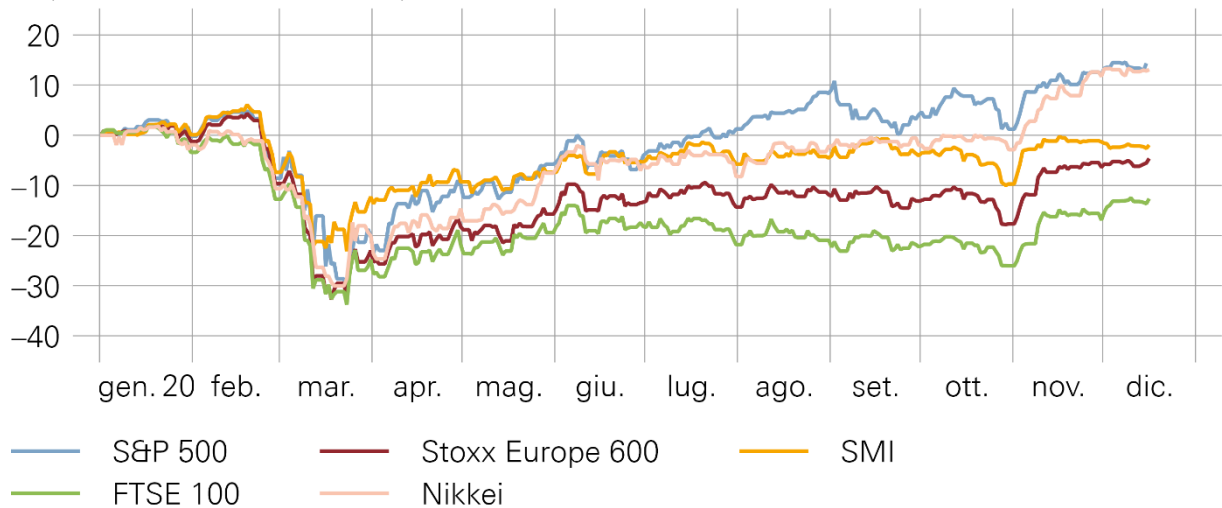
La BNS, dal canto suo, sta compiendo ulteriori passi avanti nella transizione al SARON. Entro la fine del 2021 non avrà più in gestione strumenti derivati ancorati al Libor. Con effetto da tale data provvederà inoltre a eliminare dal proprio elenco dei titoli stanziabili tutte le obbligazioni a tasso variabile (Floating Rate Notes, FRN) basate sul Libor. Vengono così rescissi gli ultimi legami della politica monetaria e di investimento della BNS con il Libor.

Conferenza stampa

Grafici

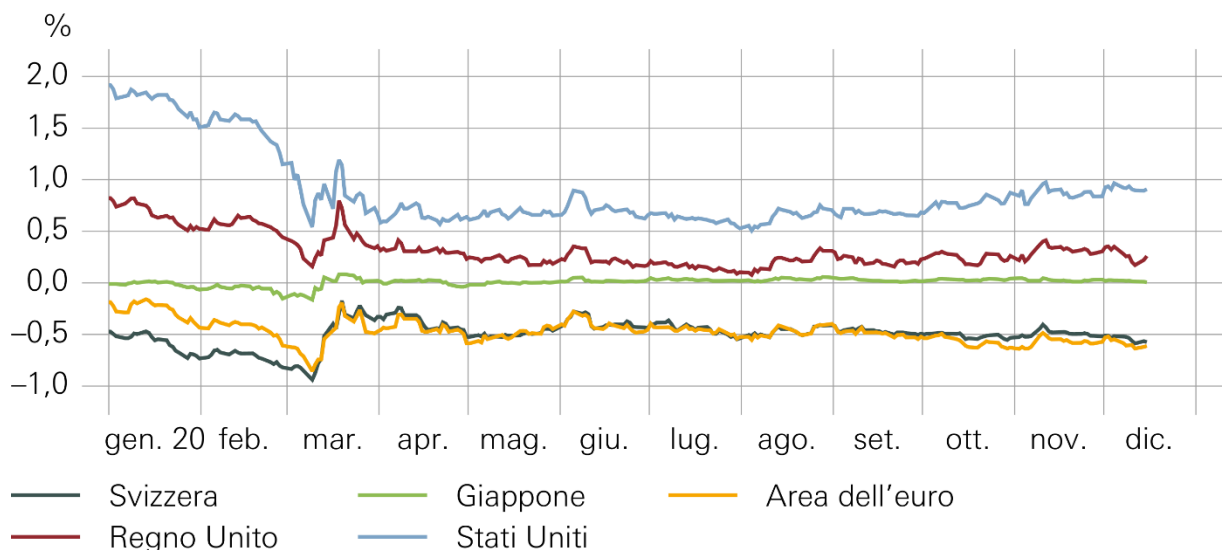
GRAFICO 1: MERCATI AZIONARI GLOBALI

% (variazione dal 01.01.2020)



Fonti: Bloomberg e BNS.

GRAFICO 2: RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO DECENNALI

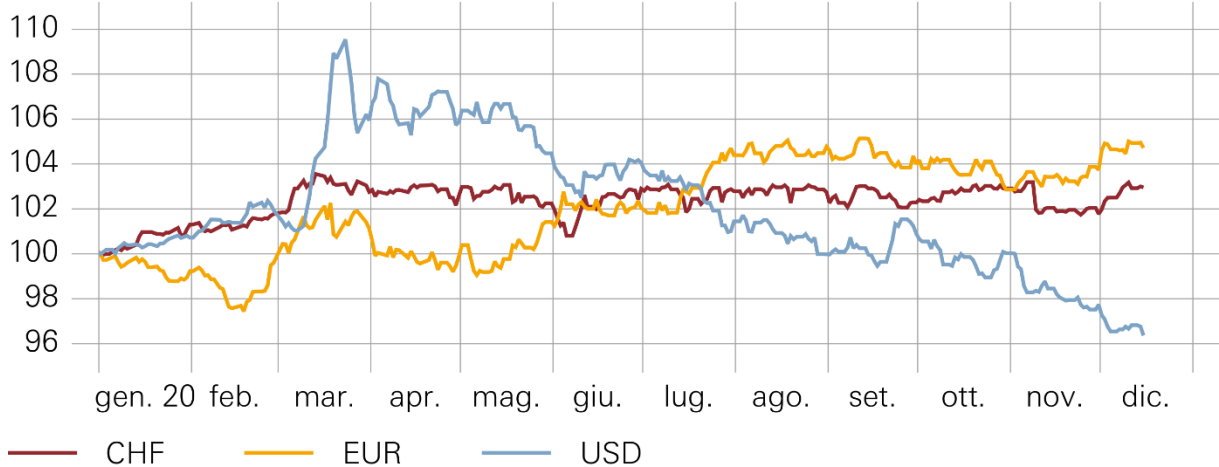


Fonti: Bloomberg e BNS.

Conferenza stampa

GRAFICO 3: TASSI DI CAMBIO (NOMINALI) PONDERATI PER IL COMMERCIO ESTERO

Indice (01.01.2020 = 100)

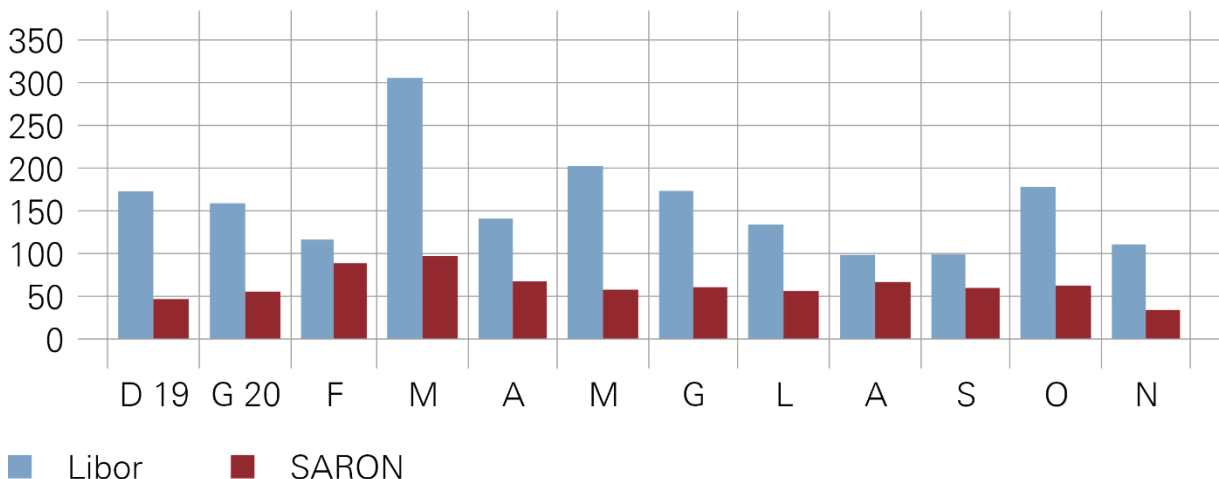


Fonti: Bloomberg e BNS.

GRAFICO 4: SWAP SU TASSI DI INTERESSE BASATI SUL LIBOR E SUL SARON

Volumi mensili (stime)

In miliardi di CHF



Fonti: BNS e dati del Trade Repository ai sensi della Legge sull'infrastruttura finanziaria (LInFi).