

# Il tasso di cambio del franco: una minaccia per la Svizzera?

## dossierpolitica

7 giugno 2010

Numero 8

### Il tasso di cambio al centro dell'attenzione.

L'interesse pubblico si focalizza sempre di più sul tasso di cambio del franco svizzero. Il suo recente apprezzamento comporta costi elevati per la nostra industria d'esportazione. Questo fenomeno si aggiunge al difficile anno trascorso dalla nostra industria d'esportazione. Tuttavia, uno sguardo sull'evoluzione reale del corso del franco mostra che la nostra moneta non è così sopravvalutata. Inoltre, la forza momentanea del franco è spiegabile con l'aiuto dei tradizionali modelli economici. Con il suo indebitamento relativamente contenuto e con un'alta quota di esportazioni, la Svizzera è in parte vittima del proprio successo. Occorre dunque attendersi un apprezzamento del franco anche a lungo termine. Sarebbe pericoloso voler contenere questa tendenza ancorando il franco all'euro. Sarebbe la fine dell'indipendenza della BNS e dei vantaggi comparativi della Svizzera a livello dei tassi d'interesse.

### La posizione di economiessuisse

▶ Un franco forte nei confronti dell'euro penalizza le esportazioni. Altri fattori come la congiuntura mondiale sono tuttavia molto più determinanti. A lungo termine, l'economia può adattarsi ad una rivalutazione del franco.

▶ Le buone condizioni finanziarie che regnano in Svizzera, nonché la forte produttività dei settori di esportazione continuano a rafforzare il franco. Bisogna dunque attendersi, a lungo termine, un ulteriore rafforzamento della moneta nazionale svizzera.

▶ La Banca Nazionale Svizzera può rimediare temporaneamente ad un rialzo del franco, ma essa non potrebbe combattere una valutazione del franco a lungo termine. economiessuisse rifiuta un ancoraggio all'euro. Una simile misura significherebbe la fine dell'indipendenza della BNS e del vantaggio comparativo della Svizzera in termini di tassi d'interesse.

▶ Sarebbe tuttavia possibile ed auspicabile indebolire il franco migliorando la produttività dei settori focalizzati sul mercato interno.



## Il corso del franco al centro dei dibattiti di politica economica

► Le fluttuazioni del tasso di cambio svolgono un ruolo importante nella politica economica.

Il tasso di cambio svolge un ruolo importante nella politica economica. Le fluttuazioni delle valute nazionali modificano i prezzi dei beni e dei servizi prodotti nel paese rispetto ai beni offerti dai paesi stranieri. La valutazione del franco ha l'effetto di rincarare il costo dei prodotti svizzeri all'estero. Allo scopo di non perdere i loro clienti, gli esportatori non hanno spesso altra scelta se non quella di mantenere i loro prezzi all'estero ad un livello costante e di accontentarsi di un margine più basso. Anche il settore del turismo soffre a causa del franco forte. Ma una moneta forte comporta anche aspetti positivi. Essa fa diminuire i prezzi delle importazioni, come quello della benzina o dei tessuti. Inoltre, il franco svizzero è una delle monete che si negoziano maggiormente sui mercati finanziari. La moneta svizzera gioca dunque un ruolo importante anche a livello internazionale.

Da qualche mese il tasso di cambio del franco, in particolare rispetto all'euro, è al centro dell'attenzione degli economisti. L'apprezzamento della nostra moneta nazionale è seguita attentamente, la Banca nazionale procede ad interventi massicci per limitare un'ulteriore rafforzamento del franco. Si tratta di una situazione straordinaria che va analizzata e considerata con attenzione. Ci proponiamo di esaminare dapprima il passaggio dei corsi di cambio fissi ai corsi di cambio fluttuanti nonché le implicazioni di questi due sistemi. Questo ci indurrà all'analisi dei fattori che influenzano il tasso di cambio. Infine, ci chineremo sulla questione se il franco sia attualmente sopravvalutato e tenteremo di vedere quale evoluzione si prospetta per il futuro.

## Dal sistema dei corsi di cambio fissi ai corsi di cambio fluttuanti

► Instaurazione di un sistema di corsi di cambio fissi dopo la Seconda guerra mondiale.

### Bretton Woods

Dopo la Seconda guerra mondiale, i paesi industrializzati erano concordi che un sistema finanziario mondiale stabile fosse sinonimo dell'applicazione di corsi di cambio fissi. Le condizioni precise di questo sistema sono state definite nel 1944 nell'Accordo di Bretton Woods. Questo sistema funzionava egregiamente durante il periodo della ricostruzione dell'Europa; il dollaro era allora una moneta rara. Durante la guerra del Vietnam, gli Stati Uniti non si sono più preoccupati dei loro impegni internazionali e hanno attuato una politica monetaria espansionistica, dettata dalle loro priorità interne. La conseguenza fu che i tassi d'inflazione in America superarono in misura importante quelli europei. Questa evoluzione ha posto le monete europee e in particolare il franco svizzero sempre più sotto pressione. Per mantenere il tasso di cambio secondo i parametri dell'Accordo di Bretton Woods, la Svizzera ha dovuto praticare anch'essa una politica monetaria espansionistica e registrare così un'inflazione più importante.

► La lotta contro la minaccia dell'inflazione.

Per evitare il problema dell'inflazione, ci si è sforzati a ridurre la forte liquidità di franchi in circolazione mediante "operazioni di sterilizzazione". Il funzionamento di questa strategia era il seguente: l'emissione di obbligazioni statali e la vendita di divise in dollari permettevano di ritirare dal mercato grandi quantità di franchi derivanti dagli acquisti di dollari. Questa strategia di sterilizzazione permetteva da una parte di risolvere il problema dell'inflazione, ma provocava un apprezzamento del franco. Si sono allora tentate misure di regolamentazione

per contenere la forte domanda di franchi svizzeri e la susseguente pressione al rialzo del franco (ad esempio attuando leggi contro l'afflusso di fondi stranieri). Nel 1971 la pressione è diventata troppo forte e la Svizzera ha abrogato i testi legali con i quali essa si impegnava a stabilizzare i corsi di cambio. Ne è immediatamente risultata una forte rivalutazione del franco svizzero rispetto al dollaro.

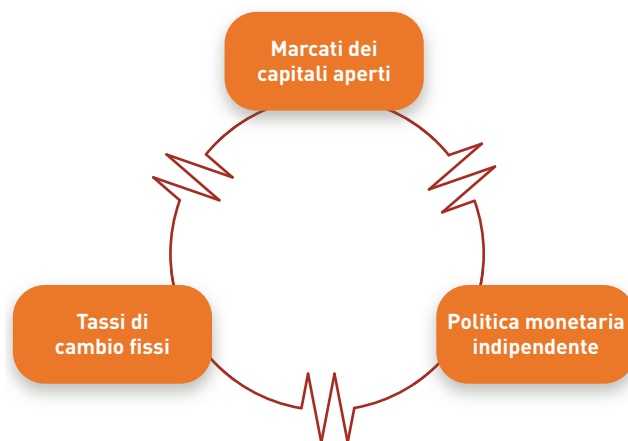
### Il trilemma macroeconomico

Gli eventi che si sono susseguiti e che hanno contraddistinto il sistema di Bretton Woods si prestano perfettamente ad illustrare un punto centrale della macroeconomia internazionale. Non è possibile realizzare contemporaneamente i tre seguenti obiettivi: mercati dei capitali aperti, corsi di cambio fissi e una politica monetaria indipendente. Questo fenomeno è noto sotto il nome di trilemma macroeconomico<sup>1</sup>.

#### Grafico 1

► Sono contemporaneamente raggiungibili solo due obiettivi.

#### Il trilemma macroeconomico



Fonte: elaborazione economiesuisse

► Mercati dei capitali aperti, corsi di cambio fissi o politica monetaria indipendente.

Per illustrare in modo semplice il trilemma, immaginiamo la situazione di uno Stato che cerca di raggiungere i tre obiettivi. Supponiamo che un'impresa esporta beni negli Stati Uniti e si fa pagare in dollari. Essa esercita le proprie attività nel paese in cui essa risiede e desidera dunque cambiare i suoi dollari in moneta nazionale. Questa domanda supplementare di moneta interna si tradurrebbe, sotto il regime dei corsi di cambio fissi, in una rivalutazione della moneta interna (anche se la valutazione provocata da una sola impresa sarebbe molto debole). Tuttavia, quando l'obiettivo è quello di un tasso di cambio fisso, la banca centrale interviene sul mercato delle valute acquistando dei dollari con la moneta interna. Questo denaro supplementare sfocia in un'espansione della massa monetaria interna e aumenta così l'inflazione. In questo caso, l'obiettivo del tasso di cambio fisso rende impossibile una politica monetaria indipendente. In un regime di mercati aperti, la banca centrale deve optare per uno dei due obiettivi.

► Con il regime di Bretton Woods la Svizzera era implicata nel trilemma.

Il comportamento della Svizzera sotto il regime di Bretton Woods mostra chia-

<sup>1</sup> Obstfeld, M. & Taylor, A. M. (2002). Globalization and Capital Markets. NBER Working Paper Series. Working Paper No. 8846.

ramente il la rilevanza del trilemma. Le misure regolatrici dovevano limitare gli scambi di capitali (e dunque ridurre la richiesta di franchi svizzeri) e l'emissione di prestiti tendeva a ridurre la sovrabbondanza di liquidità provocata dagli acquisti di dollari. Questo ostacolava l'adeguamento dei relativi prezzi, vale a dire che i prodotti svizzeri continuavano ad essere venduti ad un prezzo interessante all'estero, mentre i prodotti stranieri erano sempre relativamente cari in Svizzera (si cercava infatti di evitare l'aumento del livello generale dei prezzi riducendo la liquidità). Questo atteggiamento ha ulteriormente aumentato la domanda di franchi svizzeri rispetto al dollaro (l'esportatore desiderava cambiare i dollari americani contro i franchi). In altre parole, si è entrati in un circolo vizioso. Infine, la pressione sulla moneta era diventata troppo forte e si è dovuto abbandonare uno degli obiettivi politici: il tasso di cambio fisso.

► E' possibile aggirare il trilemma solo temporaneamente.

L'esempio della Svizzera mostra inoltre che non bisogna semplificare eccessivamente il trilemma macroeconomico. Nella realtà, si devono prendere in considerazione due aspetti: in primo luogo, la nozione di "tasso di cambio fisso" funziona a vari livelli. Gli esempi tipici sono la fissazione di forchette di fluttuazioni o il ricorso alle valutazioni e alle svalutazioni controllate. In pratica, per ragioni di politica congiunturale, le banche centrali sorvegliano quasi tutti i corsi di cambio. In secondo luogo, è possibile aggirare il trilemma, ma solo a breve termine. L'emissione di prestiti statali permette di lottare efficacemente contro il rischio d'inflazione legato ad una rivalutazione della moneta nazionale. Questa politica ha tuttavia i suoi limiti. Essa non fa che rinviare il problema del trilemma, anche di alcuni anni. Arriva un giorno in cui il mercato è saturo di prestiti statali o in cui la pressione sulla moneta è eccessiva (a seguito anche di attacchi speculativi) e dove il tasso di interesse risulta troppo elevato per il debitore.

► I corsi di cambio fluttuanti non danneggiano l'industria d'esportazione.

### **I corsi di cambio fluttuanti e l'introduzione dell'euro**

L'abbandono dei corsi di cambio fissi ha permesso alla Banca nazionale di gestire una politica monetaria indipendente, incentrata sulla lotta contro l'inflazione. Il tasso di cambio non è comunque rimasto a lungo un fattore centrale della politica monetaria, poiché in una piccola economia aperta esso svolge un ruolo fondamentale sulla congiuntura e sui prezzi. Ancora oggi, la Banca Nazionale Svizzera non può condurre una politica monetaria totalmente indipendente dall'evoluzione dei corsi di cambio. Nonostante i numerosi timori manifestati, il passaggio al sistema dei cambi fluttuanti non si è rivelato negativo per l'industria d'esportazione.

► Il problema dei cicli congiunturali asimmetrici in regime di corsi di cambio fissi

Gli Stati della Comunità europea che circondano la Svizzera si sono sforzati di sviluppare i propri sistemi di corsi di cambio fissi con il Sistema monetario europeo (SME). Come è stato il caso con il sistema di Bretton Woods, lo SME è stato confrontato al fatto che un "paese direttore" poteva determinare la propria politica monetaria in maniera più o meno indipendente (nel caso dello SME, era la Germania). Quando la Germania, dopo la riunificazione, ha optato per una politica monetaria restrittiva per ovviare alle tendenze inflazionistiche, essa ha agito in un senso diametralmente opposto agli interessi di altri Stati dello SME. L'Italia e la Gran Bretagna soprattutto hanno optato per una politica monetaria espansionistica, allo scopo di sostenere la congiuntura in un momento difficile. Le svalutazioni attese rispetto alle monete di questi paesi si sono infine concretizzate. Nel 1993 i margini di fluttuazione dei corsi di cambio hanno dovuto essere fortemente estesi. Questa evoluzione ha comportato l'abolizione dello SME. A seguito delle esperienze registrate con lo SME, l'UE ha deciso di introdurre una moneta unica.

► Nessun apprezzamento importante dopo l'introduzione dell'euro

Il rinnovamento del modello di politica monetaria in Svizzera è avvenuto nello stesso periodo dell'introduzione dell'euro. Gli strumenti di politica monetaria della BNS si sono concentrati sul tasso di rifinanziamento delle banche a breve termine come strumento di politica monetaria. Per contro, si voleva ad esempio rinunciare agli swap di valute. L'introduzione dell'euro ha comportato da parte sua la creazione di una Banca centrale europea unica, un istituto d'emissione al quale la BNS non può sottrarsi. I timori formulati circa un apprezzamento eccessivo del franco nei confronti dell'euro dopo la sua introduzione si sono tuttavia rivelati infondati. Al contrario, la BNS è stata confrontata per lunghi periodi al fenomeno di una moneta europea rivalutata rispetto al franco.

► Il problema del limite-zero del tasso di interesse.

#### **La crisi finanziaria e le sue conseguenze immediate sulla politica monetaria**

La recente crisi finanziaria e la relativa recessione hanno posto tutte le banche centrali del mondo di fronte a sfide importanti. La politica monetaria classica è ristretta dal limite-zero del tasso di interesse. Inoltre, la Svizzera è stata confrontata alla valutazione del franco, tipica dei periodi di crisi nel corso dei quali la nostra moneta assume il ruolo di "save haven" (porto sicuro). Da una parte, una forte rivalutazione del franco avrebbe ostacolato le nostre esportazioni in un periodo in cui i mercati mondiali crollavano. Dall'altra parte, essa avrebbe comportato una diminuzione dei prezzi delle importazioni. Coniugata con una tendenza generale al ribasso del livello dei prezzi, essa avrebbe potuto scatenare una spirale deflazionistica, con tutti gli effetti negativi che un tale fenomeno può comportare (cf. Giappone).

► Intervento sul mercato delle valute per allontanare il rischio di deflazione.

La BNS voleva assolutamente evitare questo scenario e ha di conseguenza deciso di ricorrere a mezzi poco ortodossi. I suoi interventi sul mercato delle valute hanno impedito la rivalutazione della moneta indigena e hanno allontanato il rischio diretto di deflazione. Ma la BNS ha chiaramente fatto sapere che si tratta di una misura straordinaria, resa indispensabile dal carattere inusuale della situazione.

► Occorre evitare una valutazione eccessiva del franco.

Con la valutazione del franco svizzero nei confronti dell'euro negli scorsi mesi, voci sempre più insistenti chiedono un controllo più intenso del corso della valuta nazionale da parte della BNS. La Banca nazionale intende anche in futuro a contenere una valutazione eccessiva del franco, ma essa non fornisce altre indicazioni a questo proposito. Essa ha proceduto in un passato recente a operare degli interventi sui mercati delle valute. La questione della strategia a lungo termine della BNS in materia di corsi di cambio rimane aperta. In alcuni ambienti, si mette in dubbio la volontà della Svizzera di mantenere ad ogni costo un sistema di corsi di cambio fluttuanti.

## Fatti concernenti l'evoluzione del tasso di cambio

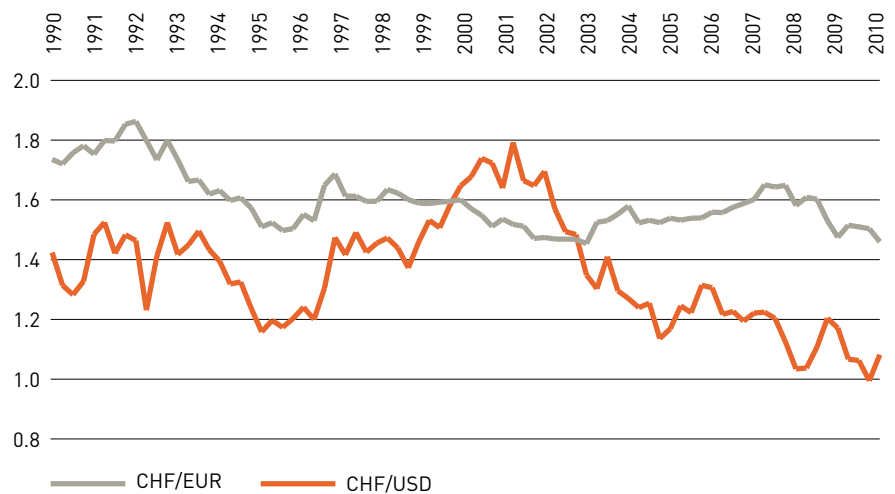
► Tasso di cambio nominale, tasso di cambio reale e parità di potere d'acquisto.

L'evoluzione del tasso di cambio non è così facile da capire come potrebbe sembrare a prima vista. In una prospettiva economica, oltre al tasso di cambio nominale, riveste un'importanza centrale il tasso di cambio reale che tiene conto del potere d'acquisto. Il tasso di cambio percepito dall'opinione pubblica, oggetto di dibattiti politici, è il corso nominale fissato giornalmente sui mercati finanziari. Il grafico 3 mostra l'evoluzione dal 1990 del dollaro e dell'euro rispetto al franco svizzero.

### Grafico 2

► Franco svizzero forte.

### Tasso di cambio nominale CHF/Euro e CHF/US\$



Fonte: Thomson Datastream.

► Tendenza all'apprezzamento a lungo termine.

Il rapporto franco/euro si situa oggi al suo livello storicamente più basso. Oltre a questo, il grafico 3 mette in evidenza due fatti importanti. Primo, vi sono state in passato delle fasi nel corso delle quali il franco era forte. Secondo, si è potuta osservare una tendenza al ribasso del tasso di cambio, dunque una rivalutazione a lungo termine. La situazione è paragonabile con il dollaro americano. In questo caso, il rapporto con il franco è un po' più volatile, ma si può chiaramente parlare di una tendenza all'apprezzamento a lungo termine.

► Il tasso di cambio nominale non considera alcuni elementi importanti.

La tendenza osservata all'apprezzamento del tasso di cambio nominale porta a conclusioni sbagliate. Occorre tener conto del fatto che a lungo termine i tassi d'inflazione in Svizzera sono stati in passato inferiori rispetto a quelli registrati all'estero. Ma se il livello generale dei prezzi aumenta all'estero, l'esportatore svizzero può in generale pretendere anche prezzi più elevati per i propri prodotti. In quest'ipotesi, nonostante un tasso di cambio nominale più basso, l'importo generato in franchi svizzeri rimarrebbe lo stesso. Dunque, l'elemento determinante per i rapporti effettivi di scambi non è il tasso di cambio nominale, bensì il corso reale, al netto dell'inflazione.

► La «soglia di dolore» avrebbe dovuto spostarsi.

È comunque nella natura umana orientarsi in funzione dei dati nominali. Gli economisti qualificano questo fenomeno come illusione monetaria. L'ATS ha così annunciato il 27 marzo 2002 che la «soglia di dolore» del corso di cambio dell'euro si situava per vari settori dell'economia d'esportazione al livello di 1,50 CHF. Da allora, sono trascorsi otto anni nel corso dei quali i tassi d'inflazione

della zona euro sono praticamente sempre stati superiori a quelli della Svizzera. L'indice dei prezzi al consumo nella zona euro è progredito in totale durante questi otto anni di quasi il 20% in più dell'indice nazionale dei prezzi al consumo in Svizzera. Nonostante questo, la Neue Zürcher Zeitung scriveva il 13 febbraio 2010 una frase quasi identica a quella apparsa otto anni prima: «Se l'euro scende per diverse settimane al di sotto della soglia degli 1,50 CHF, l'economia ne risente». Tenuto conto delle differenze dei tassi d'inflazione, la «soglia di dolore» avrebbe dovuto spostarsi nettamente verso il basso.

► In termini reali il franco non è eccessivamente forte.

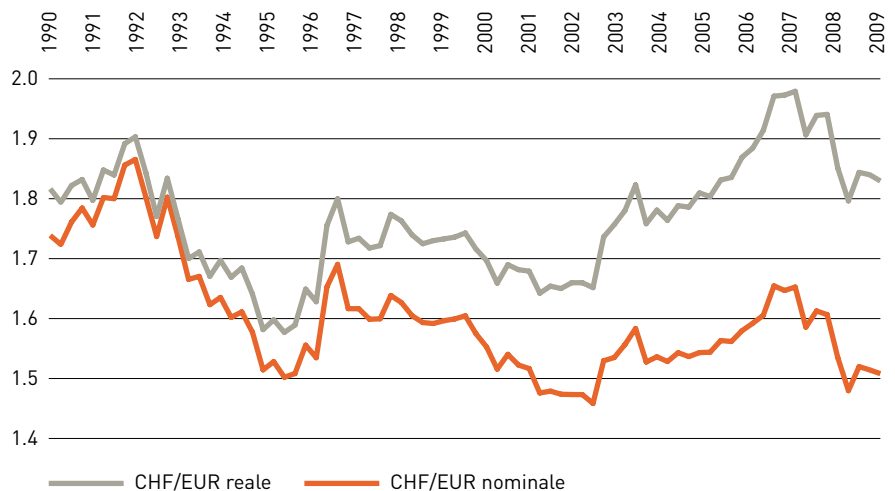
Il grafico 4 mostra l'evoluzione del tasso di cambio reale CHF/euro, al netto dell'inflazione<sup>2</sup>. Attualmente, il franco non è straordinariamente sopravvalutato. A metà degli anni novanta, e negli anni che hanno preceduto e seguito l'introduzione dell'euro nel 2002, il franco era nettamente più forte in termini reali rispetto a quanto è stato il caso nel corso di questi ultimi mesi. È interessante constatare che la situazione è leggermente diversa con il dollaro (cf. grafico 5). Quest'ultimo, nel corso degli anni, si è fortemente deprezzato in termini nominali rispetto al franco, ma in termini reali esso è rimasto relativamente stabile.

### Grafico 3

► Apprezzamento reale moderato.

### Tasso di cambio reale e nominale CHF/Euro a confronto

Base CPI: 1985



Fonte: Thomson Datastream.

<sup>2</sup> Il tasso di cambio reale si calcola nel seguente modo: tasso di cambio reale = tasso di cambio nominale x livello dei prezzi all'estero/livello dei prezzi nel paese

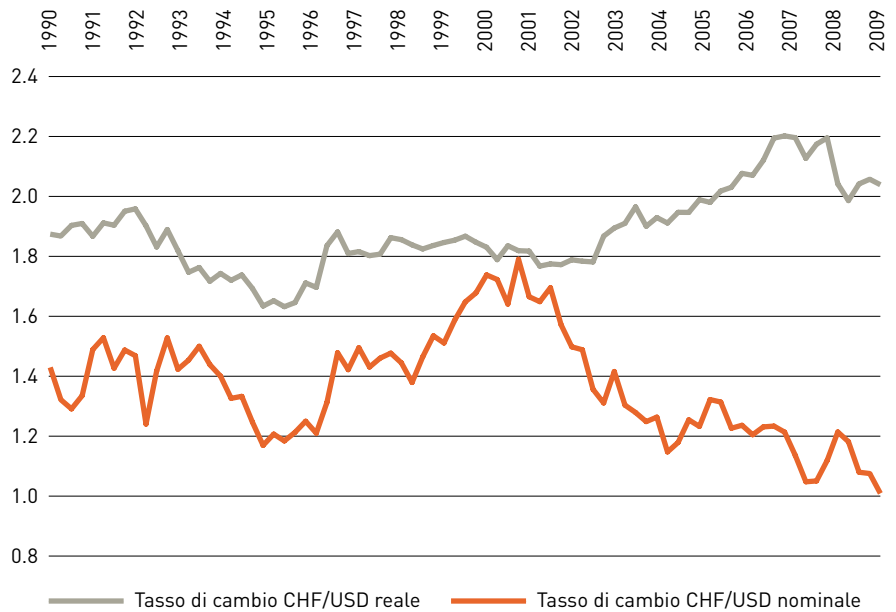


**Grafico 4**

▶ Nessun apprezzamento straordinario.

**Tasso di cambio reale e nominale CHF/Euro a confronto**

Base CPI: 1985



Fonte: Thomson Datastream.

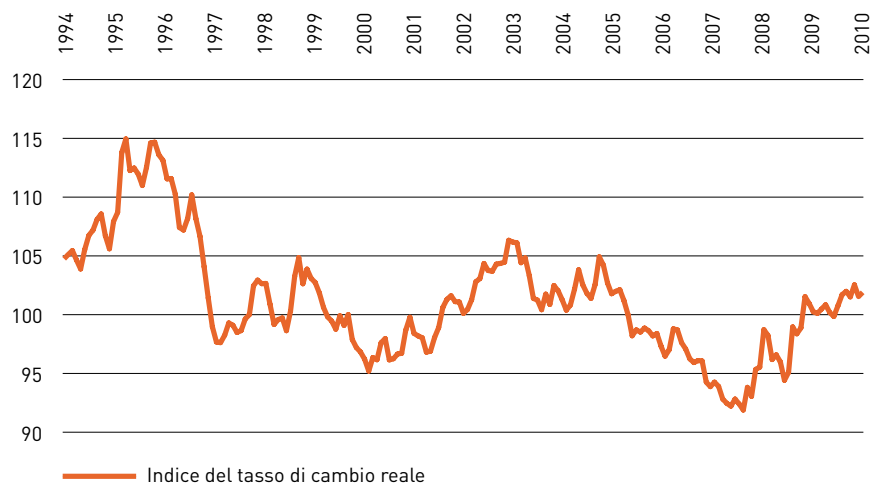
▶ Indice medio del tasso di cambio reale a lungo termine.

L'esame dell'indice del tasso di cambio reale della Banca dei regolamenti internazionali, ponderato in proporzione agli scambi commerciali, è ancora più sorprendente. Esso sintetizza i vari rapporti monetari reali rispetto alla corrispondente quota alle esportazioni o alle importazioni totali. Si è così potuta ottenere un'immagine abbastanza esatta del valore del franco nel confronto internazionale. Il grafico 6 conferma le constatazioni fatte finora: anche secondo questo metodo di calcolo il franco non è particolarmente sopravvalutato, esso si situa nella media a lungo termine.

**Grafico 5**

▶ Il franco non è apprezzato eccessivamente.

**Tasso di cambio ponderato in base al commercio internazionale**



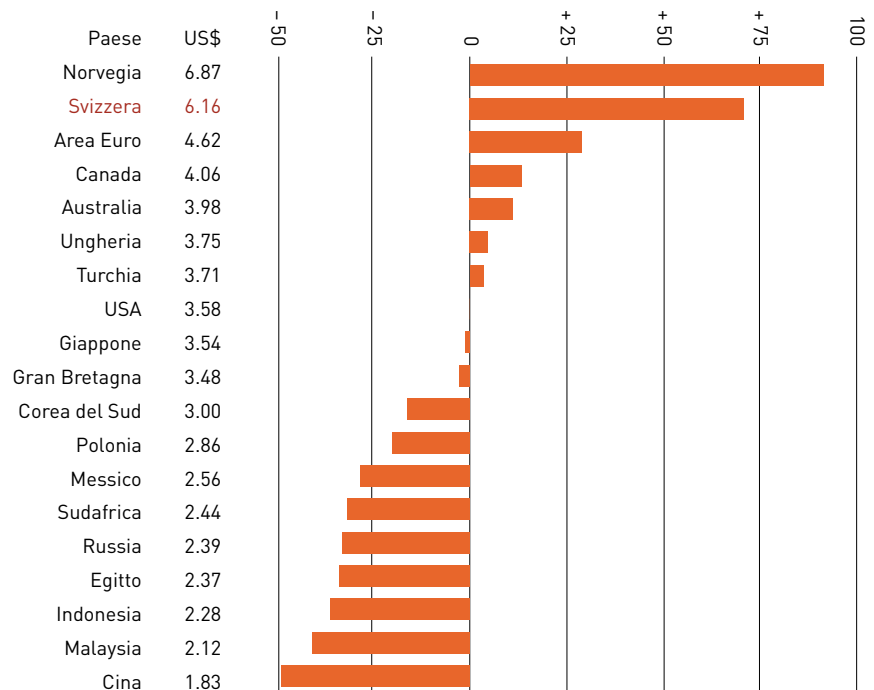
Fonte: www.bis.org

Infine, esiste un terzo approccio per descrivere le relazioni monetarie tra due paesi: quello relativo alla parità del potere d'acquisto («Purchasing Power Parity», PPP). In concreto, questo sistema consiste nel paragonare tra loro i livelli dei prezzi di un certo paniere di beni rappresentativo nei diversi paesi. In assenza di ostacoli regolamentari agli scambi e assumendo che tutti i beni si potessero scambiare senza costi di transazione, la teoria vorrebbe che si paghi lo stesso prezzo (del mercato) per lo stesso paniere di beni dopo conversione nella stessa moneta. Ma questa teoria («Law of one Price») non resiste spesso alla prova della realtà. L'indice «Big Mac» costituisce una rappresentazione popolare di questo fatto. Esso compara i prezzi, espressi in dollari, di un Big Mac nei vari paesi del mondo. Il Big Mac si presta molto bene a questo esercizio, poiché costituisce un bene standardizzato nel mondo e dunque omogeneo.

### Grafico 6

► Big Mac costoso in Svizzera.

### Il «Big-Mac-Index»



Fonte: The Economist.

► Le barriere commerciali fanno salire i prezzi.

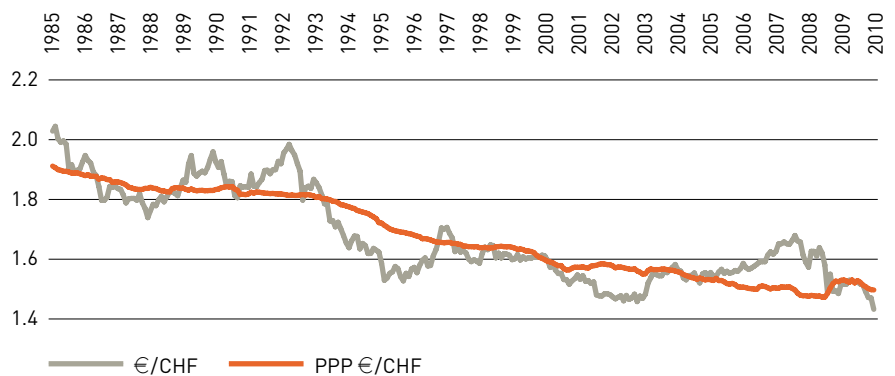
Dalla lista risulta che il prezzo di un Big Mac in Svizzera è relativamente elevato. L'indice Big Mac farebbe intuire dunque che il franco è fortemente sopravvalutato rispetto al dollaro. Tuttavia, l'indice Big Mac presenta una certa distorsione nel caso della Svizzera a seguito della protezione del mercato agricolo che rincarà il prezzo delle derrate alimentari e dunque del Big Mac. Nonostante questa debolezza, esso illustra chiaramente il principio della parità del potere d'acquisto. Esso mostra il valore corretto del potere d'acquisto (e dunque economicamente significativo) di ogni euro o dollaro che un esportatore guadagna all'estero.

► La parità del potere d'acquisto non lascia trasparire una sopravvalutazione estrema.

Basta gettare uno sguardo all'evoluzione della parità del potere d'acquisto per accorgersi che la PPP rispetto all'euro e al dollaro è effettivamente superiore al tasso di cambio (cf. grafico 7). Secondo queste stime, il franco è attualmente leggermente sopravvalutato. Ma questa rivalutazione non è estrema. Lo scarto è talvolta stato più evidente negli anni novanta.

**Grafico 7**

► La discrepanza negli anni 90 è nettamente più significativa.

**Parità di potere d'acquisto vs tasso di cambio nominale**

Fonte: UBS Wealth Management.

**Fattori che influenzano il tasso di cambio**

Nel paragrafo precedente, abbiamo sottolineato l'importanza dei diversi livelli dei prezzi tra la Svizzera e l'estero per la fissazione del tasso di cambio. Quali sono gli altri fattori d'influenza in un sistema di tassi di cambio flessibili?

► I tassi d'interesse svolgono un ruolo determinante.

**Politica monetaria**

La politica monetaria della Banca nazionale svizzera ha un'influenza decisiva sull'evoluzione dei tassi di cambio. Il meccanismo alla base è semplice: più il livello dei tassi d'interesse è elevato in Svizzera (in particolare rispetto all'estero), più gli investimenti in franchi svizzeri sono interessanti. L'aumento della domanda di investimenti in franchi svizzeri che ne risulta si traduce in una valutazione della moneta nazionale.

► Una spiegazione valida per numerose fluttuazioni dei tassi di cambio.

Le decisioni di politica monetaria provocano spesso reazioni immediate, ma generalmente limitate nel tempo sui mercati delle valute. In effetti, altri fattori hanno maggiore influenza sulla fissazione del tasso di cambio. Alcuni studi empirici rivelano tuttavia che la politica monetaria è stata un fattore dominante durante alcuni periodi. Lenz & Savioz (2009)<sup>3</sup> hanno mostrato nei loro lavori che la svalutazione del franco svizzero tra il 2003 e il 2005 era in prima linea da attribuire alla politica monetaria espansionistica della BNS. Essi hanno inoltre constatato che il «contributo» della politica monetaria alle fluttuazioni dei tassi di cambio non poteva aver superato mediamente il 15%. A lungo termine, la politica monetaria classica tramite lo strumento dei tassi d'interesse sembra avere soltanto un'influenza limitata sul tasso di cambio. I fattori non monetari svolgono un ruolo più importante.

<sup>3</sup> Sul tema dell'influenza della politica monetaria svizzera sul tasso di cambio, cf. Lenz & Savioz (2009), Monetary determinants of the Swiss franc. Swiss National Bank Working paper No. 2009-16..

► Una progressione dell'inflazione indebolisce la moneta.

### Le differenze d'inflazione

Quando i tassi di cambio nominali sono costanti, le differenze d'inflazione tra due paesi comportano una variazione dei tassi di cambio reali. Questa relazione è naturalmente nota agli investitori, che non mancano di reagire ad un'evoluzione differenziata del livello dei prezzi. La reazione degli investitori influenza da parte sua il tasso di cambio nominale: gli investitori si interessano in ogni caso solo al rendimento reale, vale a dire alla differenza tra il tasso d'interesse nominale e il tasso d'inflazione. Una progressione del rincaro (o l'attesa di una progressione) è dunque sinonimo di un potenziale rendimento inferiore. Se, ad esempio, l'inflazione è più elevata nella zona euro che in Svizzera, e i tassi d'interesse nominali restano stabili, i rendimenti reali diminuiscono nella zona euro e gli investimenti in Svizzera diventano più interessanti a seguito del loro miglior rendimento reale. L'aumento della domanda di franchi svizzeri che ne risulta si traduce in una valutazione della moneta elvetica.

► La Svizzera esporta più di quanto non importi.

### Gli effetti di una bilancia commerciale non equilibrata

Uno sguardo alla statistica del commercio estero della Svizzera mostra la forte vocazione internazionale del nostro paese. Globalmente, esportiamo più beni e servizi di quanti ne importiamo, ciò che significa che la bilancia delle partite correnti presenta un saldo eccedentario. La tabella è radicalmente diversa presso il nostro principale partner commerciale, poiché la bilancia commerciale dell'Unione europea è deficitaria da diversi anni.

► Un'eccedenza della bilancia commerciale non è a priori positiva o negativa.

Da un punto di vista economico, un'eccedenza o un disavanzo della bilancia commerciale non sono né positivi, né negativi. A lungo termine, simili squilibri riflettono in prima linea le aspettative o le preferenze degli attori interessati. La Svizzera denota ad esempio un tasso di risparmio relativamente elevato. Si può immaginare che il consumo di beni importati aumenterà man mano che si utilizza questo "avere di vecchiaia" e fintanto che ne risulterà una diminuzione dell'eccedenza della bilancia commerciale.

► Il tasso di cambio ha un'influenza sulla bilancia commerciale e non al contrario.

Quali saranno le conseguenze per il tasso di cambio? Un'eccedenza porta generalmente a un rafforzamento della moneta nazionale (e dunque a una diminuzione del prezzo delle importazioni), mentre un deficit conduce ad una svalutazione. Alcuni studi empirici mostrano tuttavia che questo meccanismo non è affatto stato osservato<sup>4</sup>. A lungo termine, altri fattori come la crescita economica del partner commerciale, hanno un effetto maggiore d'impatto sulla struttura della bilancia commerciale. A breve e medio termine, sembra che sia piuttosto il tasso di cambio ad avere un'influenza sulla bilancia commerciale e non il contrario.

► La legge del prezzo unico non funziona.

### «L'effetto Balassa-Samuelson»

A partire dagli anni sessanta, numerosi economisti si sono chiesti perché la «legge del prezzo unico», vale a dire la concordanza del tasso di cambio nominale e della parità del potere d'acquisto non venisse riscontrata nella realtà. È evidente che il fatto che i beni non siano tutti commerciabili svolge un ruolo importante al pari di altri fattori, come le spese di trasporto, la regolamentazione, ecc. La conseguenza che ne deriva per i tassi di cambio è stata analizzata dagli economisti Béla Balassa e Paul Samuelson, che l'hanno denominata "effetto Balassa-Samuelson". Questa teoria era inizialmente stata sviluppata allo scopo di spiegare l'evoluzione dei tassi di cambio nei paesi emergenti rispetto all'evoluzione dei tassi di cambio nelle nazioni industrializzate, ma l'esperienza ha dimostrato che il principio si applicava a tutte le relazioni di cambio.

<sup>4</sup> Cf. Reynard, S. (2009). What drives the Swiss franc? *Aussenwirtschaft*, 64, 4. pp. 335-363.

► E' essenziale operare la distinzione tra i beni commerciabili e i beni non commerciabili.

Il punto di partenza dell'“effetto Balassa-Samuelson” è la distinzione fatta tra due tipi di beni e servizi, ossia quelli che si possono commerciare liberamente sulla scena mondiale, come gli orologi, le automobili o i macchinari e i beni che devono essere prodotti sul posto e non sono dunque commerciabili, ad esempio le derrate deperibili nonché la maggior parte dei servizi. Un bene/servizio può così essere considerato come non commerciabile a seguito dei costi di transazione troppo elevati. Far giungere un falegname dalla Cina non avrebbe ad esempio alcun senso, anche se egli potesse eventualmente realizzare il lavoro richiesto ad un costo inferiore.

► Una produttività elevata permette di ridurre i prezzi.

Nella tappa successiva, Balassa e Samuelson considerano il rapporto tra il livello dei prezzi nel settore dei beni commerciabili e in quello dei beni non commerciabili. Questo rapporto dipende direttamente dalla produttività dei due settori. Ecco un esempio semplificato: se la produttività aumenta nel settore dei beni commerciabili o, in altre parole, se i costi di produzione diminuiscono, i produttori sono in grado di ridurre i loro prezzi. Siccome il prezzo dei beni commerciabili è diminuito rispetto al prezzo dei beni non commerciabili, il rapporto tra i due settori è di conseguenza meno elevato. Si può dunque concludere che più alta è la produttività nel settore dei beni commerciabili, minore è il rapporto tra i livelli dei prezzi dei due tipi di beni, e viceversa.

► I prezzi dei beni commerciabili sono simili in tutto il mondo.

L'ultima ipotesi dell'effetto Balassa-Samuelson si basa sull'idea di una convergenza dei prezzi mondiali dei beni commerciabili. Se questa ipotesi si verificasse nella realtà, i prezzi dei beni commerciabili non si adatteranno anche in caso di aumento della produttività. Se un guadagno di produttività comporta normalmente una diminuzione dei prezzi in un determinato settore, dove vanno dunque i profitti generati dai guadagni di produttività quando i prezzi restano stabili?

► Ogni guadagno di produttività ha un impatto sul settore interno.

Ogni guadagno di produttività ha in primo luogo un impatto sul settore interno, dove esso comporta un aumento dei prezzi. Questo effetto è plausibile per i salari del mercato interno – dal parrucchiere all'industria alberghiera. Salari più elevati devono essere versati nel settore dei beni non commerciabili affinché restino competitivi rispetto al settore dei beni commerciabili. Ne risulta un aumento dei prezzi sul mercato interno.

► Un guadagno di produttività nel settore delle esportazioni porta ad un apprezzamento

L'effetto Balassa-Samuelson lascia di conseguenza presagire che i guadagni di produttività nel settore delle esportazioni comportano una progressione dei prezzi sul mercato interno svizzero. Questo significa che i prezzi dei beni commerciabili ridiventano più vantaggiosi rispetto ai prezzi dei beni non commerciabili.

Ogni guadagno di produttività si traduce anche in un apprezzamento della moneta nazionale. Quando anche la produttività aumenta, i prezzi non restano stabili sul mercato internazionale, poiché la moneta indigena si rivaluta.)

► Il settore delle esportazioni è vittima del proprio successo.

Riassumendo, la moneta indigena si rivaluta ancora più rapidamente se i guadagni di produttività nel settore dei beni commerciabili sono elevati rispetto all'aumento della produttività sul mercato interno. Per la Svizzera, l'effetto Balassa-Samuelson implica che il settore delle esportazioni rimarrà sempre un po' vittima del proprio successo. Più esso innoverà, si svilupperà e sarà produttivo (rispetto al settore interno), più esso contribuirà al rafforzamento del franco svizzero. L'effetto Balassa-Samuelson mostra di conseguenza che le nostre im-

prese produttive operanti a livello internazionale contribuiscono così all'apprezzamento del franco. Secondo lo stesso modello, una maggior produttività sul mercato interno conduce a un indebolimento del franco.

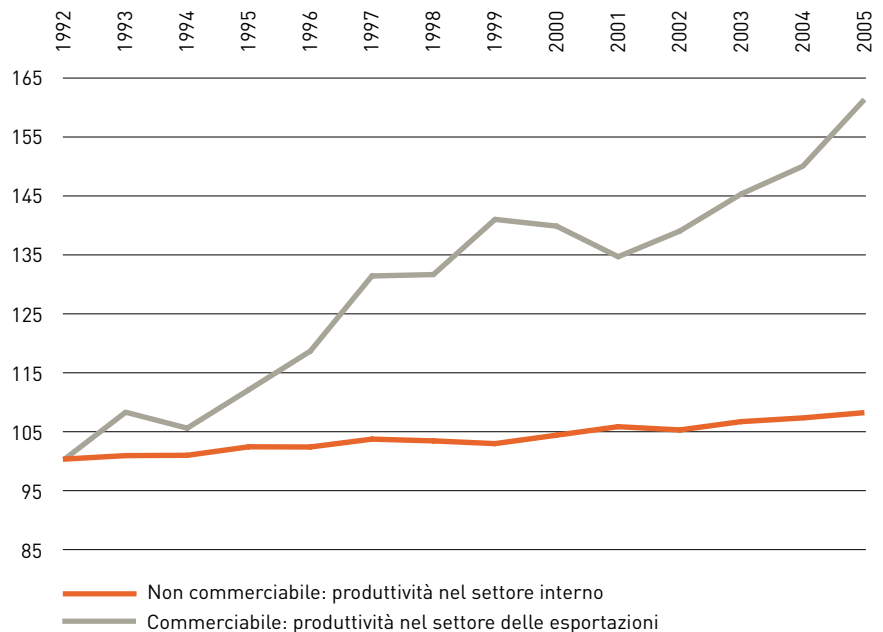
► La produttività aumenta più rapidamente nel settore delle esportazioni che non sul mercato interno.

Cosa significa questa conclusione per la Svizzera da un punto di vista teorico? Un'analisi dell'evoluzione della produttività del settore delle esportazioni e del settore interno rivela una grande differenza. Il grafico 8 mostra che la produttività del settore internazionale aumenta maggiormente rispetto a quella del mercato interno. L'effetto Balassa-Samuelson spiega dunque la tendenza all'apprezzamento del franco svizzero.

**Grafico 8**

► Settore d'esportazione più produttivo.

**Produttività nel settore d'esportazione e nel settore interno 1991-2005**



Fonte: Reynard (2009).

► Alcuni studi empirici mostrano che l'effetto Balassa-Samuelson svolge un ruolo centrale.

Alcuni studi empirici mostrano che l'effetto Balassa-Samuelson non è solo un giochino teorico, bensì un fattore chiave. Un esempio conosciuto è la valutazione dello yen giapponese rispetto al dollaro americano tra la seconda metà degli anni settanta e novanta. Alcuni studi econometrici per la Svizzera rivelano come la valutazione a lungo termine del franco rispetto alle monete europee sia effettivamente attribuibile al meccanismo descritto<sup>5</sup>. Gli indebolimenti temporanei, come quelli osservati verso la metà del decennio precedente, si spiegano almeno parzialmente attraverso i guadagni di produttività del settore interno.

<sup>5</sup> Cf. Reynard (2009).

► Reputazione eccezionale del franco svizzero.

#### **Effetto «save-haven»**

Il franco svizzero gode di un'eccellente reputazione internazionale e figura tra le monete più negoziate. La stabilità politica, l'alto riguardo per la proprietà privata (e quella del segreto bancario), un indebitamento modesto dello Stato e una banca centrale indipendente e conservatrice hanno conferito questo statuto. In generale, si dice che il franco in questo contesto funga da "valore rifugio" o da "porto sicuro". Questo meccanismo fa in modo che in tempo di crisi (ad esempio 11 settembre, crisi greca, alta volatilità dei mercati finanziari, ecc.), il franco abbia sempre tendenza ad apprezzarsi fortemente.

► L'effetto «save haven» induce un apprezzamento in periodo di crisi.

Con l'effetto «moneta-save haven» si intende la tendenza degli investitori, in periodo di crisi, a rivolgersi verso attivi convertiti in una moneta specifica. Questi movimenti di capitali inducono una domanda importante della moneta interessata e dunque una sua rivalutazione. Questo fenomeno avviene con una relativa rapidità, ragione per la quale esso spiega in parte le fluttuazioni del corso a breve e medio termine. Il meccanismo funziona inoltre anche nell'altro senso. In fase di alta congiuntura, la «moneta-save haven» tendenza a deprezzarsi.

► L'euro ha perso lo statuto di «save haven».

Il franco svizzero non è mai stato il solo valore rifugio. Anche l'euro o lo yen giapponese hanno avuto un simile ruolo in passato. Ma tra le principali monete, il franco ha sempre offerto più di altre la sicurezza necessario. La crisi greca e il forte indebitamento di questo Stato hanno probabilmente contribuito recentemente a rafforzare lo status del franco svizzero, in particolare nei confronti dell'euro.

► La forza del franco durante la debolezza dell'euro.

L'attuale forza del franco rispetto all'euro è essenzialmente l'espressione della debolezza di quest'ultimo. Il forte indebitamento di numerosi Stati della zona euro (Grecia, Portogallo, Spagna, ecc.) conduce ad un netto ribasso delle aspettative degli investitori. Da una parte, i problemi finanziari degli Stati interessati inducono una valutazione più elevata del rischio d'insolvibilità. Il premio richiesto in questo caso rende gli investimenti meno attrattivi. Dall'altra parte, la banca centrale interessata può essere tentata di permettere tassi d'inflazione maggiori, ciò che rafforza i timori d'inflazione. Questi due effetti provocano una pressione al ribasso sull'euro.

► La Svizzera nuovamente vittima del proprio successo.

In una certa misura la Svizzera è vittima del proprio successo, come nel caso della produttività elevata del suo settore d'esportazione. L'effetto di valore-rifugio può essere relativamente sgradevole a breve termine per l'industria d'esportazione, in particolare quando contribuisce alla recessione. Ma la piazza finanziaria svizzera approfitta chiaramente della buona reputazione del franco e anche il basso livello dei tassi d'interesse reali nel confronto europeo sono riconducibili a questo statuto. L'effetto «save haven» non ha dunque soltanto degli inconvenienti.

► I "carry traders" si indebitano in una moneta con basso tasso d'interesse.

#### **«Carry trades»**

I "carry traders" come vengono chiamati, sono un fenomeno che si è potuto particolarmente osservare tra il 2005 e il 2008. Si tratta di investitori che si indebitano in una moneta con basso tasso d'interesse per piazzare in seguito i fondi ottenuti in una moneta ad un tasso d'interesse più elevato. Se la prima non si rivaluta, l'investitore realizza un utile.

► La debolezza del franco dal 2005 al 2008.

Tra il 2005 e il 2008, gli investimenti nel settore immobiliare nell'Europa dell'Est

sono stati particolarmente importanti. L'indebitamento in franchi svizzeri e lo scambio in una moneta-rifugio, spesso l'euro, ha avuto la conseguenza di aumentare l'offerta di franchi svizzeri sul mercato delle valute e dunque una svalutazione di questa moneta. Oggi si ritiene che gran parte della debolezza del franco osservata tra il 2005 e il 2008 sia imputabile a questo fenomeno. Con lo scoppio della crisi finanziaria, i "carry trades" si sono fermati e il franco ha iniziato a rivalutarsi.

**Riassunto**

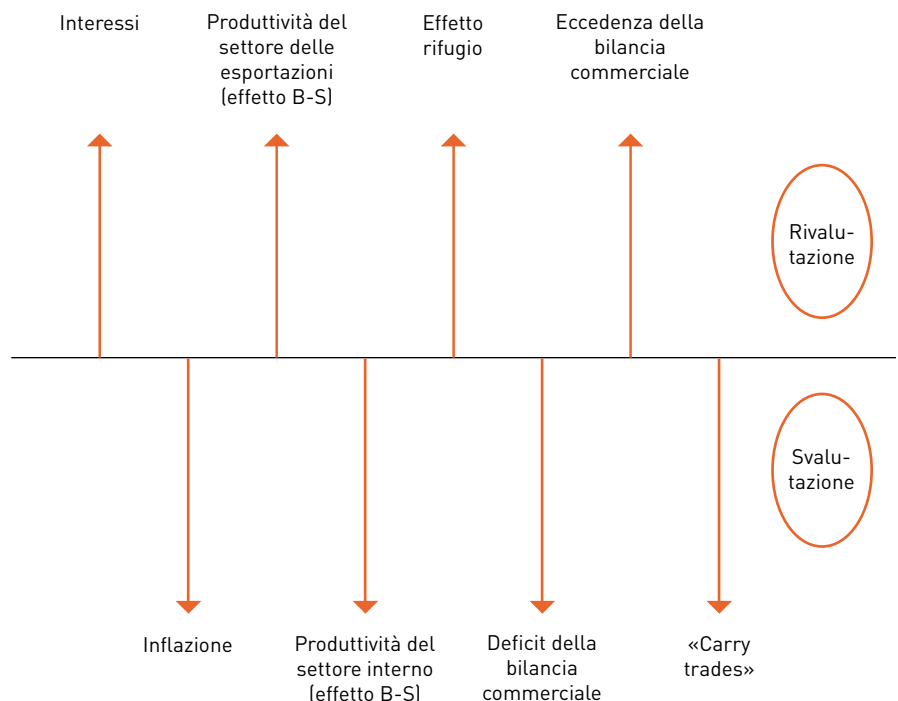
► Previsioni difficili a breve termine.

I fattori evocati sono considerati le principali forze che agiscono sul tasso di cambio. Il grafico 9 offre una panoramica dei diversi fattori d'influenza dei tassi di cambio nominali e del loro impatto. Questa lista non è tuttavia esaustiva, a dimostrazione del fatto che le fluttuazioni dei tassi di cambio continuano ad essere oggetto di ricerche economiche. Le aspettative e le speculazioni sul mercato delle valute possono influenzare i tassi di cambio a brevissimo termine. E' dunque particolarmente difficile stabilire previsioni esatte e attendibili. I fattori evocati sono considerati le principali forze che agiscono sul tasso di cambio. Il grafico 9 offre una panoramica dei diversi fattori d'influenza dei tassi di cambio nominali e del loro impatto. Questa lista non è tuttavia esaustiva, a dimostrazione del fatto che le fluttuazioni dei tassi di cambio continuano ad essere oggetto di ricerche economiche. Le aspettative e le speculazioni sul mercato delle valute possono influenzare i tassi di cambio a brevissimo termine. E' dunque particolarmente difficile stabilire previsioni esatte e attendibili.

**Grafico 9**

► Diversi fattori influenzano il tasso di cambio.

**Panoramica sui fattori che influenzano il tasso di cambio**



Fonte: presentazione economiesuisse



## Prospettive di evoluzione a medio e lungo termine

► Attesi nuovi aumenti.

Sebbene le previsioni siano sempre difficili, le cifre del passato e le circostanze del momento permettono di tracciare una tendenza. I fattori fondamentali indicano chiaramente che il franco svizzero continuerà ad essere forte. Questo in base al successo della Svizzera e alle difficoltà dei nostri partner economici. Nessun altro paese europeo o quasi denota una situazione così positiva in materia di politica finanziaria (cf. grafico 10). Questa situazione aumenta la fiducia degli investitori, ciò che è positivo per la piazza finanziaria svizzera, ma rafforza ulteriormente il franco svizzero. Le previsioni a lungo termine fino al 2014 non indicano un'inversione di tendenza. L'effetto «save haven» continua a giocare un ruolo centrale.

Il forte indebitamento di numerosi Stati della zona euro rappresenta un onere importante per la moneta europea. Gli investitori dubitano in particolare che i PIGS (Portogallo, Italia, Grecia e Spagna), siano in grado di onorare i loro impegni. I membri della zona euro sembrano ora voler ad ogni costo evitare il fallimento di quest'ultima. I paesi europei fortemente indebitati beneficiano di crediti provenienti da un gigantesco piano di salvataggio di 750 miliardi di euro finanziato dagli Stati della zona euro e dal Fondo monetario internazionale, un intervento particolarmente contestato. Il trattato di Maastricht esclude in effetti per principio l'aiuto agli Stati membri che incontrano problemi d'indebitamento (clausola di non-salvataggio) e il compito del FMI consiste nell'aiutare i paesi che hanno provvisoriamente bisogno di valute estere a causa dei problemi legati alla propria bilancia dei pagamenti, non a finanziare i deficit degli Stati. Questo piano di sostegno è dunque per lo meno contrario al proposito iniziale.

► Bisogna attendersi altre turbolenze finanziarie.

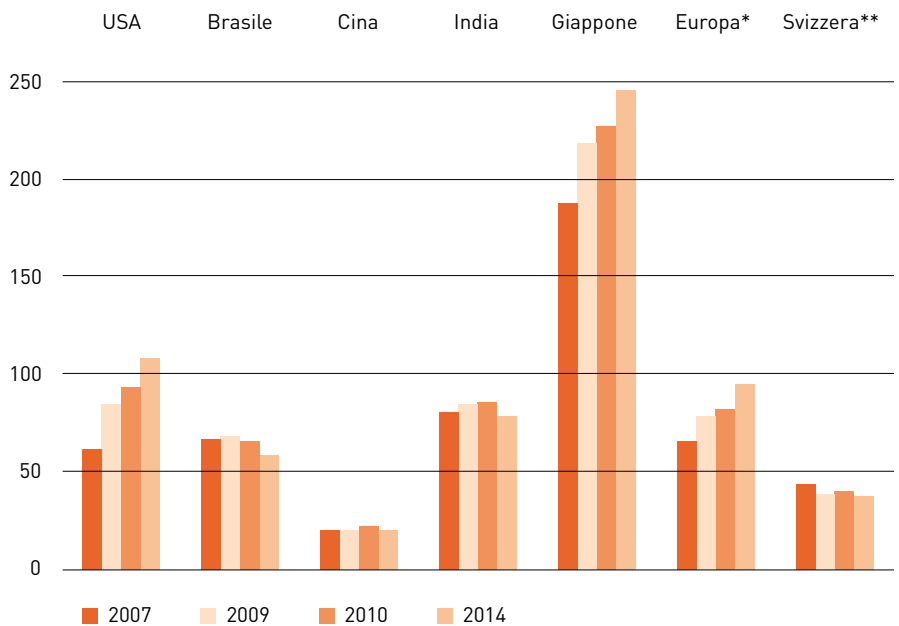
Questo piano di salvataggio degli Stati europei, seppur massiccio, non risolve il problema dell'indebitamento, ma si limita a rinviarlo nel tempo. Considerato che non è assolutamente certo che i PIGS possano rimborsare i propri debiti, i mercati conserveranno ancora a lungo il loro nervosismo. Tenuto conto dell'irrequietezza persistente dei mercati, bisogna attendersi nuove turbolenze monetarie. L'importante liquidità in circolazione costituisce un altro motivo di fluttuazioni dei tassi di cambio. La politica monetaria storicamente espansiva della Fed, della BNS, della Banca d'Inghilterra e della BCE ha indotto tassi estremamente bassi e un livello di liquidità record sul mercato. Tenuto conto della debolezza dei rendimenti generati dagli investimenti a basso rischio, gli investitori cercano altre possibilità d'investimento, le quali influenzano direttamente o indirettamente i tassi di cambio a breve termine.

**Grafico 10**

► La Svizzera in buona posizione.

**Evoluzione dei debiti statali in un confronto internazionale**

In % del PIL



Fonte: IMF (2009): The State of Public Finances Cross Country Fiscal Monitor, Amministrazione federale delle finanze (2010), Commissione Europea (2010), businessseurope. \*UE-27; \*\*Valutazione per il 2013 invece del 2014.

► Vale di più una politica monetaria indipendente che un tasso di cambio fisso.

La Banca nazionale svizzera interviene sul mercato delle valute quando si prospetta un apprezzamento eccessivo del franco. Tuttavia, il suo margine di manovra è limitato. Anche se può essere giudizioso cercare di evitare una fluttuazione eccessiva del tasso di cambio, intervenire ininterrottamente sul mercato delle valute non costituisce una strategia praticabile a lungo termine. E' altrettanto inopportuno volersi riferire ad una qualunque "soglia di dolore". Questo significherebbe ancorare il franco svizzero all'euro: l'economie suisse si oppone chiaramente a quest'opzione. La politica monetaria indipendente basata sulla stabilità dei prezzi perseguita dalla Banca nazionale svizzera è un fattore di successo determinante per la Svizzera e sarebbe insensato metterla in gioco. Un tasso di cambio fisso tra il franco e l'euro si tradurrebbe nella fine del vantaggio svizzero in termini di tasso d'interesse reale. Questo comporterebbe non solo per l'industria d'esportazione, bensì anche per l'economia nel suo insieme, costi nettamente più elevati dell'apprezzamento momentaneo del franco.

► La credibilità della BCE ha sofferto negli ultimi tempi.

Ancorare il franco all'euro sarebbe problematico poiché la BCE ha perso una parte della propria reputazione. Con il piano di sostegno destinato agli Stati fortemente indebitati della zona euro e dopo qualche reticenza iniziale, essa si è dichiarata pronta ad accettare in garanzia dei prestiti statali a debole solvibilità. Peggio ancora, essa acquista dei prestiti di Stati europei sul mercato secondario e concede così indirettamente un credito a paesi fortemente indebitati. La strategia attuata è così problematica da rimettere in discussione l'indipendenza della BCE nei confronti della politica e fa sorgere un dubbio circa la sua attitudine a difendere in futuro la stabilità dei prezzi nella zona euro. I dubbi relativi all'indipendenza della BCE e la problematica dell'indebitamento hanno messo l'euro fuori gioco per lungo tempo in quanto possibile alternativa al dollaro come moneta mondiale di riferimento, ciò che indebolisce a lungo termine l'euro di fronte al franco svizzero.

► Una maggiore produttività sul mercato interno quale contromisura

L'evoluzione della produttività indica anch'essa verso un ulteriore apprezzamento del franco. La nostra industria d'esportazione è molto dinamica ed estremamente attiva sui mercati mondiali. Questa situazione è rallegrante e sottolinea inoltre l'importanza dei settori con orientamento internazionale per la piazza economica svizzera, ma contribuisce a sostenere il franco. Per porvi rimedio, una possibilità sarebbe quella di rafforzare la concorrenza interna e dunque di aumentare la produttività sul mercato interno. Misure corrispondenti rafforzerebbero la capacità concorrenziale della Svizzera in generale, sostenendo indirettamente il settore delle esportazioni.

► Fattori più importanti del tasso di cambio.

L'economia svizzera ha dunque tutto l'interesse, tenuto conto di quanto precede, ad adattarsi a lungo termine ad un franco forte. Essa ha già mostrato in passato che era in grado di sostenere la tendenza, in particolare durante le drammatiche fluttuazioni dei corsi successive all'abolizione del sistema di Bretton-Woods. Il settore delle esportazioni ha mostrato più volte la propria capacità di adeguamento in varie circostanze. E' dunque lecito ritenere la debolezza dell'euro come un'opportunità per le imprese svizzere di rivolgersi maggiormente verso i mercati emergenti asiatici. Anche gli Stati Uniti costituiscono un mercato attrattivo. La crisi dell'euro permesso il dollaro di ritrovare in maniera più o meno incontestata il suo posto esclusivo di moneta mondiale di riferimento e di riserva; un indebolimento a medio termine sembra dunque piuttosto improbabile. In fin dei conti, la situazione congiunturale all'estero e la domanda generale di prodotti svizzeri esercitano un'influenza nettamente più importante sul successo dell'industria d'esportazione del tasso di cambio del franco.

### Informazioni

fabian.schnell@economiesuisse.ch  
rudolf.minsch@economiesuisse.ch

### Impressum

economiesuisse, Federazione delle imprese svizzere  
Hegibachstrasse 47, Casella postale, CH-8032 Zurigo  
www.economiesuisse.ch