

**Embargo**

17 novembre 2022,  
ore 18.30

---

**Ritorno a tassi di interesse positivi: perché una remunerazione differenziata («reserve tiering»)?**

Aperitivo «Mercato monetario»

**Andréa M. Maechler e Thomas Moser\***

Membro della Direzione generale / Membro supplente della Direzione generale  
Banca nazionale svizzera

Ginevra, 17 novembre 2022

© Banca nazionale svizzera (discorso originale in inglese)

---

\* Si ringraziano Florian Böser, Lucas Fuhrer e Mico Loretan per il supporto fornito nella stesura del testo. Un sentito ringraziamento va anche a Dirk Faltin, Cyrille Planner, Michael Schäfer, Jacqueline Thomet e Tanja Zehnder per i preziosi commenti, nonché ai servizi linguistici della BNS per la traduzione.

Signore e signori,

è con grande piacere che insieme al collega Thomas Moser vi diamo il benvenuto a Ginevra per l'Aperitivo «Mercato monetario» della Banca nazionale svizzera (BNS) di quest'anno. Siamo molto lieti di vedervi partecipare in così gran numero, sia in presenza che a distanza.

Dal nostro ultimo incontro di un anno fa la lotta all'inflazione è divenuta il compito principale delle banche centrali di tutto il mondo. Molti paesi sono alle prese con un'impennata dei prezzi la cui portata e velocità era stata prevista solo da pochi. Essa è dovuta in buona parte ai perduranti problemi nelle catene di approvvigionamento globali causati dalla pandemia da coronavirus. La guerra della Russia all'Ucraina, oltre a creare immani sofferenze, ha ulteriormente contribuito alle pressioni inflazionistiche attraverso il suo impatto sui prezzi dell'energia e dei generi alimentari. Negli ultimi mesi l'inflazione si è rivelata più persistente e diffusa di quanto atteso inizialmente. Abbiamo quindi assistito a livello globale a un'inversione di rotta da parte delle banche centrali, le quali hanno iniziato a restringere le loro politiche monetarie.

Anche la BNS ha inasprito la sua politica monetaria, portando il tasso guida in territorio positivo. Questa circostanza l'ha costretta ad adottare un nuovo approccio per l'attuazione della sua politica nel mercato monetario. Esso comprende due elementi: l'applicazione di tassi differenziati sugli averi a vista («reserve tiering») e l'assorbimento di liquidità tramite operazioni di mercato aperto. Il nuovo approccio tiene conto dei cambiamenti strutturali avvenuti nel mercato monetario dall'ultima volta in cui ci siamo trovati in un contesto di tassi positivi. Ci consente in particolare, nonostante le mutate condizioni, di perseguire l'obiettivo di mantenere i tassi di interesse sui crediti garantiti del mercato monetario in franchi in prossimità del tasso guida BNS.

L'evento di questa sera ci offre l'occasione, ottimale e tempestiva, di spiegare in dettaglio il nostro nuovo approccio per l'attuazione della politica monetaria. Dopo avere illustrato la logica alla base della sua adozione tratteremo un quadro dei risultati finora ottenuti.

## **Perché la BNS è ritornata ad un tasso di politica monetaria positivo?**

Permettetemi innanzitutto di delineare i motivi che hanno portato la BNS a inasprire la sua politica monetaria.

Fino a poco tempo fa l'inflazione dei prezzi al consumo si è mantenuta bassa e relativamente stabile per circa trent'anni. La slide 2 mostra l'andamento dell'inflazione dell'indice dei prezzi al consumo negli Stati Uniti (linea blu), nell'area dell'euro (linea gialla) e in Svizzera (linea rossa) dal 1980. Dal 1990 al 2020, il tasso di inflazione nel nostro Paese si è attestato in media ad appena l'1,0% annuo. Dalla fine del 2020, tuttavia, si è registrata una netta inversione di tendenza e l'inflazione ha subito una forte accelerazione a livello globale. Anche in Svizzera è cresciuta, sebbene con un certo differimento temporale e in misura meno pronunciata che in altre economie. Dalla metà di quest'anno l'inflazione dei prezzi al

consumo nel nostro Paese è rimasta sopra al 3% toccando il livello più alto dai primi anni 1990. Secondo i dati più recenti dell'indice dei prezzi al consumo la Svizzera presenta un tasso di inflazione del 3,0%. Questo valore si colloca fuori dall'area di stabilità dei prezzi che la BNS assimila a un incremento annuo dell'IPC inferiore al 2%.

Con l'intensificarsi delle pressioni inflazionistiche provenienti dall'estero nella seconda metà dell'anno scorso, in occasione dell'esame trimestrale del dicembre 2021 la BNS ha deciso di consentire un apprezzamento del franco svizzero in termini nominali. Inoltre, dal giugno di quest'anno abbiamo inasprito la politica monetaria aumentando il tasso guida BNS<sup>1</sup>. Il 16 giugno lo abbiamo innalzato di 50 punti base portandolo a -0,25% (la linea blu nella slide 3). Trattandosi del primo aumento in 15 anni, è stato per noi un vero e proprio momento storico e, incredibilmente, per un gran numero di collaboratori e collaboratrici ha anche rappresentato il primo rialzo dei tassi a cui hanno assistito da quando lavorano per una banca centrale. Il 22 settembre lo abbiamo ancora aumentato, questa volta di 75 punti base. Con il secondo incremento il tasso di politica monetaria è ritornato in territorio positivo attestandosi all'attuale 0,5%. Anche questo è stato per noi un momento storico in quanto ha segnato la fine della fase dell'interesse negativo introdotto nel gennaio 2015.

## Perché è importante l'attuazione della politica monetaria?

Il rialzo del tasso guida BNS in settembre (la freccia rossa nella slide 4) ha segnalato la nostra volontà di vedere i tassi a breve sui crediti garantiti del mercato monetario in franchi – in particolare il più significativo, il SARON – attestarsi vicino al livello del tasso guida BNS divenuto positivo. Di per sé l'annuncio di una variazione del tasso di politica monetaria non determina sempre un innalzamento dei tassi del mercato monetario, soprattutto in un contesto di abbondante liquidità. Affinché questi ultimi aumentino come auspicato, la politica monetaria deve essere *attuata* in maniera che i tassi del mercato monetario in franchi si collochino in prossimità del tasso guida BNS. Come raggiungere questo scopo? In altre parole, guardando la slide 4, come si deve operare per ottenere il risultato rappresentato dalla freccia blu?

La transizione a un contesto di tassi positivi non ha modificato l'obiettivo perseguito con la conduzione della nostra politica monetaria, che (come descritto nella parte sinistra della slide 5) resta quello di mantenere i tassi a breve sui crediti garantiti del mercato monetario in franchi in prossimità del tasso guida BNS. Tuttavia, per motivi che spiegheremo fra poco la Banca nazionale ha dovuto adeguare le modalità dell'attuazione della sua politica monetaria. Concretamente (come indicato nella parte destra della slide 5) sono divenuti necessari due nuovi elementi: l'applicazione di tassi differenziati sugli averi a vista («reserve tiering») e l'assorbimento di liquidità.

---

<sup>1</sup> Dal giugno 2019 la BNS comunica la propria decisione sui tassi con il tasso guida BNS. Attraverso la definizione di questo tasso, la BNS segnala il livello auspicato dei tassi di interesse sul segmento garantito del mercato monetario. Per circa 20 anni prima del giugno 2019, in occasione dell'esame trimestrale della situazione economica e valutaria la BNS definiva una fascia obiettivo per il Libor a tre mesi e mirava solitamente a mantenere quest'ultimo nella zona mediana di tale fascia tramite operazioni sul mercato monetario.

Prima di entrare nei particolari di questi meccanismi è utile spiegare perché – come vi starete forse chiedendo – non abbiamo semplicemente ripristinato l’approccio adottato prima della crisi finanziaria globale. A quei tempi non remuneravamo gli averi a vista e per manovrare i tassi del mercato monetario in territorio positivo mantenevamo l’offerta di liquidità limitata e vicina alla domanda strutturale delle banche<sup>2</sup>. All’indomani della crisi, le condizioni sul mercato monetario sono mutate in modo fondamentale e permanente. In particolare due cambiamenti strutturali ci hanno indotto ad assumere il nuovo approccio per l’attuazione della politica monetaria<sup>3</sup>.

In primo luogo, dalla crisi finanziaria globale lo stock di liquidità è cresciuto in misura enorme per effetto della nostra politica monetaria espansiva, in particolare dei nostri interventi sul mercato dei cambi<sup>4</sup>, tanto che oggi il mercato monetario è caratterizzato da un surplus piuttosto che da un deficit strutturale. Per ritornare allo status quo antecedente alla crisi avremmo dovuto ridurre lo stock di liquidità in maniera molto consistente<sup>5</sup>. Considerati l’ingente volume attuale e i lunghi tempi richiesti per completare questa operazione, non saremmo probabilmente stati in grado di regolare i tassi del mercato monetario nel breve periodo.

In secondo luogo, il panorama dei tassi di riferimento in franchi è profondamente cambiato. In particolare il SARON (acronimo di Swiss Average Rate Overnight) ha sostituito il Libor ed è il nuovo tasso di riferimento in franchi<sup>6</sup>. Esso è determinato sulla base delle transazioni effettivamente eseguite dal settore privato nel segmento overnight del mercato delle operazioni pronti contro termine (PcT) in franchi. È quindi necessario un volume sufficiente di scambi sul mercato monetario interbancario al fine di garantire una base robusta per il calcolo del SARON.

## **Perché la BNS applica una remunerazione differenziata («reserve tiering»)?**

Permettetemi di spiegare in modo più dettagliato come funziona il nostro approccio e, in particolare, perché entrambi gli elementi su cui si basa sono necessari al fine di attuare la nostra politica monetaria in un contesto di tassi positivi. Cominciamo quindi dal primo nuovo elemento, la remunerazione differenziata.

---

<sup>2</sup> All’epoca, la domanda strutturale era principalmente sospinta dalle disposizioni relative alle riserve minime che le banche dovevano soddisfare, così come dalla volontà di queste di detenere averi a vista sufficienti per onorare tutti i pagamenti.

<sup>3</sup> Berentsen et al. (2018) esaminano vari approcci per la conduzione della politica monetaria in presenza di un ampio stock di liquidità.

<sup>4</sup> Durante questo periodo è cresciuta anche l’incertezza tanto sul livello quanto sulla variabilità della domanda strutturale di liquidità, in parte a causa della nuova regolamentazione sulla liquidità entrata in vigore dopo la crisi finanziaria globale.

<sup>5</sup> L’offerta di liquidità potrebbe essere ridotta tramite la vendita di parte della valuta estera acquistata negli scorsi anni e tramite operazioni di mercato aperto finalizzate all’assorbimento. In entrambi i casi, non si possono escludere effetti negativi quali un forte apprezzamento del franco.

<sup>6</sup> Il Libor, che è stato il tasso di riferimento principale per diversi decenni, è stato dismesso in molte valute alla fine del 2021. Il Libor in franchi è stato completamente sostituito dal SARON. La transizione è illustrata da Maechler e Moser (2022).

Come spiegherò più avanti, corrispondere un interesse sugli averi a vista ci permette di manovrare i tassi del mercato monetario in un contesto caratterizzato da tasso guida positivo e ampio stock di liquidità<sup>7</sup>. Tuttavia, un aspetto importante, che distingue la Banca nazionale da molte altre banche centrali che remunerano gli averi a vista, è che essa non applica lo *stesso* tasso di interesse sulla totalità degli averi, bensì adotta una remunerazione differenziata. Per illustrare come questa funziona, consideriamo un sistema bancario molto schematizzato, raffigurato nella slide 6.

La BNS attribuisce a ciascuna banca che detiene averi a vista un cosiddetto «limite», indicato con una barra rossa verticale. Dato che il limite individuale di ciascuna banca è calcolato in funzione delle riserve minime prescritte, questo non corrisponde in genere al volume degli averi a vista<sup>8</sup>. Di conseguenza, vi sono due tipi di banche: quelle i cui averi a vista eccedono il limite (mostrate nella parte superiore della slide) e quelle i cui averi a vista sono inferiori a esso (nella parte inferiore). La Banca nazionale ora remunera gli averi fino al limite individuale (area blu scuro) al tasso guida BNS, attualmente pari allo 0,5%. Per contro, gli averi a vista che eccedono il limite (area azzurra) sono remunerati al tasso guida BNS ridotto di uno sconto, ossia attualmente a un tasso pari allo 0%. Nel prosieguo di questo discorso faremo riferimento a questa parte di averi con il termine di «liquidità in eccesso».

Esaminiamo ora più in dettaglio le banche con liquidità in eccesso. Come abbiamo appena detto, una porzione dei loro averi a vista totali sarebbe remunerata allo 0%. Queste banche sono quindi fortemente incentivate a prestare parte della loro liquidità in eccesso ad altre banche a un tasso di interesse superiore allo 0%. Viceversa, le istituzioni con averi a vista inferiori al limite hanno interesse a prendere in prestito liquidità a un tasso inferiore allo 0,5% fino al raggiungimento del loro limite e a depositare tale liquidità allo 0,5% presso la BNS. Queste operazioni (raffigurate nella slide 7) sono vantaggiose per entrambi i tipi di banche: le banche datrici di averi a vista guadagnano il tasso interbancario positivo sulla liquidità in eccesso, mentre quelle prenditrici traggono profitto dalla differenza tra il tasso guida BNS e il tasso interbancario. Pertanto, la remunerazione differenziata incentiva gli scambi, sostenendo l'attività sul mercato monetario interbancario e garantendo così una base robusta per il calcolo del SARON<sup>9</sup>.

Per spiegare questo concetto in modo leggermente diverso si può dire che se *non* applicassimo tassi differenziati agli averi a vista e remunerassimo la loro totalità allo stesso tasso, gli

---

<sup>7</sup> Anche nel periodo da gennaio 2015 a settembre 2022 abbiamo applicato un tasso di interesse agli averi a vista delle banche detenuti presso la BNS. In quegli anni il tasso applicato era negativo e, al fine di ridurre l'onere per il sistema bancario, una parte degli averi fino a un determinato importo ne era esente. Maechler e Moser (2020) trattano l'attuazione della politica monetaria della BNS in un contesto di tassi negativi.

<sup>8</sup> Per le banche soggette all'obbligo di riserva, il limite individuale corrisponde alla media mobile delle riserve minime obbligatorie degli ultimi 36 periodi di mantenimento, moltiplicata per il vigente fattore del limite. Nella [Nota sui tassi di interesse applicati agli averi a vista](#) sono disponibili ulteriori informazioni.

<sup>9</sup> È durante il periodo in cui il tasso di politica monetaria era negativo che abbiamo compreso come la remunerazione differenziata favorisca l'attività interbancaria. Già in quel periodo, applicando un tasso di interesse negativo agli averi a vista che eccedevano un importo in franchigia specifico per ogni istituzione, avevamo fondamentalmente adottato un sistema di remunerazione differenziata. Fuhrer et al. (2021) studiano l'attuazione della politica monetaria tramite la remunerazione differenziata con un approccio sia teorico che empirico.

operatori di mercato non avrebbero un incentivo sufficiente per concludere operazioni reciprocamente e di conseguenza l'attività sul mercato monetario in franchi diminuirebbe drasticamente. E questo per due motivi: primo, molti operatori dispongono ancora di liquidità molto abbondante; secondo, tutte le istituzioni che hanno accesso al mercato PcT possono detenere averi a vista presso la Banca nazionale. Considerati questi due motivi insieme, sarebbe poco allettante per gli operatori di mercato prendere in prestito liquidità partecipando a operazioni PcT e quindi l'attività interbancaria sarebbe esigua.

## **Perché la BNS ricorre all'assorbimento di liquidità?**

Soffermiamoci ora sul secondo elemento di novità del nostro approccio attuativo, l'assorbimento di liquidità. Perché sottraiamo liquidità e come procediamo?

Come abbiamo appena visto, il nostro sistema di remunerazione differenziata («reserve tiering») incentiva le banche con averi a vista eccedenti un dato limite a prestare liquidità a quelle con averi inferiori a detto limite. Tuttavia, a meno di una forte capacità di contrarre prestiti da parte di queste ultime, un eccesso di liquidità potrebbe sussistere anche al netto dell'attività interbancaria. Questo è precisamente il caso illustrato nella slide 7: nonostante gli scambi tra le banche, permane un eccesso di liquidità (area azzurra nell'illustrazione). In un simile contesto, il tasso di equilibrio prevalente sul mercato monetario interbancario sarebbe piuttosto vicino al livello inferiore del tasso di remunerazione sugli averi a vista, pari attualmente allo 0%<sup>10</sup>. Si tratterebbe di un risultato non auspicabile per noi, dato che miriamo a manovrare i tassi di interesse a breve sui crediti garantiti del mercato monetario in franchi in modo che si mantengano in prossimità del tasso guida BNS.

Riducendo la liquidità in eccesso riduciamo anche l'offerta di liquidità sul mercato monetario interbancario, il che ci consente di avvicinare i tassi del mercato monetario al tasso guida BNS dello 0,5%. Proprio a tale funzione è deputato il secondo elemento del nostro approccio attuativo. Per assorbire la liquidità in eccesso conduciamo operazioni di mercato aperto. Nello specifico ricorriamo a pronti contro termine (PcT) a termine e a SNB Bills, ossia titoli di debito negoziabili emessi dalla BNS<sup>11</sup>. I PcT a termine hanno durata di una settimana e sono messi all'asta giornalmente, mentre gli SNB Bills sono collocati mediante aste settimanali con durate che variano da una settimana all'altra.

Come illustrato nella slide 8, per effetto di queste operazioni l'area verde va a sostituire quella azzurra. Le nostre operazioni di assorbimento di liquidità sono offerte a tassi di interesse prossimi allo 0,5% sulla base di un equivalente overnight<sup>12</sup>. Questo le rende particolarmente

---

<sup>10</sup> Nel contesto della BNS, il «tasso di remunerazione superiore» e il «tasso di remunerazione inferiore» sono generalmente indicati come «tasso di interesse applicato agli averi a vista fino al limite» e «tasso di interesse applicato agli averi a vista eccedenti il limite». Nel presente intervento usiamo i termini «tasso di remunerazione superiore» e «tasso di remunerazione inferiore».

<sup>11</sup> Gli SNB Bills sono classificati come attivi altamente liquidi («high-quality liquid asset», HQLA) ai sensi della regolamentazione sull'indice di copertura della liquidità («Liquidity Coverage Ratio») e sono inclusi nell'elenco dei titoli stanziabili nelle operazioni PcT con la BNS (SNB GC Basket).

<sup>12</sup> L'equivalente overnight di un tasso di interesse corrisponde al tasso di interesse aggiustato per la curva dei rendimenti.

interessanti per le banche che detengono liquidità in eccesso. Acquistando gli strumenti che proponiamo, esse possono diminuire le loro eccedenze altrimenti remunerate allo 0%.

È importante sottolineare che tanto il trading interbancario quanto le operazioni di drenaggio di liquidità poste in essere dalla BNS sono meccanismi finalizzati ad assorbire lo stock di liquidità in eccesso, possibilmente fino al punto in cui le banche sono disposte a pagare il maggior tasso di interesse per la detenzione di averi a vista.

## **In che modo l'approccio della BNS determina i tassi del mercato monetario?**

Finora abbiamo mostrato come la remunerazione differenziata e le operazioni di assorbimento di liquidità possano sostenere l'attività sul mercato monetario interbancario e ridurre lo stock di liquidità in eccesso. Per completare il ragionamento, passiamo ora a esaminare come questi elementi incidono sulle dinamiche del mercato monetario e concorrono a determinare i relativi tassi di interesse.

Iniziamo dalla domanda di liquidità delle banche. È ragionevole ipotizzare che, a fronte di un prezzo più basso ovvero di tassi di interesse più bassi sul mercato monetario, la domanda di liquidità aumenterà. In altre parole e come illustrato nella slide 9, la curva della domanda di liquidità sarà inclinata verso il basso<sup>13</sup>. In che modo entrano in gioco la remunerazione differenziata e l'assorbimento di liquidità? Come abbiamo osservato, l'applicazione di due tassi di interesse diversi sugli averi a vista incentiva la redistribuzione della liquidità fra le banche. Per essere compatibile con gli incentivi sia dei datori che dei prenditori di fondi, un tasso di mercato monetario deve collocarsi nell'intervallo compreso tra detti due tassi. Perciò, come si può vedere in questa slide, la curva della domanda è limitata superiormente (in alto a sinistra) dal tasso di remunerazione superiore e, inferiormente (in basso a destra), dal tasso di remunerazione inferiore. Di conseguenza, il SARON si colloca nel corridoio compreso tra lo 0% e lo 0,5%.

Ora che il tasso di politica monetaria è divenuto positivo, non vogliamo più che il SARON si situi nella parte bassa o mediana del corridoio. Dovrebbe anzi trovarsi in prossimità del limite superiore, allo 0,5%. Il motivo risiede nel fatto che con l'introduzione del nostro nuovo approccio per l'attuazione della politica monetaria abbiamo collocato il tasso guida BNS al limite superiore del corridoio, anziché mantenerlo al limite inferiore, come avevamo fatto nel contesto di tassi di politica monetaria negativi.

L'offerta di liquidità della BNS è rappresentata dalla linea verticale nella slide. È verticale perché la BNS stabilisce da sola la quantità definitiva di liquidità nel sistema bancario. L'intersezione tra la domanda e l'offerta di liquidità determina il tasso del mercato monetario, il SARON. Se la BNS non drenasse liquidità mediante operazioni di mercato aperto, lo stock

---

<sup>13</sup> Il modello classico di Poole (1968) analizza la curva della domanda di liquidità in un contesto in cui la politica monetaria è attuata senza applicazione di una remunerazione differenziata.

in eccesso risulterebbe ancora consistente. Per effetto dell'ingente offerta di liquidità sul mercato monetario interbancario, il SARON si troverebbe in prossimità del limite inferiore del corridoio, intorno allo 0%, come indicato dal punto rosso nella slide.

Per avvicinare il SARON al limite superiore e quindi al tasso guida BNS, conduciamo operazioni di assorbimento che riducono lo stock di liquidità in eccesso e quindi l'offerta di liquidità sul mercato monetario interbancario, spostando così la curva di domanda a sinistra. La slide 10 illustra che, se il volume di queste operazioni è sufficientemente ampio, il nuovo equilibrio del mercato monetario sarà caratterizzato al tempo stesso da una minore offerta di liquidità e, come auspicato, da un SARON prossimo al tasso guida BNS, livello indicato dal punto rosso superiore.

Il tasso di interesse delle nostre aste di PcT a termine e di SNB Bills è vicino al tasso guida BNS sulla base di un equivalente overnight. Queste operazioni determinano un cosiddetto «soft floor» (un limite inferiore «morbido») per i tassi sui PcT overnight, come mostrato dalla linea verde nel diagramma, subito sotto al SARON. Si parla di «soft floor» perché, tra gli altri fattori, queste operazioni sono regolate con un differimento di due giorni lavorativi e pertanto non sono in grado, da sole, di controllare pienamente il tasso overnight del mercato monetario. All'occorrenza possiamo inoltre effettuare operazioni PcT overnight, chiamate anche operazioni di fine tuning. Queste determinano un «hard floor» (limite inferiore «duro») per i tassi di interesse impiegati nelle operazioni overnight (linea blu scuro nella slide). È detto «hard floor» perché nessun operatore del mercato PcT interbancario è disposto a prestare liquidità nel segmento overnight a un tasso inferiore a quello che può essere conseguito partecipando alle nostre operazioni di fine tuning. Tuttavia, detto limite non deve essere fissato a un livello troppo elevato, dato che altrimenti tutte le banche effettuerebbero scambi soltanto con noi. Se non avessimo più contrattazioni di PcT overnight tra le banche, il SARON sarebbe privato della sua base di calcolo e perderebbe rapidamente rilevanza economica.

## **Come si è adattato il mercato monetario alla nuova situazione?**

Concluderemo la nostra esposizione riflettendo sul modo in cui il mercato monetario si è adeguato alla situazione attuale caratterizzata da un tasso di politica monetaria positivo e al nostro nuovo approccio per l'attuazione della politica monetaria.

Il tasso guida BNS positivo è entrato in vigore venerdì 23 settembre, ossia il primo giorno lavorativo dopo l'esame trimestrale della situazione economica e valutaria. Nella slide 11 potete vedere che il 23 settembre il SARON, qui indicato con una linea rossa, è schizzato allo 0,38% ovvero, in altre parole, a soli 12 punti base dal nuovo tasso guida BNS, raffigurato dalla linea blu nella slide. Nei giorni seguenti è ancora salito, e da allora è rimasto in prossimità del tasso guida BNS.

Nei primi giorni immediatamente successivi al rialzo del tasso guida abbiamo condotto su base giornaliera operazioni di fine tuning, raffigurate da rombi blu, finalizzate a fissare un



«hard floor» per i tassi di interesse impiegati nelle operazioni overnight. Effettivamente il SARON non è mai sceso sotto i tassi definiti per le operazioni di fine tuning, pari inizialmente allo 0,35% e, dopo tre giorni, allo 0,38%. Come si può osservare, durante la fase transitoria siamo ricorsi alle operazioni di fine tuning soltanto nei primi cinque giorni. A partire dal giorno dell'esame trimestrale della situazione economica e valutaria abbiamo inoltre avviato aste di PcT a termine e di SNB Bills.

Come potete vedere nella slide 12, nei primi giorni dopo il rialzo del tasso guida abbiamo assorbito una quantità considerevole di liquidità mediante PcT overnight, il cui volume ha raggiunto in questo lasso di tempo il picco massimo di circa 36 miliardi di franchi (area blu scuro). La risposta del mercato alle nostre aste di PcT a termine (area verde) e di SNB Bills (area grigia) è stata molto forte fin dal loro avvio e rimane tuttora vigorosa. Come illustrato nella slide, a fine ottobre, lo stock complessivo delle operazioni PcT a termine e degli SNB Bills a fini di assorbimento di liquidità ammontava a quasi 140 miliardi di franchi, riconducibili in misura pressoché uguale ai due strumenti.

Per quanto riguarda gli SNB Bills, abbiamo registrato una forte domanda fin dalla prima asta, indetta il 22 settembre. Da allora la richiesta è ancora aumentata e attualmente si concentra sui titoli con la durata più breve di 28 giorni. Come si può osservare nella slide 13, a fine ottobre lo stock di SNB Bills in essere registrava un totale di quasi 70 miliardi di franchi, a cui i titoli a 28 giorni hanno contribuito per circa 50 miliardi di franchi, corrispondenti più o meno al 70% del valore complessivo. Gli SNB Bills in quanto titoli di debito sono attivi negoziabili. Ad oggi, tuttavia, nel mercato secondario non si registrano scambi su questi strumenti<sup>14</sup>.

Un aspetto importante è che siamo riusciti ad aumentare lo stock di operazioni di assorbimento di liquidità senza deprimere l'attività interbancaria. Come mostrato nella slide 14, il volume di negoziazione sul mercato monetario interbancario è persino cresciuto temporaneamente dopo il rialzo del tasso guida BNS e da allora è rimasto solido, fornendo una robusta base di calcolo per il SARON. Lo stock di operazioni PcT overnight in essere si attesta attualmente a quasi 10 miliardi di franchi, un valore vicino alla media da inizio anno in questo segmento di mercato.

Il rialzo del tasso operato in settembre si è rapidamente trasmesso ad altri segmenti del mercato monetario. Per esempio, come mostriamo nella slide 15, anche i tassi overnight sui crediti non garantiti (linea arancione) hanno compiuto un balzo lo stesso giorno lavorativo in cui è entrato in vigore il nuovo tasso guida BNS. Abbiamo inoltre osservato un buon «pass-through» ai tassi swap basati sul SARON, come evidenziato dal tasso a una settimana, indicato con la linea tratteggiata superiore verde nel diagramma. Naturalmente, dato che i tassi swap incorporano le aspettative sui futuri tassi di interesse overnight, il tasso swap a una settimana era salito già prima dell'esame trimestrale della situazione economica e valutaria di settembre.

---

<sup>14</sup> Tuttavia, alcune banche sembrano interessate alla negoziazione sul mercato secondario, visto che hanno iniziato a presentare offerte di acquisto di SNB Bills.

Nella slide vediamo anche il tasso implicito a una settimana calcolato in base agli swap USD/CHF (linea tratteggiata inferiore grigia), il quale si colloca in genere un po' al di sotto degli altri tassi del mercato monetario in franchi. Fatta eccezione per alcune oscillazioni pronunciate a metà settembre, i tassi impliciti derivati dagli swap di dollari e di altre valute contro franchi hanno esibito perlopiù un andamento laterale nel periodo successivo all'aumento del tasso guida e attualmente si situano vicino allo 0%. Diverse istituzioni attive sul mercato degli swap di valute detengono tuttora eccedenze di liquidità, il che ha l'effetto di spingere i tassi impliciti derivati dagli swap in franchi in prossimità del limite inferiore di remunerazione degli averi a vista. Pertanto, la trasmissione al mercato degli swap di valute non è ancora completa.

## Conclusioni

Vorrei riassumere il nostro intervento come segue. Gli ultimi due anni hanno posto diverse sfide significative alle banche centrali. Tra queste la principale è stata il ritorno in forza dell'inflazione. Per rispondere a questa situazione, le banche centrali in tutto il mondo, fra cui anche la Banca nazionale, hanno inasprito la loro politica monetaria.

Il 22 settembre – meno di due mesi fa – la BNS ha messo fine al periodo del tasso di interesse negativo introdotto nel gennaio 2015. Contestualmente al passaggio a un tasso positivo, abbiamo adottato un nuovo approccio per l'attuazione della nostra politica sul mercato monetario in franchi. Ci auguriamo di esser riusciti a dimostrare oggi la logica alla base di tale approccio e a spiegare il modo in cui esso funziona nella pratica e ci consente sia di manovrare i tassi del mercato monetario in franchi sia di sostenere l'attività interbancaria in questo mercato.

## Riferimenti bibliografici

Berentsen, A., Kraenzlin, S. e Müller, B. (2018), «Exit strategies for monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, 99, 20-40.

Fuhrer, L., Jüttner, M., Wrampelmeyer, J. e Zwicker, M. (2021), «Reserve tiering and the interbank market», *SNB Working Paper*, 2021/17.

Maechler, A. M. e Moser, T. (2020), «L'attuazione della politica monetaria: come manovrare i tassi di interesse in territorio negativo», *Aperitivo «Mercato monetario»*, 5 novembre 2020.

Maechler, A. M. e Moser, T. (2022), «L'era post-Libor: i nuovi tassi di interesse di riferimento», *Aperitivo «Mercato monetario»*, 31 marzo 2022.

Poole, W. (1968), «Commercial bank reserve management in a stochastic model: implications for monetary policy», *Journal of Finance*, 23(5), 769-791.

---

# Ritorno a tassi di interesse positivi: perché una remunerazione differenziata («reserve tiering»)?

Andréa M. Maechler

Membro della Direzione generale, Banca nazionale svizzera

Thomas Moser

Membro supplente della Direzione generale, Banca nazionale svizzera

Aperitivo «Mercato monetario»

Ginevra, 17 novembre 2022

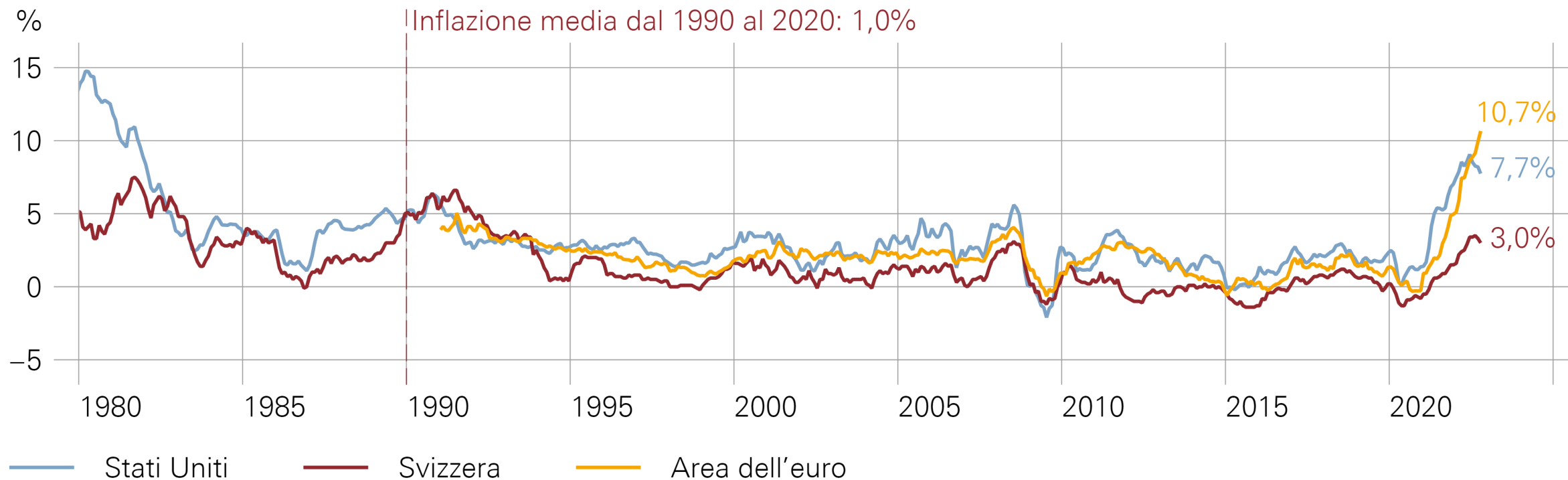
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK



# Ricomparsa dell'inflazione a livello globale dalla fine del 2020

## INDICE DEI PREZZI AL CONSUMO

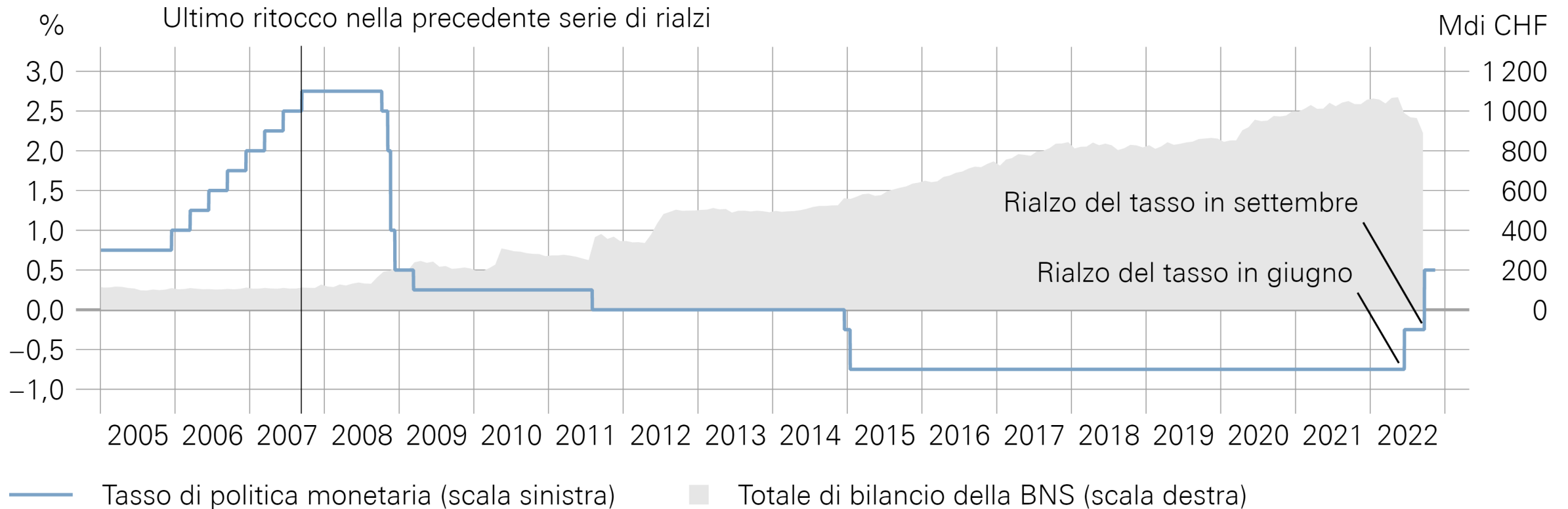
Variazione su base annua



Fonte: Refinitiv Datastream.

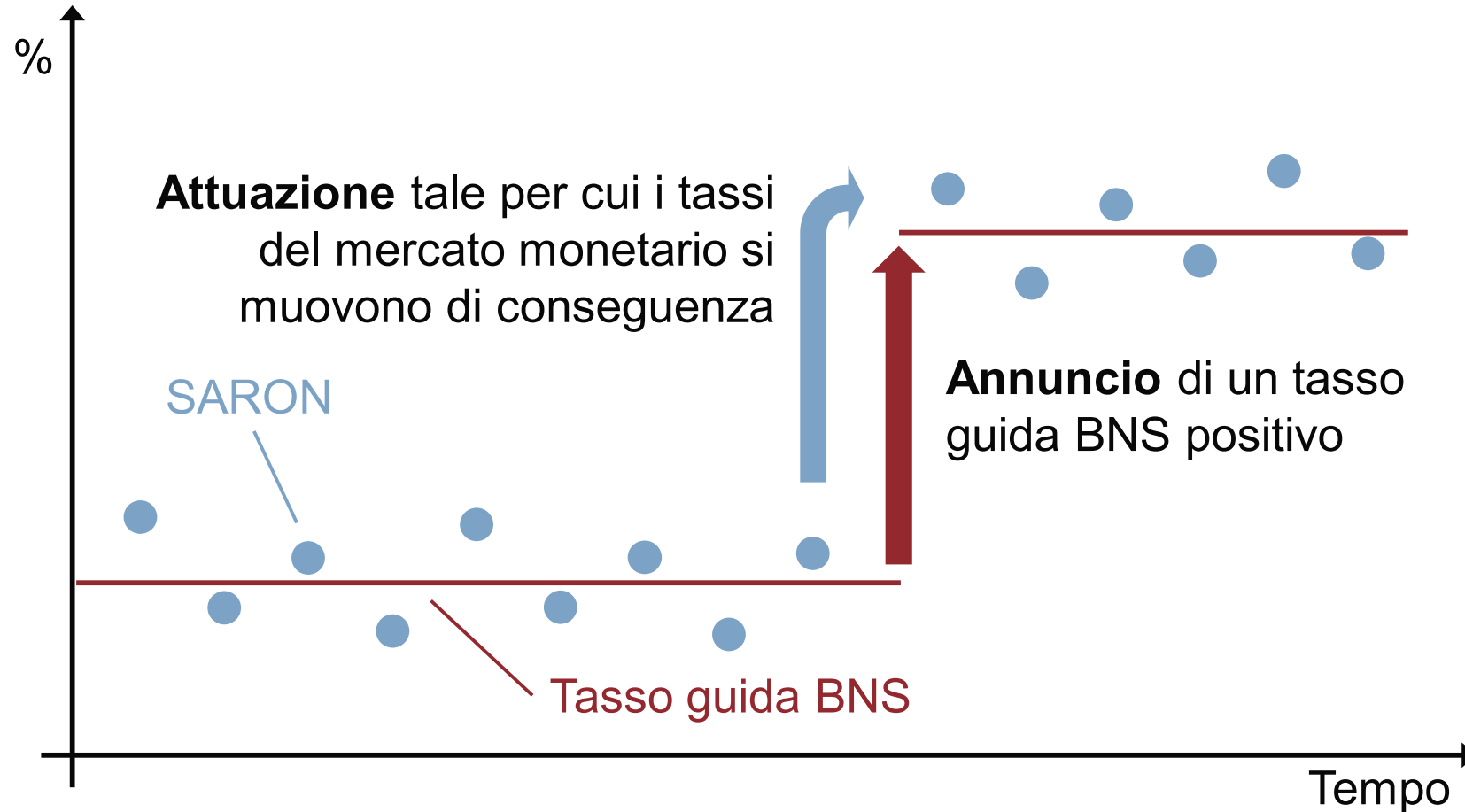
# Il tasso di politica monetaria della BNS torna positivo

## TASSO DI POLITICA MONETARIA E TOTALE DI BILANCIO DELLA BNS



Fonte: BNS.

# Di per sé l'annuncio di una variazione del tasso di politica monetaria non fa sempre aumentare i tassi di mercato



# La BNS ha adeguato il suo approccio per l'attuazione della politica monetaria

## Obiettivo

---

- ❖ Mantenere i tassi a breve sui crediti garantiti del mercato monetario in franchi in prossimità del tasso guida BNS

## Approccio

---

- ❖ Applicazione di tassi differenziati sugli averi a vista («reserve tiering»)
- ❖ Assorbimento di liquidità

## Contesto

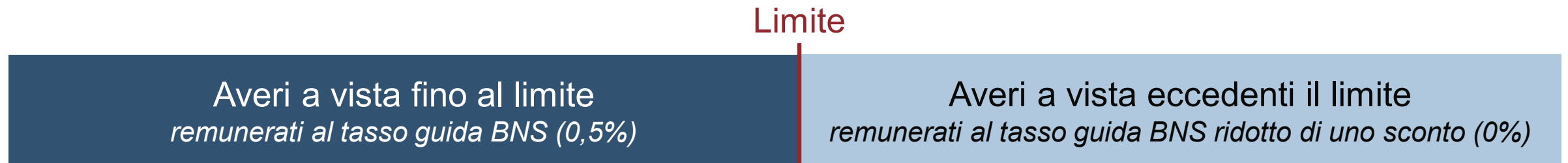
---

- ❖ Ampio stock di liquidità
- ❖ Il SARON è il nuovo tasso di riferimento in franchi



# Il nuovo approccio determina la remunerazione degli averi a vista...

## Banche con averi a vista eccedenti il limite individuale

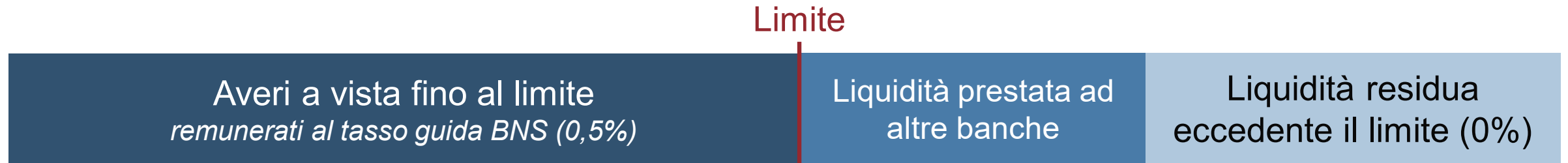


## Banche con averi a vista inferiori al limite individuale

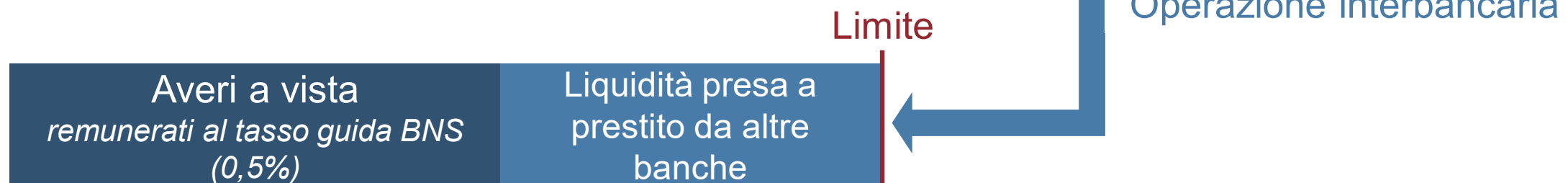


...e incentiva la redistribuzione di liquidità fra le banche

## Banche con averi a vista eccedenti il limite individuale

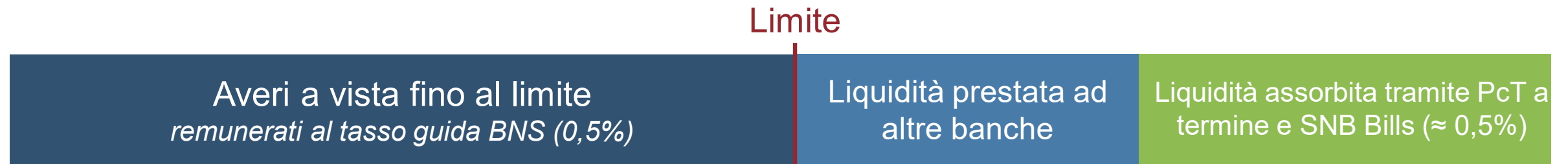


## Banche con averi a vista inferiori al limite individuale

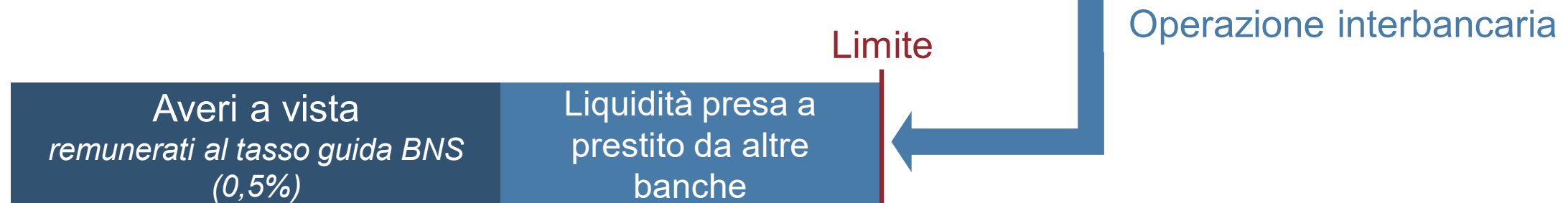


# Anche l'assorbimento di liquidità riduce gli averi a vista eccedenti il limite

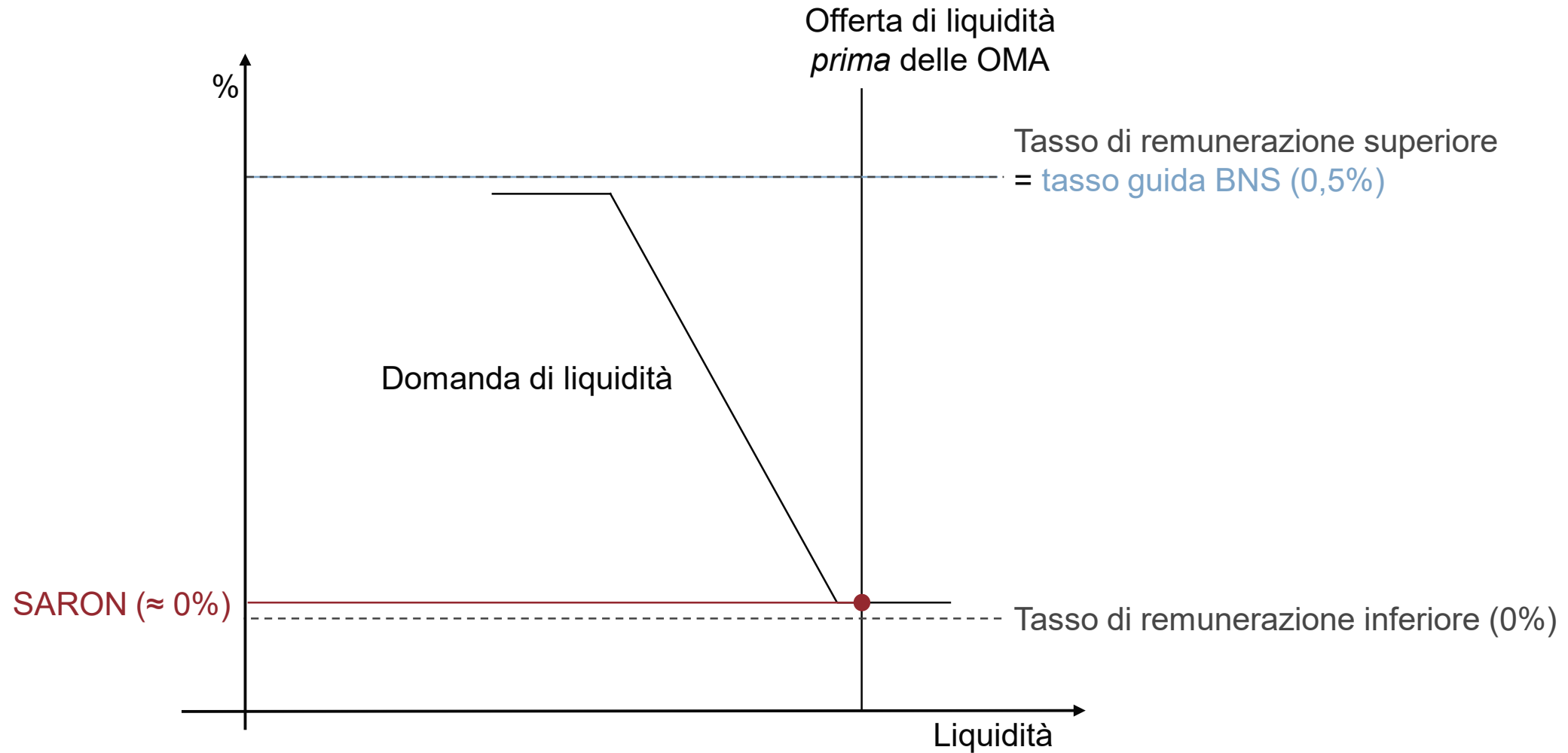
## Banche con averi a vista eccedenti il limite individuale



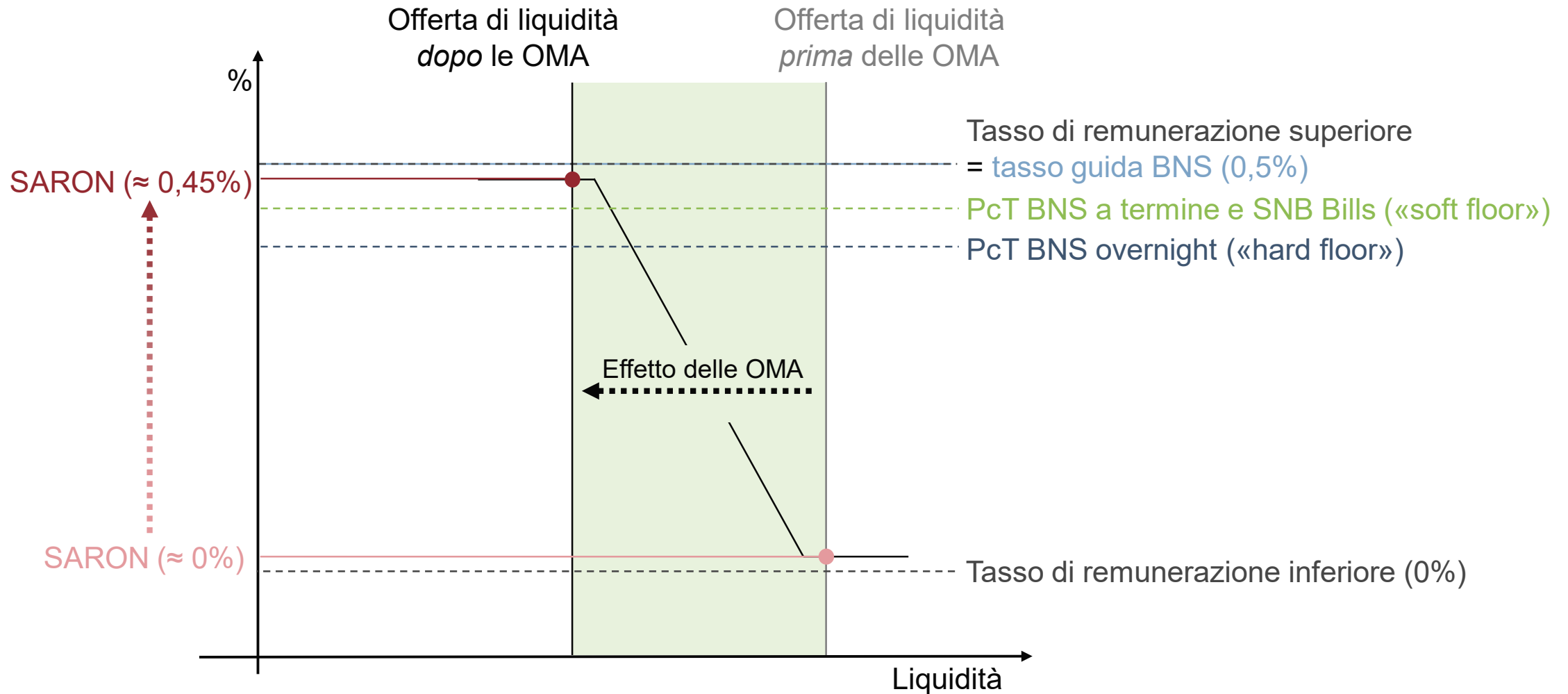
## Banche con averi a vista inferiori al limite individuale



# L'applicazione di tassi differenziati crea un corridoio per il SARON

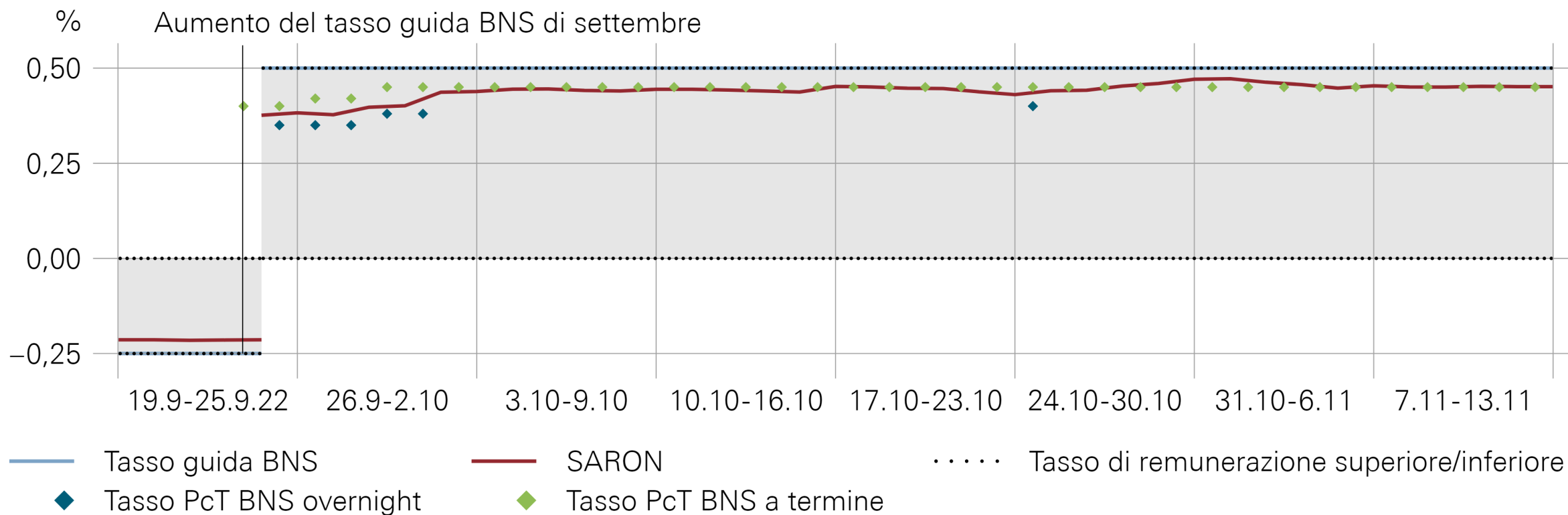


# L'assorbimento di liquidità tramite operazioni di mercato aperto (OMA) conduce il SARON in prossimità del tasso guida BNS



# Il SARON si è rapidamente adattato al tasso guida BNS positivo ed è finora rimasto in prossimità, seppur un po' al di sotto, dello 0,5%

## TASSI BNS E SARON

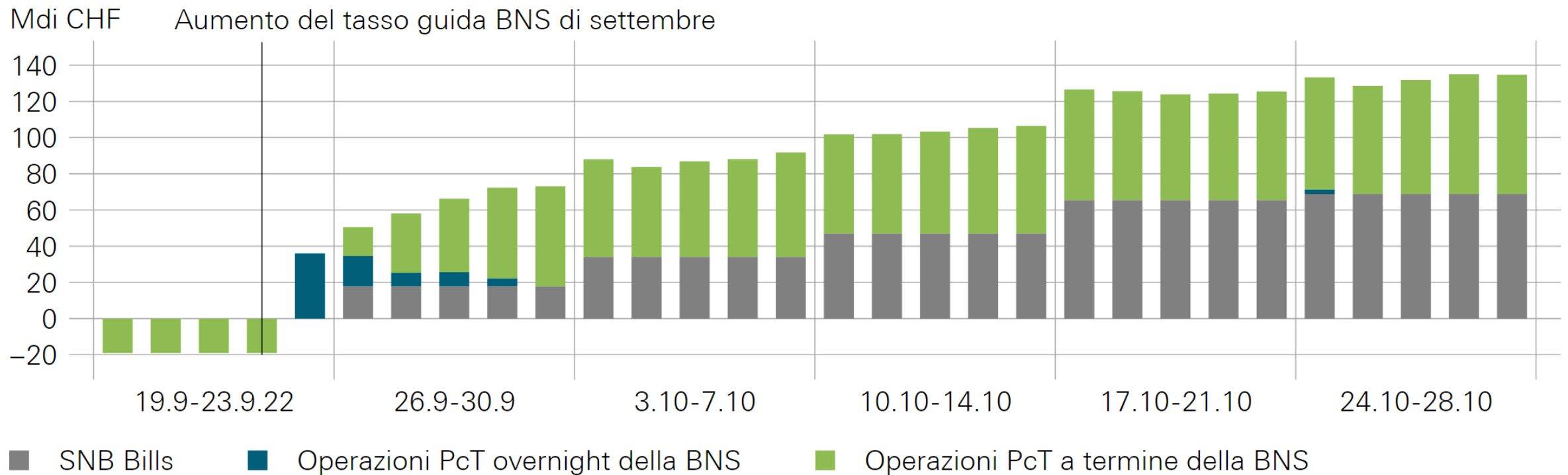


Fonti: Bloomberg e BNS

# La rapida crescita delle OMA condotte dalla BNS ha permesso di assorbire un ingente volume di liquidità

## OPERAZIONI DI ASSORBIMENTO DI LIQUIDITÀ

Stock di operazioni PcT e di SNB Bills in essere



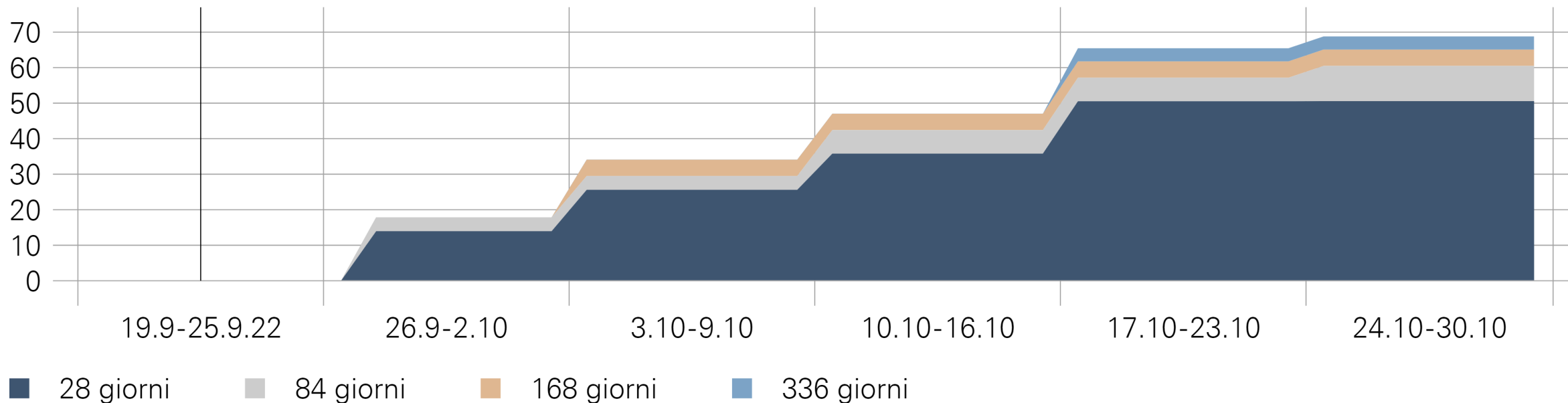
Fonte: BNS.

# Gli SNB Bills finora emessi presentano in gran parte la durata più breve

## STOCK DI SNB BILLS IN ESSERE

Raggruppati per durata

Mdi CHF    Aumento del tasso guida BNS di settembre



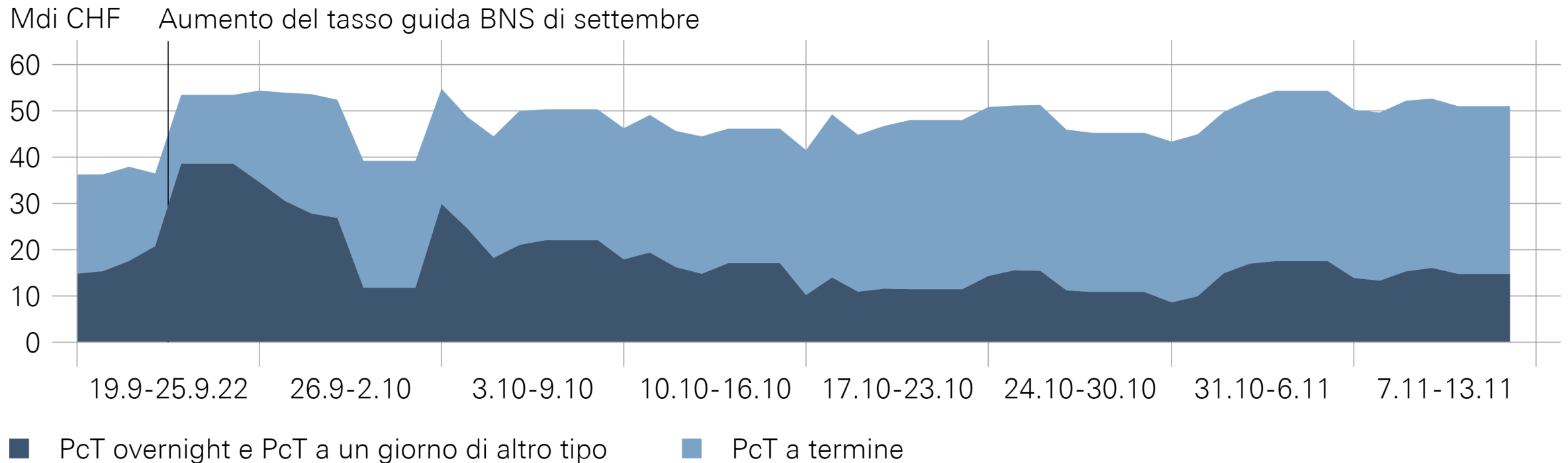
NB: la durata delle singole emissioni può differire da quelle standard (28, 84, 168 e 336 giorni).

Fonte: BNS.



# L'attività interbancaria è rimasta solida dopo l'aumento del tasso guida

## STOCK DI OPERAZIONI PCT INTERBANCARIE IN ESSERE

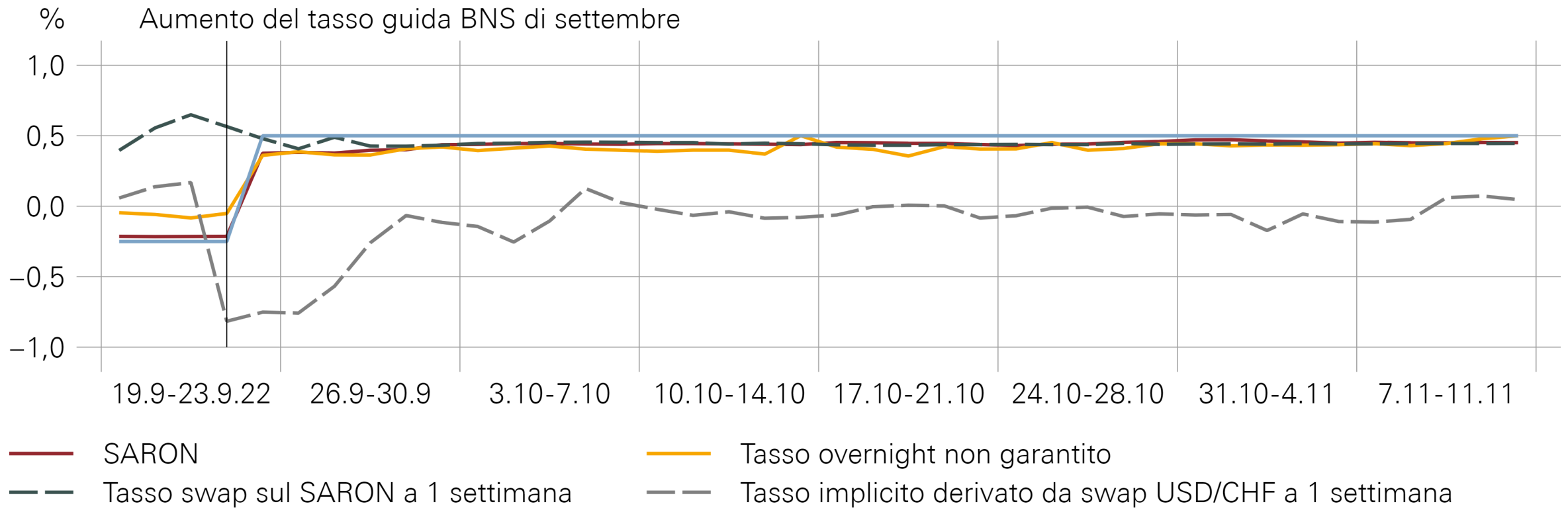


NB: sono prese in considerazione soltanto le operazioni PcT in franchi con titoli compresi nell'SNB GC Basket e relativi sottopanieri.

Fonte: SIX Repo SA.

# Il «pass-through» dell'aumento ad altri tassi del mercato monetario è quasi completo; quelli impliciti derivati dagli swap di valute sono in ritardo

## TASSI DEL MERCATO MONETARIO IN FRANCHI



Fonti: Bloomberg, BNS, Gottex Brokers (ex Cosmorex) e Instimatch.

---

# Grazie per l'attenzione.

© Banca nazionale svizzera

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

