

Embargo fino
5 novembre 2020, ore 16.00

L'attuazione della politica monetaria: come manovrare i tassi di interesse in territorio negativo

Aperitivo «Mercato monetario» virtuale

Andréa M. Maechler e Thomas Moser*

Membro della Direzione generale / membro supplente della Direzione generale

Banca nazionale svizzera

Webcast, 5 novembre 2020

© Banca nazionale svizzera, Zurigo, 2020 (discorso originale in inglese)

* I relatori ringraziano Peter Kuster e Tanja Zehnder per il prezioso supporto fornito nella preparazione del presente discorso. I loro ringraziamenti vanno anche a Roman Baumann e Mico Loretan per i loro commenti nonché ai servizi linguistici della BNS per la traduzione del testo.

Signore e signori,

buon pomeriggio a tutti. Ho il piacere, anche a nome del collega Thomas Moser, di darvi un caloroso benvenuto al primo Aperitivo «Mercato monetario» virtuale della Banca nazionale svizzera (BNS). Sono lieta dell'opportunità che ci è offerta di poter interagire in questo modo, anche se le circostanze che impongono il formato a distanza sono naturalmente tutt'altro che gradevoli. La crisi pandemica ha stravolto la vita di miliardi di persone. Molti hanno contratto il virus o ne sono addirittura morti, molti altri hanno perso il lavoro. Considerato tutto ciò, il fatto che la BNS sia costretta a rompere con una tradizione lunga quasi vent'anni e a rinunciare alla consueta cornice per lo svolgimento dell'Aperitivo «Mercato monetario» appare un dettaglio trascurabile. Ne siamo comunque dispiaciuti.

Quando ha cominciato a diffondersi in febbraio e marzo, la crisi innescata dal coronavirus ha portato a significative turbolenze nei mercati finanziari. Le principali banche centrali hanno allentato l'orientamento della politica monetaria e molte hanno fatto ricorso agli accordi permanenti di swap in dollari USA per rafforzare l'approvvigionamento di liquidità in questa moneta a livello mondiale. Sulla scorta degli ampi pacchetti di misure fiscali e monetarie varati in numerosi paesi, compresa la Svizzera, il clima di fiducia degli investitori ha segnato un netto miglioramento a partire dagli ultimi di marzo. Corroborati da queste misure e dagli alleggerimenti delle restrizioni sanitarie, i mercati finanziari hanno continuato a riprendersi sin verso la fine dell'estate e anche l'attività economica ha decisamente ritrovato vigore. Nondimeno, i più recenti sviluppi hanno mostrato chiaramente che la crisi non è passata e che l'incertezza permane elevata.

In Svizzera la BNS ha ripetutamente ribadito la propria politica monetaria espansiva, fornendo così un importante contributo alla pronta gestione della crisi.

Alcuni degli strumenti della BNS messi in campo per combattere la crisi sono ben noti. Il tasso di interesse negativo sugli averi a vista detenuti dalle banche presso la BNS e la disponibilità della stessa a procedere a interventi più massicci sul mercato dei cambi aiutano a contrastare la spinta al rialzo sul franco. Insieme, queste misure hanno concorso a proteggere l'economia svizzera da altre tensioni che avrebbero altrimenti potuto provenire dai mercati valutari, compresa un'ulteriore pressione al ribasso sull'inflazione.

Altri strumenti sono nuovi o hanno dovuto essere riattivati. Fra i primi cito lo schema di rifinanziamento BNS-COVID-19 (SRC). Istituito a fine marzo 2020, in abbinamento alle fidejussioni rilasciate dalla Confederazione ha contribuito significativamente all'approvvigionamento continuo delle piccole e medie imprese con crediti e liquidità. Tra i secondi invece ricordo gli accordi di swap in dollari USA tra le banche centrali. Questo strumento, avviato nel tardo 2007 durante la crisi finanziaria globale, era stato impiegato per far fronte all'impennata dei costi di finanziamento in dollari USA¹. Infine, dopo una pausa di otto anni la BNS ha ripristinato le proprie operazioni pronti contro termine (PcT) sul mercato

¹ Le linee di swap in dollari USA sono in essere dal 2007. Dalla primavera del 2012 fino all'inizio del marzo 2020 non vi è più stata domanda di aste in dollari USA condotte dalla BNS.

monetario in franchi, allo scopo di mantenere i tassi di interesse a breve sui crediti garantiti in questo mercato in prossimità del tasso guida BNS.

Il discorso di oggi è incentrato su quest'ultimo punto, ossia sul ruolo del mercato monetario nell'attuazione della nostra politica monetaria. Perché abbiamo deciso di puntare i riflettori sul mercato monetario?

Il ruolo del mercato monetario

Da un lato, l'approfondimento dei meccanismi del mercato monetario rientra fra gli obiettivi originari di questo evento. Dall'altro, cosa ancora più importante, il mercato monetario continua ad avere un ruolo cruciale nell'attuazione della politica monetaria della BNS, anche se negli ultimi anni molte cose sono cambiate sia in questo mercato, sia nella conduzione della politica monetaria. Oggi ad esempio impieghiamo il tasso guida BNS, in luogo della fascia obiettivo per il Libor, per comunicare il livello desiderato dei tassi di interesse del mercato monetario in franchi. E fra questi il più significativo non è più il Libor a tre mesi, sui crediti non garantiti, ma il SARON (Swiss Average Rate Overnight), applicato ai crediti garantiti. Inoltre, dal 2015 l'interesse negativo sugli averi a vista che le banche e altri operatori del mercato finanziario detengono presso la Banca nazionale rappresenta il principale strumento con cui la BNS manovra i tassi a breve. Questi sono alcuni dei motivi per cui vogliamo concentrare la nostra attenzione sul mercato monetario.

Per prima cosa guarderemo al significato del mercato monetario per l'economia e la BNS, interrogandoci sul perché di questa importanza e analizzando i ruoli svolti da tre tassi di interesse specifici: il *tasso guida BNS*, che è uno strumento di comunicazione, il *tasso di interesse negativo* sugli averi a vista detenuti dalle banche presso la BNS, che è uno strumento di attuazione della politica monetaria, e il *SARON*, il tasso applicato ai crediti overnight garantiti sul mercato interbancario. Passeremo poi a considerare la situazione attuale. Come funziona il mercato monetario in un contesto di tassi negativi? In che modo la BNS regola i tassi del mercato monetario in territorio negativo? E quali sono le sfide principali che deve affrontare nell'attuazione della propria politica monetaria?

Inizieremo soffermandoci sulle ragioni per cui è così importante il buon funzionamento del mercato monetario. Un mercato monetario efficiente è essenziale per la trasmissione della politica monetaria. Come la maggior parte delle banche centrali, anche la BNS manovra i tassi su questo mercato. A tale scopo fissa il *tasso guida BNS* e impiega gli strumenti di politica monetaria per mantenere in prossimità dello stesso i tassi a breve sui crediti garantiti del mercato monetario in franchi. Senza un mercato monetario efficiente non sarebbe possibile regolarne i tassi con questa modalità.

Dal giugno 2019 la BNS comunica la propria decisione sui tassi attraverso il tasso guida BNS. Esso segnala il livello dei tassi del mercato monetario garantito a cui punta la BNS. Per la valutazione delle condizioni effettivamente prevalenti su tale mercato, oggi l'attenzione è focalizzata sul SARON. In passato la BNS nelle sue decisioni di politica monetaria definiva la fascia obiettivo per il Libor a tre mesi e mirava a mantenere quest'ultimo nella zona mediana

di tale fascia tramite operazioni sul mercato monetario, come quelle di pronti contro termine. Nel grafico 1 sono raffigurati a sinistra il vecchio sistema con una fascia obiettivo per il Libor a tre mesi in franchi, a destra quello nuovo con il tasso guida BNS.

L'introduzione del tasso guida BNS nel giugno 2019 ha segnato l'abbandono del Libor nella strategia di politica monetaria della Banca nazionale. Con il passaggio al nuovo tasso, la BNS ha anche cessato di impiegarlo quale strumento di comunicazione. Questo cambiamento ha inviato ai mercati un chiaro segnale che la sua fine è ormai inevitabile. Ci dà inoltre la certezza che la previsione condizionata di inflazione per i successivi tre anni, elemento centrale della nostra strategia di politica monetaria, continuerà a basarsi su un tasso esistente ed economicamente rilevante lungo l'intero orizzonte previsivo.

Certo, il mercato monetario non esaurisce la sua importanza nella trasmissione della politica monetaria, ma svolge un ruolo essenziale anche nel processo di trasmissione del credito all'economia. Se i mercati monetari non funzionano correttamente, il meccanismo di erogazione creditizia dell'intero sistema finanziario è destinato a deteriorarsi, con gravi conseguenze per l'economia reale.

In periodi di stress del sistema finanziario, garantire il buon funzionamento dei mercati monetari diventa ancor più decisivo, perché in queste circostanze un'agevole redistribuzione della liquidità tra le banche e una fluida erogazione creditizia sono fondamentali per l'economia. Durante la crisi finanziaria globale del 2007-2009 i mercati monetari sono stati spesso paragonati al sistema di circolazione sanguigna che trasporta l'ossigeno agli organi vitali. L'attuale crisi conferma sicuramente quanto sia cruciale avere mercati monetari efficienti.

I tassi del mercato monetario servono infine da tassi di riferimento per l'intera economia. Disporre di mercati monetari ben funzionanti è essenziale in quanto costituiscono la base per la determinazione dei tassi di riferimento. Questi esplicano una funzione informativa di assoluto primo piano per l'economia nel suo complesso. Il prezzo di un'ampia gamma di prodotti finanziari, soprattutto nei mercati dei capitali e dei derivati, si fonda infatti su tassi di riferimento. Essi trovano applicazione anche nelle operazioni creditizie e ipotecarie e in molti altri contratti. A lungo termine, i tassi di riferimento risultano credibili e robusti soltanto se il mercato sottostante funziona correttamente.

Non si può sottolineare abbastanza l'importanza di tassi di riferimento solidi per il corretto funzionamento dei mercati finanziari. Passerò ora ad approfondire alcuni dei cambiamenti intervenuti nel panorama dei tassi di riferimento in Svizzera.

Il ruolo del SARON, il tasso di riferimento per i mercati finanziari in franchi

La crisi finanziaria globale ha fortemente accelerato, sul mercato monetario interbancario, lo spostamento dal segmento non garantito al mercato PcT. In seguito alla contrazione dell'attività nel predetto segmento il Libor in franchi, per decenni punto di riferimento

assoluto per i mercati finanziari elvetici, ha perso affidabilità e solidità. L'alternativa al Libor è il SARON, che oggi rappresenta il tasso di interesse più significativo nel mercato monetario in franchi. È un tasso sui crediti overnight garantiti che in quanto tale riflette le condizioni prevalenti nel segmento più liquido del mercato monetario in franchi. A differenza del fixing del Libor, esso è calcolato sulla base di transazioni effettive e di quotazioni impegnative. Circa 150 istituzioni finanziarie hanno un accesso diretto a tale mercato. Il SARON esiste fin dal 2009 e la sua importanza economica è notevolmente cresciuta negli ultimi anni.

Dal 2017 esiste un mercato degli swap legato al SARON, il quale si sta affermando come tasso di riferimento per i prodotti creditizi. Nel corso di quest'anno diverse banche hanno iniziato a proporre prestiti ipotecari e prestiti alle imprese basati sul SARON, anziché sul Libor. Con l'aumentare dell'offerta di prodotti simili dovrebbe aumentare anche la liquidità del mercato degli swap legato a questo tasso. Ci aspettiamo che la curva dei tassi swap basata sul SARON sostituisca gradualmente quella basata sul Libor. Tuttavia, la strada appare ancora piuttosto lunga, in quanto la liquidità di questo mercato è tuttora esigua e le banche continuano a usare la curva dei tassi swap relativa al Libor per il pricing di gran parte dei crediti.

Il Gruppo di lavoro nazionale sui tassi di riferimento in franchi (National Working Group on Swiss Franc Reference Rates o, in breve, NWG) è incaricato di agevolare la transizione dal Libor al SARON. La BNS sostiene da anni le attività del gruppo esercitando una funzione di coordinamento. L'NWG ritiene che nel passaggio al SARON siano stati compiuti buoni progressi. A fine settembre di quest'anno, ha affermato di attendersi la cessazione del fixing del Libor in franchi entro la fine del 2021, cioè tra soli 14 mesi. Certo, molto rimane da fare affinché dai lavori possano scaturire mercati profondi e liquidi. I preparativi ancora necessari devono essere affrontati rapidamente, dato che non resta più molto tempo.

Arriviamo quindi al tema principale del presente discorso, ossia come manovrare i tassi del mercato monetario in territorio negativo. Prima di esaminare questo meccanismo, vorrei illustrarvi brevemente perché i tassi del mercato monetario in franchi sono negativi.

Il ruolo del contesto mondiale di bassi tassi di interesse

I tassi del mercato monetario in Svizzera sono negativi da quasi sei anni a causa, principalmente, del contesto economico internazionale. I tassi di interesse sugli investimenti in franchi sono generalmente più bassi di quelli sugli investimenti in altre valute. Di conseguenza, la Svizzera presenta tradizionalmente un differenziale di interesse negativo. Ciò è dovuto da un lato al fatto che l'inflazione nel nostro paese è quasi sempre più bassa. Dall'altro, al fatto che gli investitori in Svizzera e all'estero considerano particolarmente sicuri gli investimenti denominati in franchi, cosa che riflette il tradizionale ruolo della nostra moneta quale «bene rifugio» in tempi di accresciuta incertezza a livello internazionale. In un'ottica di più lungo termine gli investitori sono pertanto disposti ad accettare un rendimento più contenuto sugli investimenti in franchi.

Negli ultimi trent'anni i livelli dei tassi di interesse sono diminuiti sensibilmente in tutto il mondo. Il grafico 2 mostra come i rendimenti dei titoli di Stato decennali delle economie avanzate – qui vediamo la Svizzera (linea rossa), la Germania (linea blu), il Regno Unito (linea arancione) e gli Stati Uniti (linea verde) – abbiano evidenziato una traiettoria discendente fin dai primi anni '90. I tassi nominali sono in parte scesi perché molte banche centrali hanno efficacemente contrastato gli elevati tassi di inflazione degli anni '70 e '80.

Il calo non riguarda però soltanto i tassi nominali, anche quelli reali hanno mostrato una tendenza calante a livello globale a causa di svariati potenti fattori strutturali, di cui i quattro principali sono: i cambiamenti demografici (dovuti perlopiù all'aumento della speranza di vita), un protratto rallentamento della crescita della produttività, l'integrazione nei mercati finanziari globali di economie di mercato emergenti con elevati surplus di risparmio e una preferenza generale più accentuata da parte degli investitori per attività sicure e liquide. Detti fattori strutturali non sono determinati dalle banche centrali.

Nell'attuale contesto di bassi tassi di interesse è più difficile per le banche centrali imprimere alla propria politica monetaria un orientamento che sia sufficientemente espansivo in tempi di crisi. Per essere espansivo il tasso di politica monetaria deve essere fissato a un livello tale per cui i tassi di interesse reali a breve termine si situino al di sotto del tasso di interesse che consente di eguagliare risparmio e investimento, ossia il *tasso di interesse reale di equilibrio*. I predetti fattori strutturali hanno probabilmente trainato verso il basso anche questo tasso. Pertanto, per fronteggiare le crisi economiche, negli ultimi anni molte banche centrali hanno dovuto portare a zero o addirittura in territorio negativo i propri tassi ufficiali.

Che cosa succede se il differenziale di interesse tra il franco svizzero e altre valute si restringe, ma il franco mantiene la sua reputazione di bene rifugio? Questa evoluzione comporta un incremento della domanda di investimenti in franchi, esercitando pressioni all'apprezzamento sulla nostra valuta. Ed è precisamente questa la sfida con cui dobbiamo confrontarci fin da quando nel 2007 è esplosa la crisi finanziaria globale. Per contenere l'attrattiva del franco rispetto ad altre valute, nel gennaio 2015 la BNS ha abbassato la fascia obiettivo per il Libor a tre mesi per la prima volta in territorio negativo (in un intervallo compreso fra $-0,25\%$ e $-1,25\%$) e introdotto al contempo un tasso di interesse negativo pari a $-0,75\%$ sugli averi a vista delle banche detenuti sui suoi conti². L'interesse negativo consente alla BNS di preservare almeno in parte il differenziale tra il franco e altre monete, riducendo così l'attrattiva della nostra valuta e contribuendo ad allentare le pressioni al rialzo.

A seguito della crisi, nel primo trimestre di quest'anno i rendimenti delle obbligazioni a lunga scadenza sono scesi in tutto il mondo e i differenziali di interesse tra il franco e altre valute si sono di nuovo sensibilmente ristretti. Peraltro, il franco ha conservato il suo tradizionale ruolo di bene rifugio in tempi incerti, guadagnando infatti valore dopo lo scoppio della crisi. Talora

² Il 18 dicembre 2014 la BNS annunciò che dal 22 gennaio 2015 avrebbe applicato un tasso di interesse pari a $-0,25\%$, ossia un tasso di interesse negativo, sugli averi a vista detenuti dalle banche presso i suoi conti, oltre un determinato importo in franchigia, al fine di sostenere l'allora vigente cambio minimo rispetto all'euro. Il 15 gennaio 2015 la BNS decise di abbandonare il tasso di cambio minimo, portando al contempo a $-0,75\%$ il tasso negativo che sarebbe entrato in vigore dal 22 gennaio.

siamo stati costretti ad aumentare gli acquisti di valuta estera per attenuare le pressioni all'apprezzamento. La nostra combinazione di strumenti di politica monetaria, ossia l'interesse negativo sugli averi a vista e gli interventi sul mercato dei cambi, resta pertanto più necessaria che mai in questo periodo di accresciuta incertezza.

Giungiamo ora a illustrarvi in maggior dettaglio come la BNS procede nella regolazione dei tassi di interesse negativi sul mercato monetario.

Il ruolo del tasso di interesse applicato agli averi a vista delle banche presso la BNS

Negli anni prima della crisi finanziaria globale, nei sistemi bancari di molti paesi, fra cui la Svizzera, prevaleva un cosiddetto deficit strutturale di liquidità. Dato che la BNS non remunerava gli averi a vista delle banche presso i suoi conti, in un contesto di tassi di interesse positivi esse limitavano al massimo la liquidità in eccesso detenuta in questa forma. La BNS regolava i tassi di interesse del mercato monetario mediante il prezzo e la quantità delle sue operazioni giornaliere su tale mercato, le quali erano condotte nel segmento garantito come operazioni pronti contro termine. Ad esempio, se la BNS intendeva indurre un calo dei tassi del mercato monetario, offriva più liquidità e diminuiva il suo tasso PcT.

Questa situazione è cambiata con lo scoppio della crisi finanziaria globale. Inizialmente numerose banche centrali vi hanno risposto abbassando i tassi di politica monetaria. Successivamente, hanno avviato programmi di acquisto di titoli («quantitative easing») o, come nel caso della BNS, hanno operato sul mercato dei cambi. Considerata l'importanza del valore di scambio del franco per l'economia svizzera e l'inflazione, la BNS è intervenuta su questo mercato in particolare nelle fasi di accresciuta incertezza. Nei sistemi bancari di molti paesi, compreso il nostro, si è venuto a creare un eccesso strutturale di liquidità. La domanda di liquidità da parte di quasi tutte le banche in Svizzera era ampiamente soddisfatta e non vi era pertanto motivo di favorirne una redistribuzione tramite il mercato monetario interbancario.

In un sistema bancario caratterizzato da un eccesso strutturale di liquidità, il tasso di interesse applicato agli averi a vista detenuti dalle banche presso la banca centrale assume un ruolo cruciale. La base monetaria di per sé non è più un fattore decisivo per creare l'equilibrio nel mercato monetario. È piuttosto il tasso di interesse sugli averi a vista a costituire il limite inferiore dell'interesse richiesto per le operazioni interbancarie. Ciò è dovuto al fatto che, in un tale contesto, le banche non hanno in genere alcun incentivo a mettere a disposizione liquidità a un tasso *inferiore* a quello applicato agli averi a vista. E, data l'abbondanza nel sistema, le banche non hanno grande interesse a reperire liquidità aggiuntiva nel caso in cui il tasso di mercato sia *superiore* a quello sugli averi a vista.

Di conseguenza, in una situazione di abbondanza di liquidità il tasso di interesse di mercato si colloca generalmente in prossimità di quello sugli averi a vista detenuti dalle banche presso la banca centrale. Lo si vede nel grafico 3. I tassi principali del mercato monetario nel segmento

interbancario sia garantito che non garantito – SARON e Libor a tre mesi sono illustrati rispettivamente in blu e rosso – hanno oscillato intorno allo 0% dal 2011 al 2014. Dopo che la BNS ha abbassato a $-0,75\%$ l'interesse sugli averi a vista nel gennaio 2015, i tassi del mercato monetario si sono collocati in breve tempo vicino a tale valore.

In concomitanza con l'imposizione dell'interesse negativo sugli averi a vista delle banche, la BNS ha introdotto anche un sistema di importi in franchigia piuttosto ampi. Diamo quindi uno sguardo più da vicino allo scopo e al meccanismo di tale sistema in abbinamento all'interesse negativo della BNS.

Il ruolo degli importi in franchigia

Una domanda fondamentale è se il tasso di interesse negativo della BNS debba essere applicato *all'insieme* degli averi a vista delle banche affinché i tassi del mercato monetario si mantengano in prossimità dello stesso. La risposta breve è no. Quella un po' più articolata è che basta applicare l'interesse negativo a quella porzione degli averi a vista che eccede una certa soglia. Sull'ammontare residuo, ossia l'importo in franchigia, non vengono computati interessi o, in altre parole, viene applicato un tasso dello 0%. In un'ottica aggregata, erano stati volutamente definiti importi esenti piuttosto ampi, in modo da limitare l'onere a carico del sistema bancario al minimo considerato necessario per l'attuazione della politica monetaria.

Dal 2015 l'importo in franchigia di una banca corrisponde alle riserve minime prescritte moltiplicate per un fattore unitario. In un siffatto sistema, le disponibilità di averi a vista di alcune banche eccedono gli importi in franchigia loro concessi. Queste sono incentivate a offrire liquidità ad altre banche. Per esempio, saranno disposte a operare sul mercato PcT, fintantoché pagare il tasso PcT costerà meno che pagare il tasso di interesse negativo della BNS sugli averi a vista. Al contrario, vi sono banche le cui disponibilità di averi a vista sono inferiori ai loro importi esenti. Queste sono incentivate a operare sul mercato PcT come prenditrici di fondi e a guadagnare il tasso PcT, e saranno disposte a farlo finché questo si attesterà sotto lo zero. Tale sistema, caratterizzato dall'interesse negativo sugli averi a vista e dagli importi in franchigia, ha condotto dall'inizio del 2015 a un aumento ingente e duraturo delle operazioni di redistribuzione della liquidità tramite il mercato interbancario.

Affinché il sistema funzioni, è necessario che il tasso di interesse negativo sia applicato a un volume sufficientemente elevato di averi a vista. È chiaro che complessivamente la somma di tutti gli importi in franchigia deve essere inferiore a quella di tutti gli averi a vista. Altrimenti, le banche potrebbero operare sul mercato monetario per non avere disponibilità a vista soggette all'interesse negativo, cosa che porterebbe i tassi monetari vicino allo zero.

In altre parole, per far sì che i tassi di interesse del mercato monetario si mantengano in prossimità del tasso di interesse negativo della BNS sugli averi a vista, l'offerta di liquidità deve eccedere la domanda in misura sufficiente. In un sistema di importi in franchigia specifici alle singole banche, ciò significa che l'offerta di liquidità da parte delle *banche prestatrici* – quelle i cui averi a vista sono superiori alle esenzioni loro accordate e che sono

pertanto inclini a prestare liquidità – deve essere maggiore della domanda di liquidità da parte delle *banche prenditrici* – ossia quelle le cui quote esenti non sono state interamente utilizzate e che sono pertanto disposte ad acquisire averi a vista addizionali nel proprio bilancio.

Se questa condizione è realizzata, l'onere dell'interesse negativo sul sistema bancario può essere alleggerito tramite un sistema di esenzioni, senza pregiudicare l'obiettivo di politica monetaria perseguito con l'interesse negativo sugli averi a vista. Tornando al grafico 3 e alla traiettoria della serie temporale dei tassi di interesse nel mercato monetario, notiamo che questa condizione deve essere stata soddisfatta nella pratica, dato che i tassi di mercato si sono effettivamente collocati in prossimità del tasso di interesse negativo applicato agli averi a vista, fin dal momento della sua introduzione nel 2015.

Gli importi in franchigia hanno ridotto significativamente l'onere per il sistema bancario nel suo complesso. Quando la BNS ha introdotto per la prima volta l'interesse negativo sugli averi a vista all'inizio del 2015, ne erano esenti circa due terzi. A inizio 2015, il tasso di interesse *medio* sull'insieme degli averi a vista detenuti dal sistema bancario era quindi pari a $-0,25\%$ e non a $-0,75\%$, come sarebbe stato invece in un regime senza esenzioni. Siamo consapevoli che l'impatto di questo sistema differisce a seconda delle banche a causa delle diverse strutture di bilancio³.

L'importo in franchigia non deve necessariamente essere statico e dovrebbe riflettere le esigenze di politica monetaria. Dall'introduzione dell'interesse negativo sugli averi a vista delle banche, la base per il calcolo degli importi in franchigia è stata adeguata *due volte*. La prima con effetto al 1° novembre 2019. La nostra decisione era guidata da due obiettivi principali. Innanzitutto, per tener conto dell'evoluzione dei bilanci bancari nel corso del tempo, era necessario passare da un metodo di calcolo statico a uno dinamico⁴. Inoltre, abbiamo innalzato gli importi in franchigia per riportare l'onere gravante sul sistema bancario allo stretto indispensabile per l'attuazione della politica monetaria⁵. Questo adeguamento ha determinato un aumento dell'ammontare aggregato concesso in esenzione pari a circa il 40%. Tale aumento era opportuno, in quanto il totale degli averi a vista detenuti dalle banche era cresciuto sensibilmente in seguito ai nostri interventi sul mercato dei cambi nei quasi cinque anni successivi all'introduzione dell'interesse negativo sugli averi a vista. A partire dal novembre 2019, cioè dopo il primo adeguamento, la quota esente complessiva era di nuovo pari a circa due terzi degli averi a vista, ossia a un livello simile a quello prevalente a inizio 2015.

³ L'importo in franchigia di una banca è calcolato come multiplo delle sue riserve minime prescritte, le quali a loro volta sono determinate in funzione delle passività a breve termine della banca. Pertanto, una banca con una consistenza più elevata di attività sicure a breve termine (inclusi crediti da operazioni PcT) rispetto alle passività a breve termine ottiene importi in franchigia relativamente più contenuti in rapporto all'ammontare delle sue attività sicure a breve termine.

⁴ Quando sono stati introdotti per la prima volta, gli importi in franchigia delle banche erano statici, erano cioè calcolati in base a un periodo di mantenimento fisso, ossia quello dell'ottobre 2014. Con l'adeguamento del novembre 2019 sono stati resi dinamici, nel senso che il periodo di mantenimento considerato per il calcolo è aggiornato mensilmente sotto forma di finestra mobile dei precedenti 36 mesi.

⁵ A partire dal gennaio 2015, l'importo in franchigia di una banca era pari a 20 volte le sue riserve minime prescritte in base al periodo di mantenimento dell'ottobre 2014. Con l'adeguamento del novembre 2019 il fattore è stato innalzato e l'importo in franchigia è divenuto pari a 25 volte (e, con l'adeguamento del 1° aprile 2020, a 30 volte) la media mobile delle riserve minime prescritte dei precedenti 36 mesi.

Il secondo adeguamento è entrato in vigore il 1° aprile di quest'anno, come parte della risposta della BNS alla crisi da coronavirus. Abbiamo innalzato l'ammontare complessivo degli importi in franchigia di un ulteriore 20%, in modo che le banche, in questo difficile periodo per l'economia, disponessero di un maggior margine di manovra nell'erogazione di crediti.

Questi due adeguamenti hanno contribuito ad alleggerire in misura significativa l'onere per interessi sopportato dal sistema bancario nel suo insieme. Come osservato prima, l'onere medio era aumentato dal 2015, soprattutto a causa degli interventi sul mercato dei cambi effettuati ai fini della politica monetaria; esso è poi diminuito in seguito alla revisione del metodo di calcolo e agli aumenti degli importi in franchigia. Attualmente il tasso di interesse *medio* applicato all'insieme degli averi a vista è di circa $-0,2\%$ e corrisponde pertanto a meno di un terzo di quanto sarebbe in un sistema senza esenzioni.

Gli incrementi degli importi in franchigia hanno anche ampliato le possibilità per operazioni aggiuntive di redistribuzione della liquidità, inducendo un aumento dell'attività sul mercato PcT. Il volume delle operazioni PcT, illustrato dalle colonne blu nel grafico 4, è infatti fortemente cresciuto nel novembre 2019, analogamente al numero delle banche attive su tale mercato.

Passiamo ora a esaminare in modo più approfondito l'impatto degli adeguamenti descritti sul mercato PcT e, in particolare, gli strumenti impiegati dalla BNS per assicurare che i tassi del mercato monetario garantito rimangano in prossimità di quello di politica monetaria.

Il ruolo delle operazioni di politica monetaria della BNS nel mercato monetario

Gli aumenti degli importi in franchigia complessivi hanno cambiato la dinamica sul mercato PcT. Hanno portato a una crescita della domanda di liquidità e allo stesso tempo a una diminuzione dell'offerta della stessa nel mercato PcT. In presenza di una maggiore domanda e di una minore offerta, le banche prestatrici hanno potuto ottenere tassi di interesse più elevati, ossia meno negativi, cosa che ha generato una spinta al rialzo sul SARON, illustrata dalla linea nera sul grafico 4. Sebbene fossero attese, queste pressioni al rialzo sul SARON e su altri tassi a breve del mercato monetario erano indesiderate sul piano della politica monetaria.

Dallo scorso novembre, la BNS ha condotto una serie di operazioni per mantenere i tassi a breve sui crediti garantiti del mercato monetario in prossimità del tasso guida BNS. Dal novembre 2019 al luglio 2020, e soprattutto da fine marzo di quest'anno, siamo intervenuti nel segmento overnight del mercato PcT mediante diverse operazioni di fine tuning. Queste ultime sono rappresentate nel grafico 4 da diamanti rossi. In una siffatta operazione la BNS, in qualità di prestatrice di fondi, pubblica direttamente sulla piattaforma di negoziazione PcT quotazioni impegnative («cash provider quotes»), che qualsiasi operatore del mercato PcT può all'occorrenza accettare. Quando la BNS offre liquidità a una determinata quotazione, i prenditori di fondi non hanno alcun motivo per reperirne a un tasso di interesse più elevato,

ossia meno conveniente. Tramite queste operazioni di fine tuning la BNS può fissare un tetto ai tassi PcT e limitarne le impennate.

Da luglio abbiamo sostenuto ulteriormente il graduale avvicinamento del SARON al tasso guida BNS mediante la conduzione sulla piattaforma PcT di aste di liquidità a un mese. Queste sono illustrate nella parte destra del grafico 4 con un triangolo blu. A differenza delle operazioni di fine tuning con le quali la BNS fissa un tetto ai tassi di interesse, mediante le aste a un mese essa offre liquidità a medio termine. Partecipando a tali aste, le banche possono soddisfare una parte della loro domanda di fondi liquidi. Dato che di conseguenza le banche partecipanti non dipendono più nella stessa misura dal mercato interbancario garantito per reperire la quantità desiderata di mezzi liquidi, la domanda complessiva di liquidità nel segmento overnight del mercato PcT diminuisce, riducendo le pressioni al rialzo sul SARON.

Occorre anche osservare che, nel corso del tempo, la redistribuzione della liquidità fra le banche può aver luogo mediante canali diversi dal mercato PcT. La liquidità può essere redistribuita ad esempio tramite il trasferimento tra le banche di depositi della clientela e di depositi a più lungo termine. Tale processo di adeguamento richiede ovviamente un po' di tempo.

Permettetemi di riassumere le conclusioni principali cui siamo giunti finora. La regolazione dei tassi a breve del mercato monetario continua a funzionare, anche in zona negativa. In questo meccanismo tre tassi di interesse svolgono un ruolo fondamentale. Il *tasso guida BNS* è impiegato per la comunicazione della decisione di politica monetaria e in particolare dell'orientamento desiderato di quest'ultima. Il *tasso di interesse negativo* applicato agli averi a vista detenuti dalle banche presso la BNS costituisce lo strumento principale mediante il quale la BNS attua la politica monetaria nel mercato monetario. Gli importi in franchigia consentono di alleggerire l'onere per il sistema bancario senza pregiudicare la capacità della BNS di mantenere *i tassi a breve sui crediti garantiti del mercato monetario, e in particolare il SARON*, in prossimità del suo tasso guida.

Come vedete, la BNS dispone degli strumenti necessari per regolare i tassi di interesse del mercato monetario, anche in un periodo di tassi negativi. Tuttavia, per assicurare il buon funzionamento di tale mercato non è sufficiente che la banca centrale faccia uso di strumenti efficaci. È necessaria anche un'infrastruttura solida che permetta agli operatori del mercato finanziario, fra cui la BNS, di condurre le operazioni in modo affidabile, efficiente e trasparente. Pertanto, prima di concludere questo discorso vorrei dedicare alcune parole all'infrastruttura del mercato monetario in Svizzera.

Il ruolo di un'infrastruttura del mercato monetario solida

Per funzionare correttamente, il mercato monetario deve disporre di un'infrastruttura solida ed efficiente. Come discusso, il mercato monetario è importante per l'attuazione della politica monetaria, per la redistribuzione della liquidità fra le banche e per la determinazione dei tassi di interesse di riferimento; è certamente uno dei pilastri del sistema finanziario svizzero. Pertanto è fondamentale che la relativa infrastruttura di mercato sia sicura e resistente, come è

il caso già da oltre vent'anni dell'efficiente Swiss Money Market Value Chain. Questa offre una copertura continua dell'intero ciclo di vita delle transazioni garantite, ossia l'intera catena di creazione di valore, dalla negoziazione al regolamento, sia per la parte contante che per quella titoli. La Swiss Money Market Value Chain, un'impresa consortile delle istituzioni finanziarie svizzere, è gestita da SIX Group e la BNS partecipa da sempre al suo sviluppo.

La struttura della Swiss Money Market Value Chain è unica a livello internazionale e ha dato buona prova di sé. Una delle sue caratteristiche principali è il fatto che consenta l'accesso a circa 150 banche e altri operatori del mercato finanziario tramite una sola piattaforma e una serie di regole comuni. Un'altra caratteristica è che la BNS ha accesso diretto a questa piattaforma, mediante la quale conduce le sue operazioni di politica monetaria. L'ampia cerchia di partecipanti, l'elevata standardizzazione e il fatto che gli scambi interbancari così come le operazioni di politica monetaria della BNS nel mercato monetario siano condotte sulla stessa piattaforma contribuiscono a favorire la liquidità del mercato, la trasparenza e la fiducia fra i partecipanti. I vantaggi di una piattaforma comune emergono in particolare nei periodi di turbolenze finanziarie, in cui è fondamentale che la redistribuzione della liquidità e le operazioni di politica monetaria continuino a funzionare perfettamente.

La Swiss Money Market Value Chain è concepita per rispondere rapidamente alle innovazioni tecnologiche e alle esigenze degli operatori di mercato. La sua tecnologia di base è stata costantemente adeguata e aggiornata negli ultimi vent'anni, perlopiù a piccoli passi. Tuttavia, periodicamente, anche le componenti più importanti hanno subito una revisione generale. Quattro anni fa, ad esempio, è stata sostituita la stessa piattaforma di negoziazione ed è entrata in funzione CO:RE, mediante la quale gli operatori possono sia stipulare operazioni bilaterali sia pubblicare o accettare quotazioni impegnative («quotes») visibili a tutti. La negoziazione su una piattaforma comune e l'impiego di contratti standardizzati aumenta la liquidità del mercato. I prezzi delle transazioni concluse sono visibili a tutti gli operatori e ciò genera un elevato grado di trasparenza. Le operazioni PcT vi possono essere effettuate in franchi e in altre valute. Oltre alle operazioni di politica monetaria la BNS impiega questa piattaforma per le aste dei prestiti della Confederazione elvetica e dei crediti contabili a breve termine emessi dalla Tesoreria federale.

Nuove funzioni nella gestione delle garanzie offrono valide opportunità agli operatori di mercato. Un importante anello della Swiss Money Market Value Chain è stato rinnovato nel giugno 2020 con l'introduzione del «triparty agent». Quest'ultimo, che è ancora in corso di sviluppo, è stato studiato per semplificare notevolmente il «collateral management» ed ampliare la gamma di servizi per tutti gli operatori di mercato. Si tratta di una disciplina di crescente rilievo per gestire in modo efficiente le garanzie e al contempo assicurare che le operazioni sottostanti siano sempre collateralizzate secondo le modalità contrattuali.

Sebbene questa infrastruttura integrata abbia certamente molti punti di forza e offra numerosi vantaggi, non abbiamo i paraocchi. In particolare, stiamo esaminando le possibilità di inserirvi tecnologie completamente nuove. Un esempio importante è l'impiego della Distributed Ledger Technology (DLT) per la negoziazione e il regolamento di attività finanziarie

«tokenizzate». Attualmente la BNS sta valutando, insieme al centro svizzero dell’Innovation Hub della BRI, come integrare diverse nuove tecnologie digitali nell’infrastruttura esistente e se sia necessaria una moneta digitale di banca centrale per garantire l’efficienza e la sicurezza delle operazioni di regolamento fra le banche.

Con l’evolversi della tecnologia e delle esigenze, anche in futuro saranno essenziali adeguamenti, più o meno estesi. Ovviamente continueremo a salvaguardare le fondamenta su cui poggia la Swiss Money Market Value Chain, ossia soprattutto lo spirito collettivo, la stretta collaborazione fra SIX, le banche e la BNS e il fatto che le operazioni interbancarie e quelle di politica monetaria della BNS siano condotte sulla stessa piattaforma e secondo regole comuni. Siamo lieti di poter apportare il nostro contributo anche in futuro e ci impegniamo a partecipare al costante sviluppo dell’infrastruttura svizzera del mercato monetario.

Conclusioni

Signore e signori, ci auguriamo di essere riusciti a mostrarvi quanto interessante e sfaccettata sia la manovra dei tassi di interesse nel mercato monetario. Il mandato principale della BNS è assicurare la stabilità dei prezzi, tenendo conto in pari tempo dell’evoluzione congiunturale. Dall’inizio del 2015 gli strumenti chiave della nostra politica monetaria sono il tasso di interesse negativo sugli averi a vista delle banche e la nostra disponibilità a intervenire all’occorrenza sul mercato valutario. Entrambi gli strumenti continuano a essere indispensabili nel contesto attuale, per garantire condizioni monetarie adeguate.

Quest’oggi abbiamo anche esaminato alcuni degli sviluppi osservati sul mercato monetario in franchi in risposta ai diversi cambiamenti da noi introdotti negli ultimi 17 mesi. Nello specifico, nell’ambito della nostra strategia di politica monetaria siamo passati al tasso guida BNS e ai fini dell’applicazione dell’interesse negativo abbiamo innalzato a due riprese l’ammontare complessivo degli importi in franchigia, riducendo così in misura significativa l’onere per interessi a carico del sistema bancario. Come abbiamo illustrato, è assolutamente fattibile regolare in modo efficace i tassi di interesse del mercato monetario garantito in territorio negativo. Ciò è dovuto non da ultimo al fatto che il mercato monetario garantito in franchi è efficiente, si basa su un’infrastruttura moderna e può contare su operatori diligenti. La BNS continuerà ad apportare il proprio contributo nel plasmare l’infrastruttura di questo mercato.

Signore e signori, con la vostra partecipazione all’evento di quest’oggi, nonostante l’insolito formato, avete dimostrato il vostro interesse per il mercato monetario svizzero. E di questo desideriamo ringraziarvi sentitamente.

Monetary policy implementation: How to steer interest rates in negative territory

Andréa M. Maechler, Member of the Governing Board
Thomas Moser, Alternate Member of the Governing Board
Swiss National Bank

Virtual Money Market Event, 5 November 2020

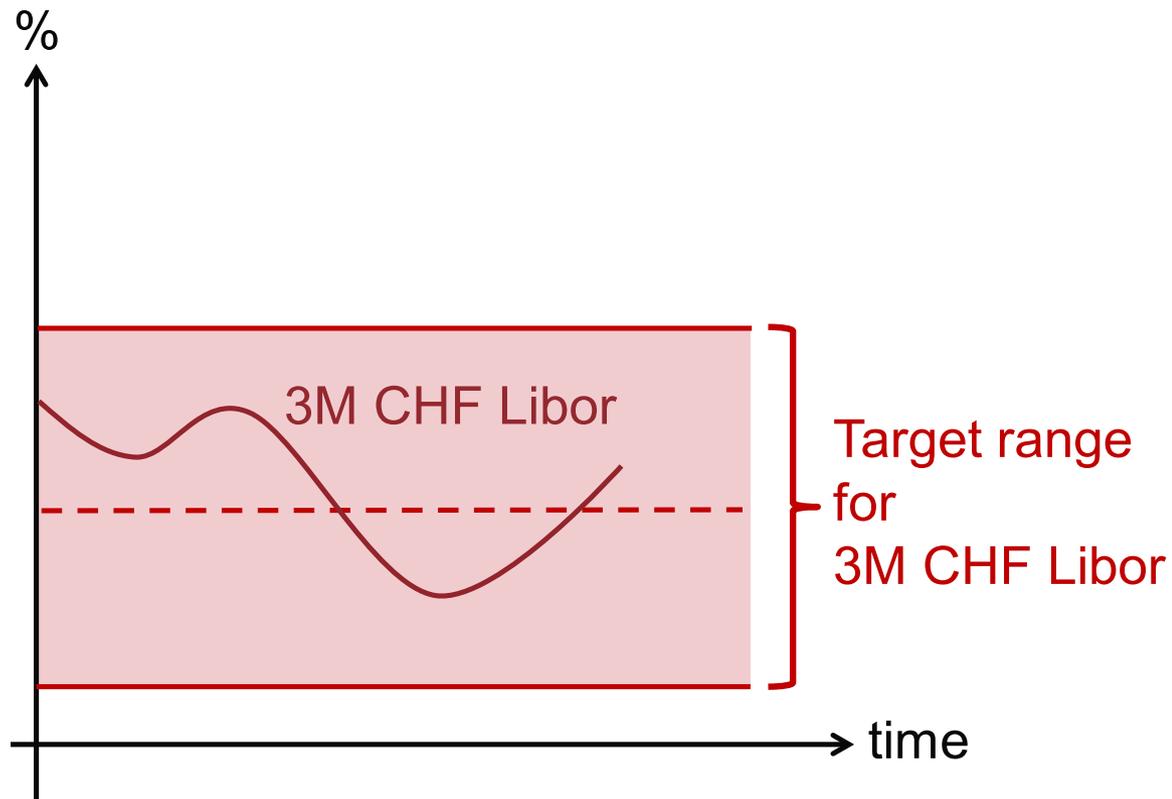
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Chart 1 SNB policy rate and target range for three-month Swiss franc Libor

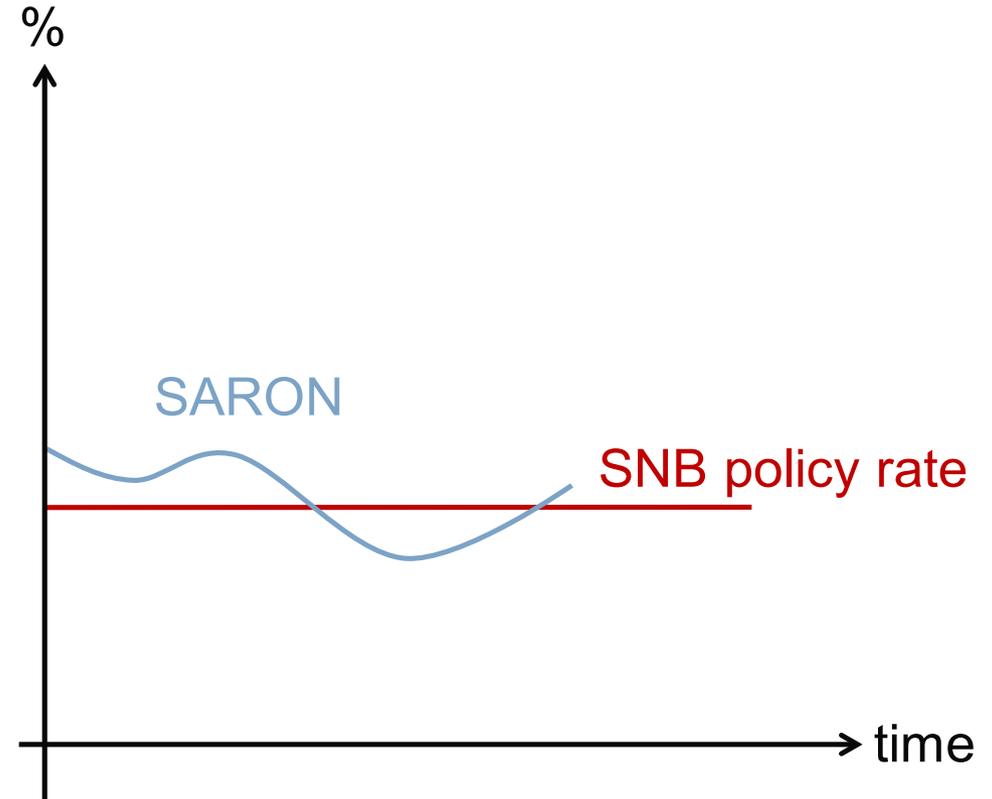
Old system:

Target range for 3M CHF Libor



New system:

SNB policy rate



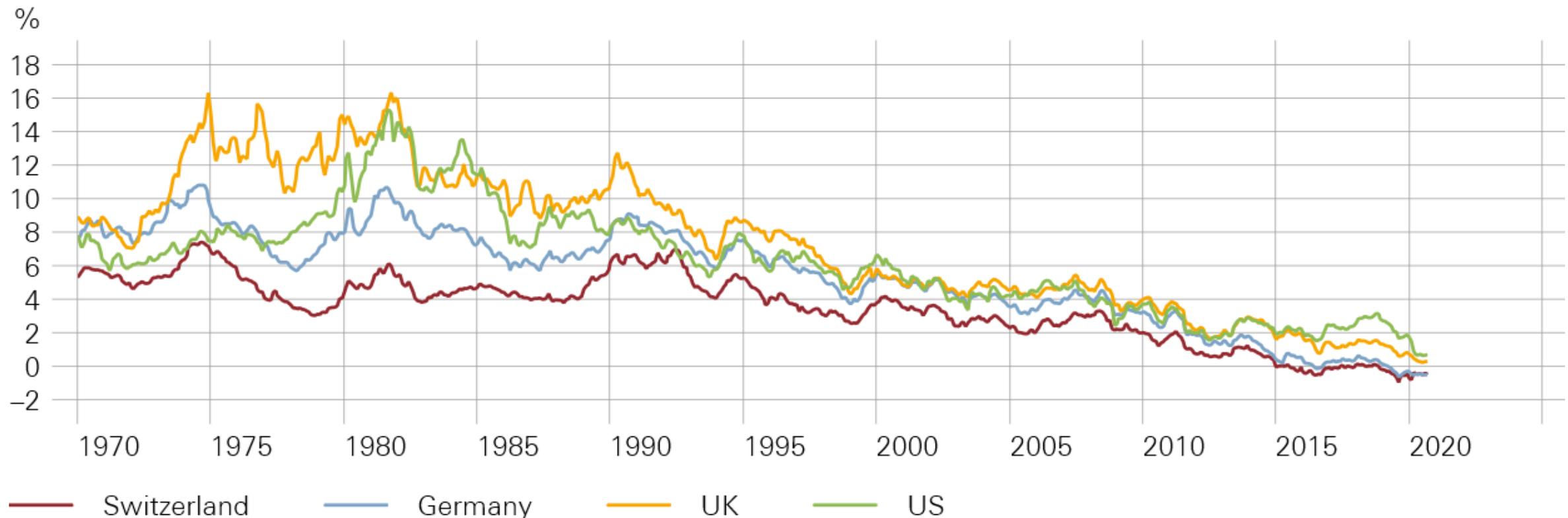
Source: SNB

Chart 2

Long-term yields have fallen globally over the past three decades

NOMINAL INTEREST RATES

10-year government bond yields

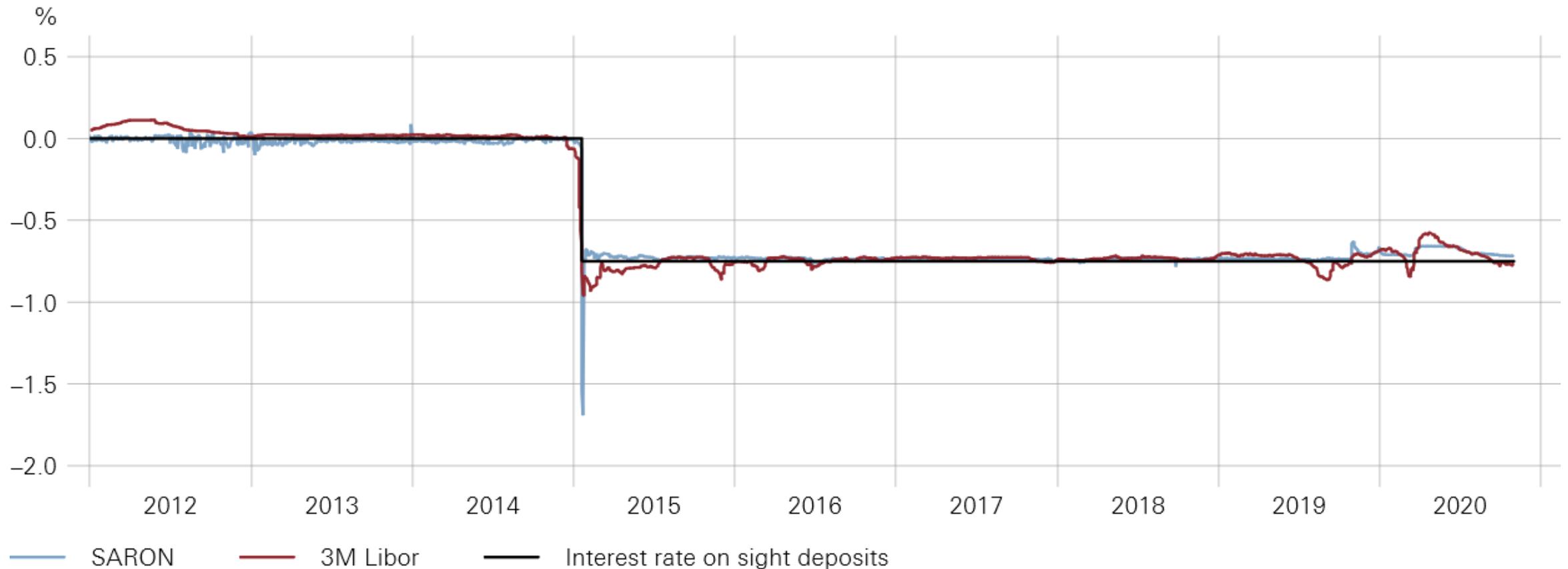


Sources: SNB, IMF, OECD

Chart 3

Interest rate on banks' sight deposits held at SNB is a key instrument

SWISS FRANC MONEY MARKET RATES

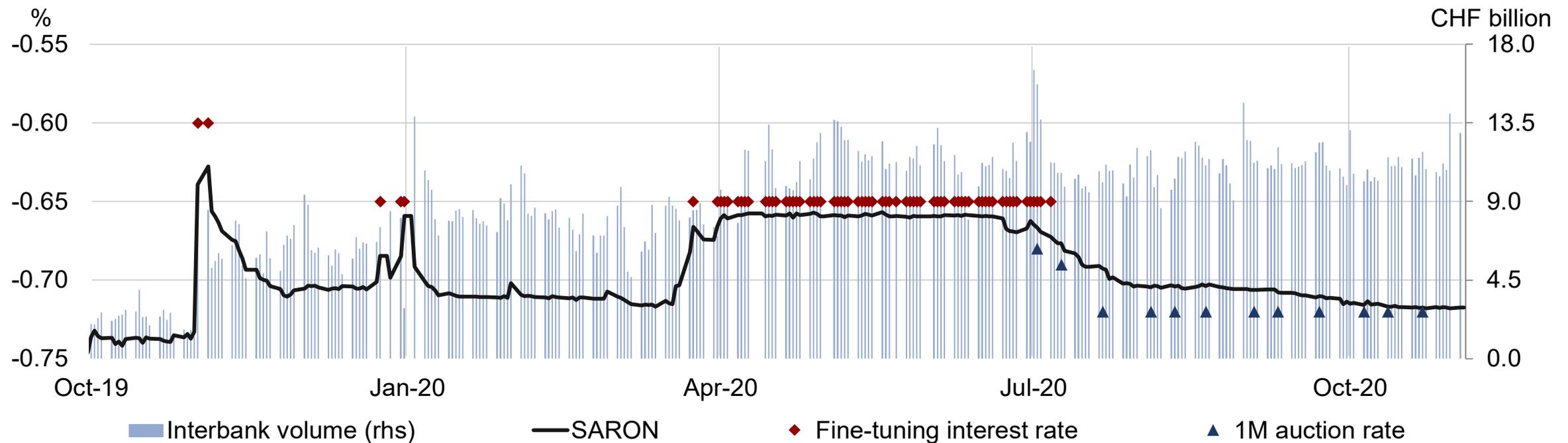


Sources: SNB, Bloomberg

Chart 4

SNB's fine-tuning operations and one-month auctions guide SARON

OVERNIGHT REPO VOLUME, SARON AND SNB'S FINE-TUNING AND AUCTION RATES



Sources: SNB, Bloomberg