
La risposta del franco svizzero al variare del tasso di politica monetaria della Banca nazionale

Fabian Fink, Lukas Frei, Christian Grisse, Thomas Maag, Tanja Zehnder ¹

Sintesi

Come reagisce il franco svizzero alle variazioni del tasso di politica monetaria della Banca nazionale svizzera (BNS)? La teoria economica suggerisce che un calo del tasso di politica monetaria determina un indebolimento del tasso di cambio. Tuttavia, non sempre tale effetto è rilevabile semplicemente osservando i movimenti del tasso di interesse e del tasso di cambio. Questi, infatti, non riflettono soltanto la politica monetaria, ma anche altri fattori quali i flussi di investimenti rifugio verso il franco. Isolare l'effetto della politica monetaria sul tasso di cambio richiede pertanto un'attenta analisi empirica. Il presente articolo illustra il meccanismo attraverso il quale una riduzione del tasso di politica monetaria porta a un deprezzamento del tasso di cambio, passa in rassegna l'evidenza empirica e riassume i risultati di due recenti studi condotti da economisti della BNS, da cui emerge che, effettivamente, il franco perde valore a seguito di un taglio del tasso di politica monetaria della BNS. La teoria e i risultati empirici indicano quindi che l'abbassamento del tasso di politica monetaria in territorio negativo ha indebolito il franco. Viceversa, un aumento di tale tasso determinerebbe un apprezzamento della moneta svizzera.

¹ Ringraziamo Andreas Fuster, Petra Gerlach, Carlos Lenz, Thomas Nitschka, Jonas Stulz e Mathias Zurlinden per i loro utili commenti.

1. INTRODUZIONE

Il tasso di cambio è una determinante importante per l'andamento economico e l'inflazione in Svizzera, e quindi anche per la politica monetaria della Banca nazionale, il cui mandato consiste nel garantire la stabilità dei prezzi tenendo conto dell'evoluzione congiunturale.

Infatti, per una piccola economia aperta come la Svizzera, il commercio internazionale è un pilastro fondamentale¹ e le variazioni del tasso di cambio incidono sulla competitività dei beni e servizi svizzeri nei mercati internazionali.

Un deprezzamento del franco rende più competitive le esportazioni elvetiche, stimolando non solo il commercio estero, ma tutti i settori dell'economia. Un'economia in espansione, a sua volta, esercita una pressione al rialzo sull'inflazione. Inoltre, poiché molti beni e servizi consumati in Svizzera sono importati e dato che il loro costo aumenta quando il franco perde valore, un deprezzamento è destinato anche a sospingere direttamente l'inflazione nel nostro Paese².

Le decisioni di politica monetaria della BNS agiscono sul tasso di cambio, come sottolinea regolarmente la BNS nei comunicati stampa. In occasione dell'esame trimestrale del dicembre 2019 della situazione economica e monetaria, ad esempio, ha dichiarato che i tassi di interesse negativi «contrastano l'attrattività degli investimenti in franchi e quindi riducono la pressione al rialzo sulla moneta svizzera». Quando i tassi di interesse in Svizzera scendono, gli investitori liquidano le proprie posizioni in franchi in favore di altre valute, facendo deprezzare il franco.

Il presente articolo spiega l'effetto dei tassi di politica monetaria sui tassi di cambio e riassume l'evidenza empirica, la quale avvalorata la tesi secondo cui il franco si deprezza quando la BNS abbassa il proprio tasso di politica monetaria.

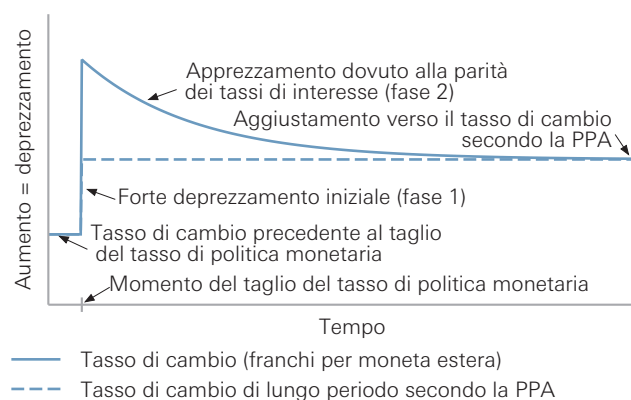
2. TEORIA

Due principi economici fondamentali spiegano la relazione tra il tasso di politica monetaria di una banca centrale e il tasso di cambio: la parità dei poteri di acquisto (PPA) e la parità dei tassi di interesse³. Per illustrare come il tasso di cambio risponde a un taglio del tasso di politica monetaria, la cosa più semplice è iniziare osservando l'effetto a lungo termine di tale riduzione, per poi soffermarsi sull'aggiustamento del tasso di cambio verso il suo nuovo livello di lungo periodo.

La PPA determina il tasso di cambio nel lungo periodo. Secondo tale principio, una data quantità di moneta dovrebbe poter acquistare la stessa quantità di beni sul mercato nazionale come all'estero. In altre parole, una volta convertito nella stessa moneta, il prezzo dei beni svizzeri ed esteri dovrebbe essere uguale⁴. Quando la BNS abbassa il proprio tasso di politica monetaria, questo allentamento monetario stimola l'attività economica in Svizzera, il che conduce infine a un aumento dei prezzi. La PPA esige che, a prezzi invariati all'estero, il franco si indebolisca nel lungo periodo (cfr. linea tratteggiata nel grafico 1). Ciò significa che si ricevono più franchi per unità di moneta estera e che si possono quindi pagare i prezzi più elevati in Svizzera.

Grafico 1

RISPOSTA DEL TASSO DI CAMBIO A UNA RIDUZIONE DEL TASSO DI POLITICA MONETARIA DA PARTE DELLA BANCA CENTRALE – RAPPRESENTAZIONE STILIZZATA



Fonte: BNS.

La teoria della parità dei tassi di interesse spiega in che modo il tasso di cambio si adegua alle variazioni del tasso di politica monetaria nel breve periodo. Secondo la teoria, gli investimenti in moneta nazionale e in moneta estera dovrebbero generare lo stesso rendimento atteso, motivo per cui gli investitori sarebbero indifferenti nella scelta tra l'una o l'altra moneta⁵. Dalla prospettiva di un investitore estero, il rendimento atteso di un investimento denominato

1 Nel 2018, ad esempio, il commercio svizzero (esportazioni più importazioni) è ammontato al 120% del PIL.

2 Per maggiori informazioni sull'effetto dei tassi di cambio sull'economia svizzera si rimanda ad esempio a Bäumle e Steiner (2015), Stulz (2007) e Bonadio, Fischer e Sauré (2018) presentano evidenza empirica sulla trasmissione delle variazioni del tasso di cambio ai prezzi svizzeri.

3 Approfondimenti sul meccanismo qui descritto si trovano in molti libri di testo di economia, ad esempio in Krugman, Obstfeld e Melitz (2018), capitoli 14-16.

4 Così la letteratura specializzata definisce la PPA «assoluta». In pratica, però, è difficile che questo principio si applichi, ad esempio perché a causa dei costi di transazione non è conveniente sfruttare le differenze di prezzo ovvero gli scostamenti dalla PPA. Secondo la più debole teoria della PPA «relativa», il prezzo dei beni nazionali in termini di beni esteri – il tasso di cambio reale – dovrebbe essere stazionario (anziché costantemente pari a 1, come richiesto dalla PPA assoluta). Sebbene vi siano in pratica scostamenti persistenti dalla PPA relativa nel breve periodo, essa sembra avere validità nel lungo periodo (cfr. ad es. Rogoff, 1996). In realtà, né la PPA assoluta né quella relativa sono necessarie per giungere alla conclusione che un taglio del tasso di politica monetaria indebolisce il tasso di cambio nominale nel lungo periodo. È sufficiente la condizione più debole che le variabili nominali (quali il tasso di politica monetaria della BNS) non influenzino le variabili reali (quali il tasso di cambio reale del franco) nel lungo periodo. Un allentamento della politica monetaria conduce a un aumento dell'inflazione e a un indebolimento del tasso di cambio nominale, compensando il differenziale di inflazione rispetto all'estero e lasciando invariato il tasso di cambio reale nel lungo periodo.

5 Nella letteratura specialistica, tale condizione è definita parità scoperta dei tassi di interesse («uncovered interest parity», UIP), cui si contrappone la parità coperta dei tassi di interesse, che non comporta alcun rischio di cambio. In pratica possono esservi scostamenti dalla UIP, come evidenziato dall'ampia letteratura empirica (cfr. Engel, 2014). Tali scostamenti non contraddicono tuttavia la tesi secondo cui una riduzione del tasso di politica monetaria indebolisce il tasso di cambio.

in franchi è uguale alla somma fra il tasso di interesse svizzero e l'apprezzamento del franco, mentre quello di un investimento nella propria moneta è pari al solo tasso di interesse. Per illustrare come funziona la parità dei tassi di interesse, supponiamo che il tasso di politica monetaria della BNS e quelli all'estero siano inizialmente uguali e che gli investitori si attendano quindi un franco stabile, conformemente a quanto previsto dalla parità dei tassi di interesse. Dopo un allentamento monetario da parte della BNS, il tasso di interesse in Svizzera si situa al di sotto di quello all'estero, cosicché gli investitori devono aspettarsi un apprezzamento del franco che li compensi per la flessione del tasso di interesse in Svizzera.

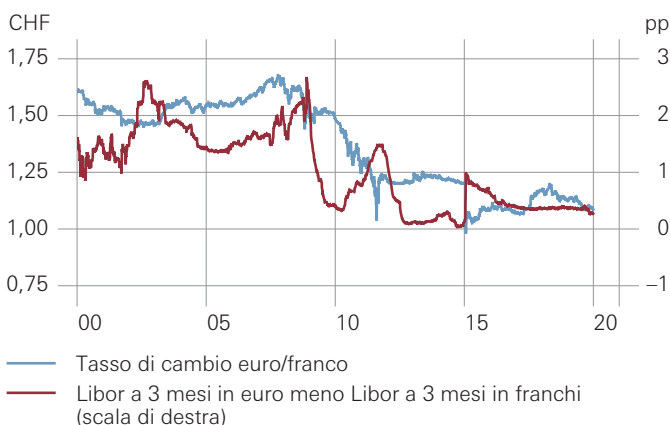
Insieme, la PPA e la parità dei tassi di interesse implicano che dopo un taglio del tasso di politica monetaria da parte della BNS il franco subisce una repentina perdita di valore (fase 1). Un immediato forte deprezzamento è necessario per risultare compatibile con l'apprezzamento nella fase 2 e un tasso di cambio più debole nel lungo periodo. Questo fenomeno è noto come iperreaazione o «overshooting» (cfr. grafico 1).

La teoria economica suggerisce quindi che il franco si deprezza sensibilmente dopo un abbassamento del tasso di politica monetaria della BNS e che nel lungo periodo si attesta a un livello inferiore a quello precedente il taglio. Occorre tenere presenti anche altre considerazioni teoriche. In primo luogo, gli effetti qui descritti non dipendono dal livello dei tassi di interesse. Un taglio dei tassi sotto lo zero indebolisce il franco proprio come una riduzione in un contesto di tassi positivi. Perciò per valutare gli effetti sul cambio di un taglio del tasso di politica monetaria in territorio negativo, è utile esaminare tali effetti nel periodo precedente alla crisi finanziaria globale, quando i tassi svizzeri si situavano ampiamente sopra lo zero.

Grafico 2

TASSO DI CAMBIO EURO/FRANCO E DIFFERENZIALE DI INTERESSE EURO/FRANCO (LIBOR A 3 MESI)

Dati giornalieri



Fonti: BNS e ICE Benchmark Administration.

In secondo luogo, gli effetti delle variazioni dei tassi di interesse nazionali e di quelli esteri sul tasso di cambio sono simmetrici. Nel caso di un aumento dei tassi di politica monetaria in un paese, il franco si deprezza nei confronti della moneta di tale paese allo stesso modo che nel caso di un taglio da parte della BNS. Se i tassi di interesse vengono ridotti contemporaneamente e in pari misura in Svizzera e all'estero, il tasso di cambio dovrebbe rimanere stabile. Ciò che conta ai fini del valore del franco è il differenziale fra i tassi di interesse svizzeri e quelli esteri. Ad esempio, dallo scoppio della crisi finanziaria globale a oggi, la BNS ha abbassato a più riprese il proprio tasso di politica monetaria, ma quelli della BCE sono scesi in misura ancora maggiore. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di politica monetaria della BCE e della BNS si è ristretto. Non sorprende quindi che, dall'inizio della crisi, il franco si sia apprezzato nei confronti dell'euro, nonostante le riduzioni del tasso di politica monetaria da parte della BNS.

In terzo luogo, il tasso di cambio reagisce non appena gli operatori di mercato iniziano ad attendersi un cambiamento del tasso di politica monetaria. Quando poi il tasso di interesse cambia effettivamente, la reazione potrebbe essere pressoché nulla. Per valutare la relazione tra tassi di interesse e tassi di cambio, più che ai tassi di politica monetaria delle banche centrali bisogna pertanto guardare ai tassi di mercato a più lunga scadenza. I tassi di mercato, come il Libor a tre mesi, riflettono la politica monetaria attuale e quella attesa dagli operatori. Supponiamo, ad esempio, che la BNS riduca il proprio tasso di politica monetaria e che tale decisione sorprenda i mercati. Dato che il taglio è inaspettato, anche i tassi di mercato scendono e il franco si deprezza. Al contrario, se la riduzione è attesa, i tassi di mercato cambiano nel momento in cui si forma l'aspettativa, ma non successivamente, quando la riduzione del tasso viene annunciata. Di conseguenza, le analisi empiriche si basano tipicamente sui tassi di mercato.

3. UN PRIMO SGUARDO AI DATI

I dati non sembrano indicare alcuna relazione evidente tra il tasso di cambio del franco e i differenziali di interesse. Il grafico 2 mostra l'evoluzione del cambio euro-franco – il prezzo di un euro in franchi – rispetto all'andamento del differenziale tra i tassi a breve termine (Libor a tre mesi) nell'area dell'euro e in Svizzera, utilizzando dati giornalieri a partire dal 2000⁶. Secondo la teoria, il franco dovrebbe deprezzarsi (movimento verso l'alto nel grafico) quando il tasso di interesse in Svizzera scende rispetto a quello dell'area dell'euro (anche in questo caso un movimento verso l'alto nel grafico). In media sul lungo periodo tale comovimento è visibile, tuttavia la relazione è debole e, sul

⁶ Incentriamo la nostra analisi sul Libor a tre mesi perché è stato il tasso di riferimento per la politica monetaria della BNS tra il 2000 e il 2019. Durante tale periodo la BNS ha provveduto a mantenere il Libor a tre mesi nella fascia obiettivo da essa fissata. All'interno di tale fascia il Libor poteva oscillare liberamente, riflettendo le variazioni delle aspettative circa il futuro andamento del tasso di politica monetaria. Il Libor a tre mesi esprime il costo dei prestiti a tre mesi non garantiti sul mercato interbancario.

breve periodo, il cambio euro-franco e il differenziale di interesse spesso non si sono mossi nella stessa direzione.

Come mai non vediamo l'effetto atteso delle variazioni del differenziale di interesse sul tasso di cambio? Perché i movimenti del tasso di interesse e del tasso di cambio non riflettono soltanto la politica monetaria, bensì anche l'impatto di altri fattori.

Di principio, a generare una variazione dei tassi di interesse e dei tassi di cambio possono essere notizie economiche di diversa natura. Ad esempio, la pubblicazione di dati che indicano una disoccupazione superiore a quella prevista dai mercati tende ad accompagnarsi a un calo dei tassi di interesse in Svizzera e a un indebolimento del franco. Il motivo risiede nel fatto che i mercati si attendono una politica monetaria più espansiva in risposta al quadro economico peggiore del previsto.

Quando invece il principale fattore alla base dei movimenti del tasso di cambio sono flussi di investimenti rifugio, tasso di cambio e differenziale di interesse si muovono in direzioni opposte. Tali flussi di capitale verso la Svizzera determinano un apprezzamento del franco, deprimendo l'attività economica e l'inflazione. Ciò può suscitare aspettative di un allentamento monetario da parte della BNS e comportare quindi una diminuzione dei tassi di interesse. Questo è un esempio di un calo dei tassi di interesse in Svizzera associato a un rafforzamento del franco.

In sintesi, a seconda dei fattori trainanti, il franco può sia apprezzarsi che deprezzarsi quando i tassi di interesse svizzeri calano. Un allentamento monetario indebolisce il franco, ma questo effetto può essere sovrastato da altre forze. Pertanto è difficile quantificare l'effetto delle variazioni del tasso di interesse sul tasso di cambio.

4. MISURARE L'EFFETTO DELLE VARIAZIONI DEL TASSO DI INTERESSE SUL TASSO DI CAMBIO

Studi empirici – tra cui due nuovi articoli sulla Svizzera – hanno stimato l'impatto delle variazioni del tasso di interesse sul tasso di cambio, impiegando metodi econometrici per isolare l'effetto dei tassi di interesse. La tabella 1 riporta una selezione di questi articoli⁷, i quali concordano nell'affermare che, in seguito a un calo del tasso di interesse, il valore della moneta diminuisce nel breve periodo, come previsto dalla teoria. Le ricerche sugli effetti a più lungo termine di un allentamento della politica monetaria evidenziano che nel lungo periodo la moneta rimane più debole rispetto al livello precedente al calo del tasso di politica monetaria. Queste conclusioni valgono sia per il franco che per le altre monete principali.

A prescindere da questi risultati qualitativi, gli articoli elencati nella tabella 1 giungono a conclusioni diverse quanto all'entità stimata della risposta del tasso di cambio

Tabella 1

Studi sul franco svizzero	Studi su altre monete
Cuche-Curti et al. (2009)	Bjørnland (2009)
Ferrari et al. (2017)	Eichenbaum e Evans (1995)
Fink et al. (2020)	Faust e Rogers (2003)
Grise (2020)	Inoue e Rossi (2019)
Kugler (2020)	Kearns e Manners (2006)
Lenz e Savioz (2009)	Kim et al. (2017)
Rinaldo e Rossi (2010)	Rogers et al. (2018)
Rudolf e Zurlinden (2014)	Scholl e Uhlig (2008)

alle variazioni del tasso di interesse: il ventaglio va dall'1% circa al 25% per 1 punto percentuale (pp) di variazione. Tale divario riflette differenze nel periodo osservato, nella moneta considerata e nella metodologia.

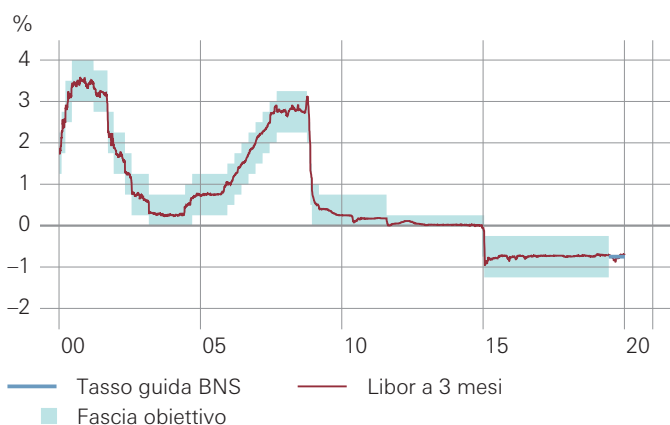
Ad avere rilevanza per i risultati è in particolare l'orizzonte temporale per cui è stimata la reazione del tasso di cambio: come illustrato al punto 2, la sua risposta a un taglio del tasso di politica monetaria è probabilmente molto diversa tra il breve e il lungo termine. Kearns e Manners (2006), per esempio, studiano i tassi di cambio del dollaro USA e sostengono che una riduzione inattesa di 1 pp del tasso di politica monetaria si accompagna a un deprezzamento dell'1,4% della moneta nella prima ora dopo l'annuncio. Analogamente, Rinaldo e Rossi (2010) si interessano all'effetto sul franco nei primi 20 minuti dopo l'annuncio della decisione di politica monetaria della BNS e affermano che il franco si deprezza dello 0,7% in risposta al calo di 1 pp del Libor a tre mesi in franchi⁸. Kugler (2020) sostiene che un calo di 1 pp del Libor a tre mesi in franchi determina un deprezzamento del franco rispetto all'euro e al dollaro USA pari al 4% nello stesso giorno. La maggior parte degli studi incentrati sull'impatto a lungo termine, come Eichenbaum e Evans (1995), Scholl e Uhlig (2008) nonché Kim et al. (2017) rileva che, in seguito a un allentamento della politica monetaria, la moneta si indebolisce non solo nel breve periodo, bensì in modo persistente, registrando la reazione massima soltanto dopo circa uno o due anni⁹. Lenz e Savioz (2009) sostengono che un calo di 1 pp del Libor a tre mesi in franchi determinato da una politica monetaria della BNS più espansiva comporta un indebolimento permanente del franco rispetto all'euro di oltre il 25%.

8 La stima riportata in Ferrari et al. (2017) relativa alla risposta del franco al tasso di interesse in Svizzera, anch'essa basata su dati infragiornalieri, è molto più elevata: il 25% di variazione del tasso di cambio per una variazione di 1 pp del tasso di interesse. Tuttavia, tale stima va interpretata con cautela, dato che fa riferimento al periodo in cui era in vigore il tasso di cambio minimo di 1.20 franchi per euro.

9 Non vi è consenso nella letteratura empirica circa il cosiddetto «delayed overshooting puzzle» del tasso di cambio. Per esempio, Bjørnland (2009), Rogers et al. (2018) come anche Inoue e Rossi (2019) sostengono che il valore della moneta diminuisca immediatamente allorché la banca centrale allenta la politica monetaria, per poi ricominciare ad aumentare generalmente poco dopo, ma rimanendo a lungo termine più debole rispetto al periodo precedente all'allentamento. Ciò è linea con l'aggiustamento del tasso di cambio previsto dalla teoria e mostrato nel grafico 1.

7 Gli articoli sono stati selezionati in modo da coprire diversi approcci empirici, frequenze di dati e coppie di valute.

FASCIA OBIETTIVO PER IL LIBOR A 3 MESI, TASSO GUIDA BNS E TASSI DEL MERCATO MONETARIO



Fonti: Bloomberg, BNS e SIX Swiss Exchange SA.

Due ricerche recenti di economisti della BNS, Fink et al. (2020) e Grisse (2020), confermano questa tesi impiegando dati sul Libor a tre mesi in franchi e sul tasso di cambio del franco tra gennaio 2000 e agosto 2011. Come mostra il grafico 3, il periodo considerato ha compreso due interi cicli del tasso di politica monetaria della BNS, fornendo la variazione di tasso necessaria per stimarne l'effetto sul franco¹⁰.

Gli studi non impiegano dati più recenti, in quanto tra settembre 2011 e gennaio 2015 era in vigore il tasso di cambio minimo di 1.20 franchi per euro. La BNS si è dichiarata disposta a difendere il cambio minimo, se necessario con interventi illimitati sul mercato valutario. Da quando il tasso di cambio minimo è stato abolito all'inizio del 2015, la BNS ha sottolineato regolarmente la sua disponibilità a rimanere attiva sul mercato dei cambi. Gli interventi effettivi e attesi rendono difficile interpretare la relazione fra i movimenti del franco e le variazioni del differenziale di interesse per l'intero periodo dal 2000 a oggi¹¹. Inoltre, dal settembre 2011 la BNS ha effettivamente proceduto a un cambiamento del tasso di politica monetaria una volta sola, contro i 26 ritocchi tra gennaio 2000 e agosto 2011¹².

Fink et al. (2020) concentrano l'analisi sui giorni intorno all'esame della situazione economica e monetaria della BNS. Il loro approccio ipotizza che in tale periodo le notizie relative alla politica monetaria siano più importanti che in altri. Ciò permette di stimare gli effetti causali delle variazioni del tasso di politica monetaria sul franco utilizzando dati giornalieri. I ricercatori affermano che il franco si deprezza rispetto all'euro e al dollaro USA in risposta a un calo del Libor a tre mesi in franchi. Una riduzione di 1 pp comporta un deprezzamento del franco pari a circa il 2% nello stesso giorno¹³.

Grise (2020) esamina dati settimanali relativi a franco, tassi di interesse e prezzi azionari sull'intero periodo considerato (2000-2011). Impiegando ipotesi plausibili sul comovimento fra prezzi azionari e tassi di interesse, è possibile distinguere l'influsso della politica monetaria da quello di altri fattori e stimare il suo impatto sul tasso di cambio¹⁴. Grisse afferma che dopo una diminuzione del Libor a tre mesi in franchi, il franco si deprezza immediatamente e permane più debole rispetto al suo livello precedente alla variazione del tasso di interesse. Lo studio stima che un calo di 1 pp del Libor a tre mesi in franchi determini un deprezzamento del franco pari circa al 4% rispetto all'euro e al 3% rispetto al dollaro USA nella prima settimana. A lungo termine il franco rimane più debole nei confronti di entrambe le monete.

5. IMPLICAZIONI PER LA POLITICA MONETARIA

Dato che in seguito allo scoppio della crisi finanziaria globale diverse banche centrali hanno abbassato il loro tasso di politica monetaria in misura superiore alla BNS, il tradizionale differenziale di interesse con il franco si è assottigliato. Storicamente il livello dei tassi di interesse in Svizzera è stato perlopiù inferiore a quello dei tassi all'estero. Ciò è dovuto in parte alla minore inflazione nel nostro Paese, ma anche al fatto che gli investitori considerano il franco una moneta rifugio, in particolare nei periodi caratterizzati da elevata incertezza. La decisione della BNS di introdurre un tasso di interesse negativo ha contribuito a ristabilire, almeno in parte, il differenziale storico con le altre valute e quindi a ridurre l'attrattiva degli investimenti in franchi.

10 Nella strategia di politica monetaria della BNS, la fascia obiettivo per il Libor a tre mesi in franchi è stata sostituita dal tasso guida BNS nel giugno 2019. Tale cambiamento non influisce sulle conclusioni illustrate circa la risposta del franco a una variazione del tasso di interesse della BNS.

11 La BNS è intervenuta sul mercato dei cambi anche nel 2009 e nel 2010. Tuttavia, ciò non influisce sull'analisi in Fink et al. (2020) in quanto gli autori indagano l'effetto dei tassi di interesse sul franco nei giorni intorno all'esame della situazione economica e monetaria della BNS. L'analisi in Grisse (2020) mantiene la sua validità se si utilizza un periodo più breve, fino al 2007.

12 La BNS ha annunciato l'introduzione di un tasso di interesse negativo pari a -0,25% il 18 dicembre 2014, con effetto al 22 gennaio 2015. Il tasso di interesse è stato poi ulteriormente abbassato il 15 gennaio 2015 a -0,75% (nuovamente con effetto al 22 gennaio 2015).

13 Molti studi empirici suggeriscono che la massima risposta del tasso di cambio a una variazione del tasso di interesse avviene con un differimento temporale.

14 Per esempio, un inasprimento monetario, o l'aspettativa da parte dei mercati di un inasprimento monetario, comporta un aumento dei tassi di interesse e una contrazione dei prezzi azionari. Per contro, sebbene annunci negativi sull'andamento economico inducano anch'essi una contrazione delle quotazioni azionarie, essi determinano tuttavia anche una diminuzione dei tassi di interesse, trainata dalle aspettative di mercato circa un allentamento della politica monetaria da parte della banca centrale in considerazione della fase di rallentamento economico.

L'analisi proposta in questo articolo mostra che le diminuzioni del tasso di politica monetaria della BNS indeboliscono il franco. Secondo la teoria economica, questo meccanismo continua a operare anche quando i tassi vengono abbassati in territorio negativo. Inoltre, è stato osservato che l'impatto della politica monetaria sul tasso di cambio è persino aumentato negli ultimi anni a livello globale (Ferrari et al., 2017)¹⁵. Di conseguenza, una variazione del tasso di politica monetaria oggi avrebbe probabilmente un impatto sul tasso di cambio almeno altrettanto forte a quello degli anni precedenti. Studi empirici mostrano anche che l'effetto delle variazioni del tasso di politica monetaria sul tasso di cambio è tanto più significativo quanto maggiore è la sorpresa per i mercati¹⁶.

15 Ferrari et al. (2017) sostengono che il limite inferiore effettivo dei tassi di interesse nominali è divenuto sempre più vincolante in seguito al loro calo a livello globale, cosicché il tasso di cambio copre una parte maggiore dell'aggiustamento alle variazioni del tasso di politica monetaria.

16 Cfr. per esempio Ferrari et al. (2017), Kearns e Manners (2006) e Rinaldo e Rossi (2010).

Riferimenti

Bäurle, Gregor e Elizabeth Steiner (2015), «How do individual sectors respond to macroeconomic shocks? A structural dynamic factor approach applied to Swiss data», *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 151(3), pagg. 167-225.

Bjørnland, Hilde C. (2009), «Monetary policy and exchange rate overshooting: Dornbusch was right after all», *Journal of International Economics*, 79(1), pagg. 64-77.

Bonadio, Barthélémy, Andreas M. Fischer e Philip Sauré (2018), *The speed of exchange rate pass-through*, SNB Working Papers, 2018-05.

Cuče-Curti, Nicolas A., Harris Dellas e Jean-Marc Natal (2009), «DSGE-CH: A dynamic stochastic general equilibrium model for Switzerland», *SNB Economic Study*, n. 5, 2009.

Eichenbaum, Martin e Charles L. Evans (1995), «Some empirical evidence on the effects of shocks to monetary policy on exchange rates», *Quarterly Journal of Economics*, 110(4), pagg. 975-1009.

Engel, Charles (2014), «Exchange rates and interest parity», *Handbook of International Economics*, volume 4, pagg. 453-522.

Faust, Jon e John H. Rogers (2003), «Monetary policy's role in exchange rate behaviour», *Journal of Monetary Economics*, 50(7), pagg. 1403-1424.

Ferrari, Massimo, Jonathan Kearns e Andreas Schrimpf (2017), *Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates*, BIS Working Papers, n. 626.

Fink, Fabian, Lukas Frei, Thomas Maag e Tanja Zehnder (2020), *The impact of SNB monetary policy on the Swiss franc and longer-term interest rates*, SNB Working Papers, 2020-01.

Grise, Christian (2020), *The effect of monetary policy on the Swiss franc: an SVAR approach*, SNB Working Papers, 2020-02.

Inoue, Atsushi e Barbara Rossi (2019), «The effects of conventional and unconventional monetary policy on exchange rates», *Journal of International Economics*, 118(C), pagg. 419-447.

Pertanto, un aumento inatteso del tasso di interesse da parte della BNS comporterebbe un sensibile apprezzamento del franco.

Kearns, Jonathan e Phil Manners (2006), «The impact of monetary policy on the exchange rate: a study using intraday data», *International Journal of Central Banking*, 2(4), pagg. 157-183.

Kim, Seong-Hoon, Seongman Moon e Carlos Velasco (2017), «Delayed overshooting: Is it an '80s puzzle?», *Journal of Political Economy*, 125(5), pagg. 1570-1598.

Krugman, Paul R., Maurice Obstfeld e Marc J. Melitz (2018), *International Economics: Theory and Policy*, 11ª edizione, Pearson.

Kugler, Peter (2020), *The short-run impact of interest rates on exchange rates: results for the Swiss franc against the euro and US dollar from daily data 2001–2011*, Working Papers 2020/01, Faculty of Business and Economics – University of Basel.

Lenz, Carlos e Marcel R. Savioz (2009), *Monetary determinants of the Swiss franc*, SNB Working Papers, 2009-16.

Rinaldo, Angelo e Enzo Rossi (2010), «The reaction of asset markets to Swiss National Bank communication», *Journal of International Money and Finance*, 29(3), pagg. 486-503.

Rogers, John H., Chiara Scotti e Jonathan H. Wright (2018), «Unconventional monetary policy and international risk premia», *Journal of Money, Credit and Banking*, 50(8), pagg. 1827-1850.

Rogoff, Kenneth (1996), «The purchasing power parity puzzle», *Journal of Economic Literature*, 34(2), pagg. 647-668.

Rudolf, Barbara e Mathias Zurlinden (2014), «A compact open economy DSGE model for Switzerland», *SNB Economic Study*, 2014-08.

Scholl, Almuth e Harald Uhlig (2008), «New evidence on the puzzles: results from agnostic identification on monetary policy and exchange rates», *Journal of International Economics*, 76(1), pagg. 1-13.

Stulz, Jonas (2007), «Exchange rate pass-through in Switzerland: Evidence from vector autoregressions», *SNB Economic Study*, 2007-04.

Editore

Banca nazionale svizzera
Questioni economiche
Börsenstrasse 15
Casella postale 8022 Zurigo

Grafica

Interbrand SA, Zurigo

Composizione e stampa

Neidhart+Schön Group AG, Zurigo

Versione a stampa

Il Bollettino trimestrale in formato cartaceo (singole copie o abbonamento) può essere richiesto gratuitamente a:

Banca nazionale svizzera, Biblioteca
Casella postale, CH-8022 Zurigo
Tel.: +41 (0)58 631 11 50
Fax: +41 (0)58 631 50 48
E-mail: library@snb.ch

Il Bollettino trimestrale esce in formato cartaceo in italiano (ISSN 2504-3544), francese (ISSN 1423-3797) e tedesco (ISSN 1423-3789).



Versione online

Il Bollettino trimestrale in formato elettronico può essere scaricato dal sito web della BNS in italiano, francese, tedesco e inglese.

Italiano: www.snb.ch, Pubblicazioni, Pubblicazioni economiche, Bollettino trimestrale (ISSN 2504-480X).

Francese: www.snb.ch, Publications, Publications économiques, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596).

Tedesco: www.snb.ch, Publikationen, Ökonomische Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588).

Inglese: www.snb.ch, Publications, Economic publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X).

Internet

www.snb.ch

Diritto d'autore/copyright ©

La Banca nazionale svizzera (BNS) rispetta tutti i diritti di terzi, in particolare per quanto riguarda le opere che possono essere protette dal diritto d'autore (informazioni o dati, formulazioni e rappresentazioni, che presentano un carattere originale).

A fini non commerciali, l'utilizzo rilevante in termini di diritto d'autore (riproduzione, impiego in Internet, ecc.) di pubblicazioni della BNS provviste di un avviso di copyright (© Banca nazionale svizzera/BNS, Zurigo/anno o indicazioni analoghe) è ammesso unicamente con l'indicazione della fonte. Per l'utilizzo a fini commerciali occorre il consenso esplicito della BNS.

Le informazioni e i dati d'ordine generale che la BNS pubblica senza la riserva del copyright possono essere utilizzati anche senza indicazione della fonte.

Per quanto la provenienza delle informazioni o dei dati da fonti esterne sia riconoscibile, gli utilizzatori sono tenuti a osservare essi stessi gli eventuali diritti d'autore e a procurarsi presso tali fonti le necessarie autorizzazioni.

Limitazione della responsabilità

La BNS non offre garanzie per le informazioni da essa messe a disposizione e non assume responsabilità per eventuali perdite o danni derivanti dal loro impiego. Questa limitazione della responsabilità è applicabile in particolare per quanto riguarda l'attualità, la correttezza, la validità e la disponibilità delle informazioni.

© Banca nazionale svizzera, Zurigo/Berna 2020