

**Embargo**

9 aprile 2024, ore 18.30

---

**Tassi di interesse e interventi sul mercato dei cambi:  
assicurare la stabilità dei prezzi in tempi difficili**

Conferenza pubblica al CIMB

**Martin Schlegel\***

Vicepresidente della Direzione generale

Banca nazionale svizzera

Ginevra, 9 aprile 2024

© Banca nazionale svizzera (discorso originale in inglese)

---

\* Il relatore ringrazia Anne Kathrin Funk per il supporto fornito nella preparazione della presente relazione. Un sentito ringraziamento va inoltre a Claudia Aebersold, Toni Beutler, Tobias Cwik, Sophie Faber, Lukas Hauri, Sébastien Kraenzlin, Matthias Lutz, Thomas Maag, Dewet Moser e Raphael Reinke nonché ai servizi linguistici della BNS.

Signore e signori,

è un piacere per me essere qui presente al centro internazionale di studi monetari e bancari (CIMB) di Ginevra. La città sul Lemano incarna la specificità dell'economia Svizzera, ovvero il suo essere piccola e aperta. Ginevra è piccola, è integrata in una grande economia, la Svizzera, al confine con un'altra, la Francia. E Ginevra è anche aperta: ospita infatti oltre 100 organizzazioni internazionali. L'OMC e l'ONU, per citarne due, distano pochi passi dalla Maison de la Paix, sede dell'odierna conferenza.

Tuttavia, se confrontata con i paesi limitrofi, anche la Svizzera può considerarsi piccola. È circondata dallo Spazio economico europeo, seconda area economica al mondo. In quanto economia aperta, è fortemente dipendente dalla domanda estera: cresce quando i paesi nostri partner commerciali sono in una fase di espansione e rallenta quando la loro economia frena. Data questa stretta interconnessione, il tasso di cambio svolge un ruolo cruciale – per l'economia, per l'inflazione e per la politica monetaria.

Questa sera vorrei passare in rassegna la nostra politica monetaria degli ultimi quindici anni, con particolare riferimento al tasso di cambio e agli interventi valutari.

## **Il ruolo del tasso di cambio nella politica monetaria svizzera**

Prima di analizzare alcuni episodi delle nostre operazioni sui mercati valutari, è utile descrivere brevemente il ruolo del tasso di cambio nella politica monetaria svizzera.

Il mandato della Banca nazionale è quello di assicurare la stabilità dei prezzi, tenendo conto dell'evoluzione congiunturale. Definiamo la stabilità dei prezzi come un'inflazione annua positiva inferiore al 2%.

Inflazione e tasso di cambio sono connessi tramite due canali (slide 2). Primo, in modo diretto, attraverso i prezzi all'importazione. Un deprezzamento del franco rende le importazioni più care, alimentando l'inflazione, mentre un suo apprezzamento le rende più convenienti, riducendola. Poiché le importazioni costituiscono pressappoco un quarto del paniere dei consumi, l'effetto di questo canale è rilevante.

Secondo, il tasso di cambio incide sull'inflazione indirettamente attraverso il ciclo economico. Un deprezzamento del franco corrobora l'attività economica, il che tende a far innalzare l'inflazione. Un suo apprezzamento invece rallenta l'economia, contenendo tendenzialmente l'aumento dei prezzi. Per la Svizzera questo meccanismo è importante, in quanto il commercio estero rappresenta una quota consistente del nostro prodotto interno lordo (PIL). Il nostro Paese guadagna un franco su due all'estero e il settore delle esportazioni è considerato a giusto titolo il volano dell'economia svizzera.

Dato che il tasso di cambio influenza l'andamento dell'inflazione e dell'economia, esso svolge un ruolo fondamentale per la nostra politica monetaria. Al fine di mantenere la stabilità dei prezzi, agiamo sulle condizioni monetarie, le quali sono determinate da tassi di interesse e tasso di cambio. Affinché esse rimangano appropriate, fissiamo il tasso guida BNS. Possiamo

però influenzare dette condizioni anche ricorrendo a misure aggiuntive di politica monetaria, ad esempio gli interventi sul mercato dei cambi. Dal 2022 queste sono esplicitamente menzionate nella nostra strategia di politica monetaria, a dimostrazione della crescente importanza che esse hanno acquisito negli ultimi anni<sup>1</sup>.

Il tasso guida BNS rimane l'elemento centrale nell'attuazione della nostra politica monetaria; influisce direttamente sui tassi di interesse in generale e, indirettamente, sul tasso di cambio. All'occorrenza interveniamo però anche sul mercato valutario, producendo un effetto diretto sui cambi.

Per decenni, il tasso di cambio ha svolto un ruolo chiave per l'economia svizzera e la nostra politica monetaria. Tuttavia, abbiamo cominciato a intervenire massicciamente sul mercato valutario soltanto durante la crisi finanziaria globale<sup>2</sup>. Questi interventi sono iniziati quasi esattamente quindici anni fa, il 12 marzo 2009. Qual era la logica alla base di questa decisione?

## **Sintesi di 15 anni di interventi valutari**

*Marzo 2009: inizio degli interventi valutari*

All'epoca ci trovavamo in piena crisi finanziaria globale. Lehman Brothers era fallita solo sei mesi prima. I mercati azionari collassarono, l'economia mondiale crollò e l'inflazione precipitò. Le banche centrali di tutto il mondo abbassarono rapidamente i tassi di politica monetaria e aumentarono la liquidità. In molti paesi i tassi toccarono lo zero, allora considerato il limite inferiore, ovvero lo «zero lower bound».

Il dissesto finanziario internazionale si propagò anche al mercato finanziario svizzero. La contrazione della domanda globale colpì l'economia del nostro Paese. Gli investitori in cerca di un porto sicuro si rifugiarono nel franco svizzero, il quale subì forti pressioni all'apprezzamento, e la volatilità registrò un sensibile aumento (slide 3).

L'outlook sull'inflazione peggiorò e il rischio di deflazione si fece acuto. La BNS dovette agire con decisione e tagliò allo 0,25%<sup>3</sup> il proprio tasso di interesse di politica monetaria. Anche con un tasso vicino allo zero, le condizioni monetarie sarebbero state ancora troppo restrittive. Furono quindi necessarie misure aggiuntive. A differenza di altre banche centrali, la BNS non era in grado di acquistare obbligazioni in quantità sufficienti ad allentare ulteriormente la politica monetaria, dato che il mercato obbligazionario in franchi era troppo esiguo. Procedemmo invece a interventi sul mercato dei cambi, affrontando quindi direttamente la principale causa del rischio di deflazione: l'apprezzamento del franco.

---

<sup>1</sup> Fino al 2022, le misure aggiuntive venivano citate nell'illustrazione della strategia, ma non erano esplicitamente incluse.

<sup>2</sup> Già in precedenza, la BNS interveniva sul mercato dei cambi, ma in misura molto minore.

<sup>3</sup> Nel marzo del 2009, la BNS abbassò la fascia obiettivo per il Libor a 3 mesi a un intervallo compreso tra lo 0 e lo 0,75%, annunciando che avrebbe manovrato i tassi del mercato monetario affinché si avvicinassero al limite inferiore intorno allo 0,25%.

All'epoca ero responsabile dell'unità Operazioni in cambi e oro. Perciò l'argomento mi sta particolarmente a cuore e potrei parlarne per ore, ma ho a disposizione soltanto 30 minuti. Passerò pertanto a un altro episodio saliente degli interventi valutari da parte della BNS: la crisi dell'euro e l'introduzione del tasso di cambio minimo.

#### *Crisi del debito sovrano europeo e introduzione del tasso di cambio minimo*

La crisi finanziaria globale fu presto seguita dalla crisi del debito sovrano europeo, che ebbe inizio nel 2010 e si aggravò significativamente nell'estate del 2011. Il franco era soggetto a forti spinte al rialzo (slide 4). Dallo scoppio della crisi finanziaria globale nell'estate del 2007 all'estate del 2011, l'apprezzamento rispetto all'euro aveva raggiunto quasi il 40%. Il franco arrivò praticamente alla parità con la moneta unica. Il rapido apprezzamento fece nuovamente aumentare il rischio di deflazione.

Il rischio di deflazione e la minaccia che questa rappresentava per l'economia elvetica imposero una risposta rigorosa. Fu così che introducemmo una soglia minima per il tasso di cambio, fissata in 1,20 franchi per euro<sup>4</sup>. Ci impegnammo ad acquistare valuta estera in quantità illimitata in sua difesa. L'annuncio del tasso di cambio minimo fu un segnale forte. La misura si rivelò efficace e stabilizzò l'inflazione a medio termine. Essa permise inoltre una maggiore sicurezza nella pianificazione alle imprese. Successivamente, l'economia conobbe una crescita solida.

#### *Abolizione del tasso di cambio minimo e interesse negativo*

Andiamo avanti di altri tre anni. Nel corso del 2014, i mercati anticiparono una divergenza fra gli orientamenti monetari di Stati Uniti e area dell'euro: si attendevano un inasprimento della politica monetaria statunitense mentre, nel frattempo, la Banca centrale europea aveva segnalato la necessità di ulteriori misure incisive di allentamento monetario verso la fine dell'anno<sup>5</sup>.

Le aspettative divergenti riguardo alle politiche monetarie influenzarono i tassi di cambio: l'euro perse significativamente valore rispetto al dollaro USA, il che a sua volta determinò un indebolimento del franco rispetto alla moneta americana. A prevalere era una debolezza diffusa dell'euro. Il franco si avvicinò al tasso di cambio minimo di 1,20 franchi per euro e fummo costretti a intervenire per mantenere l'impegno preso (slide 5).

In tale contesto, il tasso di cambio minimo non era più sostenibile. La sua difesa a oltranza avrebbe comportato costi ingenti sotto diversi aspetti: interventi ancor più massicci, perdita di controllo sul nostro bilancio e perdita di credibilità.

Per questo motivo, il 15 gennaio 2015 decidemmo di abolirlo. Allo stesso tempo portammo il nostro tasso di politica monetaria a  $-0,75\%$ <sup>6</sup>. In quel mese l'apprezzamento iniziale in termini nominali fu considerevole. In Svizzera l'inflazione divenne negativa, salvo poi tornare a salire

---

<sup>4</sup> La BNS introdusse il tasso di cambio minimo il 6 settembre 2011.

<sup>5</sup> Il 22 gennaio 2015, la BCE aveva in effetti annunciato un vasto programma di allentamento quantitativo.

<sup>6</sup> L'interesse negativo fu introdotto nel dicembre del 2014, con un tasso pari a  $-0,25\%$ .

gradualmente nel secondo semestre del 2015. Nei mesi successivi, interesse negativo e acquisti di valuta estera attenuarono in una certa misura la spinta rialzista sul tasso di cambio e la deflazione. In termini reali l'apprezzamento fu meno pronunciato nel corso del 2015.

Lo «shock del franco» fu una sfida impegnativa per molte imprese. Il repentino apprezzamento colpì in particolare le aziende esportatrici. A Ginevra la gente faceva la fila per comprare euro da spendere in Francia e i commercianti dovettero abbassare i prezzi per trattenere la clientela.

Guardando indietro possiamo dire che, per fortuna, l'economia svizzera nel suo complesso si dimostrò ancora una volta assai flessibile e innovativa<sup>7</sup>. Molte società riuscirono ad assorbire lo shock comprimendo ulteriormente i propri margini di guadagno; furono costrette a tagliare i costi per rimanere competitive. Il PIL diminuì nel primo trimestre, ma si riprese nel prosieguo dell'anno e l'aumento della disoccupazione fu solo moderato.

Dopo l'abolizione del tasso di cambio minimo continuammo ad agire sul mercato dei cambi. La nostra attenzione non era più focalizzata su un'unica moneta – l'euro – ma sulla situazione valutaria complessiva<sup>8</sup>.

#### *Vendite di valuta estera per contrastare l'elevata inflazione*

Veniamo ora al 2021.

Verso la fine della pandemia abbiamo assistito a un'impennata dei prezzi energetici. Le catene di approvvigionamento globali erano interrotte. Allo stesso tempo, la revoca delle misure di confinamento ha permesso alle famiglie di riprendere le consuete abitudini di consumo. La guerra in Ucraina ha ulteriormente esacerbato la situazione. L'inflazione è aumentata sensibilmente in tutto il mondo. Anche in Svizzera essa è cresciuta, seppure più tardi e in misura minore (slide 6). All'inizio in particolare per effetto del rincaro delle importazioni, soprattutto di energia, il quale si è poi propagato all'inflazione interna (slide 7).

Data la consistente pressione inflazionistica, era venuto il momento di inasprire la politica monetaria. Abbiamo cessato gli acquisti di valuta estera e lasciato che il franco si apprezzasse, contenendo in tal modo l'inflazione importata. Nel giugno 2022 abbiamo innalzato il tasso guida BNS di 50 punti base portandolo a -0,25% e nel quarto trimestre dello stesso anno abbiamo iniziato a vendere valuta estera per sostenere l'effetto restrittivo dei tassi di interesse. Nel 2022, le vendite sono assommate a circa 22 miliardi di franchi, e nel 2023 addirittura a circa 133 miliardi di franchi. Per inquadrare questa cifra nel giusto contesto si consideri che 133 miliardi di franchi corrispondono al 17% del PIL elvetico.

La combinazione di tassi di interesse in crescita e vendite di valuta estera si è rivelata efficace nel riportare l'inflazione rapidamente entro l'area di stabilità dei prezzi. L'apprezzamento del franco ha in particolare attenuato l'inflazione importata, un fattore che inizialmente ha svolto

---

<sup>7</sup> Si veda la relazione di Fritz Zurbrügg, «Compétitivité des entreprises suisses - La contribution de la BNS», tenuta in occasione dello Swiss CFO Day il 13 gennaio 2016.

<sup>8</sup> Nello specifico, sulle monete contro le quali veniva scambiato il franco.

un ruolo importante. L'aumento dei tassi di interesse ha avuto un effetto più ampio, smorzando tanto l'inflazione importata quanto quella nazionale<sup>9</sup>. Senza il ricorso alle vendite di valuta estera, la BNS avrebbe dovuto aumentare maggiormente il tasso guida. La nostra azione decisa ha contribuito a mantenere ancorate le aspettative inflazionistiche a medio termine.

## Un giudizio su 15 anni di interventi valutari

Ho iniziato le mie osservazioni proponendo una retrospettiva sulla nostra politica monetaria degli ultimi 15 anni. Qual è il mio giudizio? Per rispondere, vorrei soffermarmi su tre aspetti: il primo riguarda l'effetto collaterale degli interventi valutari, ovvero l'ingente bilancio, il secondo gli adattamenti costanti che richiede l'attuazione degli interventi sul mercato dei cambi e il terzo il contributo degli interventi valutari all'assolvimento del nostro mandato, ossia garantire la stabilità dei prezzi.

*Effetto collaterale: l'ingente bilancio.*

Innanzitutto, qual è l'effetto collaterale?

Per assolvere il proprio mandato, la BNS ha aumentato in misura significativa le riserve in valuta e quindi il proprio bilancio (slide 8). È importante osservare che l'entità del bilancio è il risultato della nostra politica monetaria. Nel 2022 ha raggiunto il valore record di 1000 miliardi di franchi, quasi una volta e mezzo il PIL della Svizzera.

La crescita delle riserve in valuta comporta una conseguenza: gli utili e le perdite in termini assoluti fluttuano fortemente. Queste oscillazioni dipendono perlopiù dall'andamento dei mercati finanziari internazionali e dal fatto che non possiamo coprire i rischi di cambio<sup>10</sup>. In particolare, i nostri risultati di esercizio sono influenzati dall'evoluzione dei tassi di cambio, delle quotazioni azionarie e dei tassi di interesse.

Fino al 2021 avevamo registrato utili elevati nella maggior parte degli anni (slide 9). Nel 2020 e nel 2021 siamo persino riusciti ad aumentare in modo considerevole, fino ad un massimo di sei miliardi di franchi, la distribuzione dell'utile a Confederazione e Cantoni, ossia circa il 3% delle entrate federali e cantonali. Tuttavia, nel 2022 i mercati finanziari hanno espresso una performance alquanto debole. Inoltre, il franco si è apprezzato del 5% in termini ponderati per il commercio estero. La BNS ha pertanto registrato una perdita di 132,5 miliardi di franchi e non è stato quindi possibile effettuare una distribuzione dell'utile alla Confederazione e ai Cantoni.

Uno degli effetti collaterali degli interventi valutari sono le oscillazioni più marcate nel risultato di esercizio della BNS, dovute alle dimensioni del bilancio e ai più elevati rischi di cambio. Chi si faceva carico del rischio di cambio prima?

---

<sup>9</sup> Si veda il contributo di Thomas Jordan (2024), «The Swiss National Bank's monetary policy response to the post-Covid period of high inflation», *Monetary Policy Response to the Post-Pandemic Inflation*, Centre of Economic Policy and Research.

<sup>10</sup> Il rischio di cambio non è coperto contro il franco svizzero, dato che ciò influenzerebbe la domanda di questa moneta.

Con gli acquisti di valuta estera da parte della BNS, i rischi si sono spostati dal settore privato alla BNS. Anche imprese e investitori svizzeri sono esposti a rischi di cambio, in quanto generano profitti all'estero o detengono attivi denominati in altre valute. Dal 2009 sono in aumento i rimpatri di profitti dall'estero e le coperture dei rischi valutari da parte di imprese e investitori svizzeri<sup>11</sup>. Ciò ha aumentato la pressione all'apprezzamento sul franco. La BNS si è assunta una parte di tali rischi per preservare la stabilità dei prezzi.

La BNS deve disporre di un capitale sufficiente a sostenere le ampie fluttuazioni dei risultati di esercizio. L'attuale rapporto fra capitale proprio e totale di bilancio permane basso a seguito della pesante perdita registrata nel 2022. L'incremento del capitale proprio della BNS deve avere priorità sulla distribuzione degli utili.

Il nostro mandato è garantire la stabilità dei prezzi, non generare profitti.

*L'attuazione degli interventi sul mercato dei cambi richiede adattamenti costanti*

Passiamo al secondo aspetto: l'attuazione.

L'efficace attuazione degli interventi sul mercato dei cambi richiede adattamenti e analisi costanti. Il mercato valutario è in continua evoluzione. La negoziazione elettronica, ad esempio, è diventata la norma. Oggi più del 75% del volume delle contrattazioni avviene per via elettronica; a titolo di confronto, nel 2009 le operazioni venivano in larga parte condotte al telefono. Inoltre, il mercato è andato via via frammentandosi: ora la negoziazione si svolge su varie piattaforme e non solo sui mercati primari. Pertanto, il mercato valutario è diventato non solo più veloce, ma anche molto più complesso.

La BNS si tiene al passo con questi sviluppi. Per farlo, investiamo costantemente in tecnologie di trading. Ma non basta. Per seguire il ritmo dei cambiamenti del mercato investiamo anche massicciamente nelle nostre capacità analitiche e nella struttura operativa. La nostra succursale di Singapore ne è un esempio. Essa ci permette infatti di essere operativi 24 ore al giorno, dal lunedì mattina in Australia al venerdì sera negli Stati Uniti. Negli ultimi 15 anni abbiamo accumulato una notevole esperienza che, insieme all'impiego di nuove tecnologie, costituisce un fattore cruciale ai fini di un'efficace conduzione delle operazioni sul mercato dei cambi.

*La politica monetaria al servizio della stabilità dei prezzi*

Terzo punto, gli interventi sul mercato dei cambi hanno contribuito alla stabilità dei prezzi?

La risposta è sì. Abbinando la regolazione del tasso di politica monetaria agli interventi sul mercato dei cambi, la BNS è riuscita ad assicurare condizioni monetarie adeguate, sia in una fase di bassa inflazione con il tasso di politica monetaria vicino al limite inferiore effettivo, che in una fase di alta inflazione. Il mix di strumenti di politica monetaria messo in campo durante la recente fase di inflazione elevata illustra bene come i rialzi del tasso guida e le

---

<sup>11</sup> La Svizzera detiene all'estero ingenti patrimoni che fruttano dividendi e interessi. Inoltre, la nostra economia genera utili anche su base netta, ossia dalla differenza positiva tra esportazioni e importazioni. Generalmente gli utili sono reinvestiti all'estero. A seguito della crisi finanziaria globale, il capitale derivante da questi utili è rifluito in misura crescente verso la Svizzera e il franco.

vendite di valuta estera si completino a vicenda. Grazie a ciò, l'inflazione è rientrata nell'area di stabilità dei prezzi.

Siamo riusciti a mantenere l'inflazione in tale area per buona parte degli ultimi 15 anni (slide 10). Vi sono stati episodi in cui essa ne è temporaneamente uscita. L'inflazione media degli ultimi 15 anni è stata pari allo 0,3%. Senza gli acquisti di valuta sarebbe risultata molto più bassa, secondo alcune stime addirittura ampiamente sotto lo zero; di conseguenza, non avremmo assolto il nostro mandato<sup>12</sup>.

Signore e signori, la Banca nazionale svizzera conduce la politica monetaria nell'interesse generale del Paese. La stabilità dei prezzi è cruciale ai fini di un'economia prospera. Gli interventi valutari sono stati necessari per assicurare la stabilità dei prezzi, dimostrandosi, all'occorrenza, un buon complemento alla regolazione dei tassi di interesse. Ricorriamo agli interventi sul mercato dei cambi solo quando è indispensabile. Il nostro riferimento è il nostro mandato, ovvero garantire la stabilità dei prezzi.

---

<sup>12</sup> Si veda Tobias Cwik & Christoph Winter (2024), «FX interventions as a form of unconventional monetary policy», *SNB Working Papers*.

---

# Tassi di interesse e interventi sul mercato dei cambi: assicurare la stabilità dei prezzi in tempi difficili

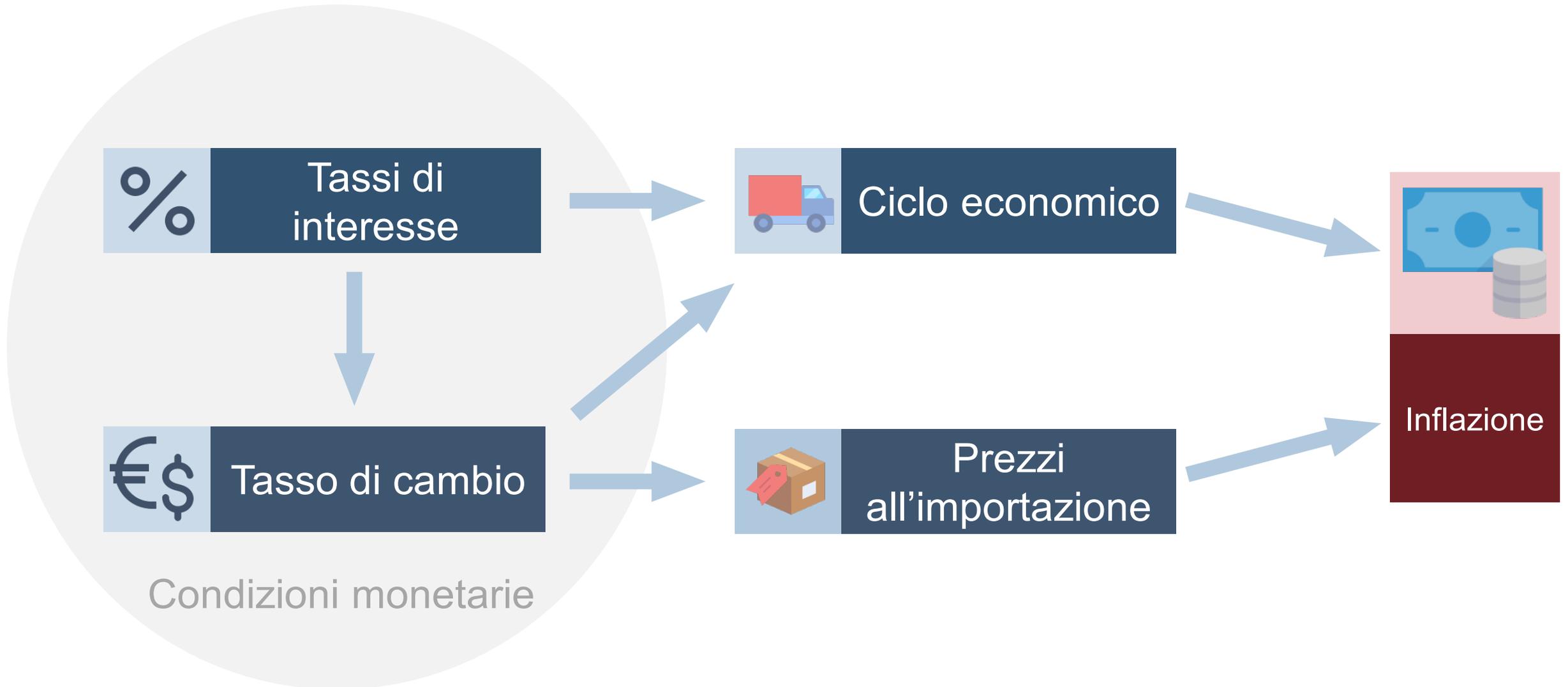
Martin Schlegel  
Vicepresidente della Direzione generale

Conferenza pubblica al CIMB, 9 aprile 2024

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK

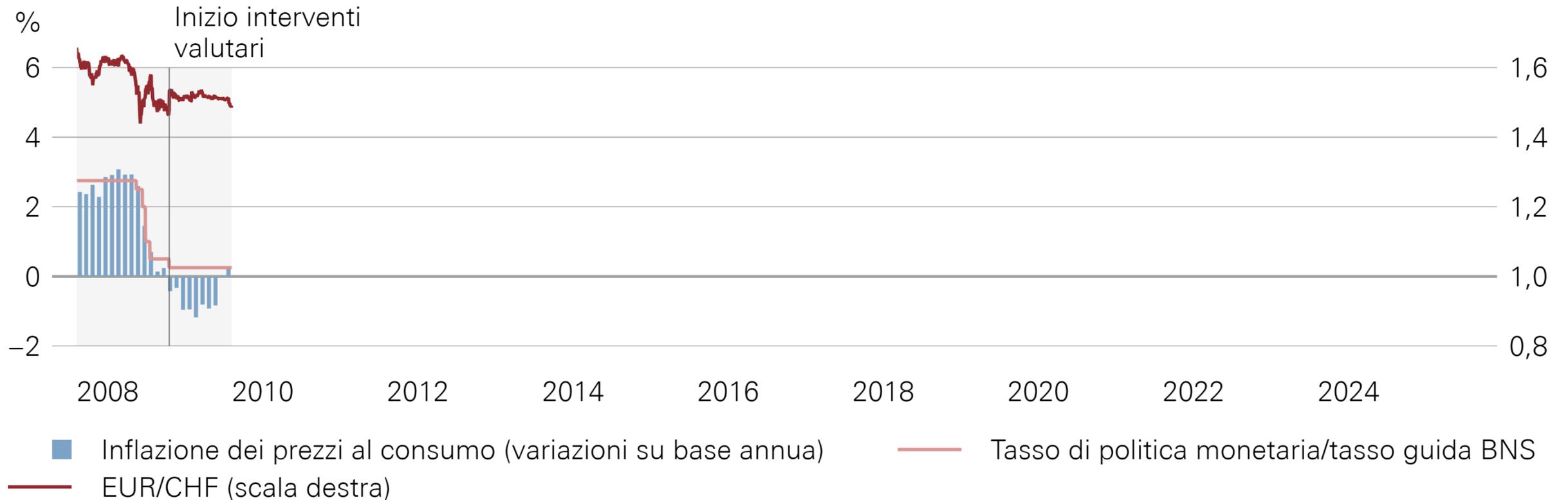


# Il ruolo del tasso di cambio nella politica monetaria svizzera



# Marzo 2009: inizio degli interventi sul mercato dei cambi

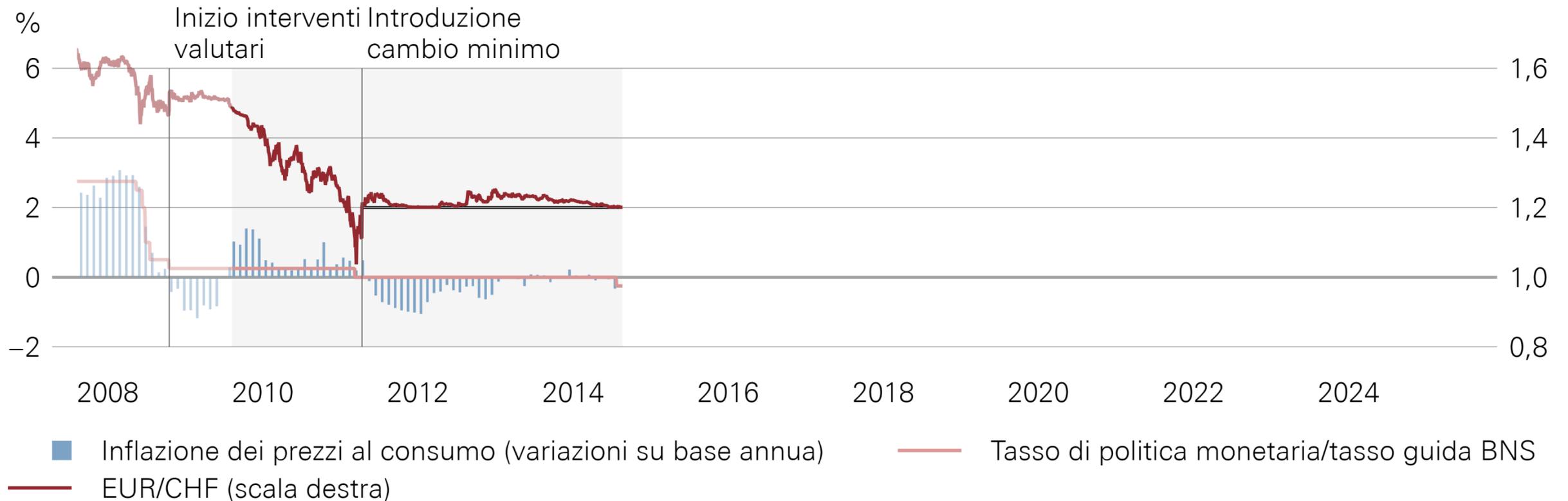
## INFLAZIONE E CONDIZIONI MONETARIE



Fonti: BNS e UST.

# Crisi dell'euro e introduzione del tasso di cambio minimo

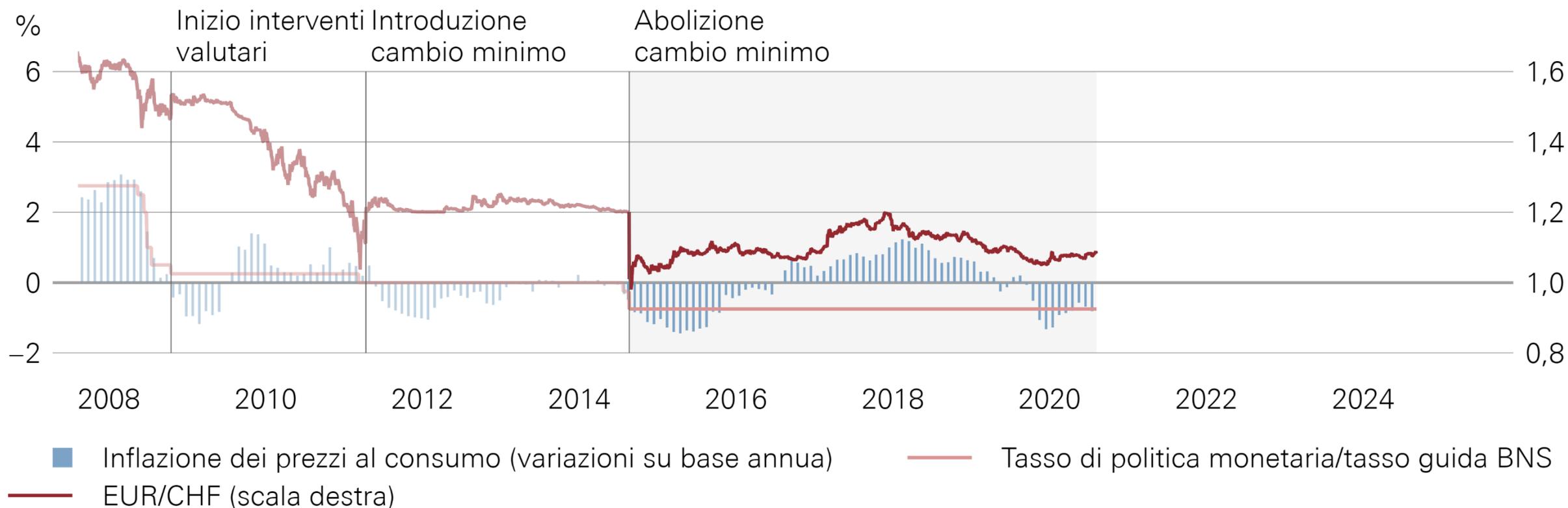
## INFLAZIONE E CONDIZIONI MONETARIE



Fonti: BNS e UST.

# Abolizione del tasso di cambio minimo e interesse negativo

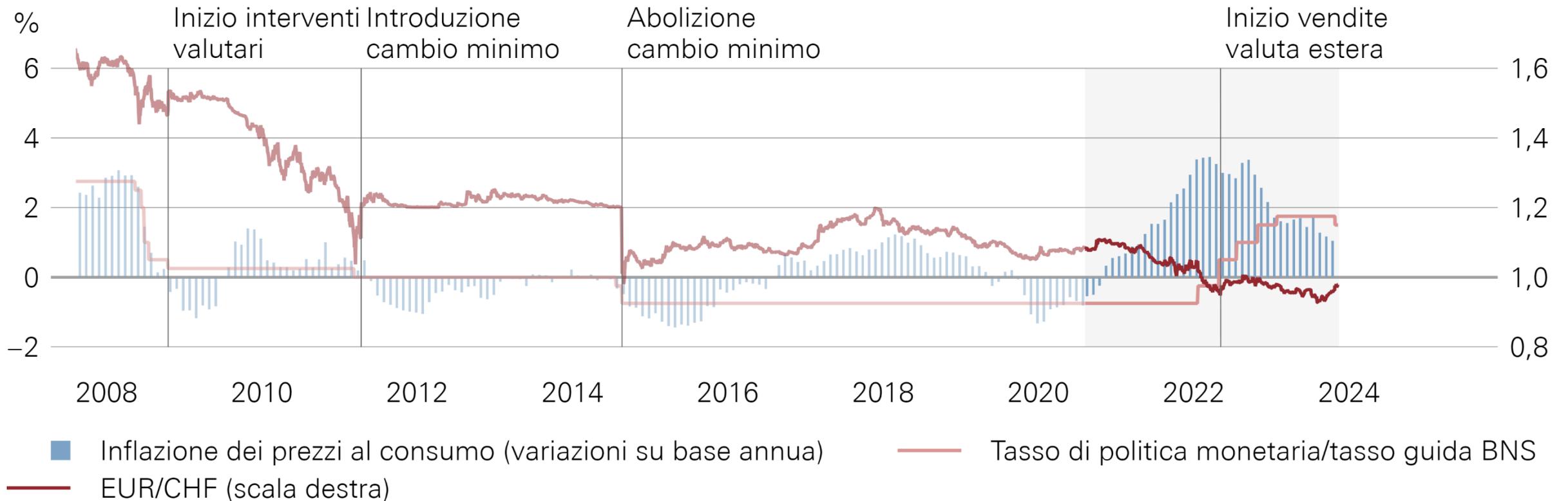
## INFLAZIONE E CONDIZIONI MONETARIE



Fonti: BNS e UST.

# Vendite di valuta estera per contrastare l'elevata inflazione

## INFLAZIONE E CONDIZIONI MONETARIE

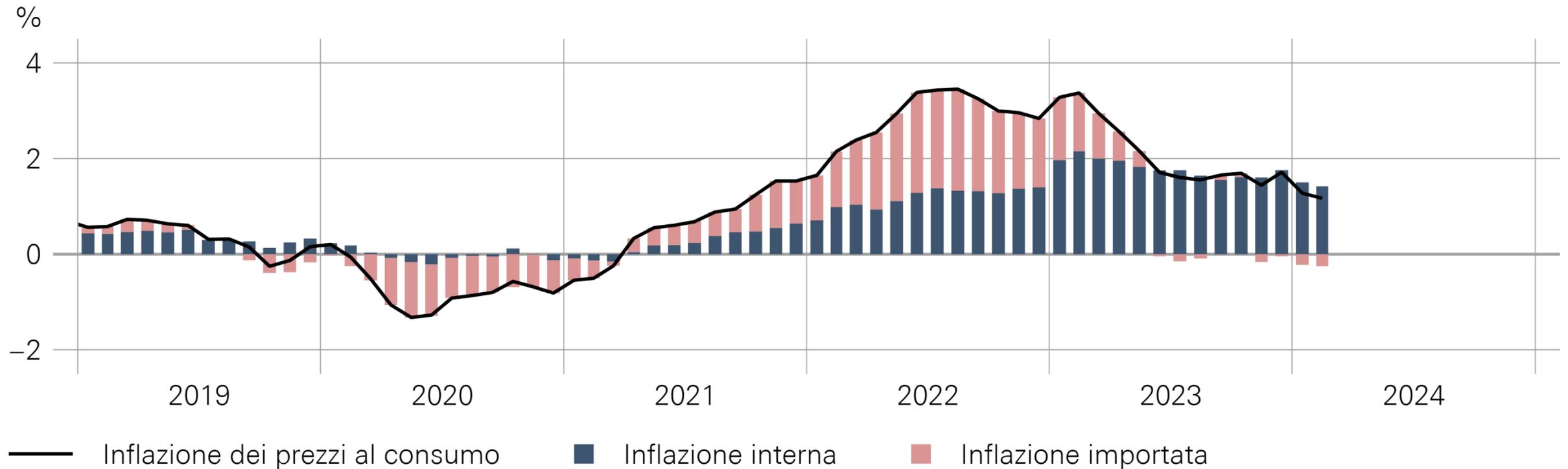


Fonti: BNS e UST.

# Inflazione nuovamente nell'area di stabilità dei prezzi

## CONTRIBUTI ALL'INFLAZIONE DEI PREZZI AL CONSUMO IN SVIZZERA

Dati non destagionalizzati, variazioni su base annua

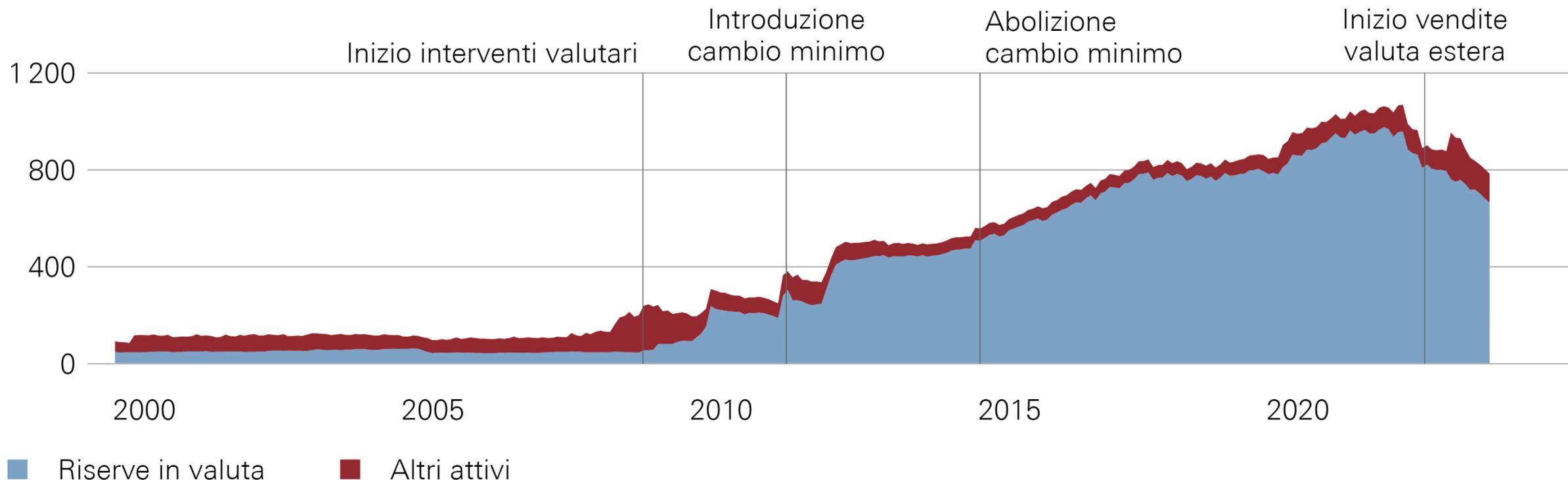


Fonti: BNS e UST.

# Effetto collaterale: il bilancio della BNS è cresciuto...

## BILANCIO DELLA BNS

In miliardi di franchi

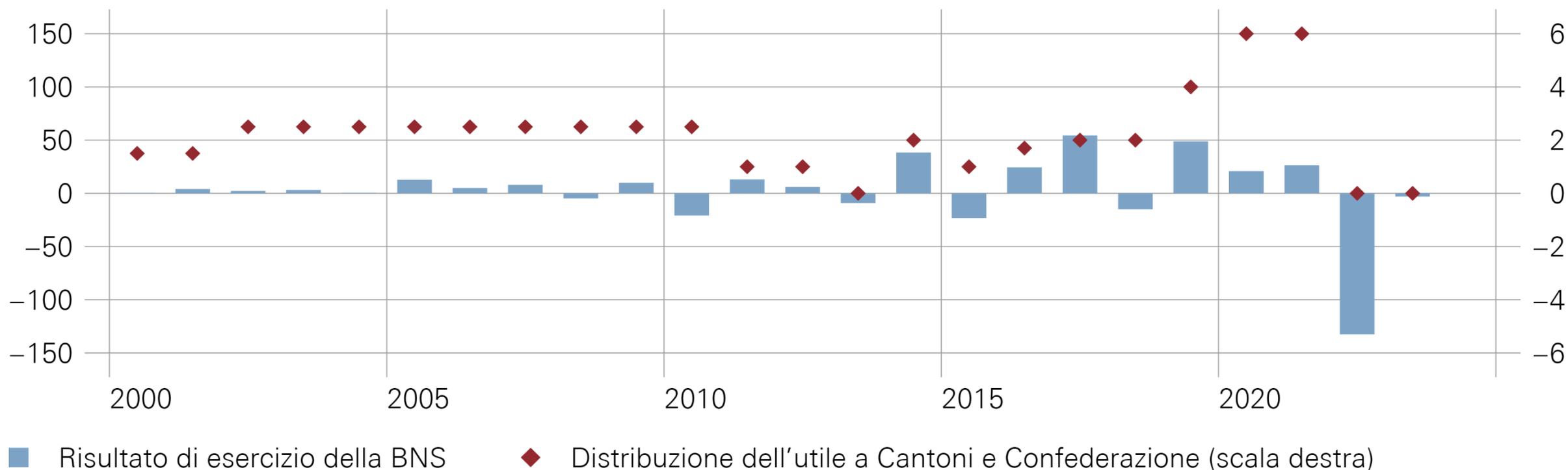


Fonte: BNS.

# ...comportando maggiori fluttuazioni nel risultato di esercizio della BNS

## RISULTATO DI ESERCIZIO E DISTRIBUZIONE DELL'UTILE

In miliardi di franchi

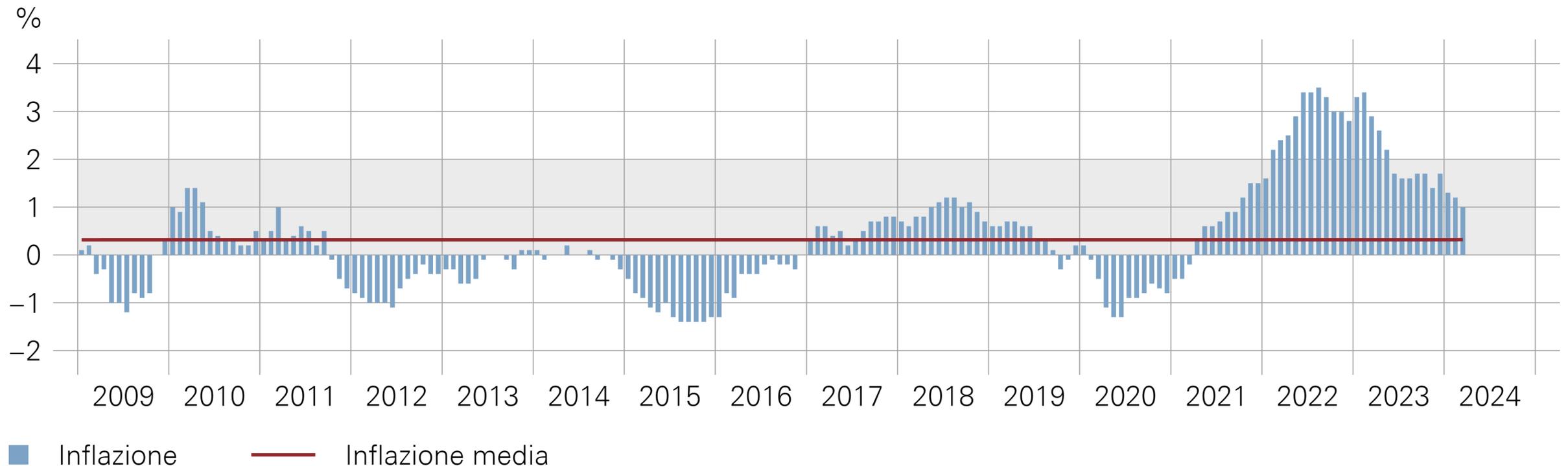


Fonte: BNS.

# Gli interventi sul mercato dei cambi hanno contribuito ad assicurare la stabilità dei prezzi

## INFLAZIONE DEI PREZZI AL CONSUMO

Dati non destagionalizzati, variazioni su base annua



Fonti: BNS e UST.

---

# Grazie per la vostra attenzione!

© Banca nazionale svizzera

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK

