

Embargo

18 aprile 2024, ore 18.00

L'attuazione e la trasmissione della politica monetaria della BNS durante il recente ciclo di inasprimento

Aperitivo «Mercato monetario»

Antoine Martin e Thomas Moser*

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

Zurigo, 18 aprile 2024

© Banca nazionale svizzera (discorso originale in inglese)

* I relatori ringraziano Dirk Faltin e Simon Hänni per il supporto fornito nella stesura del testo. Un sentito ringraziamento va anche a Toni Beutler, Florian Böser, Lucas Fuhrer, Anne Kathrin Funk, Mico Loretan, Christian Myohl, Alexander Perruchoud, Tim Sprissler e Tanja Zehnder per i preziosi commenti, a Tim Stettler per il contributo relativo a grafici e dati, nonché ai servizi linguistici della BNS per la traduzione.

Signore e signori,

vi do il benvenuto all'Aperitivo «Mercato monetario» della Banca nazionale svizzera di quest'anno, a Zurigo. Sono molto lieto di vedervi partecipare in così gran numero.

Un anno fa, in occasione dell'edizione zurighese di questo evento, il problema principale della BNS e delle altre banche centrali nel mondo era l'inflazione. Nel 2021, essa era notevolmente cresciuta a livello globale, sospinta da un'impennata dei prezzi energetici, dalle strozzature nelle catene di fornitura e da una forte domanda economica seguita alla revoca delle misure di confinamento dovute alla crisi da coronavirus (cfr. grafico 1). La guerra in Ucraina ha poi ulteriormente esacerbato la situazione. Di conseguenza, l'inflazione è aumentata anche nel nostro Paese (linea rossa nel grafico 1). Nell'agosto del 2022 quella dei prezzi al consumo ha raggiunto un picco del 3,5%: un livello preoccupante per la Svizzera, anche se decisamente inferiore a quello registrato da alcuni dei nostri più importanti partner commerciali.

Nel 2023 l'inflazione ha cominciato a calare, sia in Svizzera che all'estero. Di fatto, il suo regresso è stato più rapido di quanto originariamente previsto. In giugno nel nostro Paese essa era scesa al di sotto del 2%, riportandosi quindi nell'area che la BNS assimila alla stabilità dei prezzi. In occasione dell'esame della situazione economica e monetaria di marzo, abbiamo deciso di abbassare il tasso guida BNS di 0,25 punti percentuali all'1,5%: il nostro primo taglio dal 2015. Secondo l'ultima previsione di inflazione da noi elaborata, nei prossimi tre anni questa dovrebbe permanere all'interno dell'area di stabilità dei prezzi, anche considerato l'abbassamento del tasso guida appena citato (cfr. grafico 2).

Nell'intervento di oggi, insieme al collega Thomas Moser approfondiremo l'attuazione e la trasmissione della nostra politica monetaria nel corso del recente ciclo di inasprimento, e ne illustreremo il contributo al significativo calo dell'inflazione. Dopo aver esposto l'importanza delle condizioni monetarie per la stabilità dei prezzi, esamineremo in particolare come l'attuazione della politica di tasso di interesse della BNS nel segmento a breve garantito del mercato monetario in franchi e la sua trasmissione agli altri tassi di mercato nonché all'intera economia abbiano concorso a ridurre la pressione inflazionistica in Svizzera. Infine, tratteremo brevemente degli interventi sul mercato dei cambi della BNS, eseguiti all'occorrenza a complemento della politica di tasso di interesse.

La BNS deve mantenere condizioni monetarie appropriate per garantire la stabilità dei prezzi

La Banca nazionale è riuscita nel suo obiettivo di preservare la stabilità dei prezzi a medio termine. Il grafico 3 mostra il tasso di inflazione annuo in Svizzera (linea nera), quello medio a lungo termine (linea tratteggiata) e l'area che la BNS assimila alla stabilità dei prezzi (ombreggiata). Come si può vedere, l'inflazione si è attestata nell'area di stabilità dei prezzi

della BNS per la maggior parte di questo periodo¹. Inoltre, essa si è collocata nella media annua allo 0,6% dall'introduzione dell'attuale strategia di politica monetaria della Banca nazionale nel 2000.

Mentre l'andamento dell'inflazione è il risultato di vari fattori, sia istituzionali che legati alle politiche monetaria e fiscale, la stabilità dei prezzi dipende direttamente da appropriate condizioni monetarie. Queste ultime sono determinate dai livelli dei tassi di interesse e di cambio. Se i tassi di interesse sono troppo bassi, le condizioni monetarie risultano eccessivamente allentate, alimentando una domanda smodata e un aumento dell'inflazione. Di converso, se sono troppo elevati le condizioni monetarie diventano restrittive e comportano un rallentamento dell'attività economica e dell'inflazione. Il livello dei tassi di cambio ha un effetto diretto sull'inflazione tramite i prezzi all'importazione: un apprezzamento del franco li abbassa, riducendo prontamente il loro contributo all'inflazione nel Paese². In qualità di piccola economia aperta, la Svizzera è fortemente esposta agli sviluppi internazionali. I movimenti dei tassi di cambio possono quindi avere un impatto particolarmente significativo sull'inflazione e sull'attività economica del nostro Paese³.

La BNS influenza le condizioni monetarie innanzitutto tramite la sua politica di tasso di interesse. La Banca nazionale fissa il suo tasso guida in modo da assicurare condizioni monetarie appropriate in Svizzera. Gli aggiustamenti del tasso si ripercuotono sia sul livello dei tassi di interesse interni che su quello dei tassi di cambio del franco (cfr. grafico 4)⁴. Se la BNS si aspetta un aumento persistente dell'inflazione oltre i valori auspicati, può innalzare il tasso guida e rafforzare il franco, raffreddando l'economia e frenando l'inflazione. Per contro, se la BNS prevede che l'inflazione possa scendere al di sotto dell'area che la BNS assimila alla stabilità dei prezzi, allora può abbassare il tasso guida per dare impulso all'attività economica e contribuire a prevenire una deflazione.

Le variazioni nel livello dei tassi di interesse hanno un ampio impatto sull'economia, anche se con un certo differimento temporale. La loro trasmissione passa per vari canali. Hanno ad esempio un effetto sul costo del capitale, cosa che nel tempo porta ad adeguamenti nelle decisioni di consumo e di investimento. Inoltre, il livello dei tassi di interesse condiziona i prezzi degli attivi, che a loro volta influenzano il patrimonio delle economie domestiche e il valore delle garanzie. Le variazioni dei tassi di interesse possono anche influire sul tasso di cambio del franco: un aumento dei tassi di interesse nel nostro Paese associato a una

¹ Anche se ci sono stati casi in cui l'inflazione si è temporaneamente situata al di fuori dell'area definita, la stabilità dei prezzi è stata comunque preservata nel tempo. All'origine di valori transitori al di sopra del 2% o al di sotto dello 0% possono esserci fattori eccezionali come una variazione ampia e improvvisa dei prezzi del petrolio o forti fluttuazioni del tasso di cambio.

² Indirettamente il tasso di cambio influenza l'inflazione attraverso la domanda di beni e servizi interni: un deprezzamento del franco la fa crescere, mentre un apprezzamento la fa scendere.

³ Una peculiarità della Svizzera è che il franco può muoversi in maniera indipendente da fattori interni dato il suo ruolo internazionale di moneta rifugio, ossia una moneta capace di attrarre investitori in tempi di accresciuta incertezza globale e turbolenze sui mercati. Ciò può condurre a un deciso e rapido apprezzamento del franco, rendendo le esportazioni più care e le importazioni più convenienti, cosa che può minare la stabilità dei prezzi creando un contesto deflazionistico. Negli ultimi anni numerose crisi, segnatamente quella finanziaria globale e quella europea del debito sovrano, hanno innescato un'ascesa del valore del franco.

⁴ Si veda Fink, Frei, Maag e Zehnder (2024).

diminuzione del differenziale rispetto all'estero, ad esempio, potrebbe rafforzare il franco frenando così la domanda estera di beni e servizi svizzeri.

Se necessario, la BNS integra la sua politica di tasso di interesse con misure addizionali di politica monetaria, in particolare con interventi sul mercato dei cambi⁵. Considerata la rilevanza del tasso di cambio del franco per l'attività economica e per l'inflazione in Svizzera, nonché il basso livello dei tassi di interesse nel Paese, gli interventi valutari rappresentano talora un importante strumento di politica monetaria per la BNS. Al fine di assicurare la stabilità dei prezzi, essa può acquistare o vendere valuta estera contro franchi. Tali interventi hanno effetti diretti sul franco e perciò sui prezzi di beni e servizi importati (cfr. grafico 4).

Durante l'ultimo ciclo di inasprimento monetario, la BNS ha contrastato l'aumento dell'inflazione innalzando il tasso guida e lasciando che il franco si apprezzasse. Quando nel 2021 l'inflazione ha cominciato ad aumentare, la BNS ha inizialmente reagito consentendo un apprezzamento del franco (linea verde nel grafico 5) al fine di smorzare le pressioni sui prezzi provenienti dall'estero. Successivamente, nel secondo semestre del 2022 ha anche cominciato a vendere valuta estera. Senza tale apprezzamento, a partire dalla metà del 2022 il contributo dell'inflazione importata sarebbe stato ancor più considerevole (colonne gialle nel grafico 5)⁶. Dal mese di giugno dello stesso anno la BNS ha inoltre iniziato a innalzare rapidamente il suo tasso guida. Il risultato è visibile nella linea rossa nel grafico 5, la quale mostra il tasso swap basato sul SARON⁷ a un anno. Il rialzo dei tassi di interesse ha concorso all'inasprimento delle condizioni monetarie, agevolando il contenimento dell'inflazione interna tramite minori effetti di secondo impatto (colonne blu nel grafico 5).

L'effetto combinato dei più elevati tassi di interesse e dell'apprezzamento del franco ha condotto a un considerevole inasprimento delle condizioni monetarie in Svizzera dal 2021. Per misurare le condizioni monetarie di un'economia, gli effetti dei tassi di interesse, del tasso di cambio e di altri fattori possono essere aggregati in un unico indice. Il grafico 6 mostra l'indice Goldman Sachs delle condizioni finanziarie (Goldman Sachs Financial Conditions Index, FCI) per la Svizzera. Qui i tassi di interesse e il tasso di cambio hanno pesi significativi, rispettivamente di oltre il 60% e del 20%⁸. In effetti, quest'ultimo valore per il tasso di cambio risulta il più alto di tutti fra gli Stati per cui Goldman Sachs calcola un indice delle condizioni finanziarie. Come si può osservare nel grafico, le condizioni monetarie in Svizzera si sono notevolmente inasprite fra il 2021 e la fine del 2023, a causa dei tassi di interesse più elevati (area rossa) e, fattore ancor più importante, dell'apprezzamento del franco (area blu).

⁵ Successivamente a un approfondito riesame eseguito nel 2022, ora la strategia di politica monetaria della BNS prevede espressamente che all'occorrenza essa possa influenzare il tasso di cambio o il livello dei tassi di interesse anche con misure addizionali.

⁶ Il tasso di inflazione svizzero relativamente contenuto rispetto a quello dei nostri principali partner commerciali ha permesso alle aziende esportatrici elvetiche di conservare la propria competitività internazionale nonostante l'apprezzamento nominale del franco. Tenendo conto dei differenziali di inflazione, l'apprezzamento reale del franco è risultato decisamente meno pronunciato.

⁷ Swiss Average Rate Overnight.

⁸ I pesi restanti sono dati dalle condizioni nei mercati azionari e delle obbligazioni societarie.

Al fine di influenzare le condizioni monetarie, la BNS deve attuare efficacemente la sua politica di tasso di interesse per consentire una trasmissione robusta ai tassi di interesse di mercato. È importante fare chiarezza sui termini «attuazione» e «trasmissione». Nel nostro intervento la parola «attuazione» si riferisce alla messa in campo da parte della BNS di misure capaci di assicurare che i tassi a breve sui crediti garantiti del mercato monetario, tra i quali il più significativo è il SARON, si collochino in prossimità del tasso guida BNS. Diversamente, il termine «trasmissione» indica il «pass-through» del tasso guida ad altri rilevanti tassi di interesse di mercato e, in ultima istanza, all'attività economica e all'inflazione. L'attuazione della nostra politica monetaria comprende vari strumenti, tra cui la remunerazione degli averi a vista detenuti dalle banche presso la BNS e la conduzione di operazioni di mercato aperto, quali pronti contro termine (PcT) ed emissioni di SNB Bills. Questi sono gli strumenti principali che la BNS usa per attuare la sua politica di tasso di interesse. L'orientamento di politica monetaria viene poi trasmesso a molti tassi di mercato.

La BNS attua la sua politica di tasso di interesse nel segmento a breve garantito del mercato monetario in franchi

La BNS attua la sua politica di tasso di interesse manovrando i tassi a breve sui crediti garantiti del mercato monetario in franchi. È importante considerare che il tasso guida BNS non è un tasso di mercato, ma un mezzo per la comunicazione dell'orientamento di politica monetaria della Banca nazionale. Per influenzare le condizioni monetarie in Svizzera, la BNS fissa il tasso guida al livello desiderato e, mediante la remunerazione differenziata degli averi a vista e operazioni per l'assorbimento di liquidità, manovra i tassi di interesse a breve sui crediti garantiti del mercato monetario in franchi di modo che vi si avvicinino. Fra tali tassi il più significativo è il SARON⁹. Nel corso del recente ciclo di inasprimento, la Banca nazionale ha innalzato il suo tasso di politica monetaria per un totale di 2,5 punti percentuali da -0,75% all'1,75%. Il grafico 7 mostra il tasso guida BNS (linea blu) e il SARON (linea rossa). Emerge chiaramente che ogni aumento del primo è stato interamente trasmesso al secondo.

L'approccio di attuazione della politica monetaria della BNS contribuisce ad allineare tutti i tassi a breve del mercato monetario in franchi. Alcuni di questi, come i tassi sui crediti non garantiti e quelli impliciti derivati da swap di valute, incidono sui costi di finanziamento delle istituzioni finanziarie, che a loro volta influenzano la determinazione del prezzo dei relativi prodotti. Generalmente l'arbitraggio fa sì che tutti i tassi a breve nel mercato monetario risultino strettamente collegati fra loro. Tuttavia, talvolta le frizioni di mercato possono perturbare i meccanismi di arbitraggio. In questi casi l'approccio di attuazione della politica monetaria della BNS contribuisce ad assicurare che questi tassi rimangano ben collegati. Ad esempio, se da una parte la Banca nazionale può intervenire direttamente sul mercato PcT per influenzare il SARON, dall'altra la remunerazione degli

⁹ Per una visione completa sull'approccio di attuazione della politica monetaria attualmente adottato dalla BNS, si veda Maechler e Moser (2022b) e Moser (2023).

averi a vista delle banche eccedenti il limite individuale (attualmente fissata a mezzo punto percentuale in meno rispetto al tasso guida) coadiuva l'allineamento dei tassi di interesse in altri segmenti del mercato su cui la BNS non agisce direttamente. In particolare ciò è rilevante per i tassi del mercato monetario, come quelli impliciti negli swap di valute. Un altro esempio sono gli SNB Bills. In quanto parte del suo strumentario di politica monetaria, la BNS emette titoli di debito propri per assorbire liquidità. Questi offrono il vantaggio aggiuntivo di agevolare l'allineamento dei tassi a breve poiché sono a disposizione di tutti gli operatori del mercato finanziario, inclusi coloro che non hanno accesso al mercato PcT in franchi, su cui si basa il SARON.

Tutti i tassi a breve del mercato monetario in franchi ricalcano l'andamento del tasso guida BNS. Il grafico 8 mostra che nel corso del recente ciclo di inasprimento tutti i tassi di interesse a breve del mercato monetario si sono mossi in prossimità del tasso guida BNS. Quando la Banca nazionale adegua quest'ultimo e ricorre al proprio strumentario di politica monetaria per avvicinare il SARON al nuovo tasso guida, altri tassi a breve del mercato monetario tendono a seguirne i movimenti. Sono stati rilevati solo pochi casi di un più ampio scostamento temporaneo dal tasso guida BNS. Per esempio, a fine anno spesso osserviamo un premio significativo per gli swap di diverse valute – incluso il franco – contro dollari USA, il che comporta un allontanamento dal tasso guida BNS dei tassi impliciti in franchi derivati dagli swap (linea gialla e linea verde nel grafico 8). Nel complesso però, in tutti i segmenti del mercato monetario in franchi i tassi a breve si muovono in prossimità del tasso guida BNS. Come si nota nel grafico, ogni scostamento è stato tendenzialmente modesto e di breve durata ed è stato contenuto con efficacia in diversi modi dal nostro approccio di attuazione della politica monetaria.

L'orientamento di politica monetaria della BNS si trasmette ai tassi di interesse a più lungo termine e a vari segmenti del mercato

Al fine di assicurare condizioni monetarie appropriate, oltre a un'attuazione efficace della politica di tasso di interesse della BNS, sono fondamentali anche la robustezza e l'ampiezza della sua trasmissione. I prezzi di alcuni prodotti finanziari, come i prestiti ipotecari a tasso variabile, sono fissati direttamente sulla base del SARON. Nondimeno, anche la curva dei tassi swap legati a quest'ultimo svolge un ruolo importante nell'agevolare un'ampia trasmissione monetaria. Essa è infatti impiegata per il pricing della maggior parte dei prodotti finanziari, come i prestiti ipotecari, i crediti e le obbligazioni in franchi. Pertanto, il SARON non è soltanto il più importante tasso di riferimento impiegato direttamente in Svizzera, bensì funge anche da ancora per la curva dei tassi swap, ed è quindi parimenti rilevante per altri tassi di interesse in franchi¹⁰.

¹⁰ Per un'analisi approfondita del modo in cui il SARON ha sostituito il LIBOR in qualità di principale tasso di interesse di riferimento in franchi, si veda Maechler e Moser (2022a).

Gli aggiustamenti della politica di tasso di interesse della BNS sono trasmessi alla curva dei tassi swap sul SARON. Se da una parte la BNS controlla direttamente il SARON, il segmento a breve della curva dei tassi swap, dall'altra essa influenza anche i tassi a più lungo termine modellando le aspettative, per esempio tramite la pubblicazione trimestrale della sua previsione condizionata di inflazione¹¹. Ciò è illustrato dal grafico 9 che mostra la curva dei tassi swap sul SARON in tre momenti diversi. Nel maggio del 2022, appena precedentemente al primo aumento del tasso guida BNS, la curva evidenziava un'inclinazione crescente, dato che le aspettative di un futuro aumento dei tassi di interesse erano incorporate nei prezzi del segmento a più lungo termine (linea blu). Un anno dopo, la curva era quasi piatta, visto che i tassi a breve erano saliti in misura significativamente maggiore di quelli a più lunga scadenza (linea rossa). Questa immagine era in linea con le attese degli operatori del mercato secondo cui non sarebbero stati necessari ulteriori rialzi dei tassi per impedire un incremento dell'inflazione. Oggi, la curva è invertita e rispecchia le aspettative degli operatori di un'inflazione moderata e di ulteriori riduzioni del tasso guida BNS nel prossimo futuro (linea gialla).

Gli aggiustamenti della politica di tasso di interesse della BNS sono trasmessi anche ad altri segmenti del mercato finanziario. Affinché la trasmissione monetaria sia efficace, il tasso guida BNS deve influire non solo sugli swap di tasso di interesse, ma anche su tutti gli altri segmenti rilevanti del mercato finanziario. Il grafico 10 mostra l'andamento di diversi tassi di interesse a 10 anni a partire dal 2021. Come si vede, quelli sui prestiti ipotecari (linea rossa), uno dei prodotti principali offerti dalle banche, hanno replicato la curva dei tassi swap dall'inizio del 2022 (linea blu)¹². I rendimenti su altri prodotti finanziari, come obbligazioni societarie (linea verde) e obbligazioni fondiarie (linea gialla) hanno altresì seguito da vicino l'evoluzione di tali tassi. Dopo un'impennata nel 2022, questi tassi di interesse si sono stabilizzati nel 2023 e sono addirittura scesi leggermente negli ultimi mesi.

In sintesi, la robusta trasmissione della politica di tasso di interesse della BNS ai tassi di interesse di mercato ha aiutato a ridurre la pressione inflazionistica. Se parte del calo dell'inflazione svizzera negli ultimi mesi può essere attribuita alla contrazione dell'inflazione importata, la politica di tasso di interesse della BNS e la robusta trasmissione hanno aiutato a mitigare gli effetti di secondo impatto mantenendo le aspettative inflazionistiche a medio termine ben ancorate. Un elemento importante è che nel recente ciclo di inasprimento monetario la BNS ha integrato la sua politica di tasso di interesse con gli interventi sul mercato dei cambi al fine di creare condizioni monetarie propizie alla stabilità dei prezzi a medio termine.

¹¹ La BNS tradizionalmente non dà indicazioni prospettiche sulle sue intenzioni relativamente alla politica monetaria, la cosiddetta «forward guidance».

¹² La correlazione generalmente forte fra tassi swap e prestiti ipotecari a tasso fisso è riapparsa quando i tassi di interesse sono tornati in territorio positivo. Tale correlazione è stata smorzata nel contesto di tassi di interesse negativi, quando le banche cercavano di compensare il loro margine negativo sulle passività (si veda Baeriswyl et al. 2021).

La BNS fa ricorso all'occorrenza agli interventi sul mercato dei cambi a complemento della sua politica di tasso di interesse

Gli interventi valutari sono uno strumento di politica monetaria della BNS che ha dato buona prova di sé. La BNS si è avvalsa degli interventi sul mercato dei cambi come strumento integrativo alla manovra del tasso di politica monetaria per molti anni. Essa ha maturato pertanto una considerevole esperienza ai fini di un impiego efficace di questo strumento¹³. In particolare ha investito ingenti risorse nel know-how e nella tecnologia per tenersi al passo con gli sviluppi sui mercati dei cambi globali. Emergono due tendenze principali: la crescente elettronicizzazione e la frammentazione dei mercati. Oggigiorno la maggior parte delle operazioni in cambi è eseguita elettronicamente e si assiste a uno spostamento di grandi volumi di contrattazioni dai mercati primari a un numero crescente di piattaforme diverse¹⁴.

Durante il recente ciclo di inasprimento monetario la BNS ha venduto valuta estera e ciò ha contribuito all'apprezzamento del franco e coadiuvato ad attenuare l'inflazione importata. In passato la BNS è ricorsa agli interventi sul mercato dei cambi come ausilio per contrastare la pressione deflazionistica. Per esempio, durante la pandemia da coronavirus la BNS ha acquistato valuta estera per contrastare le acute e repentine spinte all'apprezzamento sul franco, che avevano esercitato un'eccessiva pressione al ribasso sull'inflazione. Per contro nel 2022, quando l'inflazione è aumentata in Svizzera così come a livello mondiale, la BNS ha cominciato a vendere valuta estera per sostenere l'apprezzamento del franco attuando così l'inflazione importata (cfr. grafico 11).

In sintesi, gli interventi sul mercato valutario hanno dimostrato di essere un importante strumento integrativo della politica monetaria della BNS. Gli interventi sul mercato dei cambi sono stati efficaci nel combattere le pressioni sia deflazionistiche che inflazionistiche, cosa che sottolinea la versatilità di questo strumento per mantenere la stabilità dei prezzi in Svizzera. Senza le vendite di valuta estera, la BNS avrebbe dovuto innalzare i tassi di interesse in misura molto maggiore durante il recente ciclo di inasprimento per assicurare condizioni monetarie appropriate.

Conclusioni

L'inflazione in Svizzera ha raggiunto un picco pari al 3,5% nell'agosto del 2022 per poi contrarsi sensibilmente. Nel marzo di quest'anno si collocava all'1,0%. Se la distensione delle strozzature nelle catene di fornitura globali e il calo dei prezzi energetici hanno contribuito a ridurre la pressione inflazionistica, gli aggiustamenti delle condizioni monetarie da parte della

¹³ Alcuni studi accademici indicano che gli interventi sui mercati dei cambi possono influenzare il tasso di cambio, sia a breve che a lungo termine, dato che questi agiscono mediante un'ampia gamma di canali. Ad esempio, essi influiscono sulla liquidità del mercato, sugli equilibri dei portafogli e sull'offerta di moneta, ma inviano anche segnali che hanno un impatto sulle aspettative di mercato (si veda p. es. Sarno e Taylor, 2001; Bouchaud, 2022). Si veda anche Cwik e Winter (2024) per una dimostrazione dell'efficacia degli acquisti di valuta estera della BNS nel periodo fino al giugno 2022.

¹⁴ Per un'analisi più approfondita dei cambiamenti strutturali nel mercato valutario e delle loro implicazioni per la BNS, si veda Maechler e Moser (2021).

BNS hanno svolto un ruolo chiave a tal fine. Attuando in modo efficace la sua politica di tasso di interesse nel segmento a breve garantito del mercato monetario in franchi e assicurandone un'ampia trasmissione a tutti i tassi di interesse rilevanti del mercato finanziario e ai tassi di cambio del franco, la BNS è stata in grado di attenuare rapidamente l'inflazione in Svizzera. A complemento della sua politica di tasso di interesse, la BNS ha venduto valuta per contrastare la pressione inflazionistica dall'estero. La politica di tasso di interesse è la leva principale della BNS per influenzare le condizioni monetarie; nondimeno, in un'economia aperta di piccole dimensioni come la Svizzera gli interventi sul mercato dei cambi hanno dimostrato di essere uno strumento addizionale efficace per creare condizioni monetarie in grado di assicurare la stabilità dei prezzi.

Riferimenti bibliografici

- Alcidi, C., M. Barslund, A. Bris, W. P. de Groen, D. Gros e K. Pilbeam (2015), «Currency interventions: Effective policy tool or short-sighted gamble?», *Intereconomics*, ISS 16-964X, Springer, Heidelberg, vol. 50, n. 2, pp. 64-81.
- Baeriswyl, R., L. M. Fuhrer, P. Gerlach-Kristen e J. Tenhofen (2021), «The Dynamics of Bank Rates in a Negative-rate Environment: The Swiss Case», *SNB Working Papers*, Banca nazionale svizzera, maggio.
- Bouchaud, J.-P. (2022), «The inelastic market hypothesis: a microstructural interpretation», *Quantitative Finance* 22(10), pp. 1785-1795.
- Cwik, T. e C. Winter (2024), «FX interventions as a form of unconventional monetary policy», *SNB Working Papers*, Banca nazionale svizzera, aprile.
- Fink, F., L. Frei, T. Maag e T. Zehnder (2024), «The impact of SNB monetary policy on the Swiss franc and longer-term interest rates», *International Journal of Central Banking*, vol. 20, n. 1, pp. 53-92.
- Gagnon, J. E. (2024), «Supply shocks were the most important source of inflation in 2021-23, but raising rates to curb demand was still appropriate», *PIEE Insider*, 21 febbraio.
- Jordan, T. (2020), «Grandi sfide per un piccolo paese: la risposta di politica monetaria della Svizzera alla pandemia da coronavirus», IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture.
- Maechler, A. e T. Moser (2021), «La trasformazione del mercato dei cambi e le implicazioni per la Banca nazionale», *Aperitivo «Mercato monetario»*, Banca nazionale svizzera, 11 novembre.
- Maechler, A. e T. Moser (2022a), «L'era post-Libor: i nuovi tassi di interesse di riferimento», *Aperitivo «Mercato monetario»*, Banca nazionale svizzera, 31 marzo.
- Maechler, A. e T. Moser (2022b), «Ritorno a tassi di interesse positivi: perché una remunerazione differenziata («reserve tiering»)», *Aperitivo «Mercato monetario»*, Banca nazionale svizzera, 17 novembre.
- Moser, T. (2023), «Attuazione della politica monetaria con tassi di interesse positivi e un ampio bilancio: prime esperienze», *Aperitivo «Mercato monetario»*, Banca nazionale svizzera, 9 novembre.
- Sarno, L. e M. P. Taylor (2001), «Official intervention in the foreign exchange market: is it effective and, if so, how does it work?», *Journal of Economic Literature* 52(1), 830-868.

L'attuazione e la trasmissione della politica monetaria della BNS durante il recente ciclo di inasprimento

Antoine Martin

Membro della Direzione generale, Banca nazionale svizzera

Thomas Moser

Membro supplente della Direzione generale, Banca nazionale svizzera

Aperitivo «Mercato monetario»

Zurigo, 18 aprile 2024

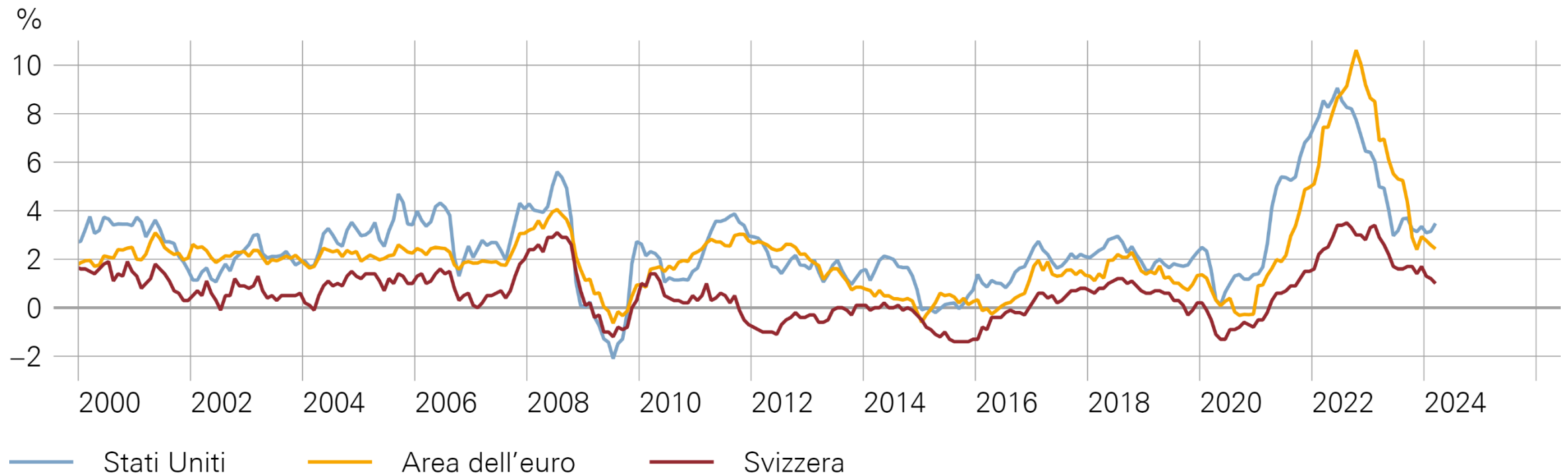
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Dopo aver toccato il picco nella seconda metà del 2022, l'inflazione mondiale è scesa considerevolmente

INFLAZIONE DEI PREZZI AL CONSUMO

Variazione rispetto all'anno precedente

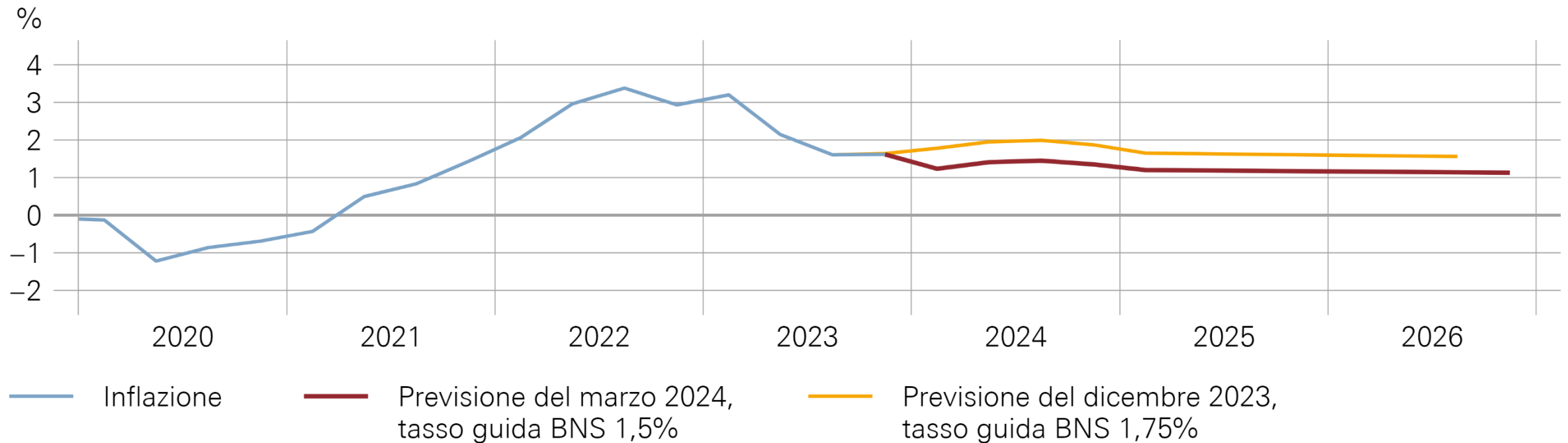


Fonti: BLS, BNS, Eurostat e UST.

La previsione condizionata di inflazione della BNS per i prossimi anni si colloca nell'area che essa assimila alla stabilità dei prezzi

INDICE NAZIONALE DEI PREZZI AL CONSUMO E PREVISIONE CONDIZIONATA DI INFLAZIONE DEL MARZO 2024

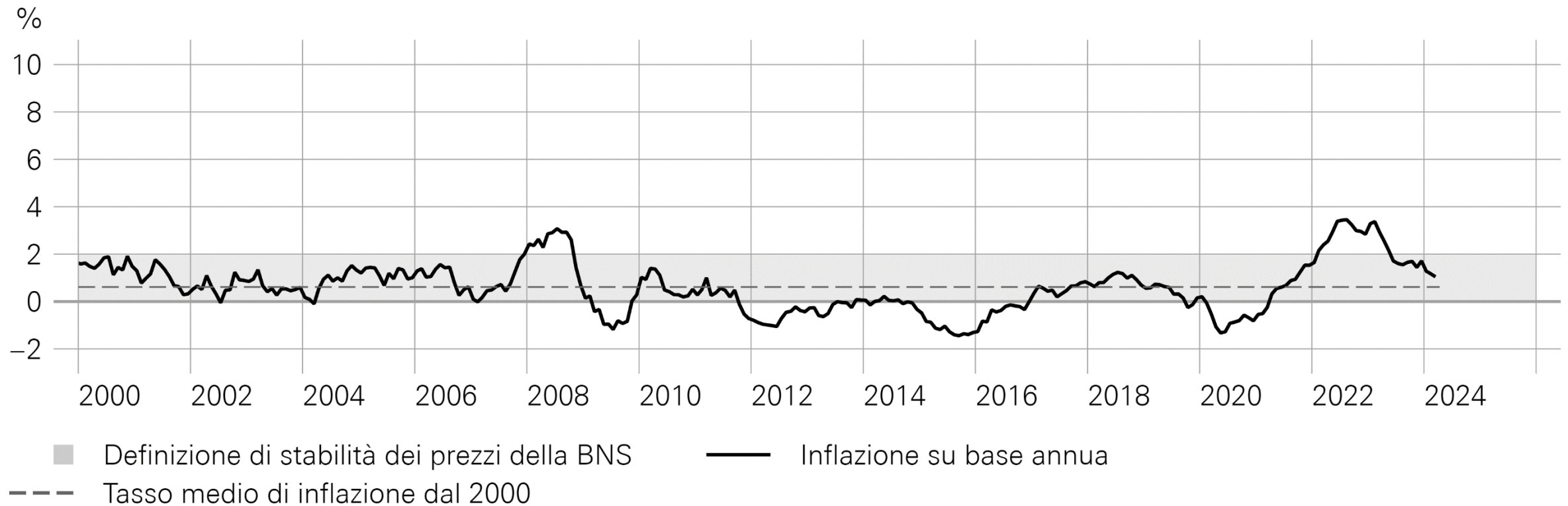
Variazione rispetto all'anno precedente



Fonti: BNS e UST.

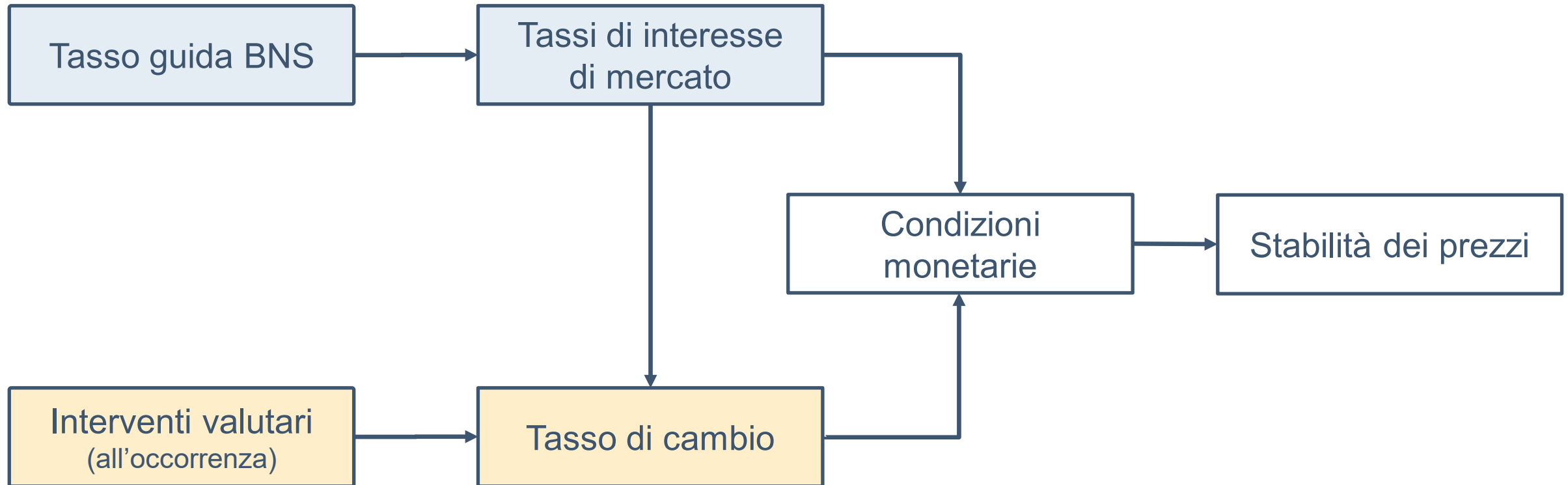
Dal 2000 ad oggi la Banca nazionale è riuscita nel suo obiettivo di preservare la stabilità dei prezzi a medio termine

INFLAZIONE IN SVIZZERA E DEFINIZIONE DI STABILITÀ DEI PREZZI DELLA BNS



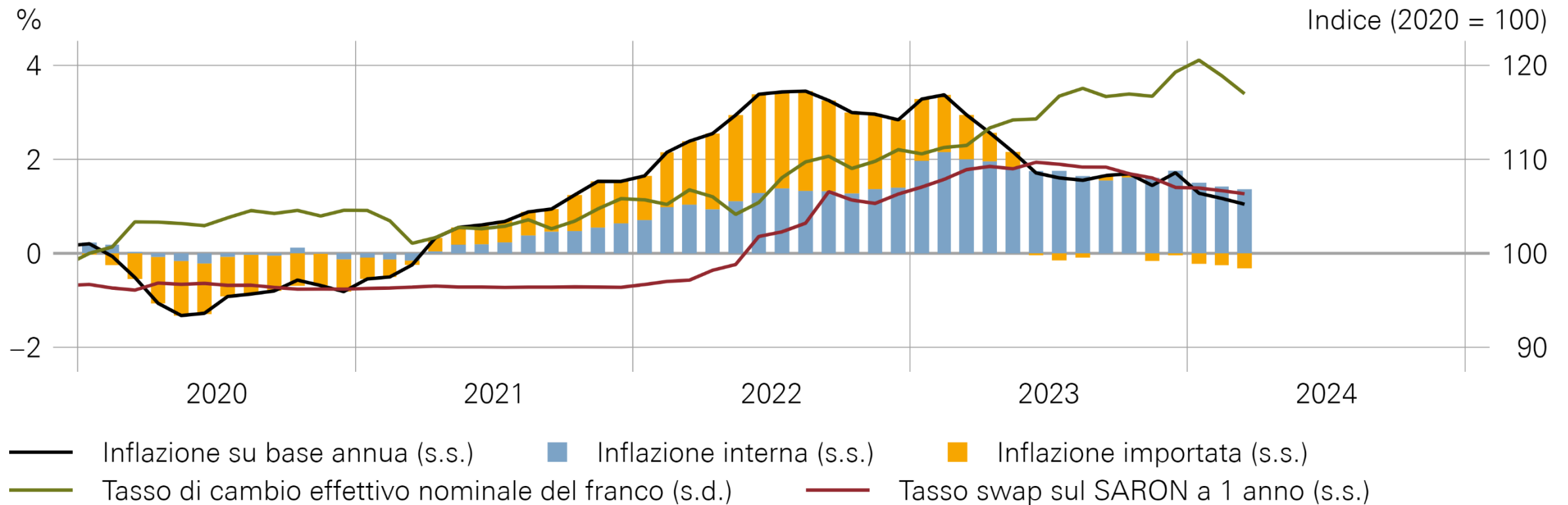
Fonti: BNS e UST.

La BNS deve mantenere condizioni monetarie appropriate per garantire la stabilità dei prezzi



La BNS deve mantenere condizioni monetarie appropriate per garantire la stabilità dei prezzi

INFLAZIONE IN SVIZZERA E CONTRIBUTI, TASSO DI CAMBIO E TASSO SWAP SUL SARON

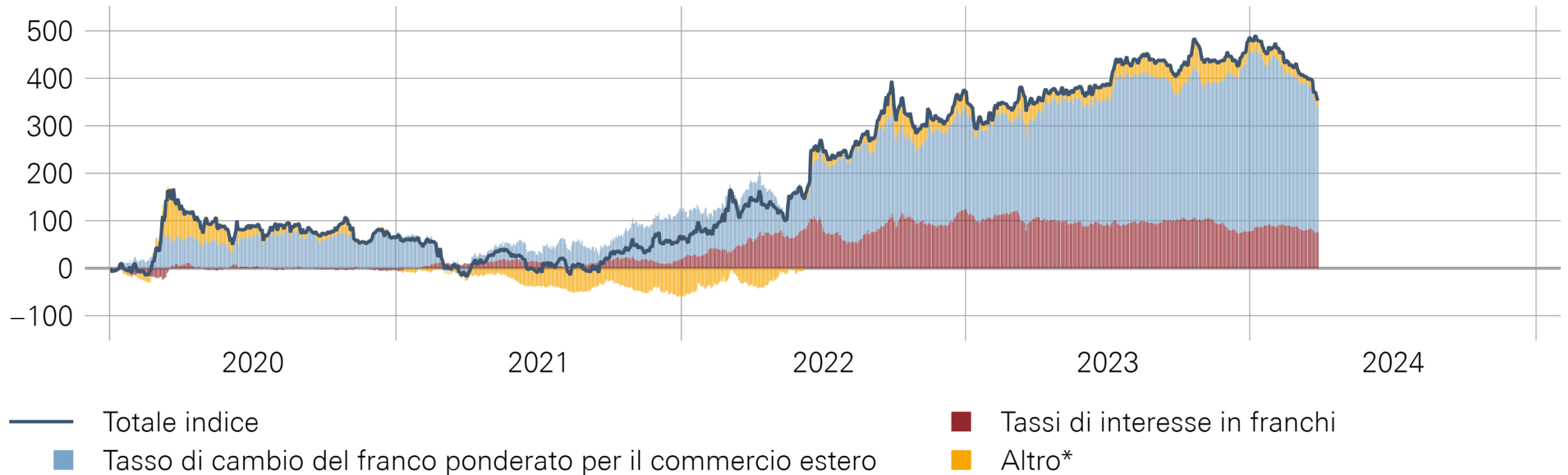


Fonti: Bloomberg, BNS, FMI e UST.

Dal 2021 le condizioni monetarie si sono significativamente inasprite in Svizzera

INDICE GOLDMAN SACHS DELLE CONDIZIONI FINANZIARIE PER LA SVIZZERA E CONTRIBUTI

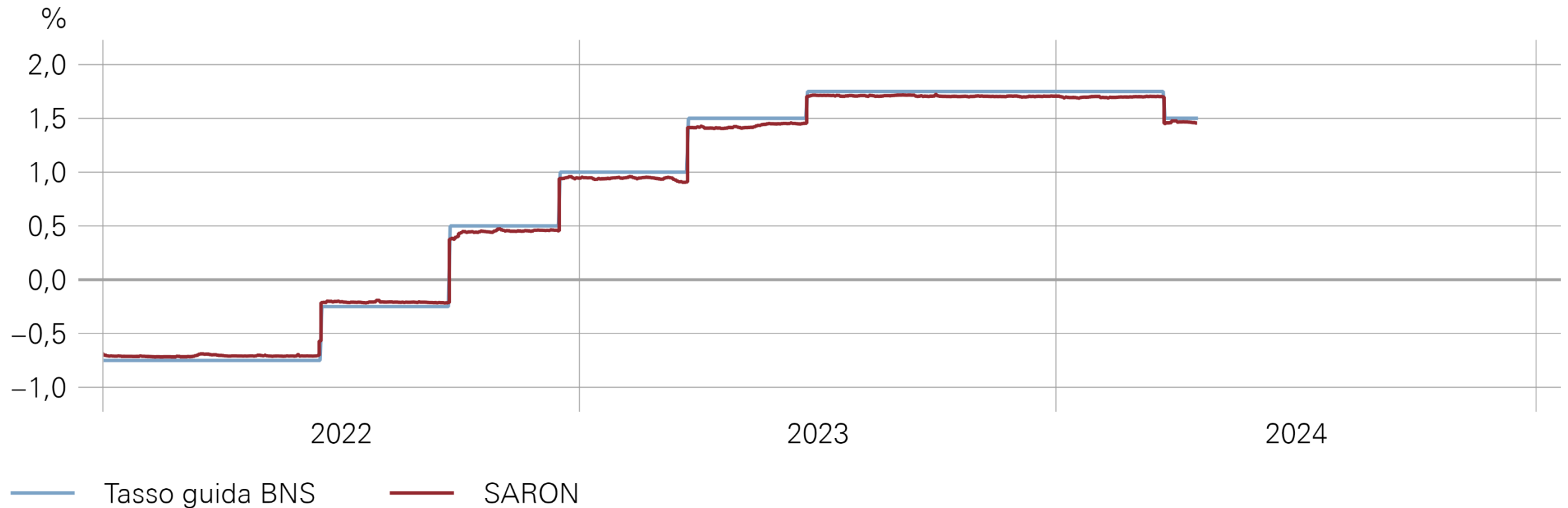
Indice (2020 = 0)



Fonti: BNS e Goldman Sachs. **Nota:** *Altro include differenziali creditizi e azioni.

La BNS attua la politica di tasso di interesse avvicinando i tassi a breve sui crediti garantiti del mercato monetario in franchi al tasso guida BNS

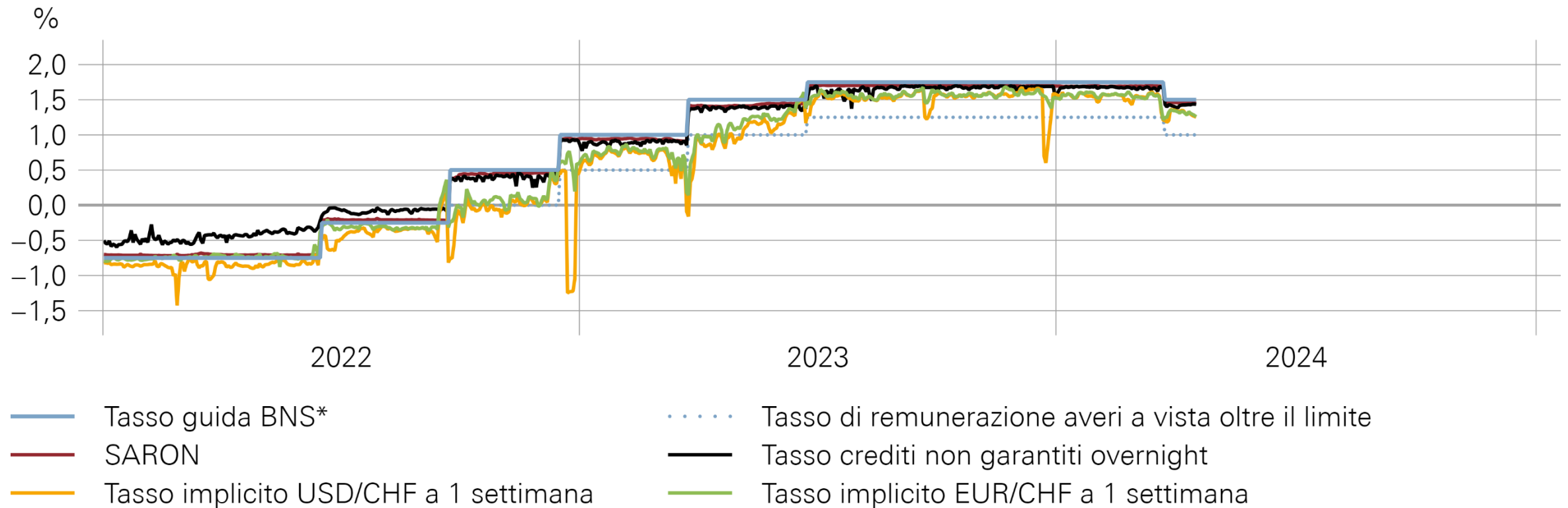
TASSO GUIDA BNS E SARON



Fonte: BNS.

Tutti i tassi a breve del mercato monetario in franchi ricalcano l'andamento del tasso guida BNS

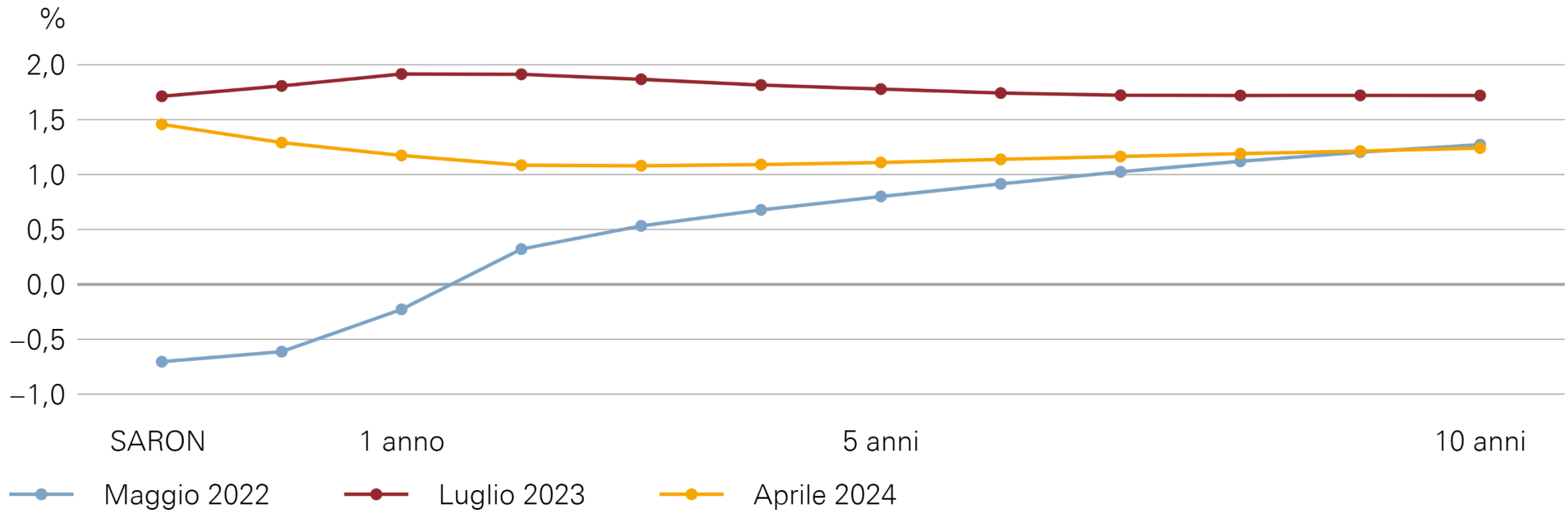
TASSO GUIDA BNS E TASSI A BREVE DEL MERCATO MONETARIO



Fonti: Bloomberg, BNS, Gottex Brokers e Instimatch. *Corrisponde alla remunerazione degli averi a vista fino al limite individuale dal settembre 2022.

L'orientamento di politica monetaria della BNS si trasmette alla curva dei tassi swap sul SARON

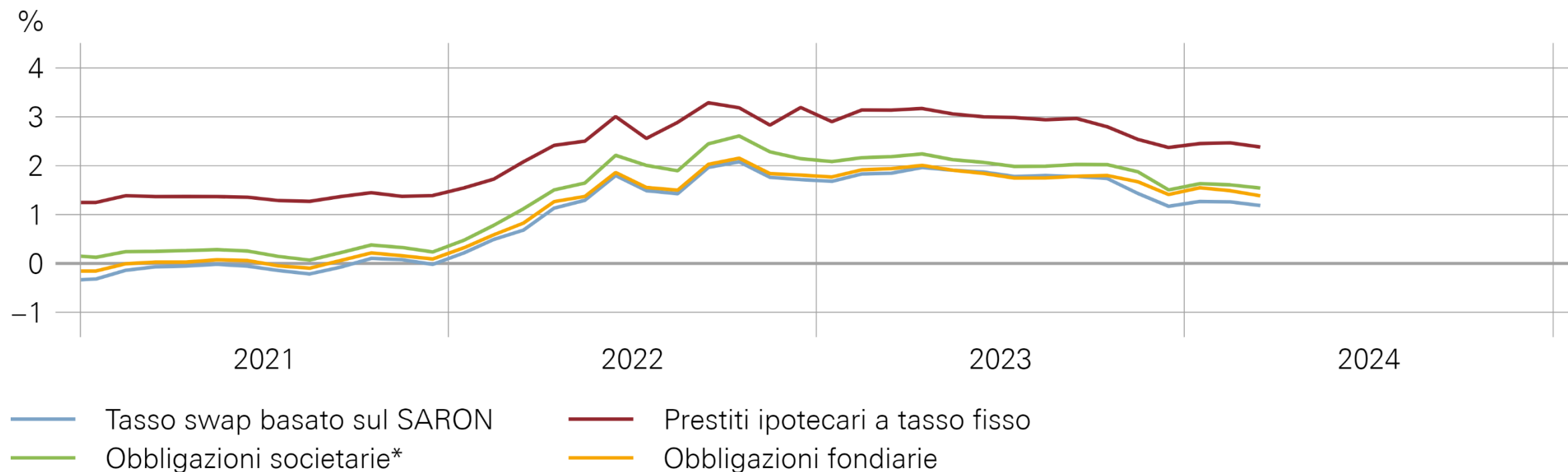
CURVE DEI TASSI SWAP BASATI SUL SARON



Fonti: Bloomberg e BNS.

L'orientamento di politica monetaria della BNS si trasmette a vari segmenti del mercato

TASSI DI INTERESSE A 10 ANNI IN VARI SEGMENTI DEL MERCATO

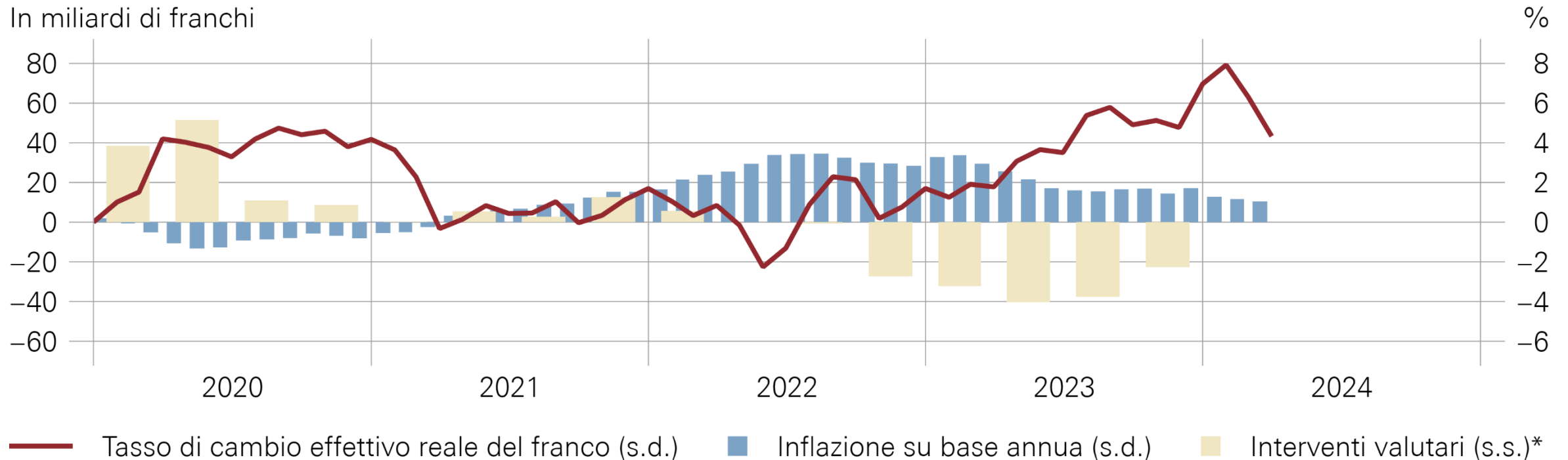


* Include obbligazioni di industria (fra cui centrali energetiche) e commercio.

Fonti: Bloomberg e BNS.

La BNS ha venduto valuta estera per sostenere l'apprezzamento del franco e attenuare così l'inflazione importata

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DEL FRANCO, INFLAZIONE E INTERVENTI VALUTARI DELLA BNS



*Dati sugli interventi valutari disponibili fino al 4° trim. 2023.

Fonti: BNS, FMI e UST.

Grazie per la vostra attenzione!

© Banca nazionale svizzera

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

