

**Embargo**

9 novembre 2023, ore 18.30

---

**Attuazione della politica monetaria con tassi di interesse  
positivi e un ampio bilancio: prime esperienze**

Aperitivo «Mercato monetario»

**Thomas Moser\***

Membro supplente della Direzione generale

Banca nazionale svizzera

Ginevra, 9 novembre 2023

© Banca nazionale svizzera (discorso originale in inglese)

---

\* Si ringraziano Florian Böser e Dirk Faltin per il supporto fornito nella stesura del testo. Un sentito ringraziamento va anche a Toni Beutler, Lucas Fuhrer, Kerstin Kehrlé, Mico Loretan, Alexander Perruchoud, Raphael Reinke e Michael Schäfer per i preziosi commenti, nonché ai servizi linguistici della BNS per la traduzione.

Signore e signori,

buonasera. È con grande piacere che vi do il benvenuto a Ginevra per l'Aperitivo «Mercato monetario» della Banca nazionale svizzera di quest'anno. Sono molto lieto di vedervi partecipare in così gran numero.

Dopo un decennio in cui l'inflazione è stata pressoché nulla e dopo quasi otto anni di tassi di interesse negativi, la Banca nazionale svizzera (BNS) ha innalzato il suo tasso guida riportandolo in territorio positivo nel settembre 2022. Contemporaneamente ha adottato un nuovo approccio per l'attuazione della sua politica nel mercato monetario. In occasione di questo stesso evento un anno fa, Andréa Maechler ed io abbiamo analizzato la transizione della BNS a un tasso guida positivo e le novità introdotte<sup>1</sup>. Oggi vorrei condividere con voi i risultati delle prime esperienze fatte e toccare al contempo la questione se mantenere questo tipo di approccio a lungo termine una volta che il bilancio sarà stato adeguatamente ridimensionato. È un quesito al vaglio anche di altre banche centrali e attualmente dibattuto a livello internazionale da personalità accademiche e specializzate in materia.

Ma prima permettetemi di delineare brevemente l'attuale contesto economico e la politica monetaria della BNS.

## **Contesto economico attuale e politica monetaria della BNS**

L'inflazione arretra sia in Svizzera che all'estero. Il regresso dell'inflazione dei prezzi al consumo registrato lo scorso anno è seguito a un periodo di circa diciotto mesi di significativi aumenti dei tassi di inflazione, che nel secondo semestre del 2022 hanno toccato massimi pluridecennali. La slide 3 mostra l'andamento dell'inflazione su base annua negli Stati Uniti (linea blu) e nell'area dell'euro (linea arancione). Come potete vedere, in queste due regioni economiche nel terzo trimestre del 2022 essa era arrivata al 10% circa, mentre nel nostro Paese (linea rossa) aveva raggiunto un picco del 3,5% nell'agosto 2022. Da allora l'inflazione in Svizzera è scesa tornando a collocarsi nel giugno di quest'anno all'interno dell'area di stabilità dei prezzi, che la BNS assimila a un incremento annuo dell'IPC fra lo 0% e il 2%.

Il calo è dovuto all'indebolimento di vari fattori di inflazione e al netto inasprimento della politica monetaria. Le strozzature nelle catene di fornitura internazionali sorte in seguito allo scoppio della pandemia da coronavirus si sono decisamente allentate di recente. Inoltre, dopo aver toccato i massimi di lungo periodo nel 2022, i tassi di crescita dei prezzi di energia e prodotti alimentari sono tornati su livelli più bassi. Non da ultimo, accanto all'attenuazione di questi fattori, il restringimento delle condizioni monetarie da parte delle banche centrali ha sensibilmente contribuito al regresso dell'inflazione. In Svizzera questo inasprimento è risultato dagli innalzamenti del tasso guida BNS e da un apprezzamento del valore di scambio del franco.

---

<sup>1</sup> Cfr. Maechler e Moser (2022b).

Le banche centrali non hanno solo aumentato i tassi di politica monetaria, ma hanno anche ridotto i propri bilanci. Il grafico a sinistra nella slide 4 mostra che la Federal Reserve e la Banca centrale europea hanno innalzato in modo rapido e significativo i tassi di politica monetaria nel corso degli ultimi due anni. Similmente, dal giugno 2022 la Banca nazionale svizzera ha aumentato di 2,5 punti percentuali il proprio tasso guida, portandolo all'attuale livello dell'1,75%. In occasione dell'ultimo esame della situazione economica e monetaria nel settembre 2023 abbiamo deciso di mantenere invariato il tasso guida BNS<sup>2</sup>. Abbiamo però anche precisato che non è da escludere la necessità di un ulteriore inasprimento per garantire la stabilità dei prezzi a medio termine. Dal grafico a destra si evince inoltre che la BNS – così come altre banche centrali – ha cominciato a ridurre il proprio bilancio<sup>3</sup>. Al momento del suo picco, nel 2022, il bilancio della Banca nazionale era sette volte più ampio rispetto al periodo precedente la crisi finanziaria globale del 2008, arrivando quasi al 150% del PIL nazionale. Da allora si è ridotto del 23% circa.

Nel caso della BNS, il ridimensionamento del bilancio è stato ottenuto vendendo valuta estera<sup>4</sup>. Negli anni passati abbiamo ribadito più volte la nostra disponibilità a intervenire se necessario sul mercato dei cambi per assicurare condizioni monetarie appropriate nel nostro Paese. Gli operatori del mercato dunque sanno bene che questo tipo di interventi rappresenta un altro fra gli strumenti di politica monetaria a disposizione della BNS. La slide 5 mostra quelli effettuati dal 2020. Dal secondo trimestre del 2022 fino al termine del secondo trimestre del 2023 abbiamo venduto valuta estera per un controvalore pari a circa 101 miliardi di franchi. Queste vendite hanno favorito l'apprezzamento del franco svizzero contribuendo così a contrastare la pressione inflazionistica proveniente dall'estero.

## Il motivo alla base della remunerazione degli averi a vista

Passo ora a illustrare l'approccio della BNS per l'attuazione della politica monetaria e in particolare a spiegare perché remuneriamo gli averi a vista delle banche commerciali.

La BNS attua la politica monetaria fissando il proprio tasso guida e dirigendo in prossimità di quest'ultimo i tassi di interesse a breve sui crediti garantiti del mercato monetario in franchi. Fra di essi, il più importante è il SARON, acronimo di Swiss Average Rate Overnight (cfr. slide 7). Dalla dismissione del Libor il SARON è diventato *il* tasso di riferimento in franchi, ed è su di esso che la BNS focalizza la propria attenzione quando attua la sua politica nel mercato monetario. Al fine di garantire una base robusta per il calcolo del SARON, prevalentemente fondato su transazioni effettive fra banche<sup>5</sup>, è necessario un volume sufficiente di scambi interbancari. Alla luce di ciò, per attuare la nostra politica monetaria

---

<sup>2</sup> Cfr. [Considerazioni introduttive della Direzione generale](#) in occasione dell'esame della situazione economica e monetaria del settembre 2023.

<sup>3</sup> Oltre che tramite una politica di tasso di interesse restrittiva, la Federal Reserve statunitense e la Banca centrale europea hanno inasprito la politica monetaria attraverso i rispettivi piani di riduzione del bilancio.

<sup>4</sup> Cfr. il [Rapporto di gestione 2022 della BNS](#) per maggiori dettagli sulla riduzione del bilancio, riconducibile in parte anche a minusvalenze.

<sup>5</sup> Cfr. Maechler e Moser (2022a).

facciamo leva su due elementi: primo, l'applicazione di tassi differenziati sugli averi a vista («reserve tiering»); secondo, l'assorbimento di liquidità tramite operazioni di mercato aperto (OMA) temporanee. La remunerazione differenziata offre un incentivo a tutte le banche a effettuare scambi tra loro, generando attività sul mercato monetario interbancario. Ma per quale motivo è necessario remunerare gli averi a vista detenuti dalle banche commerciali?

Già a partire dalla crisi finanziaria globale la situazione di liquidità delle banche commerciali è cambiata sostanzialmente. Dopo aver portato a zero o persino in territorio negativo i propri tassi ufficiali, numerose banche centrali hanno continuato ad allentare la politica monetaria, principalmente attraverso l'acquisto di titoli. Al tempo la BNS si trovava spesso ad affrontare le spinte al rialzo sul franco. Per smorzare queste pressioni e assicurare condizioni monetarie adeguate comprava divise estere contro franchi svizzeri. Questi acquisti hanno inevitabilmente comportato un incremento dell'offerta di liquidità. Di conseguenza, è venuto a crearsi un surplus strutturale, dato che la disponibilità di liquidità supera abbondantemente la domanda strutturale delle banche commerciali<sup>6</sup>.

In un contesto caratterizzato da un surplus strutturale di liquidità, la remunerazione degli averi a vista è l'unico strumento pratico per ottenere tassi del mercato monetario positivi. Questo perché per le banche l'alternativa principale al prestito di liquidità ad altre banche nel mercato monetario è il deposito di liquidità presso la banca centrale. Pertanto, la remunerazione che le banche possono conseguire detenendo i propri averi a vista presso la banca centrale diventa il punto di riferimento per i tassi di interesse del mercato monetario e, remunerando gli averi a vista delle banche, le banche centrali possono manovrare i tassi del mercato monetario in modo da avvicinarli al tasso ufficiale. Nell'ambito della remunerazione differenziata degli averi a vista adottata dalla BNS, non tutti gli averi a vista detenuti dalle banche commerciali sui suoi conti sono remunerati al tasso guida BNS; questo tasso è applicato solo fino al limite individuale calcolato per ciascuna banca. Gli averi a vista che eccedono tale limite sono infatti remunerati a un tasso inferiore.

La regolazione dei tassi del mercato monetario senza remunerazione degli averi a vista avrebbe richiesto il ritorno a un deficit strutturale di liquidità e dunque un'enorme riduzione della liquidità stessa. Per la BNS, questo avrebbe imposto ingenti vendite di valuta estera oppure operazioni di mercato aperto per l'assorbimento di liquidità di simile portata. Non sarebbe stato fattibile in breve tempo e per un certo periodo non saremmo stati in grado di manovrare efficacemente i tassi di interesse del mercato monetario. Abbiamo perciò deciso di optare per un duplice approccio, ossia ricorrere alla remunerazione differenziata in abbinamento all'assorbimento di liquidità per controllare i tassi a breve e mantenere un adeguato volume di scambi sul mercato monetario interbancario. Per sottrarre liquidità al mercato concludiamo operazioni pronti contro termine (PcT) attive ed emettiamo SNB Bills.

---

<sup>6</sup> La domanda strutturale è data dai requisiti regolamentari, dagli obblighi di pagamento e dalle riserve di liquidità precauzionali. Oltre alle prescrizioni in materia di riserve minime, fra le regolamentazioni sulla liquidità che possono influenzare la domanda strutturale delle banche figurano l'indicatore di breve termine («Liquidity Coverage Ratio») e l'indicatore strutturale («Net Stable Funding Ratio»).

## Prime esperienze con il nuovo approccio per l'attuazione della politica monetaria

Qual è, ad oggi, il bilancio del nostro nuovo approccio? La risposta sintetica è: molto positivo. Ci ha permesso di attuare la politica monetaria in modo efficace sia in tempi normali che in periodi di tensione sui mercati finanziari. Consentitemi di approfondire questo concetto.

Da quando si è tornati a un contesto di tassi di interesse positivi, il SARON si è mosso in prossimità del tasso guida BNS e gli scambi tra le banche sono rimasti robusti. Come si evince dalla slide 9, dal settembre 2022 in poi il SARON (linea rossa) si è scostato soltanto di pochi punti base dal tasso guida BNS (linea blu). Queste deviazioni sono paragonabili a quelle osservate durante gli ultimi mesi in regime di tasso di politica monetaria negativo<sup>7</sup>. Il tasso guida BNS si è inoltre trasmesso in modo ordinato agli altri segmenti del mercato monetario nonché ai tassi di interesse a più lungo termine. Per quanto concerne l'attività interbancaria, gli scambi nel segmento overnight del mercato PcT (area ombreggiata) si sono confermati costantemente solidi dal passaggio al tasso guida positivo in poi. Il volume di negoziazione giornaliero medio nel segmento overnight è stato di 14 miliardi di franchi, un risultato al cui raggiungimento hanno contribuito in maniera decisiva tanto la remunerazione differenziata degli averi a vista, quanto l'assorbimento di liquidità mediante operazioni di mercato aperto.

PcT e SNB Bills, dal canto loro, si sono rivelati mezzi efficaci per l'assorbimento di liquidità, diventando un buon complemento agli strumenti del mercato monetario. La BNS emette strumenti finanziari che mirano a drenare dalle banche commerciali un ammontare di liquidità sufficiente ad avvicinare il SARON al tasso guida, ma non tale da compromettere l'elevato volume di attività interbancaria. Per generare la domanda necessaria, la BNS remunera questi strumenti a tassi di mercato. Al momento del passaggio al tasso guida positivo nel settembre 2022, occorreva assorbire un gran quantitativo di liquidità in un lasso di tempo piuttosto breve, come illustrato dal grafico a sinistra nella slide 10. A distanza di un anno, a fine settembre 2023, il volume totale di OMA della BNS in essere si attestava a 155 miliardi di franchi, di cui il 41% riconducibili a operazioni PcT a una settimana e il 59% a SNB Bills.

Gli SNB Bills hanno conquistato un'ampia platea di investitori. Gli SNB Bills sono titoli di debito negoziabili sul mercato monetario che possono essere detenuti da soggetti sia bancari che non bancari. Come si può vedere dal grafico a destra nella slide, inizialmente gli SNB Bills venivano acquistati soprattutto dalle banche residenti. Tuttavia, la domanda da parte di altri operatori del mercato è andata crescendo a mano a mano che essi venivano a conoscenza di questo strumento finanziario. Le istituzioni bancarie e non bancarie estere hanno iniziato a investire sempre più massicciamente in SNB Bills, contribuendo così a un'ampia trasmissione

---

<sup>7</sup> Cfr. Maechler e Moser (2020) per un'analisi dell'attuazione della politica monetaria della BNS in un contesto di tasso di politica monetaria negativo.

della politica monetaria della BNS. Nell'agosto 2023, le banche residenti detenevano il 28% degli SNB Bills in essere (area rosso scuro), gli altri investitori il 72% (area rosso chiaro).

Il nostro approccio attuativo ha dimostrato la sua validità non soltanto in tempi di normalità, ma anche durante i periodi di tensione sui mercati finanziari. Nel marzo di quest'anno, la BNS è stata chiamata a fornire a Credit Suisse un ingente sostegno di liquidità, tradottosi in un corrispondente incremento della liquidità totale, come indicato dalla linea blu nella slide 11. Mentre Credit Suisse registrava imponenti deflussi di depositi, altre banche facevano segnare significativi afflussi di fondi, il che ha determinato un aumento dell'offerta e una diminuzione della domanda di liquidità nel mercato monetario. Di conseguenza, il SARON (linea rossa) e altri tassi del mercato monetario in franchi hanno subito una certa pressione al ribasso e cominciano a scostarsi in modo più marcato dal tasso guida BNS.

Inizialmente, la BNS ha condotto operazioni PcT overnight per assorbire la liquidità aggiuntiva e allentare così la pressione al ribasso sui tassi del mercato monetario. Nello specifico, oltre a continuare ad effettuare le «ordinarie» operazioni di assorbimento di liquidità (PcT a una settimana e SNB Bills con durate da 28 a 336 giorni), essa ha fissato un cosiddetto «hard floor» (un limite inferiore «duro») nel segmento overnight del mercato PcT, offrendo PcT overnight (rombi blu nel grafico). Ciò ha contrastato la pressione al ribasso sui tassi di interesse del mercato monetario, compreso il SARON, il quale non si è infatti mai scostato di oltre dieci punti base dal tasso guida BNS durante il periodo in questione.

Dopo la fase iniziale, la BNS ha ulteriormente stabilizzato le condizioni del mercato monetario incrementando il volume e la varietà delle operazioni di assorbimento della liquidità. Nel periodo compreso tra marzo e giugno abbiamo emesso SNB Bills con scadenza a sette giorni in aggiunta alle consuete più lunghe durate, un'opzione interessante per gli investitori durante tale fase di stress sui mercati finanziari. L'ampia gamma di strumenti di drenaggio della liquidità ha permesso alla BNS di accrescere in tempi molto rapidi il proprio volume di assorbimento. Pertanto, il SARON si è ulteriormente avvicinato al tasso guida quando le condizioni generali del mercato monetario si sono normalizzate. A giugno, le distorsioni nelle condizioni del mercato monetario in franchi causate dalla crisi di Credit Suisse erano scomparse.

## **Il ruolo svolto dal fattore del limite nell'approccio attuativo della BNS**

Come mai, a fronte di questo giudizio positivo sul nostro approccio attuativo, abbiamo recentemente annunciato un adeguamento del cosiddetto fattore del limite? O, più in generale, qual è il ruolo svolto dal fattore del limite nel nostro approccio per l'attuazione della politica monetaria?

Il fattore del limite determina il volume degli averi a vista remunerati al tasso guida BNS. Come ho ricordato in precedenza, gli averi a vista fino a un dato limite – stabilito individualmente per ciascuna banca – sono remunerati al tasso guida BNS, mentre agli averi a

vista eccedenti tale limite è applicato il tasso guida BNS al netto di una riduzione di 50 punti base. Per le banche soggette all'obbligo di riserva, il limite individuale corrisponde al prodotto della media mobile delle riserve minime obbligatorie degli ultimi 36 periodi di mantenimento per il vigente fattore del limite. Pertanto, il fattore del limite costituisce lo strumento primario per la determinazione dell'ammontare degli averi a vista remunerati al tasso guida BNS. Attualmente tale fattore è pari a 28; tuttavia, come annunciato la scorsa settimana, esso sarà ridotto a 25 con effetto a decorrere dal 1° dicembre 2023<sup>8</sup>. Quale sarà l'impatto di questa modifica sulle banche?

La remunerazione differenziata degli averi a vista sostiene l'attività di negoziazione interbancaria. Le banche si suddividono in due categorie: banche con averi a vista eccedenti il limite individuale e banche con averi a vista inferiori al limite individuale, visualizzate rispettivamente nella parte superiore e nella parte inferiore dello schema raffigurato nella slide 13. Le prime possono investire la parte eccedente il limite nelle operazioni di assorbimento di liquidità della BNS oppure possono prestarla alle seconde (slide 14). Questo assicura un certo livello di attività interbancaria.

Man mano che la BNS vende valuta estera, il volume degli averi a vista diminuisce, il che potrebbe comportare un calo dell'attività interbancaria. Il motivo è spiegato nella slide 15. Mentre per alcune banche – quelle in alto – gli averi a vista eccedenti il limite finiscono per ridursi, per le altre – quelle in basso – sono gli averi a vista inferiori al limite a ridursi. Quando gli averi a vista eccedenti il limite calano, per le banche in questione diminuisce l'esigenza di investirli in operazioni di assorbimento di liquidità della BNS o di prestarli ad altre banche. Di conseguenza, ferme restando le altre condizioni, più valuta estera la BNS vende, più è probabile una contrazione degli scambi tra le banche. Tuttavia, una riduzione eccessiva dell'attività interbancaria rischierebbe in ultima analisi di compromettere la robustezza della base di calcolo del SARON. Che cosa può fare la BNS per evitarla?

La BNS può contrastare l'effetto di una contrazione degli averi a vista sull'attività interbancaria riducendo l'assorbimento della liquidità mediante OMA temporanee e abbassando il fattore del limite. Diminuendo il fattore del limite in vigore per l'intero sistema, la BNS abbassa il limite individuale delle banche, come illustrato nella slide 16. Pertanto, alcune banche finiranno per ritrovarsi con più averi a vista eccedenti il limite, i quali potranno poi essere negoziati sul mercato monetario interbancario o investiti nelle operazioni di assorbimento di liquidità della BNS. È importante sottolineare che questi adeguamenti sono di natura puramente tecnica e non incidono sull'indirizzo di politica monetaria della BNS.

---

<sup>8</sup> Cfr. comunicato stampa «[La BNS adegua la remunerazione degli averi a vista](#)» del 30 ottobre 2023. Abbiamo anche annunciato che gli averi a vista impiegati dalle banche per ottemperare all'obbligo di riserva minima non frutteranno più interessi. Questo adeguamento riduce gli oneri per interessi a carico della BNS.

## Prospettive di più lungo termine per l'attuazione della politica monetaria

Affronterò ora il tema dell'attuazione della politica monetaria in un'ottica di più lungo termine, per poi soffermarmi sul dibattito in corso a livello internazionale per quanto riguarda i diversi approcci attuativi.

Due approcci per l'attuazione della politica monetaria nel mercato monetario sono attualmente oggetto di discussione. La contrazione dei bilanci delle banche centrali – e con essa quella della liquidità a disposizione del settore bancario – pone due importanti interrogativi: qual è il livello adeguato di liquidità? E come dovrebbe essere implementata la politica monetaria in una prospettiva di più lungo termine? Il grande interesse intorno a queste tematiche è testimoniato dai numerosi articoli pubblicati sull'argomento da banche centrali e organismi internazionali<sup>9</sup>. Al centro del dibattito vi è la questione se le banche centrali debbano ritornare al sistema di deficit strutturale di liquidità, prevalente prima della crisi finanziaria globale, o se debbano invece rimanere nell'attuale sistema di surplus strutturale di liquidità. Permettetemi di riassumere brevemente le caratteristiche salienti dei due sistemi.

La principale differenza risiede nell'ammontare complessivo di liquidità a disposizione del settore bancario. Come illustrato dalla figura a sinistra nella slide 18, in un sistema «a pavimento» la banca centrale fornisce un quantitativo di liquidità che supera abbondantemente la domanda strutturale delle banche. Pertanto, i tassi di interesse del mercato monetario non reagiscono alle variazioni nell'offerta di liquidità e il loro livello è determinato dal tasso di interesse con cui la banca centrale remunera gli averi a vista. Ne consegue che il tasso di interesse interbancario si situa al livello del «pavimento» («floor»), ossia al limite inferiore dei tassi di interesse fissati dalla banca centrale, donde il nome. Un sistema «a corridoio», invece, è un sistema in cui la banca centrale fornisce liquidità per un ammontare prossimo alla domanda strutturale delle banche, come illustrato dalla figura a destra nella slide. In un simile sistema, i tassi di interesse del mercato monetario reagiscono generalmente anche a lievi variazioni nell'offerta di liquidità. Di conseguenza, la banca centrale può governare i tassi di interesse attraverso una gestione attiva dell'offerta di liquidità, senza remunerare gli averi a vista.

Quindi quale dei due sistemi preferire? Il dibattito internazionale sui vantaggi e gli svantaggi di entrambi i sistemi considera numerose questioni (cfr. slide 19), due delle quali di particolare importanza: primo, con quanta precisione è possibile controllare i tassi di interesse

---

<sup>9</sup> Per un'analisi relativa a un ritorno al sistema «a corridoio», cfr. Borio (2023) e Schnabel (2023). Nel contesto della vendita di attivi finanziari propri, Bank of England (2022) analizza le implicazioni che i vari approcci attuativi hanno per il bilancio e per il controllo dei tassi a breve. Hauser (2023) argomenta i motivi per cui il mantenimento della stabilità finanziaria potrebbe richiedere uno stock di liquidità costante nettamente più elevato rispetto al periodo precedente il 2008, e illustra come gli oneri e i rischi associati possano essere attenuati. Il Consiglio della Federal Reserve (2019), dal canto suo, spiega come la Federal Reserve intenda attuare la politica monetaria in un regime in cui un'ampia offerta di liquidità assicura che il controllo del tasso ufficiale e degli altri tassi a breve sia esercitato primariamente attraverso i tassi fissati amministrativamente, e in cui una attiva gestione dell'offerta di liquidità non è necessaria. Perli (2023) trae lezioni sull'attuazione della politica monetaria da parte della Fed da alcune esperienze recenti, mentre Afonso et al. (2022) discutono l'evoluzione del suo approccio per l'attuazione della politica monetaria dal periodo antecedente la crisi finanziaria globale in poi.



del mercato monetario? Secondo, quali sono le implicazioni dei due sistemi per l'attività di negoziazione nel mercato monetario interbancario?

Un sistema «a pavimento» consente un maggior controllo sui tassi di interesse del mercato monetario. Il tasso di interesse applicato agli averi a vista in un sistema «a pavimento» determina il tasso di interesse overnight sul mercato monetario, a prescindere dall'offerta complessiva di liquidità. Adeguando il tasso di interesse sugli averi a vista, la banca centrale può controllare il livello dei tassi sul mercato monetario. In un sistema «a corridoio», per contro, piccole variazioni nell'offerta o nella domanda di liquidità possono provocare ampie oscillazioni nei tassi di interesse. Pertanto, è probabile che un sistema «a corridoio» comporti una volatilità dei tassi di interesse un po' più elevata rispetto a un sistema «a pavimento».

Un controllo affidabile dei tassi di interesse del mercato monetario è importante, in quanto vi sono motivi per ritenere che la domanda strutturale di liquidità da parte delle banche sia diventata sempre più difficilmente prevedibile. La maggiore volatilità è dovuta in larga parte alle normative sulla liquidità emanate a seguito della crisi finanziaria globale. Di conseguenza, in un sistema «a corridoio» sarebbe verosimilmente più difficile controllare con precisione i tassi di interesse del mercato monetario. Le innovazioni continue nel campo dei pagamenti e delle monete digitali, in particolare la fintech e la «distributed ledger technology», vanno nella stessa direzione, in quanto incidono anch'esse sulla domanda strutturale di liquidità. Nell'improbabile eventualità che simili innovazioni, ad esempio l'impiego diffuso di stablecoin, dovessero consentire il regolamento di pagamenti senza moneta di banca centrale, in un sistema «a pavimento» la domanda di quest'ultima dovrebbe essere ancora sufficientemente ampia da permettere alle banche centrali di regolare i tassi di interesse del mercato monetario<sup>10</sup>.

Un sistema «a corridoio» offre più incentivi per l'attività interbancaria nel mercato monetario. Come ho fatto rilevare prima, in un sistema «a corridoio» l'offerta di liquidità è impostata in modo tale da collocarsi in prossimità della domanda strutturale aggregata delle banche. Perciò, le banche con averi a vista inferiori al proprio fabbisogno strutturale sono fortemente incentivate a prendere a prestito fondi sul mercato monetario. Per converso, le banche con averi a vista eccedenti il proprio fabbisogno strutturale possono trovare conveniente prestare questi averi in eccesso sul mercato monetario a un tasso di interesse positivo, piuttosto che detenerli senza alcuna remunerazione presso la banca centrale. Un sistema «a pavimento», per contro, offre meno incentivi alle contrattazioni nel mercato monetario, dato che gli averi a vista di tutte le banche superano ampiamente la domanda strutturale di liquidità e che queste ultime percepiscono un interesse sugli averi a vista presso la banca centrale. Questo potrebbe portare a una contrazione significativa dell'attività interbancaria, se non addirittura – nella peggiore ipotesi – alla completa scomparsa del mercato interbancario. Come detto in

---

<sup>10</sup> Cfr. Woodford (2000) per una discussione analoga, intorno al cambio di millennio, in relazione alla rivoluzione di internet e alla moneta elettronica.

precedenza, è proprio perché volevamo evitare uno scenario di questo tipo che abbiamo introdotto la remunerazione differenziata.

Altre questioni importanti nel dibattito riguardano il ruolo della liquidità nella stabilità finanziaria. Ad esempio, quanto è importante per le banche commerciali detenere averi a vista come attivi altamente liquidi? Quali potrebbero essere gli effetti sulla capacità delle banche di effettuare pagamenti? Questi interrogativi sono attualmente oggetto di discussioni. Una cosa però è già chiara: vantaggi e svantaggi dei due sistemi devono essere attentamente soppesati prima di prendere una decisione definitiva in merito a un'attuazione a più lungo termine della politica monetaria.

## Conclusioni

E con questo giungo al termine delle mie considerazioni, che vorrei chiudere riassumendo i punti principali. Le prime esperienze suggeriscono che il nostro nuovo approccio per l'attuazione della politica monetaria è riuscito ad assicurare la regolazione del SARON e la trasmissione del tasso guida BNS ad altri segmenti del mercato monetario nonché ai tassi di interesse di più lungo periodo. Nello stesso tempo, l'attività di negoziazione nel mercato monetario interbancario è rimasta robusta. PcT e SNB Bills, dal canto loro, hanno dimostrato la loro validità per quanto riguarda l'assorbimento di liquidità, risultando un buon complemento alla gamma di strumenti del mercato monetario. Il nostro approccio attuale ci ha permesso di implementare con efficacia la politica monetaria anche di fronte a condizioni di mercato in rapida evoluzione, come quelle sperimentate durante la crisi di Credit Suisse.

In conclusione, consentitemi di ribadire che per la maggior parte delle banche centrali è ancora incerto quale approccio per l'attuazione della politica monetaria – sistema «a pavimento» o «a corridoio» – sarà adottato in una prospettiva di più lungo termine. La decisione dipenderà da una serie di fattori, ma soprattutto dalle risposte ai quesiti che ho sollevato nelle mie considerazioni. In ogni caso, il bilancio della BNS continuerà a rispecchiare innanzitutto le attività di conduzione della politica monetaria. Esso risulta dall'adempimento del mandato della Banca nazionale di assicurare la stabilità dei prezzi tenendo in debito conto l'evoluzione congiunturale.

## Riferimenti bibliografici

Afonso, G., Logan, L., Martin, A., Riordan, W. e Zobel, P. (2022), «How the Federal Reserve's Monetary Policy Implementation Framework Has Evolved», *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, 10 gennaio.

Bank of England (2022), «Managing the operational implications of APF unwind for asset sales, control of short-term market interest rates and the Bank of England's balance sheet», *nota esplicativa di Bank of England*, 4 agosto.

Borio, C. (2023), «Getting up from the floor», *BIS Working Papers*, n. 1100, maggio.

Consiglio della Federal Reserve (2019), dichiarazione relativa all'attuazione della politica monetaria, *comunicato stampa*, 11 ottobre.

Hauser, A. (2023), «'Less is more' or 'Less is a bore'? Re-calibrating the role of central bank reserves», *Kings College London's Bank of England Watchers' Conference*, 3 novembre.

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

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

Maechler, A. e Moser, T. (2022b), «Ritorno a tassi di interesse positivi: perché una remunerazione differenziata («reserve tiering»)??», *Aperitivo «Mercato monetario»*, BNS, 17 novembre.

Perli, R. (2023), «Implementing Monetary Policy: What's Working and Where We're Headed», *considerazioni formulate in occasione della Conferenza annuale della National Association for Business Economics (NABE)*, 10 ottobre.

Schnabel, I. (2023), «Back to normal? Balance sheet size and interest rate control», *relazione tenuta durante un evento organizzato dalla Columbia University e da SGH Macro Advisors*, 27 marzo.

Woodford, M. (2000), «Monetary Policy in a World Without Money», *International Finance*, 229-260.

---

# Attuazione della politica monetaria con tassi di interesse positivi e un ampio bilancio: prime esperienze

Thomas Moser

Membro supplente della Direzione generale, Banca nazionale svizzera

Aperitivo «Mercato monetario»

Ginevra, 9 novembre 2023

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

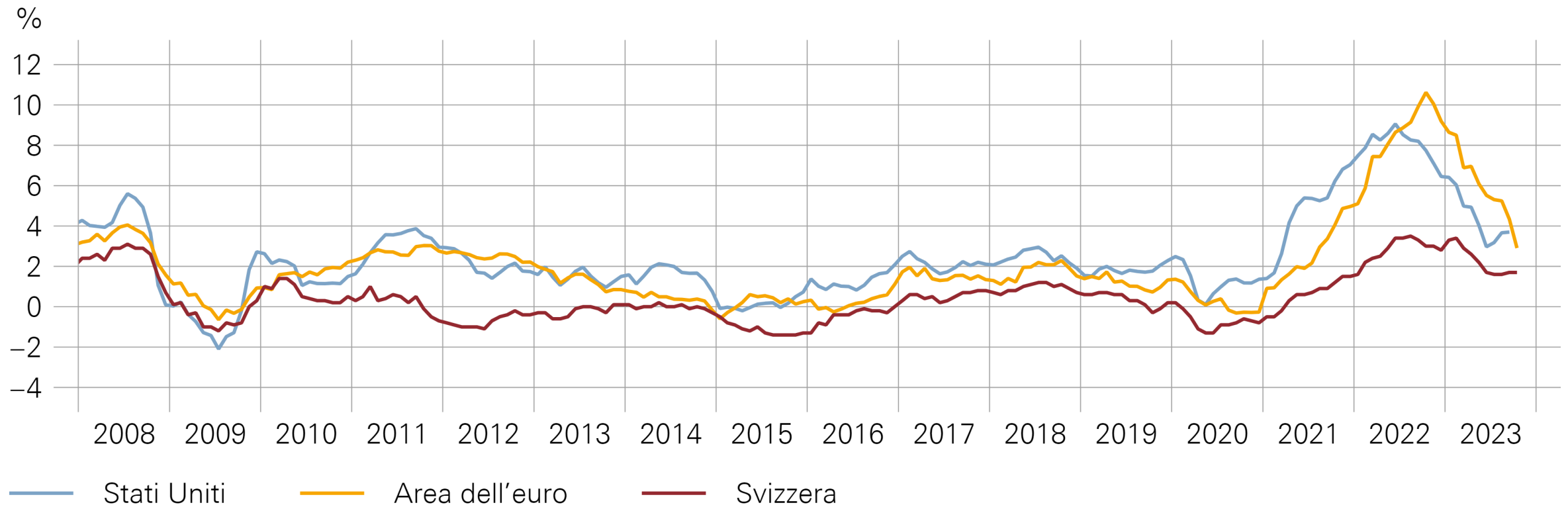


---

# Contesto economico attuale e politica monetaria della BNS

# Arretramento dell'inflazione in Svizzera e all'estero

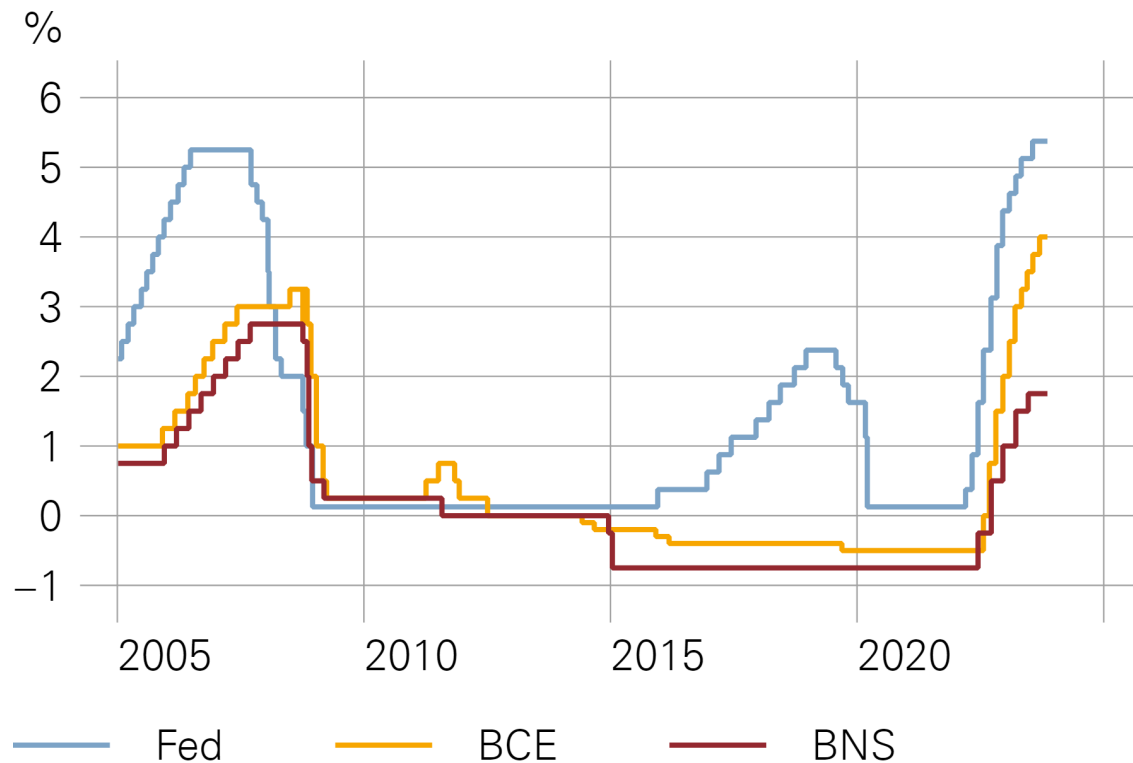
## INFLAZIONE DEI PREZZI AL CONSUMO: ANDAMENTO SU BASE ANNUA



Fonte: Refinitiv Datastream.

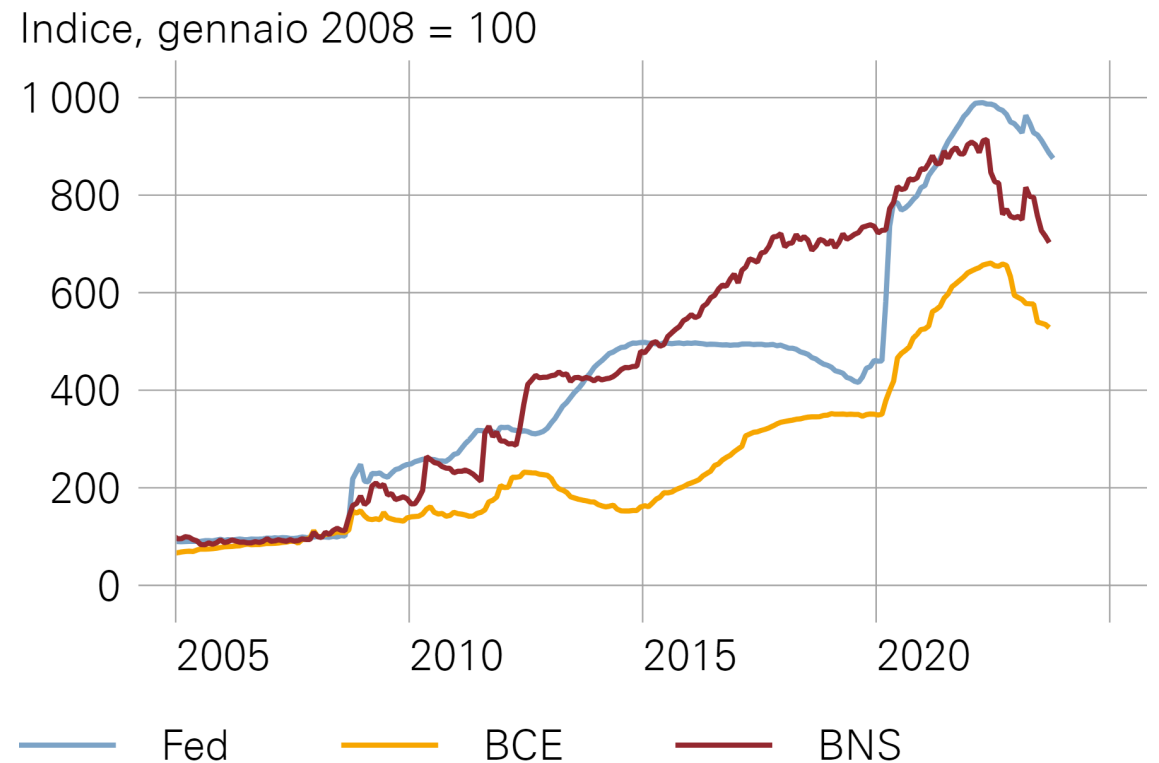
# Le banche centrali hanno inasprito le condizioni monetarie non solo aumentando i tassi ufficiali, ma anche riducendo i propri bilanci

## TASSI UFFICIALI DELLE BANCHE CENTRALI



Fonti: Bloomberg e BNS.

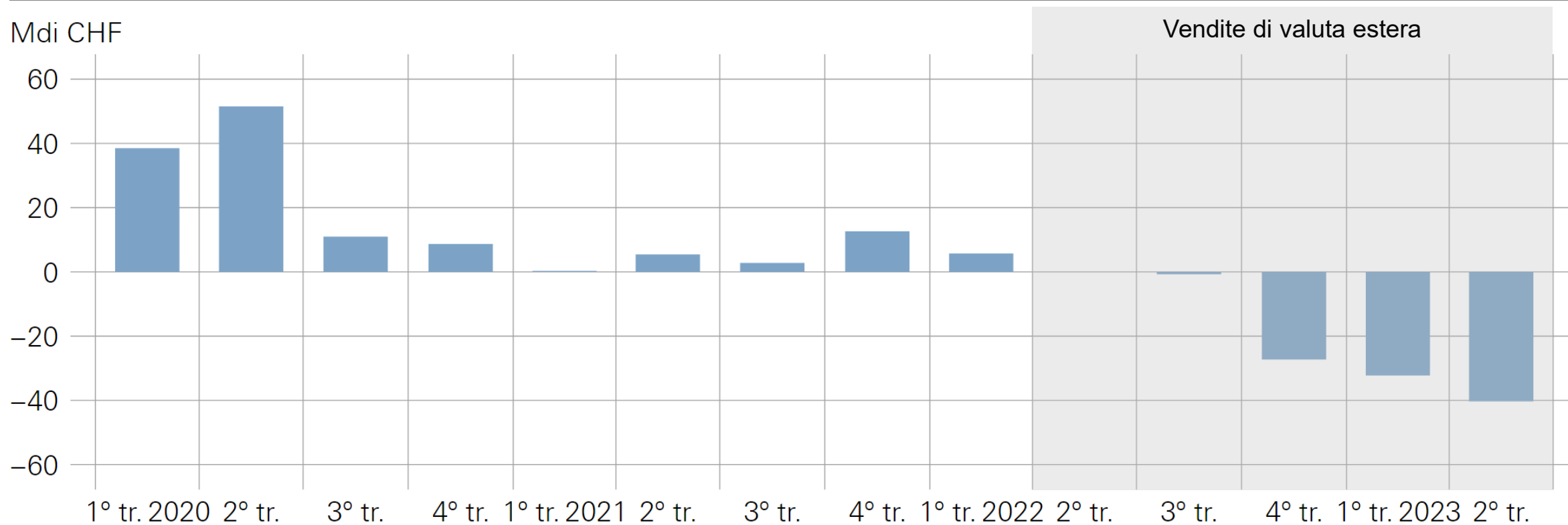
## BILANCI DELLE BANCHE CENTRALI



Fonti: Bloomberg e BNS.

# La riduzione del bilancio della BNS è riconducibile perlopiù alle vendite di valuta estera

## INTERVENTI DELLA BNS SUL MERCATO DEI CAMBI



Fonte: BNS.



---

Il motivo alla base della  
remunerazione degli averi a vista

In presenza di un surplus strutturale di liquidità, la remunerazione degli averi a vista è l'unico strumento per ottenere tassi di interesse positivi

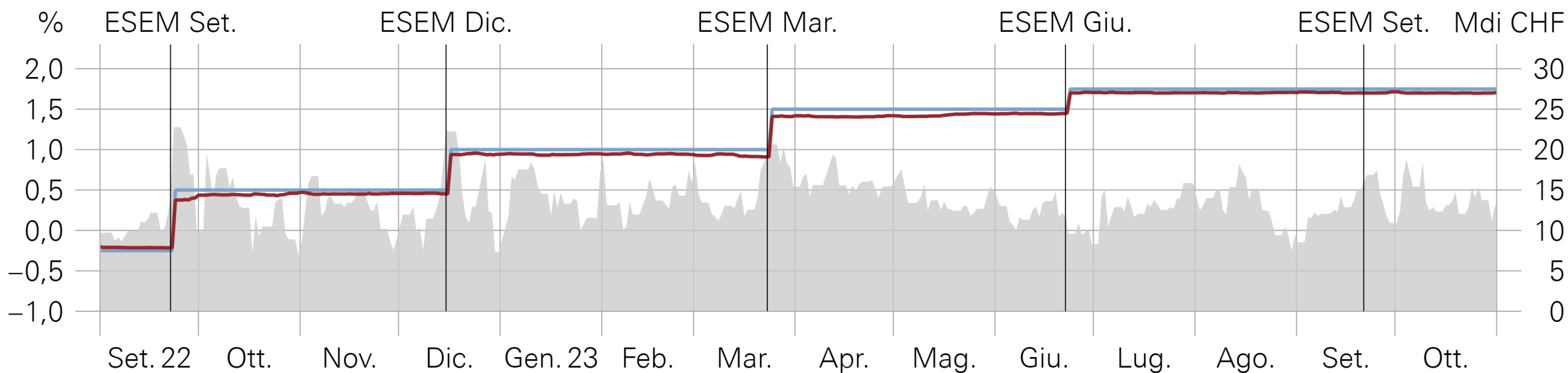


---

# Prime esperienze con il nuovo approccio per l'attuazione della politica monetaria

# Il SARON si è mosso in prossimità del tasso guida BNS a fronte di una robusta attività interbancaria

## MERCATO PRONTI CONTRO TERMINE IN FRANCHI



— Tasso guida BNS (scala sinistra)

— SARON (scala sinistra)

■ Volume degli scambi interbancari nel segmento overnight (scala destra)

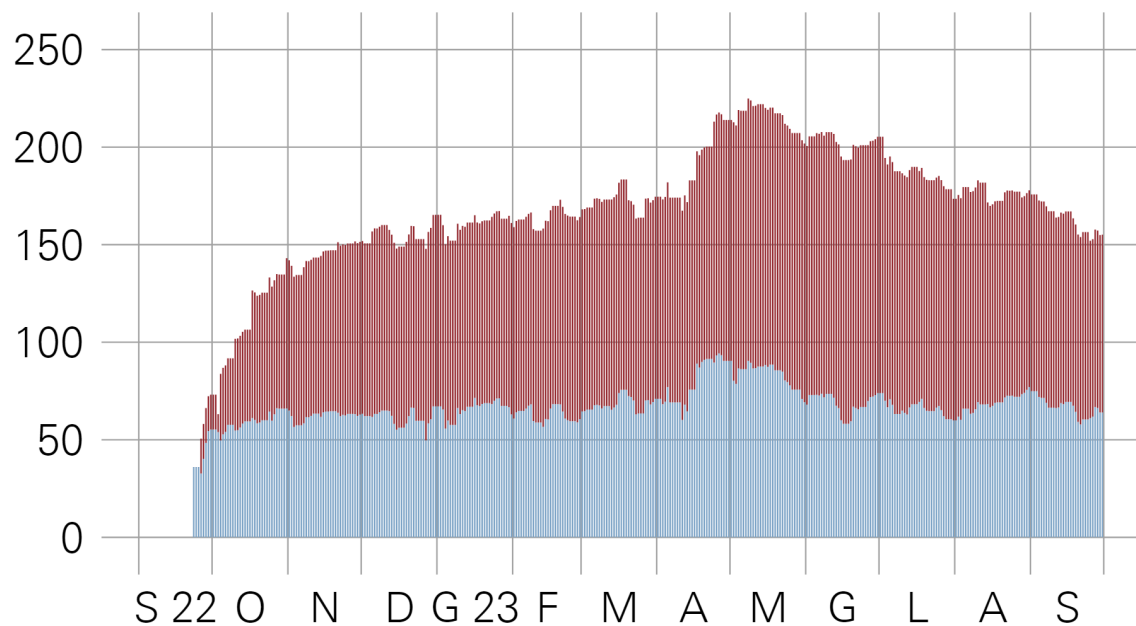
ESEM: esame della situazione economica e monetaria della BNS.

Fonti: BNS e SIX Repo Ltd.

# PcT attivi e SNB Bills si sono rivelati mezzi efficaci per l'assorbimento di liquidità, e un buon complemento agli strumenti del mercato monetario

## OMA TEMPORANEE IN ESSERE

Mdi CHF

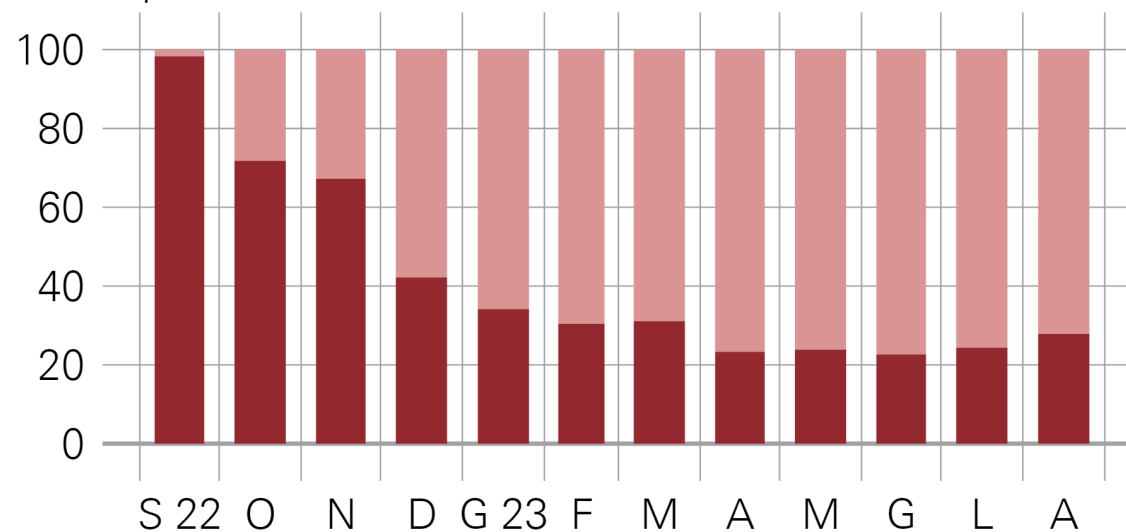


■ PcT BNS attivi      ■ SNB Bills

Fonte: BNS.

## PLATEA DI INVESTITORI IN SNB BILLS

Quote percentuali



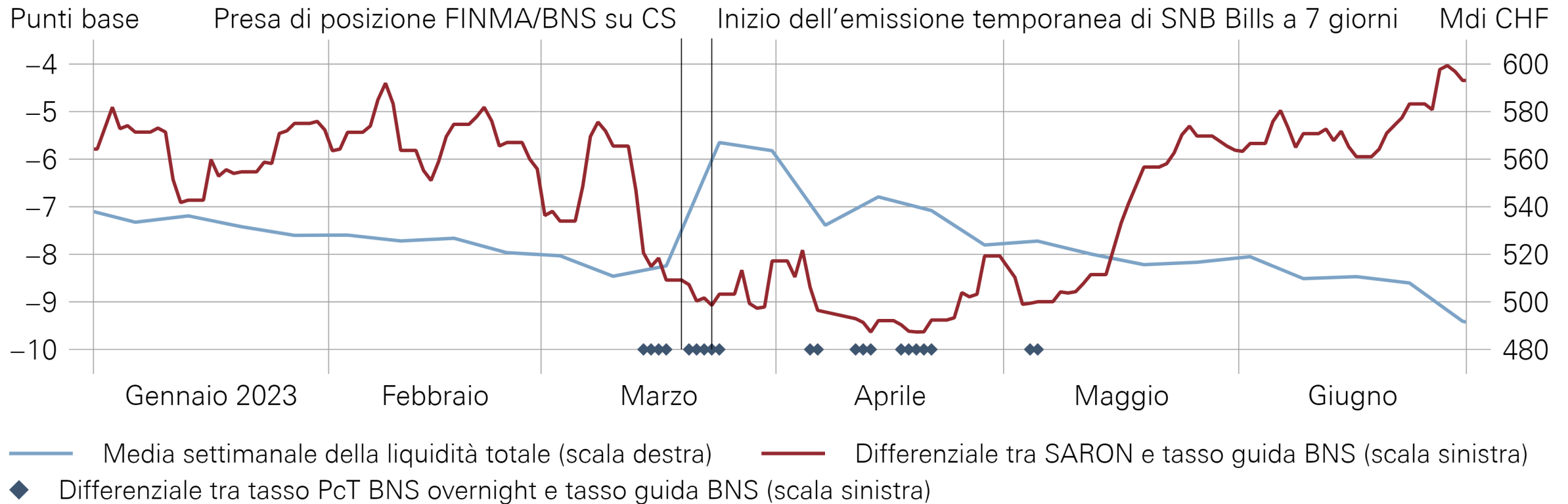
■ Banche residenti      ■ Altri investitori<sup>1</sup>

<sup>1</sup> La categoria Altri investitori comprende investitori privati e istituzionali in Svizzera e all'estero.

Fonte: BNS.

# Efficace attuazione della politica monetaria anche in un quadro di rapida evoluzione delle condizioni di mercato durante la crisi di Credit Suisse

## CONDIZIONI DEL MERCATO MONETARIO IN FRANCHI DURANTE LA CRISI DI CREDIT SUISSE



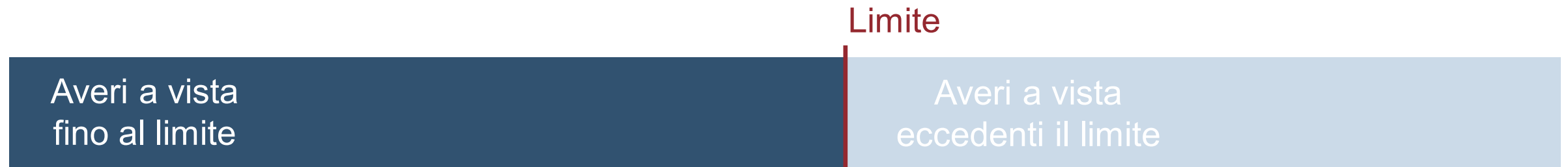
Fonte: BNS.

---

Il ruolo svolto dal fattore del limite  
nell'approccio attuativo della BNS

Le banche i cui averi a vista superano il limite possono investire l'eccedenza in operazioni di assorbimento di liquidità o prestarla ad altre banche

### Banche con averi a vista eccedenti il limite individuale



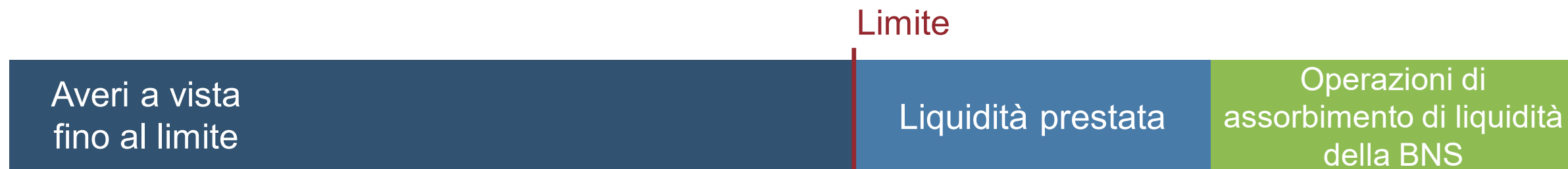
### Banche con averi a vista inferiori al limite individuale



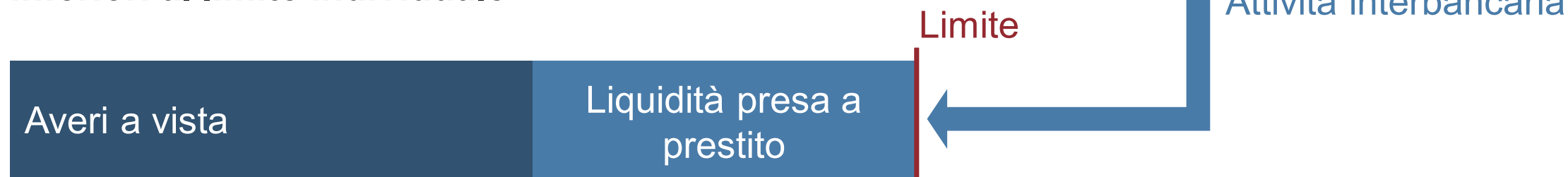


Le banche i cui averi a vista superano il limite possono investire l'eccedenza in operazioni di assorbimento di liquidità o prestarla ad altre banche

### Banche con averi a vista eccedenti il limite individuale

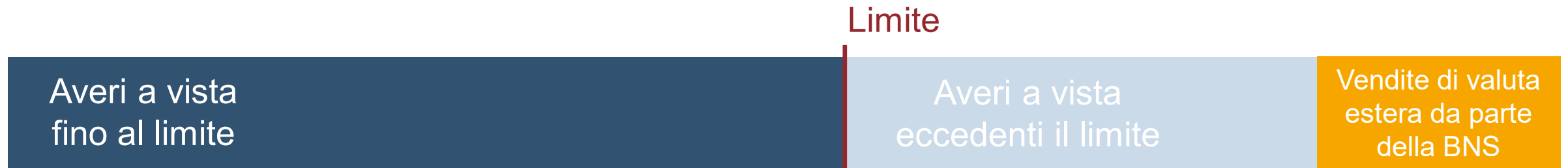


### Banche con averi a vista inferiori al limite individuale



Le vendite di valuta estera della BNS riducono gli averi a vista delle banche, il che potrebbe comportare un calo dell'attività interbancaria

### Banche con averi a vista eccedenti il limite individuale

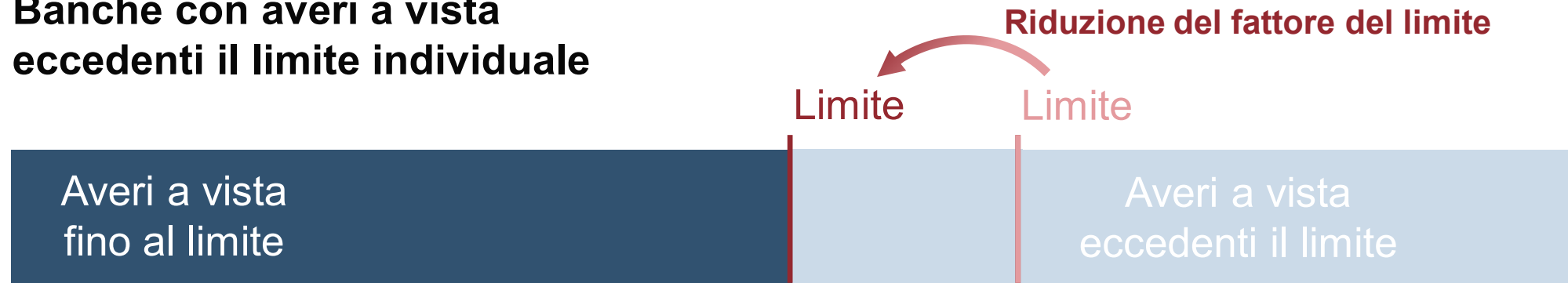


### Banche con averi a vista inferiori al limite individuale



# Abbassando i limiti individuali delle banche, la BNS può ripristinare un margine di manovra sufficiente per l'attività di negoziazione interbancaria

## Banche con averi a vista eccedenti il limite individuale



## Banche con averi a vista inferiori al limite individuale

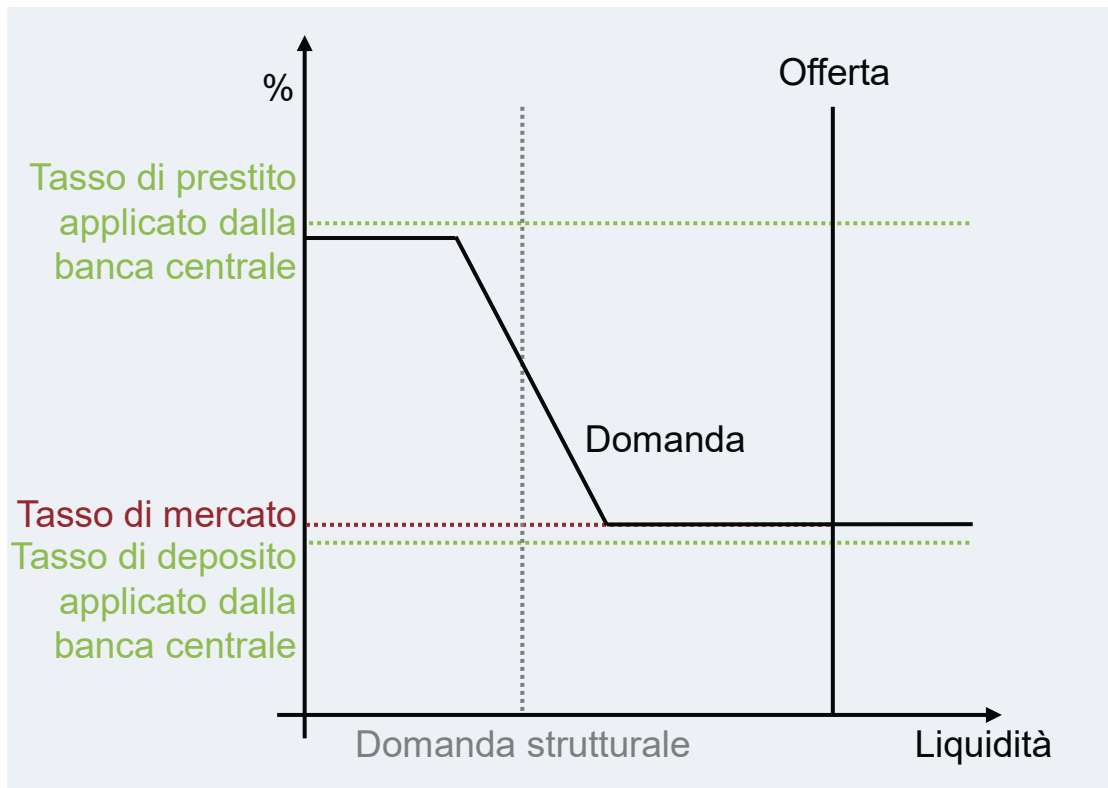


---

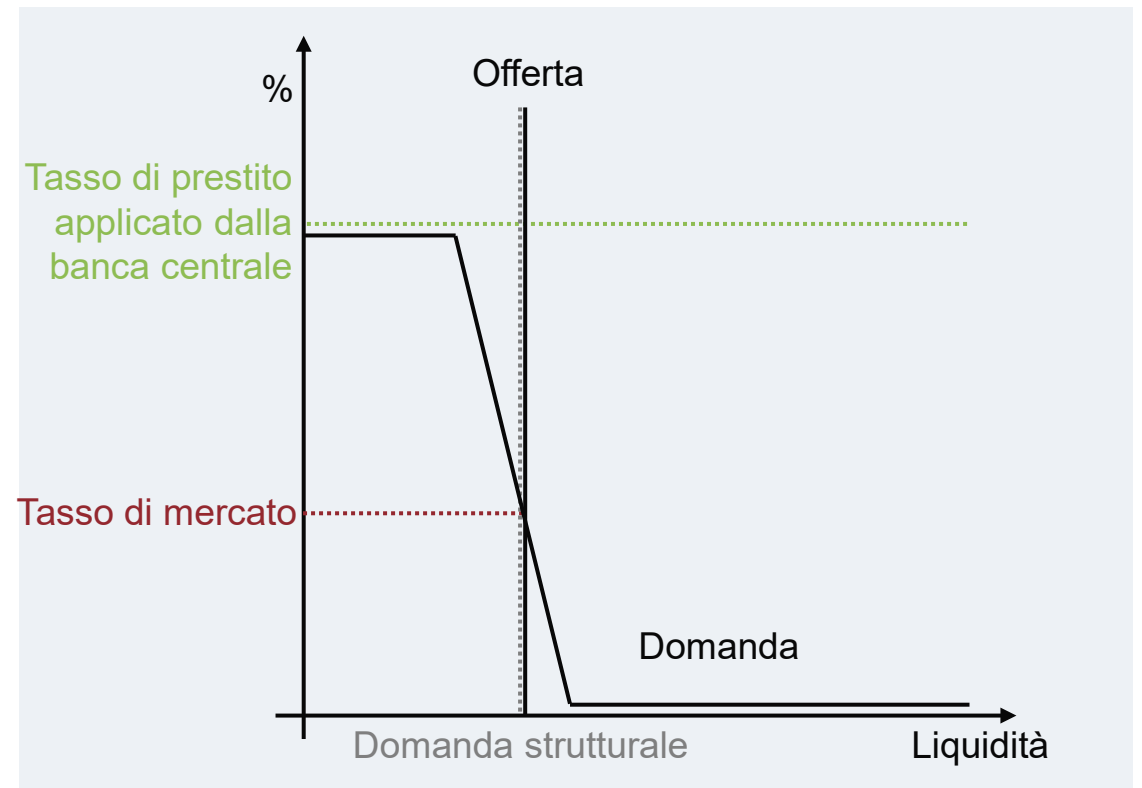
Prospettive di più lungo termine per  
l'attuazione della politica monetaria

Due approcci sono attualmente oggetto di dibattiti internazionali riguardo all'attuazione della politica monetaria in un'ottica di più lungo termine

## Sistema «a pavimento»



## Sistema «a corridoio»



# Vi sono diversi interrogativi importanti a cui occorre rispondere prima di un eventuale ritorno delle banche centrali a un sistema «a corridoio»

- ▶ Con quanta precisione è possibile controllare i tassi di interesse del mercato monetario?
- ▶ Quali sono le implicazioni per l'attività di negoziazione nel mercato monetario interbancario?
- ▶ Quanto è importante per le banche detenere averi a vista come attivi altamente liquidi?
- ▶ Quali sono le implicazioni per la capacità delle banche di effettuare pagamenti?

---

# Grazie per l'attenzione.

© Banca nazionale svizzera

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

