

## Cambio di paradigma?

Raiffeisen Economic Research

economic-research@raiffeisen.ch

Tel. +41 (0)44 226 74 41



Quando leggerete queste righe, che ho scritto ieri, forse saprete già cosa avrà deciso oggi la BNS. La decisione odierna è in fondo solo l'epilogo di diverse settimane cariche di suspense. Vale la pena passarle di nuovo in rassegna perché la fantasia di alcuni operatori di mercato sembrava non conoscere limiti.

A mia memoria, le decisioni delle autorità monetarie non sono mai state attese con tanto nervosismo. Un altro dato sempre più evidente è la crescente divergenza di opinioni sulla politica monetaria. Il futuro preannuncia tempi duri e la BNS non ne sarà risparmiata.

Gettiamo dunque uno sguardo indietro. Dopo l'annuncio verbale del presidente della BCE di voler abbassare di nuovo i tassi di interesse e lanciare un nuovo programma di acquisto titoli, i mercati finanziari hanno perso la testa. L'euro è crollato rispetto al dollaro e al franco svizzero e anche i tassi erano in caduta libera sotto la forza di gravità verbale di Draghi. Particolarmente pronunciato è stato il rally delle obbligazioni in CHF. I mercati applicavano una semplice formula: se la BCE indebolisce l'euro, probabilmente anche in misura massiccia, la BNS dovrà seguirla a ruota. Questi eventi sono stati scontati nei prezzi a una velocità supersonica. I rendimenti delle obbligazioni decennali della Confederazione sono scesi a meno un percento e il cambio euro/franco ha sfiorato un nuovo minimo annuale di 1.08. Dopo che Draghi giovedì scorso ha svelato i suoi piani e preannunciato molte mosse già previste, ma anche alcune sorprese, la controreazione dei mercati è stata massiccia. Il cambio CHF/EUR è risalito a 1.10 franchi e la moneta unica si è di nuovo rafforzata anche contro il dollaro USA superando quota 1.10. Ciò ha modificato rapidamente anche le basi decisionali della BNS. Un cambio dell'euro di 1.08 e rendimenti decisamente inferiori a meno un percento avevano creato una situazione molta scomoda per la Direzione generale della nostra banca centrale. La configurazione prevalente ieri, cioè un corso di cambio di 1.10 e rendimenti negativi di «solo» mezzo punto percentuale hanno dato – almeno – una boccata di ossigeno ai responsabili della BNS. Ma cosa ci insegnano tutte queste turbolenze nell'arco di un solo mese?

### Mutevoli come banderuole al vento

Un primo insegnamento: la politica monetaria continua a esercitare un potere indiscusso sui mercati finanziari. Ogni parola dei vertici di una banca centrale deve essere messa sul piatto della bilancia, un aggettivo in più o in meno in una dichiarazione ufficiale deve essere soppesa-

to, affinché il mercato possa trovare un nuovo equilibrio attraverso un processo di trial-and-error. Interpretare le dichiarazioni delle autorità monetarie è sempre stato difficile, ma mai così estremo come nelle ultime quattro settimane, con il loro continuo susseguirsi di segni positivi e negativi. Le ultime settimane hanno inoltre dimostrato che i mercati negoziano le attese e non i fatti. Le attese, però, sono mutevoli come banderuole al vento. Fino alla fine della settimana scorsa sembrava ovvio che la BNS avrebbe abbassato i tassi al -1%, ieri l'altro, il ribasso dei tassi era già completamente scontato nei prezzi, anche ieri, ma in minor misura. Poiché il cambio dell'euro si è mantenuto nel frattempo sopra a 1.10, il margine di manovra della BNS è sensibilmente aumentato.

### Ci sarà la svolta?

Probabilmente neanche il signor Jordan sapeva ieri cosa avrebbe dichiarato oggi. Voleva senza dubbio aspettare fino all'ultimo minuto per lasciarsi aperte tutte le opzioni e reagire in funzione della configurazione di mercato prevalente. La decisione della BNS non sarà stata dettata solo dai mercati, ma anche dalle potenziali reazioni del pubblico e del mondo politico. I fautori di una replica incondizionata delle scelte operate dalla BCE stanno infatti diminuendo. Diventano sempre più numerosi invece gli operatori di mercato che palesano dubbi nei confronti dell'efficacia della politica dei tassi negativi e dei suoi effetti collaterali sempre più tangibili. Questa settimana potrebbe quindi portare un'ulteriore novità di rilievo: una relativizzazione della tesi del differenziale dei tassi finora difesa a spada tratta. Si tratterebbe effettivamente di una svolta nella politica monetaria, addirittura di un cambiamento di paradigma.

### Martin Neff, Economista capo di Raiffeisen

# Cambio di paradigma?

---

## Importanti note legali

### Esclusione di offerta

I contenuti della presente pubblicazione vengono forniti esclusivamente a titolo informativo. Essi non costituiscono dunque né un'offerta agli effetti di legge né un invito o una raccomandazione all'acquisto, ovvero alla vendita, di strumenti di investimento. La presente pubblicazione non rappresenta né un annuncio di quotazione né un prospetto di emissione ai sensi dell'art. 652a o dell'art. 1156 CO. Le condizioni complete applicabili e le avvertenze dettagliate sui rischi relativi a questi prodotti sono contenute nel rispettivo prospetto di quotazione. A causa delle restrizioni legali in singoli paesi, tali informazioni non sono rivolte alle persone la cui nazionalità o il cui domicilio si trovi in un paese in cui l'autorizzazione dei prodotti descritti nella presente pubblicazione sia soggetta a limitazioni.

La presente pubblicazione non ha lo scopo di offrire all'investitore una consulenza in materia d'investimento e non deve essere intesa quale supporto per le decisioni d'investimento. Gli investimenti qui descritti dovrebbero essere effettuati soltanto dopo un'adeguata consulenza Clientela privata e/o dopo l'analisi dei prospetti informativi di vendita vincolanti. Decisioni prese in base alla presente pubblicazione avvengono a rischio esclusivo dell'investitore.

### Esclusione di responsabilità

Raiffeisen Svizzera società cooperativa intraprenderà tutte le azioni opportune atte a garantire l'affidabilità dei dati presentati. Raiffeisen Svizzera società cooperativa non fornisce tuttavia alcuna garanzia relativamente all'attualità, all'esattezza e alla completezza delle informazioni contenute in questa pubblicazione.

Raiffeisen Svizzera società cooperativa non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti, indiretti e consecutivi), causati dalla distribuzione della presente pubblicazione o dal suo contenuto oppure legati alla sua distribuzione. In particolare, non si assume alcuna responsabilità per le perdite derivanti dai rischi intrinseci ai mercati finanziari.

### Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria

La presente pubblicazione non è il risultato di un'analisi finanziaria. Le «Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria» dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) non trovano pertanto applicazione in questa pubblicazione.

---