

**UNIVERSITÀ  
DEGLI STUDI  
DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE  
ECONOMICHE E AZIENDALI  
“MARCO FANNO”**

**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI  
“M.FANNO”**

**CORSO DI LAUREA**

**IN**

**ECONOMIA E MANAGEMENT**

**PROVA FINALE**

**“IL TASSO DI CAMBIO FISSO E LA POLITICA MONETARIA  
SVIZZERA”**

**RELATORE:**

**PROF. GIORGIO BRUNELLO**

**LAUREANDO: JACOPO BOERI**

**MATRICOLA N. 1043537**

**ANNO ACCADEMICO 2014 – 2015**

## INDICE

1. INTRODUZIONE.....	3
2. CAPITOLO 1 .....	5
1. Il cambio fisso .....	5
2. Quando una valuta è “sottovalutata”? .....	7
3. È un problema mantenere un cambio sottovalutato?.....	9
4. Un esempio: la Cina .....	11
3. CAPITOLO 2 .....	15
1. Perché un tetto al valore del franco? .....	15
2. Tra il 2011 e il 2014: il cambio fisso .....	17
3. Perché il cambio è stato abbandonato?.....	20
4. Conseguenze nel breve termine dell’abbandono del tetto.....	23
5. Il caso della Danimarca .....	25
6. Misure di intervento alternative .....	26
7. Può la Svizzera essere indipendente dall’euro? .....	27
4. CONCLUSIONI.....	29
5. BIBLIOGRAFIA.....	31

## 1. INTRODUZIONE

Il 15 Gennaio 2015, con un annuncio a sorpresa, il presidente della Banca Nazionale Svizzera, Thomas Jordan, ha annunciato la sospensione del vasto programma di intervento sul mercato monetario, messo in atto a partire dalla fine del 2011, che aveva come scopo il mantenimento di una soglia minima, pari ad 1.20 EUR/CHF, per il tasso di cambio tra euro e franco svizzero. Come dichiarato dalla banca nazionale: “Il tasso di cambio fisso era stato introdotto durante un periodo di eccezionale sopravvalutazione del franco svizzero e di un livello di incertezza dei mercati finanziari estremamente alto. Questa misura eccezionale ha protetto l’economia svizzera da seri danni. Anche se il valore del franco è ancora alto, la sopravvalutazione è diminuita dall’introduzione del tetto minimo di cambio”<sup>1</sup>.

Il tetto, che ancora un mese fa il governatore aveva detto essere essenziale per l’economia svizzera e che la BNS avrebbe continuato a mantenere, era stato introdotto in un periodo di forte crisi della zona euro, periodo in cui il franco svizzero era stato considerato come un *safe haven* da parte degli agenti economici europei che avevano dunque deciso di convertire i propri euro in franchi portando ad una repentina impennata del valore della moneta elvetica, impennata che era stata considerata estremamente pericolosa da parte delle autorità monetarie svizzere in quanto potenzialmente dannosa per il commercio della confederazione.

La BNS non ha fornito spiegazioni precise del perché abbia optato per una tale decisione, ma secondo gli analisti, le cause principali sono tre: la recente svalutazione dell’euro rispetto al dollaro che dovrebbe attenuare le conseguenze della rivalutazione del franco successiva all’abbandono del tetto di 1.20 EUR/CHF; il timore di un imminente annuncio, da parte della Banca Centrale Europea, di un’operazione di *quantitative easing*, che avrebbe dovuto essere annunciata la settimana successiva all’annuncio della Banca Nazionale Svizzera e che dovrebbe portare ad un’ulteriore svalutazione dell’euro nei confronti del franco rendendo quindi vani, o comunque estremamente più difficoltosi, i tentativi di mantenere il tetto minimo; l’ultima motivazione è legata agli acquisti di euro da parte della banca centrale, che secondo alcuni analisti, per far fronte al tetto di cambio stava espandendo in modo eccessivo l’offerta di moneta, aumentando le riserve di valuta estera della banca centrale in modo incontrollato e rischiando il pericolo di una forte inflazione.

---

<sup>1</sup> Banca Nazionale Svizzera (2015)

Non appena sospesa l'operazione di acquisto il franco svizzero si è immediatamente rafforzato, fino a raggiungere, in giornata un tasso di 0.85 EUR/CHF per poi assestarsi intorno a 1.03 EUR/CHF.

Le conseguenze per l'economia sono state immediate: la borsa di Zurigo nella stessa giornata è arrivata a perdere il 13% della propria capitalizzazione per poi assestarsi a -8.67% segnando il peggior tonfo degli ultimi 25 anni, caduta da imputare principalmente al crollo del titolo delle grandi aziende esportatrici (come Swatch e Lindt tra gli altri) e a subire ingenti perdite sono stati anche quasi tutti i gruppi bancari. Le perdite sono dovute principalmente ai timori dei mercati sulle ricadute della rivalutazione del franco sulle esportazioni delle società svizzere.

Obiettivo del seguente testo è quello di spiegare, partendo da una introduzione teorica sui sistemi di cambi fissi e fornendo esempi di paesi che hanno adottato strategie di politica monetaria simili a quelle adottate dalla Svizzera, le effettive motivazioni che possono aver portato la Banca Nazionale Svizzera prima ad orientarsi verso il cambio fisso con l'euro e poi ad abbandonare tale politica con una decisione tanto inaspettata e controversa, e mettere in luce le criticità di una politica monetaria indipendente per un paese come la Svizzera, che si trova circondato dai paesi dell'Eurozona.

## **2. CAPITOLO 1**

### **1. Il cambio fisso**

Si definisce regime di cambio fisso un regime di cambio in cui il valore di una valuta viene mantenuto costante nei confronti di un'altra valuta, o di un paniere composto da più valute estere. In un regime di cambio fisso la banca centrale nazionale rinuncia alla volontà di perseguire alcuni suoi obiettivi tradizionali come il mantenimento di un tasso di inflazione prossimo ad una certa soglia o di favorire l'occupazione e assume come unico obiettivo, invece, il mantenere stabile il tasso di cambio. Ciò avviene, tipicamente, tramite l'uso di meccanismi di "mercato aperto", con i quali ci si impegna in ogni momento a vendere o comprare la propria valuta con il fine di mantenere il tasso di cambio prefissato. La banca centrale deve quindi disporre di un ammontare di riserve di titoli o di valuta estera sufficiente per compensare qualsiasi squilibrio nel mercato monetario. Il perseguimento di tale obiettivo può essere coadiuvato da altri metodi di intervento che influenzano la domanda e l'offerta di valuta nazionale ed estera come le limitazioni legali alla mobilità di capitali e il controllo da parte delle autorità monetarie dei mercati in cui operano gli scambi monetari, in modo da garantire che gli scambi avvengano sempre al tasso di cambio prefissato. Il regime di cambio viene quindi classificato in base agli strumenti che vengono adoperati per il suo mantenimento.

Perché alcuni paesi scelgano di fissare il proprio cambio non ha una ragione certa: una motivazione assai diffusa è che lo scopo di un regime di cambio fisso sia, solitamente, quello di agevolare i rapporti commerciali e finanziari tra i paesi le cui valute sono legate. Tale agevolazione avviene poiché il regime di cambio fisso, quando l'autorità monetaria che lo persegue gode di un'adeguata credibilità, crea condizioni più favorevoli per lo sviluppo di relazioni commerciali dirette tra quei paesi che lo adottano, riducendo i costi di transazione tra i paesi e il rischio dato dalla volatilità del cambio. Quest'ultima è, infatti, considerata un forte disincentivo per gli investimenti e i commerci, ciò per diverse ragioni: un tasso di cambio fisso ritenuto stabile permette alle imprese che operano nei settori di importazione e esportazione di poter meglio valutare i costi e i ricavi sul medio e lungo periodo; riduce il rischio, al giorno d'oggi sempre più frequente, di fluttuazioni del mercato valutario legate a motivazioni speculative e a shock finanziari che possono apprezzare o deprezzare repentinamente una valuta e quindi comportare gravi perdite in tutte quelle imprese legate al commercio con l'estero (non a caso, negli ultimi anni, anche a seguito della globalizzazione

dei mercati è andato aumentando il numero di quelle nazioni che ricorrono a tassi di cambio fissi o parzialmente fissi di diverse tipologie); può essere adoperato dalle banche centrali per riportare il tasso di cambio tra due valute in linea con quello che, secondo i fondamentali dell'economia, dovrebbe essere il loro "giusto" valore, valore da cui il tasso di cambio di mercato può allontanarsi. Per esempio, qualora una valuta che viene ritenuta scambiata ad un valore prossimo a quello "corretto" si deprezzi di una percentuale prossima al 15%, questo deprezzamento verrà ritenuto ingiustificato e la banca centrale opererà per contrastare la fluttuazione, mentre nel caso in cui una valuta si svaluti di una medesima percentuale ma partendo da un valore superiore a quello che si considera essere il suo valore corretto, un deprezzamento di pari percentuale potrebbe essere ritenuto giustificato e la banca centrale non interverrebbe.

Un cambio fisso, essendo stabile per definizione e quindi non attaccabile dal mercato, annulla il rischio valutario e tende ad aumentare il flusso di capitali tra i paesi. Non a caso le banche centrali che decidono di ancorare la propria valuta ad un'altra, solitamente, decidono di farlo nei confronti di quelle valute che vengono considerate più stabili (stabilità data dalla maggior solidità delle economie o dalla maggior credibilità delle autorità monetarie estere) e maggiormente adoperate negli scambi che hanno luogo nei mercati internazionali: ovverosia quelle valute che vengono adoperate maggiormente come valute di cambio al di fuori dei loro paesi, o ad un determinato paniere di beni di valute scelto secondo determinati criteri (il FMI stesso provvede a definire quelli che dovrebbero essere i criteri ottimali per la scelta del paniere di valute a cui le banche centrali dovrebbero riferirsi). In tal senso le due valute più utilizzate globalmente nello stabilire i cambi fissi risultano essere l'euro e il dollaro (secondo il FMI 66 paesi su 192 presi in considerazione adoperano il dollaro come valuta di riferimento). Ciò non è sicuramente dettato in così larga scala da flussi commerciali diretti tra quei paesi che fissano il cambio e gli Stati Uniti o l'Europa che renderebbero quindi conveniente un cambio fisso per gli scambi, ma può essere una scelta motivata dalla necessità di una valuta più stabile che sia meno incline a fluttuazioni molto volatili anche in rapporti commerciali con paesi terzi. Quindi un'ulteriore motivazione del perché alcuni paesi scelgano un cambio fisso può essere data dai danni che un regime di cambio fluttuante può causare in una piccola economia aperta, danni che possono essere causati da violente fluttuazioni del valore della valuta locale all'economia nazionale. Non a caso, alcune economie, come i paesi arabi membri dell'OPEC (grandi esportatori di petrolio), alcuni piccoli importanti centri finanziari

(Hong Kong e quasi tutti i paradisi fiscali) e molti paesi che soffrono di ricorrenti shock finanziari tendono a mantenere cambi fissi<sup>2</sup>.

Il tasso di cambio fisso risulta uno strumento necessario e indispensabile per quei paesi che perseguono una politica di crescita economica fortemente orientata ad un alto valore delle esportazioni nette. Per perseguire questo scopo il cambio tra la valuta domestica e quella estera viene spesso sottovalutato, ovvero viene mantenuto al di sotto del suo valore di mercato o di quello che i fondamentali dell'economia indicherebbero essere il suo valore corretto. In questo modo un paese può, rendendo più economici i beni domestici in termini di valuta estera, aumentare le proprie esportazioni e migliorare la bilancia commerciale. Un segnale del perseguimento di una tale politica da parte di una banca centrale è l'accumulazione di riserve di valuta estera<sup>3</sup>, la banca centrale, infatti, per mantenere la propria valuta costantemente al di sotto del suo valore di mercato, è costretta a contrastare l'azione degli agenti economici, i quali puntano su di una rivalutazione della moneta domestica, ovvero si acquistano sul mercato grosse quantità di moneta forzando il valore ad apprezzarsi. Contrasto che avviene tramite l'acquisto da parte dell'autorità monetaria di valuta estera in cambio di valuta nazionale di nuova emissione. Tale meccanismo conduce ad un aumento delle riserve detenute dalla banca centrale di un ammontare pari alla nuova quantità di moneta emessa. Una tale tipologia di politica è stata ed è tuttora perseguita soprattutto da parte delle economie emergenti dell'Asia orientale, paesi che hanno ancorato la loro valuta principalmente al dollaro statunitense (Hong Kong, Cina, ecc...), e tramite le loro politiche monetarie hanno continuato a mantenere il valore della loro moneta al di sotto del valore di mercato per lunghi periodi, strategia che ha un chiaro riscontro nell'enorme aumento di riserve di valuta estera da parte delle loro banche centrali.

## **2. Quando una valuta è “sottovalutata”?**

Per dichiarare che una valuta è sopravvalutata o sottovalutata dobbiamo prima stabilire dei criteri di valutazione. Infatti, quando affermiamo che una moneta è sottovalutata, dobbiamo chiederci: “sottovalutata rispetto a cosa?”. Comunemente, quando si sostiene che una valuta è sopravvalutata o sottovalutata lo si

---

<sup>2</sup> **Rose A.** (2010)

<sup>3</sup> **Powell D.** (2013)

afferma con riferimento alla teoria della parità dei poteri d'acquisto (PPA) o con riferimento al tasso di cambio necessario al mantenimento di una bilancia commerciale in equilibrio, ovverosia senza avanzi e disavanzi commerciali.

La teoria della parità dei poteri d'acquisto afferma che il tasso di cambio nominale  $E$  deve essere tale da rendere eguale il prezzo di un determinato paniere di beni nei due differenti paesi.

$$E P_1 = P_2$$

Nel caso una moneta sia sopravvalutata, si avrà la seguente situazione:

$$E > E^{PPA}$$

Dunque, quando una moneta è sopravvalutata ciò significa che i prezzi dei beni e servizi domestici sono più elevati di quelli esteri, che sono, ovviamente, relativamente più economici (un cittadino di un paese A, con una moneta sopravvalutata rispetto a quella di un paese B, spostandosi dal paese A al paese B, dopo aver convertito la valuta del paese A in valuta del paese B, potrà comprare un maggior numero di beni e servizi rispetto a quello che avrebbe potuto acquistare in patria).

L'altra teoria afferma che il tasso di cambio deve essere tale da annullare qualsiasi avanzo o disavanzo della bilancia commerciale tra due paesi. Infatti, se supponiamo che un paese abbia uno squilibrio nella bilancia commerciale, ciò vuol dire che esso importa/esporta più beni di quelli che esporta/importa. Una variazione del tasso di cambio, rendendo più o meno economici i beni esteri rispetto ai beni nazionali, può essere un valido rimedio allo squilibrio commerciale. Dunque una moneta si riterrà sopravvalutata nel caso sia necessario un suo deprezzamento per riportare in equilibrio la bilancia commerciale e, al contrario, una moneta si riterrà sottovalutata qualora sia necessario un suo apprezzamento per riportare in equilibrio la bilancia commerciale. Tuttavia, se in un sistema di cambi fissi le autorità monetarie possono stabilire unilateralmente il tasso di cambio con il fine di perseguire un equilibrio della bilancia commerciale (o altri obiettivi), nel caso di un sistema di cambi fluttuanti, è arduo dimostrare che il valore della valuta non sia quello "giusto" poiché, essendo scambiata liberamente sul mercato, il valore del cambio così ottenuto sarà sempre il valore che porta in equilibrio la domanda e l'offerta di quella valuta. Si potrebbe quindi argomentare che il "giusto" tasso di cambio non sia quello che soddisfi la parità dei poteri d'acquisto o porti in equilibrio la bilancia commerciale ma, in un regime di cambi flessibili, sia

semplicemente quello che si forma mediante gli scambi sul mercato, e che quindi una valuta, in un sistema di cambi fluttuanti, non possa mai dirsi sopravvalutata o sottovalutata.

Entrambe le teorie qui enunciate mirano a fornire un “giusto valore” di una valuta, tuttavia bisogna accettare queste definizioni con molte riserve: la parità dei poteri d’acquisto può non verificarsi in determinate circostanze, anche per lunghi periodi, per via del fatto che vi sono altre variabili che influenzano i prezzi; non vi è nemmeno una spiegazione teorica valida del perché una nazione debba avere, o perseguire, un equilibrio della bilancia commerciale: è infatti accaduto, che alcune nazioni, abbiano avuto dei disavanzi commerciali per lunghi periodi (come ad esempio gli Stati Uniti).

### **3. È un problema mantenere un cambio sottovalutato?**

Il mantenimento di un tasso di cambio fisso, sopravvalutato o sottovalutato, comporta dei problemi, sia da un punto di vista delle conseguenze sul sistema economico generale che dal punto di vista della sostenibilità di lungo periodo dell'agire della banca centrale.

Nel caso di un tasso di cambio sopravvalutato, oltre al problema di equilibrio della bilancia commerciale dovuto all'eccessivo apprezzamento della valuta locale, risulta evidente che la banca centrale, dovendo, tramite operazioni di mercato aperto sui mercati monetari, continuamente vendere le proprie riserve per acquistare la propria valuta, sul lungo termine vedrà diminuire costantemente le proprie riserve di valuta e titoli esteri e sarà, volente o nolente, costretta ad abbandonare il cambio fisso. Un esempio storico dell’insostenibilità di lungo termine di questa politica è il caso della crisi Argentina dei primi anni 2000.

In caso di cambio sottovalutato le conseguenze e le problematiche sono più difficili da individuare: da un punto di vista della sostenibilità di lungo periodo dell'agire della banca centrale non sembrano esserci limiti al perseguimento di una politica di svalutazione costante della valuta: una banca centrale, infatti, può sempre sostenere il livello di acquisti di valuta estera necessario al mantenimento del tasso di cambio semplicemente emettendo la quantità di moneta necessaria.

Ovviamente, per quanto risulti teoricamente sostenibile sul lungo periodo il perseguimento di una tale politica comporta delle conseguenze: innanzitutto l'espansione dell'offerta di moneta necessaria all'acquisto di valuta estera può portare ad un elevato tasso di inflazione e può quindi costringere le autorità monetarie nazionali ad operazioni di “sterilizzazione monetaria”,

ovvero operazioni che mirino a diminuire la quantità di moneta circolante nell'economia domestica, rischiando di causare una contrazione dell'economia interna. Una politica di svalutazione può portare ad un'eccessiva crescita di alcuni settori economici e ad una loro successiva crisi: infatti, il tasso di cambio sottovalutato rispetto al tasso di mercato, rendendo più convenienti i beni nazionali per i consumatori esteri, porta ad un aumento del reddito delle imprese nazionali i cui introiti dipendono fortemente dalle esportazioni e ad un aumento degli investimenti esteri nell'economia nazionale, dovuto ai minori costi dei salari e dei beni in generale. Ciò porta dunque tutte le imprese orientate all'export e le imprese sostenute da investimenti esteri a dipendere fortemente dalle situazioni economiche dei paesi esteri: qualora, infatti, il paese straniero si trovasse in una recessione economica, riducendo gli investimenti e le importazioni, o qualora le autorità monetarie estere decidessero di perseguire, anche loro, una politica di svalutazione della propria valuta, la banca centrale nazionale potrebbe trovarsi nella situazione di non essere più in grado di sostenere i propri obiettivi di politica monetaria e ciò condurrebbe ad un apprezzamento della valuta domestica e quindi una diminuzione delle esportazioni, data la minor convenienza dei prodotti nazionali in termini di valuta estera e ad una riduzione degli investimenti dato l'aumento dei salari e dei beni in termini di valuta estera. Ciò andrebbe ad impattare sulla redditività di quei settori che dipendevano dalle esportazioni e dagli investimenti esteri, e che ora potrebbero non essere più competitivi e subire delle perdite. Ecco quindi che il perseguimento di una politica monetaria che abbia lo scopo di mantenere sottovalutata la propria valuta, nel caso si ritenga probabile una prossima svalutazione monetaria da parte delle autorità economiche estere, o comunque nel caso si ritenga difficile il possibile mantenimento di tale cambio nel lungo periodo, aumenta i costi complessivi che l'economia dovrà sostenere nel momento in cui tale politica di cambi non sarà più perseguibile per qualche motivo, costi che saranno sostenuti da quelle imprese che operano in settori che non risulteranno più competitivi e redditizi, o lo saranno in misura minore, in seguito alla rivalutazione.

Un'ulteriore criticità di una tale politica può essere rappresentata dal continuo aumento delle riserve in valuta estera detenute dalla banca centrale. Sebbene un buon livello di riserve sia solitamente ritenuto un fatto positivo, risulta difficile pensare che un aumento continuo e incontrollato possa non avere conseguenze. Innanzitutto un grande ammontare di riserve espresse principalmente in un'unica valuta estera può portare, nel caso di un deprezzamento della valuta che le compone rispetto alla valuta domestica, ad una perdita di valore delle riserve stesse, e quindi ad una perdita nel bilancio della banca centrale. Sebbene sia vero che

le banche centrali, grazie alla loro particolare funzione, possono operare pur avendo un bilancio in perdita, una forte diminuzione del valore delle riserve rispetto al valore delle passività della banca centrale, può comportare un perdita di controllo del circolante da parte dell'autorità monetaria, non essendo questa, più in grado di poter ridurre la quantità di moneta circolante per un ammontare pari alla perdita di bilancio<sup>4</sup>. Secondariamente, possedere alte riserve di valuta estera comporta anche dei costi, dovuti al costo-opportunità del mantenere riserve in valuta anziché detenere altri attivi. Questo costo opportunità potrebbe esser dato dalla possibilità di detenere titoli, anche nazionali, privati o pubblici: qualora questi ultimi risultassero più redditizi delle riserve in valuta, il costo-opportunità di una politica monetaria improntata all'acquisto di valuta estera piuttosto che all'acquisto di titoli nazionali pubblici e privati sarebbe uguale alla differenza tra i rendimenti delle due tipologie di riserve<sup>5</sup>.

#### **4. Un esempio: la Cina**

Si può guardare alla Cina come ad un valido esempio storico di un paese che abbia perseguito una politica monetaria volta al mantenimento del valore della propria valuta al di sotto del valore di mercato, almeno fino agli anni immediatamente successivi alla crisi del 2008. È un buon esempio poiché i dati economici presentano tutte quelle conseguenze, positive e non, che sono state illustrate precedentemente a livello teorico: aumento dell'inflazione e necessità di sterilizzazione monetaria, aumento delle esportazioni e degli investimenti esteri, aumento delle riserve di valuta estera.

Nel 1994, in seguito processo di apertura della Cina al mercato mondiale, processo che era iniziato all'inizio degli anni 90, la valuta locale, il renminbi, è stato ancorato al dollaro USA con un tasso di cambio fisso pari a 8.27 USD/CNY. Tale cambio è stato mantenuto fino al 2005, quando è stato abbandonato ufficialmente e la Banca Popolare Cinese ha stabilito di legare il renminbi ad un paniere composto da più valute estere, con una possibilità, per il valore della moneta, di una fluttuazione giornaliera controllata, ovverosia le fluttuazioni venivano limitate allo 0.3% del valore di riferimento e dello 0.5% a partire dal 2007. Ciò ha portato il renminbi ad apprezzarsi di circa il 20% tra il 2005 e il 2008. In seguito, ufficiosamente, per limitare gli effetti della crisi sull'economia cinese ancora fortemente legata alle esportazioni verso i paesi occidentali (in particolare gli Stati Uniti), la banca

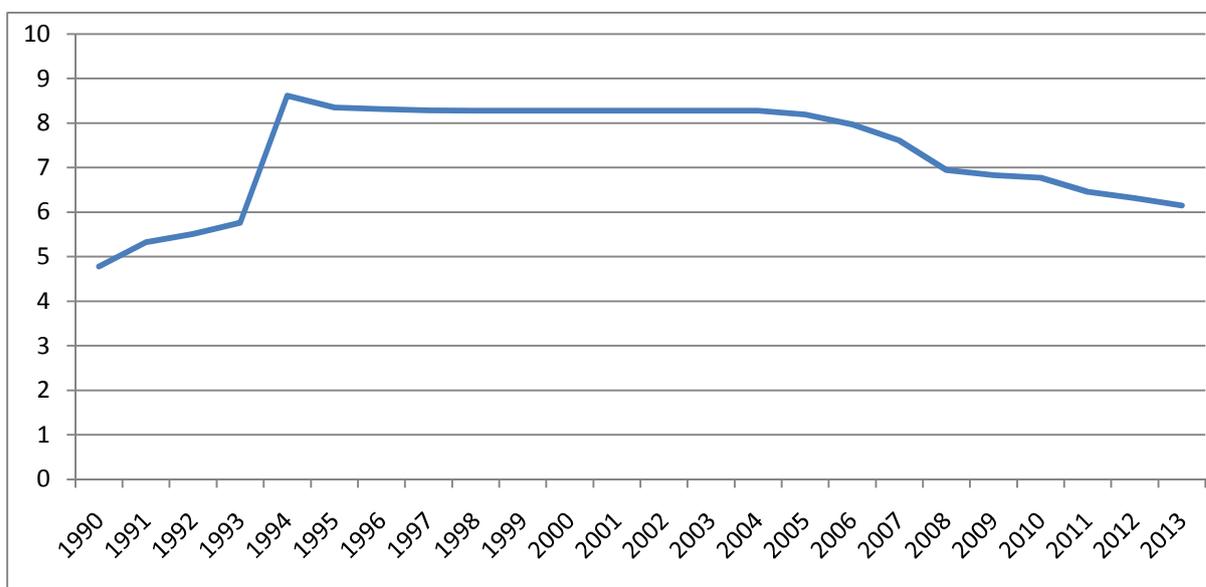
---

<sup>44</sup> Stella P. (1997)

<sup>5</sup> Wyplosz C. (2007)

centrale cinese ha operato per mantenere nuovamente il cambio intorno a 6.7 USD/CNY, per poi abbandonare ancora una volta il cambio fisso nel 2010 ed esser lasciato libero di fluttuare nuovamente dello 0.5% dal valore di riferimento, poi dell'1% a partire dal 2012 e del 2% a partire dal 2014<sup>6</sup>.

**Grafico 1: Tasso di cambio nominale USD/CNY.**



**Fonte: IMF, World Economic Outlook.**

Come affermato da tutte le maggiori istituzioni finanziarie tale tasso di cambio fisso, è stato mantenuto, largamente al di sotto del suo “corretto” valore<sup>7</sup>, ciò per aumentare la competitività delle merci cinesi sul mercato globale e rendere più convenienti gli investimenti nell’economia locale grazie ai salari nominali mantenuti artificialmente più bassi, col fine di perseguire una politica di crescita economica fortemente trainata da un surplus commerciale e da investimenti esteri.

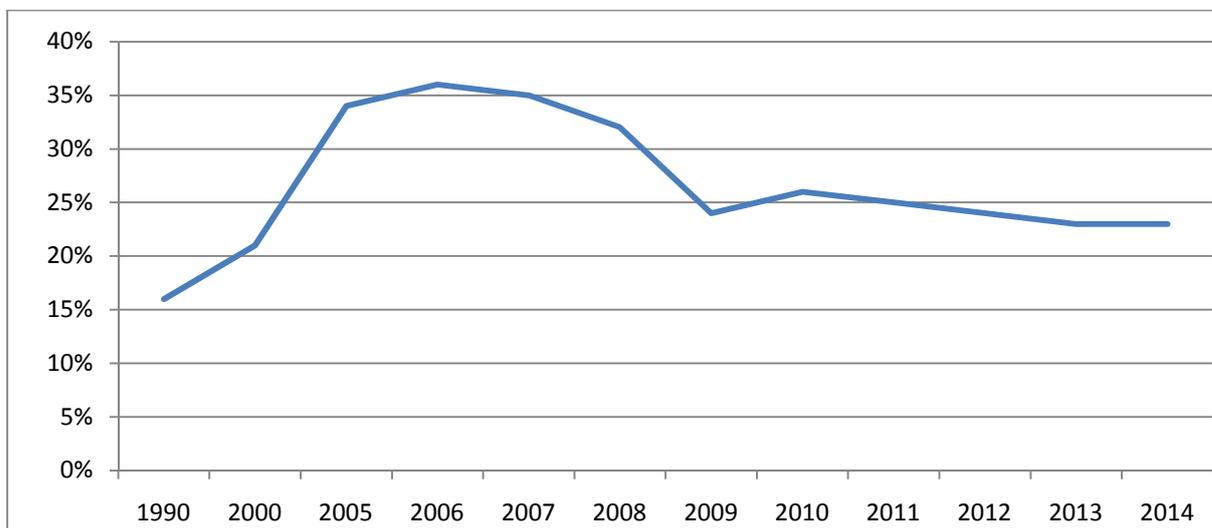
Tale politica ha provocato dei continui e costanti surplus nella bilancia dei pagamenti della Cina e, proprio per questo ha ricevuto forti critiche da parte delle principali istituzioni politiche del mondo occidentale a causa dei forti deficit nelle bilance dei pagamenti che ha causato ai suoi partner commerciali, Stati Uniti in primis, ma non solo. Molti politici dell’area atlantica hanno argomentato come un tale politica distorce scorrettamente il commercio, essendo equivalente ad un sistema di sussidi all’esportazione e di dazi sulle importazioni,

<sup>6</sup> Li F. (2015)

<sup>7</sup> Idem

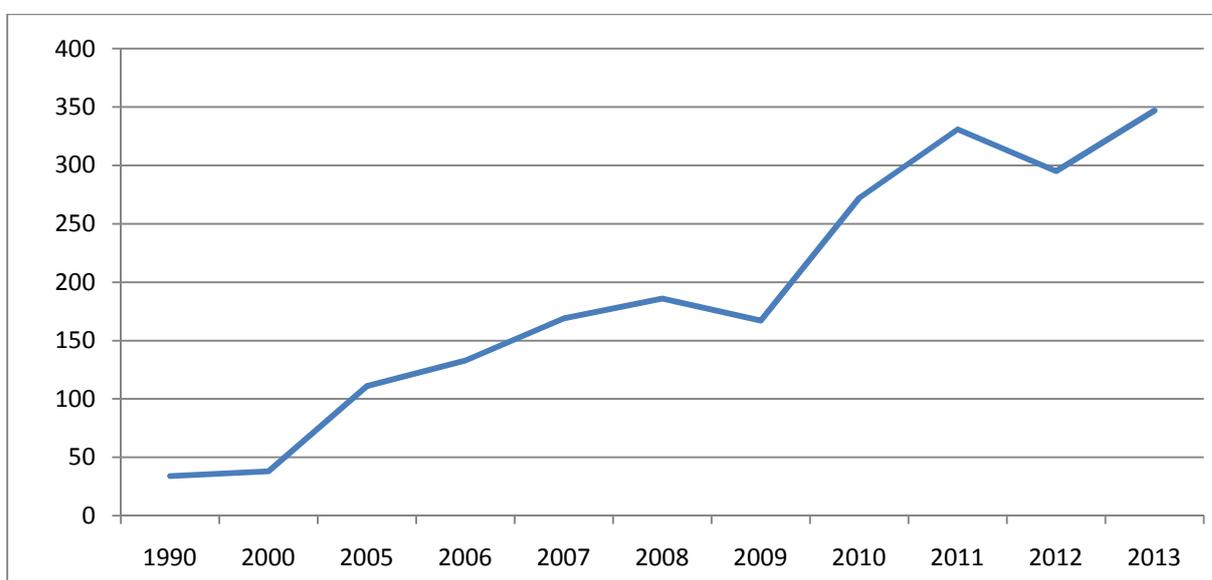
violando dunque i regolamenti del WTO a cui anche la Cina aderisce. Il presidente Obama, nel 2008 ha dichiarato che il surplus commerciale della Cina è strettamente correlato con la manipolazione del valore della sua valuta e che si sarebbe impegnato affinché gli Stati Uniti facessero degli sforzi per contrastare tattiche commerciali scorrette<sup>8</sup>.

**Grafico 2: Esportazioni Cina (% PIL)**



Fonte: IMF, World Economic Outlook.

**Grafico 3: Investimenti Esteri Diretti (in miliardi di dollari).**

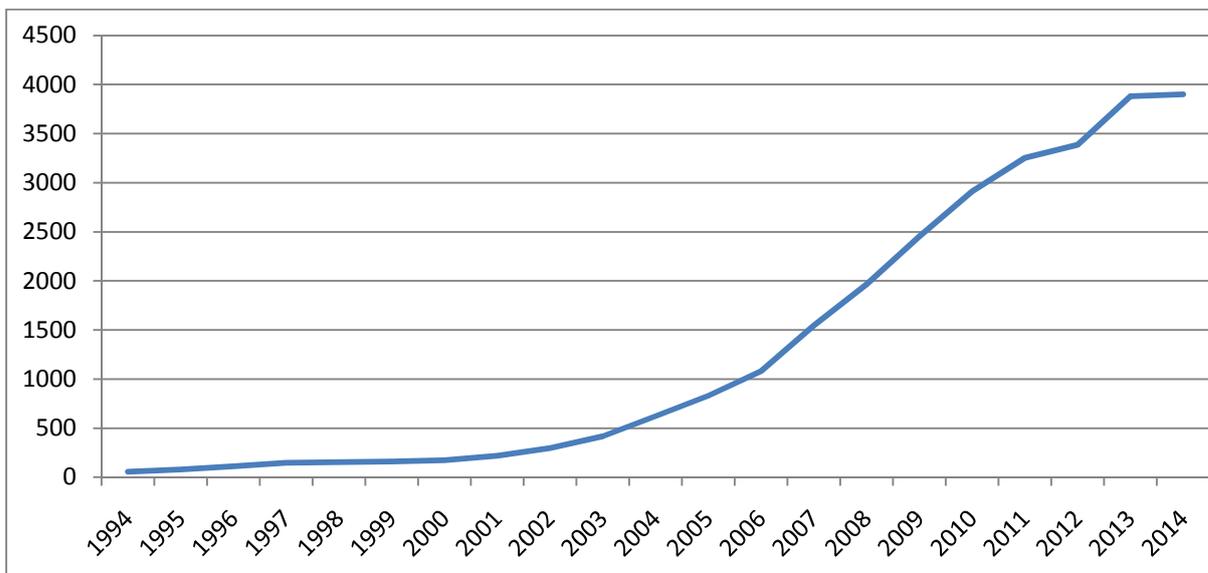


Fonte: IMF, World Economic Outlook.

<sup>8</sup> Reuters (2008)

A sostegno delle condanne da parte della maggioranza delle istituzioni finanziarie internazionali e da parte dei rappresentanti degli stati occidentali si pone l'incredibile aumento di riserve di valuta estera (principalmente dollari e titoli di stato statunitensi) avvenuto senza alcuna interruzione dal 1994, ovvero da quando la Cina si è aperta al commercio estero e ha fissato il cambio per la prima volta.

**Grafico 4: Riserve detenute dalla Banca Popolare Cinese (in miliardi di dollari).**

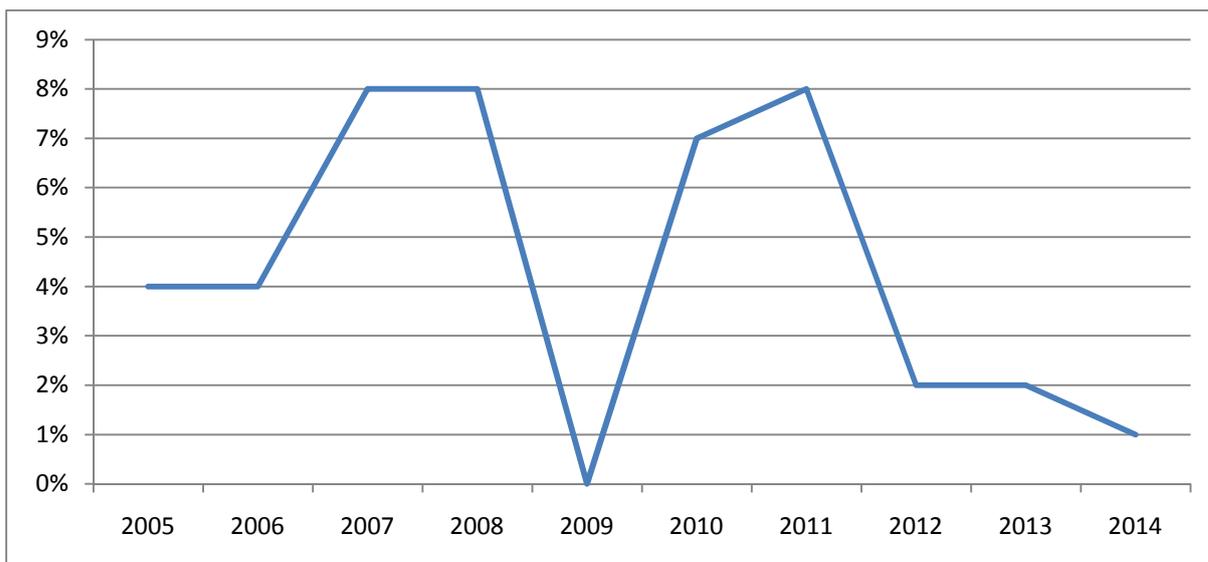


**Fonte: World Bank data.**

Aumento che non è stato sempre costante, accelerando e decelerando varie volte, ma che comunque non si è mai interrotto e ha portato le autorità monetarie cinesi ad avere le più grandi riserve di valuta del mondo, pari circa al 30% del prodotto interno lordo del paese, per un ammontare di più di 4 trilioni di dollari.

Per quanto riguarda l'inflazione generata dall'espansione dell'offerta di moneta, le autorità monetarie, hanno necessariamente perseguito una politica di sterilizzazione monetaria, aumentando in modo considerevole i tassi di riserva obbligatori per le banche commerciali presso la banca centrale, che sono diventati i più alti del mondo, a livelli nettamente più elevati di tutte le altre nazioni. In questo modo la Cina è stata in grado di limitare l'inflazione, che, seppure in costante aumento negli anni, non è mai salita oltre livelli che fossero accettabili in un'economia in forte espansione come quella cinese.

**Grafico 5: Tasso percentuale annuo di inflazione.**



**Fonte: World Bank data.**

A partire dagli anni immediatamente successivi alla crisi del 2008, la Cina è tornata ad allentare, gradualmente ma in modo sempre più deciso, il controllo sul valore della propria valuta. Il Renminbi ha goduto di una sempre maggior libertà di fluttuazione, e nel 2014, il Fondo Monetario Internazionale ha dichiarato che la moneta cinese non è più sottovalutata e che la Cina sta abbandonando la sua politica commerciale degli anni precedenti. Ciò rientra in una strategia che ha come obiettivo quello di essere meno dipendente dalle economie estere e lo sviluppo di una classe media interna che sia in grado di sostenere i consumi<sup>9</sup>.

### **3. CAPITOLO 2**

#### **1. Perché un tetto al valore del franco?**

Per comprendere il comportamento della BNS bisogna analizzare le cause che nel 2011 l'hanno condotta, all'epoca sotto la direzione di Philipp M. Hildebrand<sup>10</sup>, alla decisione di porre una soglia minima al cambio con l'euro intorno a 1.20 EUR/CHF<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> **International Monetary Fund (2015)**

<sup>10</sup> **Banca Nazionale Svizzera (2011)**

<sup>11</sup> **Idem**

Nel 2011, l'Eurozona stava affrontando un momento di forte criticità: era il periodo in cui la crisi del debito in Europa era più acuta, e stava colpendo in particolare l'Italia, la Spagna e la Grecia. Già nei due anni successivi all'inizio della crisi, l'indebolimento politico ed economico della zona euro aveva portato ad un apprezzamento del franco, che tra il 2007 e il 2011 aveva visto il proprio valore crescere di circa il 37%. In questo periodo la banca centrale era intervenuta, prima nel 2009 e poi nel 2010 (quando la BNS ha registrato una perdita di 19.2 miliardi di franchi), per contenere il repentino aumento di valore della propria valuta, intervenendo inoltre in modo indiretto tagliando i tassi di interesse sulle riserve delle banche commerciali, detenute presso la BNS fino allo 0.25%. Tuttavia queste manovre non avevano avuto l'effetto sperato, tanto che nell'agosto 2011 il franco aveva quasi raggiunto la parità con l'euro (1.00749 EUR/CHF<sup>12</sup>), l'apprezzamento del franco non accennava ad arrestarsi e le autorità monetarie dovevano sempre di più considerare i rischi che una tale situazione avrebbe apportato alle esportazioni e ai consumi. Alcuni analisti svizzeri sostenevano che il valore del franco prossimo alla parità fosse sopravvalutato del 35% e che fosse quindi assai lontano da qualsiasi fondamentale<sup>13</sup>. In seguito a questi avvenimenti, già nell'agosto 2011, la BNS aveva dichiarato: "Il massiccio apprezzamento del franco pone un problema per lo sviluppo dell'economia Svizzera<sup>14</sup>" e aveva proceduto ad indebolire la propria valuta aumentando la quantità di moneta circolante, anche tramite l'abbassamento del tasso di interesse sulle riserve detenute dalle banche commerciali presso la banca centrale, abbassato allo 0% dal precedente 0.25% che avrebbe dovuto, secondo la BNS, provvedere ad aumentare la quantità di franchi svizzeri disponibile sul mercato monetario, e annunciando che avrebbe preso "ulteriori misure". Decisione che si è poi stata presa quando il 6 settembre 2011 ha annunciato ufficialmente che avrebbe provveduto a mantenere una soglia minima di cambio, stabilita intorno a 1.20 EUR/CHF fino a quando fosse stato necessario<sup>15</sup>. Sebbene la banca centrale abbia annunciato che il costo associato ad una tale scelta avrebbe potuto essere molto alto, ha proseguito dicendo che il non agire avrebbe potuto causare enormi danni a lungo termine all'economia svizzera. Ciò ha portato il valore del franco sul mercato, in brevissimo tempo, a 1.20 EUR/CHF. L'annuncio della banca centrale aveva sollevato delle perplessità ma, in larga parte, risultava pienamente credibile e ragionevole in quanto la BNS avrebbe operato per avvicinare il valore del franco al suo valore "corretto" e non in direzione opposta. Un problema della sostenibilità di una tale politica sarebbe potuto sorgere qualora anche la BCE avesse adottato delle politiche

---

<sup>12</sup> Jolly D. Irwin N. (2015)

<sup>13</sup> Idem

<sup>14</sup> The Economist (2015)

<sup>15</sup> The Economist (2015)

monetarie espansive di simile portata<sup>16</sup>. Inoltre, già l'anno precedente (2010) gli sforzi della BNS di contenere il rapido apprezzamento della moneta elvetica avevano portato a perdite per la banca centrale di 32.8 miliardi di franchi<sup>17</sup>. A tali perplessità contribuiva anche la storia svizzera: già nel 1970, infatti, una politica di svalutazione della valuta domestica era stata perseguita con riferimento nei confronti del marco tedesco e aveva condotto ad una forte inflazione nell'economia svizzera. Anche se nella situazione odierna, pare del tutto fuori contesto la paura per un'eccessiva inflazione dato il bassissimo livello di quest'ultima negli ultimi anni, e pare invece ben più fondata la paura di una crisi deflattiva.

La Banca Centrale Europea si è subito distaccata dalla mossa della banca svizzera, sostenendo che la scelta di perseguire il tetto minimo di cambio era stata decisa dalla BNS “per sua sola responsabilità”. Senza quindi coordinamento tra le due istituzioni.

Anche a 1.20 EUR/CHF, si riteneva ufficialmente che il franco fosse comunque troppo apprezzato e che probabilmente si sarebbe ricorsi ad ulteriori misure per indebolirlo ulteriormente.

## **2. Tra il 2011 e il 2014: il cambio fisso**

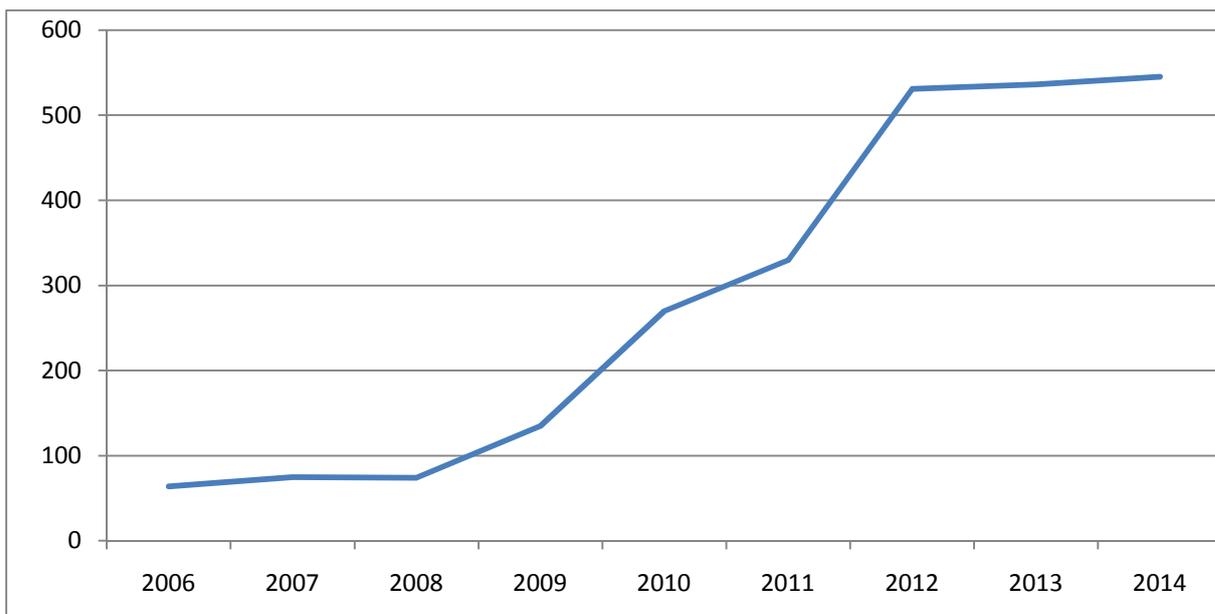
Tra il 2011 e il 2014 il tasso di cambio reale si è deprezzato del 4%, e il tasso di cambio nominale ha continuamente oscillato intorno al valore prefissato. Negli anni seguenti la decisione, la situazione politica, seppur migliorata nel contesto economico internazionale, in ambito europeo è rimasta instabile e senza un sostanziale miglioramento, e quindi l'afflusso di capitali verso il franco svizzero è continuato senza sosta anche se con ritmi altalenanti. Data la non mutata situazione dell'economia della zona euro, la BNS ha continuato la sua politica monetaria, mantenendo il cambio prefissato. Ovviamente ciò ha costretto la banca centrale a dover emettere enormi quantità di denaro per poter mantenere il cambio a livello prefissato. Tale massiccio intervento è ben rappresentato dall'aumento considerevole delle riserve di valuta estera, che nel 2014 hanno raggiunto circa il 90% del PIL della confederazione, una proporzione ben più alta di qualsiasi altro paese, compresi Giappone e Cina che per anni hanno manipolato il cambio in egual modo.

---

<sup>16</sup> **Idem**

<sup>17</sup> **Jolly D. Irwin N. (2015)**

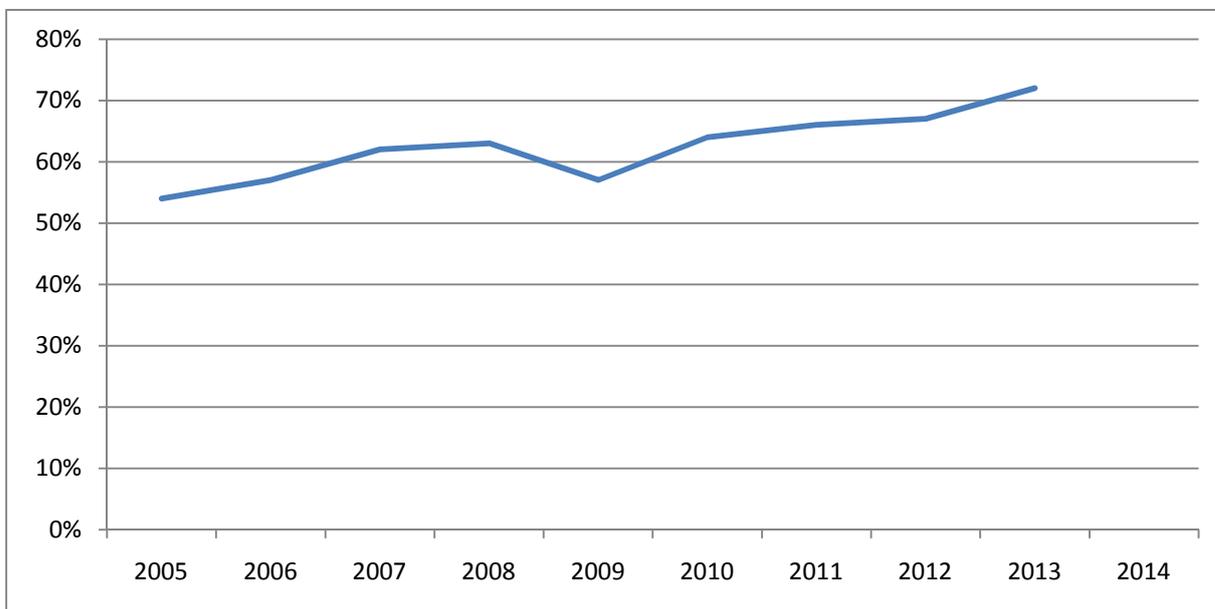
**Grafico 6: Riserve presso la Banca Nazionale Svizzera (in miliardi di franchi).**



**Fonte: World Bank data.**

Anche le esportazioni durante tutto il periodo non hanno subito variazioni particolari, crescendo regolarmente tra il 2011 e il 2014.

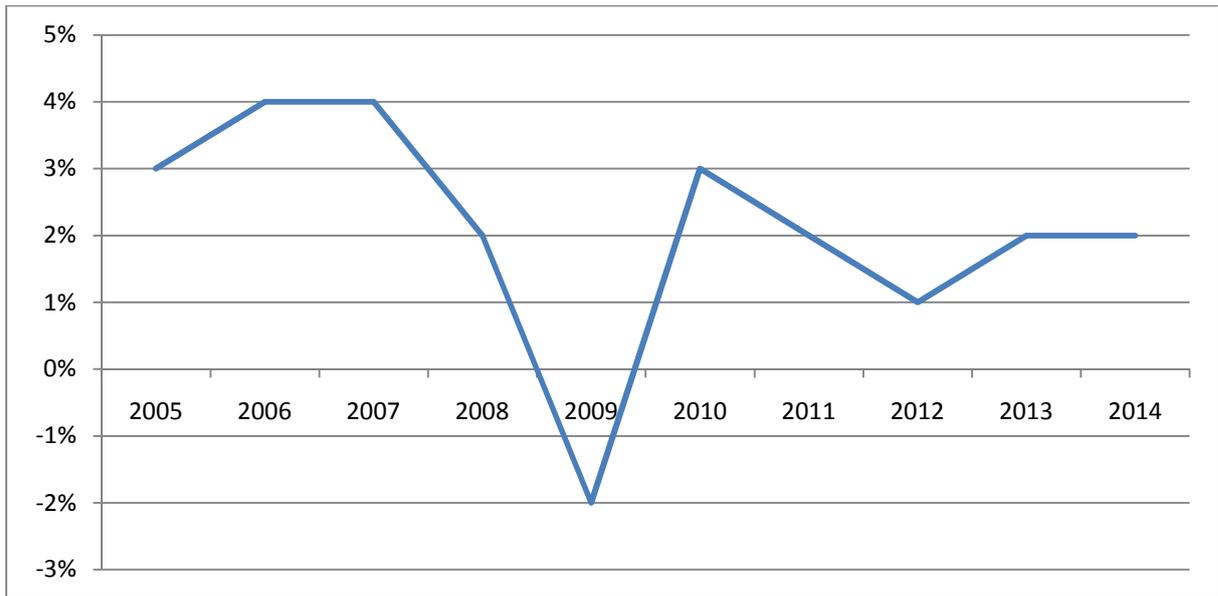
**Grafico 7: Esportazioni Svizzera (% PIL).**



**Fonte: World Bank data.**

La crescita, tra il 2011 e il 2014 è stata positiva, senza eccessive oscillazioni, con tassi di crescita superiori alla media europea dello stesso periodo.

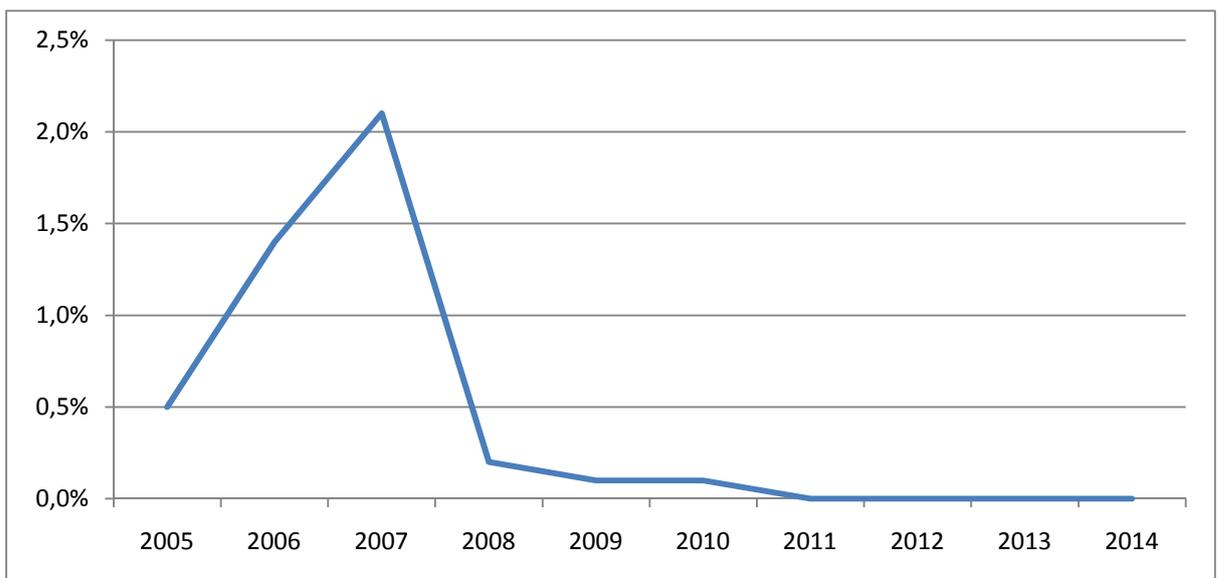
**Grafico 8: Tasso di crescita annua Svizzera (% PIL).**



**Fonte: World Bank data.**

In linea con la decisione di mantenere il tetto al cambio, i tassi di interesse sui depositi bancari presso la BNS sono stati mantenuti allo 0% deciso nel 2011, volendo in questo modo sia agevolare la svalutazione che la crescita del tasso di inflazione.

**Grafico 9: Tassi di interesse sui depositi presso la BNS (in %)**



**Fonte: World Bank data**

Data la situazione si affermava, e in tal senso si erano espressi sia la BNS che il Fondo Monetario Internazionale, che la cosa migliore fosse mantenere il cambio fino a quando la

situazione economica esterna non fosse mutata, così come era stato annunciato nel 2011 e ripetuto più volte.

### **3. Perché il cambio è stato abbandonato?**

La situazione economica svizzera nel periodo precedente il gennaio 2015 è stata positiva: l'economia svizzera è cresciuta, nel 2014, con un aumento del PIL del 2%, guidata principalmente da una forte domanda estera e da un aumento del consumo privato<sup>18</sup>. Il tasso di disoccupazione è stato, nel 2014, pari al 3.2%.

Il cambio a 1.20 EUR/CHF si era scontrato con una pressione non eccessiva durante il 2013-2014 rispetto a quella riscontrata nei mesi immediatamente successivi alla sua introduzione, riscontrabile anche nel calo dell'aumento delle riserve rispetto al periodo compreso tra il 2011 e il 2012. Solo alla fine del 2014 la BNS ha dovuto intervenire nuovamente in modo massiccio per difendere il tetto di cambio da un nuovo repentino afflusso di capitali dall'estero, dovuti alle voci riguardanti un possibile annuncio da parte della BCE di un programma di "alleggerimento quantitativo" (QE) e nuovi "disordini nella zona euro", come per esempio le previsioni sui risultati delle elezioni greche. A causa di ciò, già nel dicembre 2014, proprio in risposta a questa situazione la banca centrale era intervenuta, oltre che sul mercato monetario, anche abbassando i tassi di interesse dei depositi delle banche presso la BNS dallo 0% a -0.25% ma ciò non aveva risparmiato la banca dall'onere di vendere ancora valuta nazionale. Sempre nel 2014, il franco svizzero ha progressivamente ridotto il proprio valore nei confronti del dollaro statunitense e ciò ha portato ad una riduzione della portata della sopravvalutazione, aumentando il rischio di sostanziose perdite sulle riserve della banca centrale, che nel 2014 avevano raggiunto il 90% del PIL. La BNS era preoccupata, inoltre, che una volta che i dati sulle dimensioni del suo intervento in quel periodo fossero diventati pubblici, gli attacchi speculativi su di un'uscita dal tetto di cambio sarebbero aumentati, portando ad un circolo vizioso con costanti aumenti dei flussi di capitali in entrata e conseguenti ulteriori aumenti del bilancio.

A questo punto la banca centrale ha deciso che i costi del mantenimento del tetto di cambio sarebbero stati più elevati dei benefici e pertanto il 15 gennaio 2015 ha deciso di non

---

<sup>18</sup>International Monetary Fund (2015)

perseguirlo più, riducendo ulteriormente anche gli interessi sui depositi presso la banca centrale dal -0.25%, stabilito nel dicembre 2014, a -0.75% a partire dal 22 gennaio 2015.

Da quel momento, oltre ad alcuni massicci interventi nelle settimane seguenti alla rimozione del tetto, stimati nell'acquisto di circa 40 miliardi di franchi in valuta estera, circa il 6% del PIL, il tasso di cambio con l'euro si è stabilizzato tra i valori di 1 e 1.10 EUR/CHF, senza necessità di ulteriori significativi interventi a partire dalla fine di gennaio.

Un problema rilevante è stabilire se il franco sia ancora in una situazione di forte sopravvalutazione come nel 2011 o se, anche in seguito all'andamento del cambio con il dollaro, questa condizione si sia attenuata e, quindi, se la decisione di una rivalutazione da parte della banca svizzera sia stata più o meno giustificata.

Per compiere questa analisi si può ricorrere alla metodologia EBA (External Balance Assessment's regression), che si basa sull'andamento storico della bilancia dei pagamenti: secondo la quale risulta che il corretto surplus della bilancia commerciale svizzera dovrebbe attestarsi intorno ad un valore pari a 6.75% del PIL, surplus condizionato principalmente dal ruolo della Svizzera come centro finanziario internazionale. Questo surplus è al di sotto delle previsioni del 2014, e ciò implica un leggermente troppo elevato attivo sulla bilancia commerciale e un leggermente sottovalutato tasso di cambio<sup>19</sup>. Questa però risulta essere un'analisi oltremodo semplicistica poiché non tiene pieno conto di quei fattori particolari che condizionano la posizione esterna della Svizzera. In particolare bisogna appuntare come il surplus della Svizzera non sia dovuto semplicemente a fattori tradizionali ma principalmente ad una situazione finanziaria particolare<sup>20</sup>. Risulta infatti che seguendo la metodologia EBA, anche negli anni di cambio fisso il surplus si sia sempre collocato al di sotto del suo andamento storico. Questa particolarità è principalmente costituita dall'attrattività della Svizzera come centro finanziario, aspetto che rende la sua bilancia dei pagamenti molto differente, per esempio, da quella di altri grandi esportatori. In particolare questi fattori rendono la bilancia commerciale svizzera molto volatile: un esempio di questa volatilità è il crollo delle esportazioni nette avvenuto tra il 2013 e il 2014, imputabile unicamente a ragioni non tradizionali essendo fattori come il tasso di cambio rimasti costanti in quegli anni. Proprio per questo, secondo il FMI, in realtà il tasso di cambio reale ha una lieve influenza sulla bilancia dei pagamenti svizzera, impatto che si riscontra maggiormente nelle esportazioni e nelle importazioni di beni tradizionali. Dunque l'apprezzamento influirà sulla crescita colpendo principalmente il settore tradizionale del commercio, ma essendo la bilancia dei

---

<sup>19</sup> International Monetary Fund (2015)

<sup>20</sup> Idem

pagamenti molto legata a fattori non tradizionali ed essendo questi molto volatili e poco inclini ad essere influenzati dal tasso di cambio, si può affermare che la relazione tra il tasso di cambio reale e l'andamento delle esportazioni nette rimarrà molto lieve, lasciando poco adito a previsioni efficaci sul futuro<sup>21</sup>. Altre stime sul tasso di cambio, basate sulla teoria della parità dei poteri d'acquisto (PPA) suggeriscono per il 2014 una leggera sopravvalutazione, e non una sottovalutazione. Inoltre l'assenza di un trend stabile nell'andamento delle esportazioni nette svizzere negli ultimi dieci anni rende difficile stimare il cambio a partire dall'analisi della bilancia dei pagamenti<sup>22</sup>. Definire, quindi, se la posizione esterna della svizzera e quindi il suo tasso di cambio, siano stati o meno sottoposti ad una "irrazionale" sopravvalutazione è difficile. Secondo il FMI la bilancia commerciale "è stata largamente in linea con i fondamentali durante il 2014, anche se questa opinione è sottoposta a grande incertezza<sup>23</sup>", e quindi il franco è stato a sua volta in linea con i fondamentali, mentre a partire dall'inizio dell'anno il tasso di cambio reale si è apprezzato di circa il 10%, tornando quindi sopravvalutato.

Anche per quanto riguarda la situazione delle riserve i pareri sono discordanti, per il FMI infatti "le riserve detenute dalla banca centrale svizzera sono ben al di sopra di quello che suggeriscono le normali metodologie ma riflettono in parte l'alta volatilità della situazione economica svizzera, e infatti sono abbastanza in linea con quelle di altri centri finanziari importanti", mentre risulta evidente che da parte delle autorità svizzere la loro entità sia sembrata tutt'altro che ragionevole.

Le autorità monetarie svizzere hanno agito, in questa vicenda, non tenendo conto delle raccomandazioni del Fondo Monetario precedenti al 2015, che consigliavano di mantenere una politica monetaria espansiva e il mantenimento del tetto minimo al tasso di cambio, discostandosi in questo modo anche dalle loro precedenti posizioni (lo stesso direttore Thomas Jordan, alla fine del 2014, aveva annunciato che avrebbe continuato a perseguire il tetto al cambio con l'euro). Agendo, a quanto pare, unicamente per le motivazioni ufficiali già descritte: apprezzamento del dollaro nel confronto dell'euro e costi elevati, in termini di perdite sul bilancio della banca nazionale, del mantenimento del cambio.

---

<sup>21</sup> International Monetary Fund (2015)

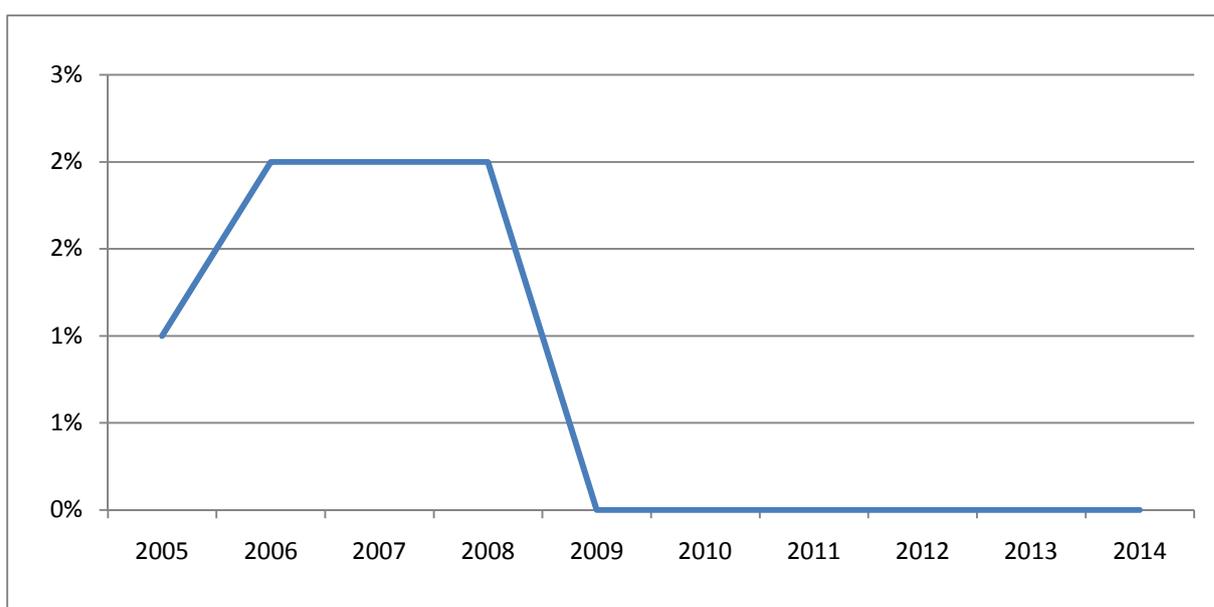
<sup>22</sup> Idem

<sup>23</sup> Idem

#### 4. Conseguenze nel breve termine dell'abbandono del tetto

L'abbandono del tetto ha, ovviamente, provocato delle conseguenze sull'economia svizzera, soprattutto nel breve termine, che sono state ben esplicitate anche da analisi ufficiali del fondo monetario internazionale: secondo le stime del FMI il PIL crescerà dello 0.75% nel 2015 e dello 0.25% nel 2016 (quindi ben al di sotto di quello che è stato il ritmo di crescita dell'economia svizzera negli ultimi anni, compreso il 2014), cali dovuti principalmente all'indebolimento delle esportazioni nette. Ci si aspetta che la disoccupazione salga ma in modo modesto, fino al 3.5% partendo dal 3.2%, dunque un calo modesto grazie al molto diffuso utilizzo di contratti a breve termine in Svizzera, i quali permetteranno un repentino abbassamento dei salari, che dovrebbe contrastare gli effetti della minor domanda sulla disoccupazione. E solo nel medio termine ci si aspetta che l'economia, dopo gli aggiustamenti necessari al nuovo cambio, ritorni a crescere in modo graduale.

**Grafico 20: Tasso di inflazione.**



**Fonte: World Bank data.**

Le proiezioni sull'inflazione indicano che dovrebbe calare fino a raggiungere un minimo di -0.5% nel fine 2015, come conseguenza sia dell'apprezzamento del franco, che del calo del prezzo delle materie prime, come il petrolio. Dissipati tali effetti, ci si aspetta che l'inflazione torni in territorio positivo intorno al 2017 (e che raggiunga poi l'1% solo fra tre o quattro anni)<sup>24</sup>. A confermare l'influenza che l'apprezzamento della valuta elvetica ha avuto sull'andamento del tasso di inflazione, va fatto notare come, secondo le autorità economiche

<sup>24</sup> International Monetary Fund (2015)

svizzere, l'inflazione dei beni domestici si sia, attualmente, attestata intorno a valori positivi, e che quindi il tasso negativo di inflazione sia dipendente dall'eccessivo valore del franco e secondariamente dalla recente diminuzione dei prezzi delle materie prime<sup>25</sup>.

In seguito alla decisione di abbandono del cambio fisso la BNS, così come ci si aspettava, ha dovuto affrontare delle rilevanti perdite di bilancio, che nel primo trimestre 2015 sono arrivate a circa 30 miliardi di franchi<sup>26</sup> e sommandosi a quelle del secondo trimestre hanno raggiunto i 50.1. Anche se condizionate in parte dalla perdita di valore dell'oro, il quale costituisce una parte non insignificante delle riserve, sono per lo più da imputare all'apprezzamento del franco nei confronti della moneta unica (l'euro costituisce circa 230 miliardi dei 550 che compongono il bilancio della banca nazionale), che ha influito per il 94% sulle perdite della banca. Dati piuttosto negativi, ancor più se si tiene conto dei risultati dello stesso periodo dell'anno nel 2014, che vedeva un utile di 16 miliardi di franchi. Come già precedentemente affermato, queste perdite non vanno ad inficiare direttamente la capacità di azione di una banca centrale ma ne danneggiano la credibilità e la capacità di tenere sotto controllo la propria politica monetaria. Oltre a ciò, tuttavia, data la particolare struttura proprietaria della Banca Nazionale Svizzera, che è detenuta da privati per circa il 45%<sup>27</sup> e per il restante dalle amministrazioni pubbliche, questi risultati avranno conseguenze importanti sui bilanci delle amministrazioni pubbliche svizzere, che, sia a livello di cantoni che a livello di stato centrale, hanno dei diritti su di una parte degli utili della banca centrale, e che quindi quest'anno vedranno mancare una parte importante delle loro entrate. Un danno quindi ben più tangibile e immediato rispetto a quelli precedentemente esposti in merito alla pericolosità di grosse perdite sulle riserve<sup>28</sup>. Questa situazione contribuisce a rendere, in Svizzera, le decisioni relative al bilancio della banca centrale maggiormente al centro dell'attenzione pubblica rispetto ad altri paesi, tanto che la politica di bilancio può essere modificata direttamente tramite referendum: nel 2014, ad esempio, era stato sottoposto un referendum di iniziativa popolare per forzare la BNS a detenere almeno il 20% delle proprie riserve in oro (referendum che è stato poi rigettato alle urne).

Ovviamente tutte le previsioni sulla crescita della Svizzera nel medio termine rimangono molto legate a quello che è il contesto economico esterno al paese, e in particolare quello europeo. Ulteriori crisi in Europa (come la questione greca) e una diminuzione generale della crescita potrebbero portare ad un ulteriore apprezzamento del franco ed ad una

---

<sup>25</sup> **Idem**

<sup>26</sup> **Zantonelli F.** (2015)

<sup>27</sup> **Davies G.** (2015)

<sup>28</sup> **The economist** (2015)

spirale deflazionistica che potrebbe ridurre ulteriormente la crescita; dall'altro lato però una crescita generale dell'eurozona (anche dovuta al QE della banca centrale) e dell'economie globali in generale potrebbero portare ad una situazione con franco svizzero maggiormente competitivo quindi una più rapida crescita e un'uscita più immediata da una situazione di deflazione.

## 5. Il caso della Danimarca

Per comprendere le ragioni e le criticità della decisione assunta dalla Banca Nazionale Svizzera si può paragonare il suo operato con quello di un'altra banca centrale europea non appartenente all'area euro: la Banca Nazionale Danese.

Così come la Svizzera la Danimarca ha un tasso di cambio fisso tra la propria valuta, la corona danese, e l'euro, cambio che era preceduto da quello fisso con il marco tedesco fin dal 1987<sup>29</sup>, e mantenuto stabile intorno a 7.4 DKK/EUR dagli interventi della banca centrale danese. Nel febbraio 2015, la corona danese è stata oggetto di un forte attacco speculativo, causato sia dall'annuncio di gennaio da parte della BCE del programma di acquisti di bond sovrani (QE), sia dalla situazione svizzera, che ha spinto gli speculatori verso la corona danese, con l'aspettativa che la Danimarca così come la Svizzera fosse costretta ad abbandonare il cambio e rivalutare. La Banca Nazionale Danese ha quindi reagito con tre abbassamenti dei tassi di interesse a breve distanza uno dall'altro e con vasti interventi sui mercati monetari, inoltre il ministero delle finanze danese ha cessato, momentaneamente, l'emissione di titoli di stato, proprio per diminuire l'afflusso di capitali esteri verso quei titoli che sono denominati in corone danesi<sup>30</sup>.

La reazione all'attacco speculativo sulla corona danese da parte delle autorità monetarie è stata completamente differente, e per certi versi opposta, rispetto a quella della Banca Nazionale Svizzera: il direttore della banca centrale ha infatti dichiarato in una nota ufficiale: "Il messaggio principale è che siamo disposti a fare qualsiasi cosa sia necessaria per difendere il cambio. Abbiamo accesso illimitato alle corone danesi e non abbiamo restrizioni sulle politiche di bilancio", messaggio in cui si esprime la volontà di non abbandonare il cambio fisso con l'euro a qualsiasi costo. Volontà opposta a quella espressa dalla BNS che proprio per l'eccessiva onerosità della sua precedente strategia aveva deciso di smettere di sostenerla

---

<sup>29</sup> Rose A. (2010)

<sup>30</sup> Hannon P. (2015)

(come la Svizzera la banca danese si è però impegnata a tagliare i tassi di interesse sui depositi bancari fino allo -0.75%, proprio per sostenere un deprezzamento della valuta). Il governatore della banca centrale danese ha inoltre sottolineato la differenza fra le due politiche di cambio della Danimarca e della Svizzera, sostenendo che mentre nel caso di quest'ultima si trattava di un ancoraggio temporaneo, nel caso danese si tratta di un cambio fisso avente forte e vasto appoggio nella popolazione. Oltre alle affermazioni del direttore della banca danese, analizzando le due situazioni, l'unica sostanziale differenza che si può notare riguarda il bilancio delle due banche centrali: per quanto, infatti, la banca danese sia intervenuta pesantemente per assicurare la stabilità del cambio fisso sul mercato monetario, le sue riserve di valuta estera, che si aggirano intorno al 30% del PIL nazionale, sono ben distanti dall'entità di quelle della banca nazionale svizzera, che hanno superato il 70%. Sebbene Lars Rohde, il direttore dell'istituto, abbia affermato che “non c'è alcun limite massimo per le dimensioni delle riserve di valuta estera” e che “l'unico obiettivo della (nostra) politica monetaria è il mantenimento di un tasso di cambio stabile tra la corona e l'euro”, affermando quindi che il rapporto tra riserve e PIL sia ininfluenza sulle decisioni della banca centrale, la decisione avrebbe potuto essere differente qualora i danesi si fossero trovati nella medesima situazione degli svizzeri.

## **6. Misure di intervento alternative**

I risultati economici nel breve termine, saranno, secondo tutte le fonti, fortemente indeboliti in seguito all'apprezzamento della valuta, tuttavia è opinione comune che nel breve termine l'economia dovrebbe recuperare sulla situazione precedente al 15 gennaio 2015. Anche se la politica di intervento diretto sul mercato dei tassi di cambio è stata abbandonata, vi sono altri metodi mediante i quali una banca nazionale può influenzare il tasso di cambio e quindi stimolare l'economia: secondo il FMI, uno di questi metodi potrebbe essere quello di espansioni monetarie non direttamente effettuate sul mercato dei cambi, ma tramite l'acquisto di titoli esteri<sup>31</sup>.

Poiché si prevede che l'output gap, ovvero sia la differenza tra la produzione attuale e la capacità produttiva potenziale di un'economia<sup>32</sup>, aumenti nel breve periodo a causa dell'apprezzamento della moneta, e i tassi bassi di inflazione lascino suggerire un periodo prolungato di lieve inflazione, in questo contesto un'espansione monetaria potrebbe aiutare a

---

<sup>31</sup> International Monetary Fund (2015)

<sup>32</sup> International Monetary Fund (2013)

limitare il rallentamento, riducendo il rischio che le aspettative di inflazione si ancorino a livelli troppo bassi, e indebolire il franco sul mercato monetario. Tuttavia, essendo già i tassi di deposito in territorio negativo (-0.75%), un loro ulteriore abbassamento pare poco probabile e quindi le autorità monetarie dovranno provvedere ad un'espansione mediante metodi non convenzionali<sup>33</sup>, come l'acquisto di titoli stranieri (che potrebbe agevolare l'indebolimento del cambio), tramite un programma di acquisti preannunciati nella loro entità periodica e regolati continuamente in ragione del perseguimento di un tasso di inflazione adeguato, un programma che potrebbe avere effetti simili a quella che è stata la politica perseguita dalla BNS fino a gennaio 2015 ma riducendone il rischio dovuto al fatto che la sua azione avrebbe dei limiti ben precisi che non la esporrebbero a rischi illimitati. In tal senso potrebbero essere presi in considerazione anche gli acquisti di titoli domestici, anche se questa possibilità è limitata dal fatto che i titoli di stato svizzeri danno attualmente rendimenti negativi e data la loro piccola entità (il governo svizzero rilascia titoli di stato per solo il 12% del PIL)<sup>34</sup>.

La banca centrale, per il momento, ha deciso di non implementare da subito queste politiche, ma ha ritenuto più saggio attendere i risvolti del mercato monetario e delle mosse delle altre banche come la BCE, e solo una volta osservata la nuova situazione decidere in quale direzione operare. È stata anche messa in dubbio la capacità di una tale strategia di raggiungere risultati ragguardevoli nell'indebolimento del cambio<sup>35</sup>.

Tali politiche tuttavia, come sostenuto sia dal FMI che dalla banca centrale svizzera<sup>36</sup>, non si sa quanto potrebbero essere effettivamente efficaci. E la BNS pensa inoltre che non sia possibile perseguire l'obiettivo di un innalzamento dell'inflazione data la piccola dimensione dell'economia svizzera e la sua peculiarità di centro finanziario, che di fatto non le permette di poter perseguire in modo lineare un obiettivo come quello di un tasso di inflazione stabile.

## **7. Può la Svizzera essere indipendente dall'euro?**

A questo punto, considerate le problematiche e le criticità che le autorità monetarie svizzere si trovano a dover affrontare, data la situazione che le vede provare a mantenere una politica monetaria indipendente rispetto ad altre banche centrali, come la BCE, le cui scelte

---

<sup>33</sup> **Idem**

<sup>34</sup> **International Monetary Fund (2015)**

<sup>35</sup> **Idem**

<sup>36</sup> **International Monetary Fund (2015)**

influiscono in modo tanto rilevante sulla sua economia, sorge la questione che forse la Svizzera potrebbe avere dei vantaggi all'entrata nell'euro. Quindi, è veramente economicamente vantaggioso mantenere una politica monetaria indipendente per la Svizzera?

Se si torna ad analizzare il caso quasi del tutto analogo della Danimarca, il problema dei costi relativi all'indipendenza monetaria rispetto all'Unione Europea è già stato pubblicamente affrontato: nel 1992 con il referendum sull'eventuale entrata della Danimarca nel Trattato di Maastricht, e poi nel 2000, con un altro referendum per l'entrata nell'euro, entrambi rigettati da voto popolare. Data la apparente irremovibilità del cambio, così come annunciato dalla banca nazionale danese, si può senz'altro sostenere che la Danimarca sia dal punto di vista monetario completamente dipendente dalle decisioni della BCE<sup>37</sup>, e quindi dall'euro. Situazione che la porta ad essere oggetto di attacchi speculativi che possono gravemente danneggiarla: ad esempio l'attacco di febbraio, oltre ad aver costretto la banca nazionale ad intervenire pesantemente sul mercato valutario vendendo corone danesi ha anche fatto sì che cessasse l'emissione di bond per un determinato periodo di tempo per ridurre l'afflusso di capitali e rischiando quindi una carenza di liquidità del governo. Attacchi che, una volta entrata nell'unione monetaria, potrebbero cessare. Non a caso sulla convenienza di un'entrata nella moneta unica da parte della Danimarca si è detto favorevole lo stesso governatore della banca centrale danese<sup>38</sup> e le ragioni che hanno fino ad ora mantenuto il paese al di fuori, così come accaduto durante la campagna del referendum del 2000, appaiono più politiche che economiche.

La situazione svizzera, come già affermato, non risulta particolarmente differente da quella danese, con un'economia molto legata ai paesi dell'area euro, che costituiscono il suo principale e più influente sbocco commerciale, più del 50% delle esportazioni svizzere, e molto condizionata dalla situazione monetaria europea, la cui influenza sull'economia svizzera si è rivelata in modo palese nel 2011, prima che fosse stabilita la soglia minima di cambio. Considerati questi fattori, va notato come la BNS abbia di fatto agito in modo indipendente e non coordinato con le autorità europee, dimostrando una volontà e una capacità di essere indipendente dalle scelte monetarie estere e non essendo quindi disposta a legare la propria economia a quella dell'Unione Europea a qualunque costo, come invece sembra voler fare la Danimarca. Scelta che però non è stata affatto indolore, comportando un rallentamento dell'economia, perdite sulle riserve, aumenti della disoccupazione e diminuzione dell'inflazione. Lasciando

---

<sup>37</sup> Rose A. (2010)

<sup>38</sup> Milne R. (2015)

quindi aperta la questione su quanto sia in realtà conveniente per un paese come la Svizzera mantenere questa indipendenza quando, volente o nolente, deve raffrontarsi con l'Unione Europea, dalla quale è circondata non solo geograficamente ma anche economicamente.

#### 4. CONCLUSIONI

La decisione di abbandonare la soglia minima di cambio con l'euro nel gennaio 2015 è stata causa, così come ci si aspettava, di un forte shock dell'economia svizzera, con aumenti della disoccupazione e diminuzione dei salari, un ribasso delle stime per l'inflazione, della crescita e delle esportazioni nette nel breve periodo e ha lasciato nell'incertezza le prospettive economiche del paese nel medio e lungo termine, senza peraltro aver posto definitivo rimedio a quelle problematiche legate al rapporto dell'economia svizzera con la ancora fragile economia europea.

Se la decisione assunta nel settembre 2011 di legare il franco all'euro, mediante la decisione di porre una soglia minima al cambio, è riuscita a contenere l'apprezzamento della valuta in un momento di forte criticità per l'economia globale e a permettere negli anni seguenti una crescita stabile, seppur moderata e accompagnata da tassi di inflazione prossimi allo 0%, è anche vero che data la successiva decisione presa nel gennaio 2015, il problema dell'apprezzamento del franco si è ripresentato in modo alquanto violento e sebbene la situazione economica globale sia generalmente migliorata, le criticità legate all'economia europea, che rimane il più importante partner commerciale ed economico della confederazione, non sembrano affatto risolte.

Oltre a ciò si aggiungono i costi che la Banca Nazionale Svizzera ha sostenuto, e potrebbe dover sostenere ancora a lungo in futuro, dovuti alle perdite di valore delle riserve di valuta estera cresciute enormemente durante gli anni del cambio fisso.

Il tasso di inflazione che ha raggiunto valori negativi e impiegherà, se la situazione rimarrà stabile, alcuni anni per tornare a valori intorno all'1%, comunque al di sotto di quello che è ritenuto il tasso di inflazione ottimale del 2%, potrebbe condurre l'economia svizzera in una situazione di deflazione e aggravare le prospettive di crescita economica. Un'altra criticità emersa che dovrà venire affrontata è una perdita di credibilità, o comunque una profonda incertezza, sulle scelte che saranno intraprese in futuro e sulle ragioni dell'agire

della banca nazionale: gli speculatori infatti potrebbero vedere la scelta di abbandonare il cambio fisso come una dichiarazione di impotenza da parte della banca svizzera nel tenere sotto controllo il valore della propria valuta, confrontando il comportamento svizzero con quello ad esempio della Danimarca, che è stata irremovibile nel mantenere le proprie scelte di politica monetaria in seguito ad un analogo caso in febbraio, e quindi potrebbero portare nuovi attacchi al franco, non credendo nella irremovibilità delle decisioni di politica monetaria svizzere. Perdita di credibilità potrebbe sopraggiungere anche a causa delle continue passività sul bilancio e da un'incertezza diffusa su quali siano gli obiettivi di medio e lungo termine della BNS<sup>39</sup>.

Gli eventi hanno dimostrato che la Svizzera è in grado di mantenere una propria politica monetaria indipendente, a differenza di un paese come la Danimarca, che di fatto ha rinunciato ad ogni pretesa sulle proprie decisioni di politica monetaria in cambio del mantenimento di un cambio stabile con la moneta unica, anche se la reale possibilità per un paese come la Svizzera di essere realmente indipendente dalle scelte economiche di un vicino ingombrante come l'Unione Europea risulta poco credibile.

Sostenere che la politica monetaria della Svizzera sia stata proficua per l'economia del paese o che, invece, i costi non siano valsi i benefici è difficile da stabilire, e le opinioni sono state contrastanti, sia a livello teorico che politico, anche da parte delle istituzioni finanziarie e monetarie come il Fondo Monetario Internazionale e la BNS stessa.

---

<sup>39</sup> International Monetary Fund (2015)

## 5. BIBLIOGRAFIA

**Banca Mondiale.** World Bank data. *World Bank*. [Online] <http://databank.worldbank.org/data/>.

**Banca Nazionale Svizzera. (2015)** *Introductory remarks by Thomas Jordan*.

**Banca Nazionale Svizzera. (2011)** Press Release. [Online]  
[http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre\\_20110906/source/pre\\_20110906.en.pdf](http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20110906/source/pre_20110906.en.pdf).

**Banca Nazionale Svizzera. (2011)** Short statement by Philipp Hildebrand. [Online]  
[http://www.snb.ch/en/mmr/speeches/id/ref\\_20110906\\_pmh/source/ref\\_20110906\\_pmh.en.pdf](http://www.snb.ch/en/mmr/speeches/id/ref_20110906_pmh/source/ref_20110906_pmh.en.pdf).

**Davies, G. (2015)** *Financial times*. [Online] <http://blogs.ft.com/gavyndavies/2015/01/18/the-swiss-currency-bombshell-cause-and-effect/>.

**Hannon, P. (2015)** *Wall Street Journal*. [Online] <http://www.wsj.com/articles/danish-central-bank-governor-lars-rohde-pledges-to-defend-currency-peg-1426168038>.

**International Monetary Fund. (2015)** *Article IV consultation-Mission to China*. s.l. : IMF, 2015.

**International Monetary Fund.** IMF Data. *IMF*. [Online] <http://www.imf.org/external/data.htm>.

**International Monetary Fund. (2015)** *Article IV consultation—Staff report*. IMF Country Report No. 15/132. Washington D.C. : s.n., 2015.

**International Monetary Fund. (2015)** Statement by Daniel Heller, executive director for switzerland.

**Jolly D., Irwin N. (2015)** Internationa Business. *New York Times*. [Online]  
<http://www.nytimes.com/2015/01/16/business/swiss-national-bank-euro-franc-exchange-rate.html>.

**Li, F. (2015)** Bloomberg QuickTake. *Bloomberg*.  
[Online]<http://www.bloombergtake.com/quicktake/china-yuan-controls>.

**Milne, R. (2015)** *Financial Times*. [Online] <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d3c385f6-adc6-11e4-919e-00144feab7de.html#axzz3j3n6wW2l>.

**Powell, D. (2013)** *Currency wars*. Bloomberg.

**Reuters. (2008)** [Online] <http://www.reuters.com/article/2008/10/29/us-usa-china-obama-currency-idUSTRE49S7FQ20081029>.

**Rose, A. K. (2010)** *Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating, and Flaky*. London : Centre for Economic Policy Research, *Journal of Economic Literature*.

**Stella, P. (1997)** *Do Central Banks Need Capital?* International Monetary Fund.

**The Economist. (2015)** Broke but never bust. [Online] <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21640363-ecb-and-swiss-national-bank-should-be-much-more-relaxed-about-losing>.

**The economist. (2015)** Switzerland's central bank makes a massive loss. [Online]  
<http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2015/08/swiss-national-bank>.

**Wyplosz, C. (2007)** *The Foreign Exchange Reserves Buildup: Business as Usual?* Graduate Institute of International Studies and CEPR .

**Zantonelli, F. (2015)** Economia e finanza. *Repubblica*. [Online]  
[http://www.repubblica.it/economia/2015/04/30/news/banca\\_centrale\\_svizzera\\_franco-113202105/](http://www.repubblica.it/economia/2015/04/30/news/banca_centrale_svizzera_franco-113202105/).