

Embargo fino
31 marzo 2022, ore 16.00

L'era post-Libor: i nuovi tassi di interesse di riferimento

Aperitivo «Mercato monetario» virtuale

Andréa M. Maechler e Thomas Moser*

Membro della Direzione generale / membro supplente della Direzione generale
Banca nazionale svizzera
Webcast, 31 marzo 2022
© Banca nazionale svizzera, Zurigo, 2022 (discorso originale in inglese)

* Si ringraziano Julia Baer, Lucas Fuhrer e Mico Loretan per il supporto fornito nella stesura di questo testo. Un sentito ringraziamento va anche a Roman Baumann, Christoph Hirter, Cyrille Planner, Carolin Reiss, Jacqueline Thomet, Andreas Wehrli e Tanja Zehnder per i preziosi commenti, nonché ai servizi linguistici della BNS per la traduzione.

Gentili signore e signori,

Buon pomeriggio o, a seconda della località in cui vi trovate fisicamente oggi, buongiorno o buonasera. Insieme al collega Thomas Moser abbiamo il piacere di darvi un caloroso benvenuto a questa edizione primaverile dell'Aperitivo «Mercato monetario», evento semestrale della Banca nazionale svizzera (BNS). L'intervento e la successiva tavola rotonda si svolgeranno in inglese, ma è possibile porre domande anche in francese e in tedesco. Le traduzioni del discorso sono pubblicate sul sito Internet della BNS in italiano, francese e tedesco.

Prima di continuare, però, permettetemi di ricordare che qualche ora fa è cominciata la sesta settimana della guerra russa in Ucraina. Vorrei esprimere le mie più sentite condoglianze e sincera solidarietà alla popolazione colpita e alle persone coinvolte nella crisi umanitaria. Speriamo che la guerra e le immani sofferenze che infligge finiscano al più presto.

Molti, o probabilmente la maggior parte, di voi presenti all'evento di quest'oggi sanno che l'epoca dei tassi basati sul Libor si è conclusa, nella maggioranza dei casi, alla fine del 2021. Con la dismissione del Libor è iniziata una nuova era di tassi di interesse di riferimento, o tassi di interesse benchmark¹. Per i mercati finanziari questo evento ha significato un cambiamento di paradigma. La gestione del passaggio dal Libor ai nuovi tassi di riferimento e, soprattutto, l'esigenza di assicurare una transizione ordinata hanno rivestito una enorme importanza non solo per gli operatori di mercato ma anche per le banche centrali, inclusa la BNS. Nell'intervento di quest'oggi Thomas ed io illustreremo alcuni degli aspetti principali di questa transizione.

Inizieremo facendo un passo indietro, in senso figurato, per riflettere sulla rilevanza generale dei tassi di riferimento per un'economia moderna. Ci domanderemo anche perché e in quali circostanze alcuni saggi di interesse acquisiscono o perdono il loro status di riferimento. Osserveremo successivamente che, dopo essere stato il tasso di riferimento chiave per diverse valute durante svariati decenni, il Libor ha progressivamente perso questo status in seguito alla crisi finanziaria globale del 2007-2009 e con la contrazione degli scambi sui mercati monetari non garantiti nonché l'emergere di manipolazioni dei tassi di riferimento². Evidenzieremo inoltre le principali differenze tra i vecchi tassi Libor e i nuovi saggi di riferimento con particolare riguardo al SARON, che ha sostituito il Libor in franchi. Esamineremo infine come la transizione al SARON ha influito sull'attuazione della politica monetaria della BNS.

¹ I termini «tasso di riferimento» e «tasso benchmark» sono frequentemente utilizzati come sinonimi. Nel nostro discorso useremo «tasso di riferimento».

² Nel presente discorso, ci concentreremo sugli sviluppi dei tassi Libor, senza esaminare quelli relativi ad altri tassi di riferimento interbancari non garantiti.

La centralità dei tassi di riferimento per un'economia moderna

Immaginiamo per un attimo che in un'economia non vi siano tassi di riferimento. Come funzionerebbe un simile sistema? A titolo esemplificativo consideriamo un prodotto finanziario molto comune in Svizzera: un prestito ipotecario a tasso variabile con pagamento degli interessi a cadenza trimestrale. In questo tipo di prodotto gli interessi, legati a un tasso di riferimento, sono definiti ogni tre mesi e possono variare nel tempo³. Una domanda fondamentale è: come verrebbero calcolati questi importi trimestrali senza tassi di riferimento a cui ancorarsi? La risposta è semplice: in assenza di siffatti tassi, l'interesse trimestrale verrebbe stabilito sulla base di trattative bilaterali tra la parte mutuataria, per esempio chi detiene la proprietà dell'abitazione, e la parte mutuante, per esempio la banca che ha finanziato il prestito. Un aspetto importante è che l'accordo raggiunto dipenderebbe dal costo sostenuto da quest'ultima per continuare a finanziare il prestito ipotecario, che è un'informazione conosciuta dalla parte mutuante ma non dalla parte mutuataria. A causa di questa asimmetria di informazione, tali contrattazioni risulterebbero presumibilmente noiose e causerebbero perdite di tempo sia per il soggetto proprietario sia per la banca. Inoltre, andrebbero ripetute ogni tre mesi per l'intera durata del prestito ipotecario a tasso variabile.

Molto probabilmente trattative reiterate e non trasparenti scoraggerebbero tante, se non la maggioranza, delle parti contraenti a concludere in linea prioritaria prestiti di questo tipo o, come minimo, li renderebbero estremamente onerosi. Questo ostacolo sorgerebbe non soltanto per i prestiti ipotecari, ma anche per praticamente tutti gli altri contratti finanziari con tassi di interesse variabili nel tempo⁴. In breve, in un'economia priva di tassi di riferimento adeguati, il settore finanziario sarebbe verosimilmente meno efficiente e più esiguo. In tal senso, i saggi di riferimento sono di centrale importanza per un sistema finanziario ben funzionante.

Creando trasparenza sui costi di finanziamento, i tassi di riferimento consentono di ridurre sensibilmente la complessità delle trattative inerenti ai contratti finanziari⁵. La slide 1 illustra come si formano concretamente tali tassi: i saggi di interesse applicati alle transazioni concluse in un segmento specifico del mercato monetario (raffigurate nella parte sinistra) sono raccolti e aggregati da un organismo indipendente, generalmente indicato come amministratore (parte centrale), che li pubblica sotto forma di tasso di riferimento; quest'ultimo è poi utilizzato in un'ampia gamma di prodotti finanziari (parte destra).

I tassi di riferimento sono presenti in quasi tutti i prodotti, come i prestiti ipotecari e i crediti alle imprese a varie scadenze. Per decenni il più importante per l'economia svizzera è stato il Libor in franchi. Il grafico nella slide 2 mostra che ancora nell'ultimo trimestre del 2020 la maggioranza delle banche lo impiegava come tasso di riferimento principale (area gialla) e

³ In aggiunta a questi costi di finanziamento, l'importo complessivo per il pagamento degli interessi trimestrali prevedrebbe altre componenti di spesa, in particolare un premio per il rischio specifico alla parte mutuataria. Per semplicità prescindiamo da tali considerazioni in questa sede.

⁴ Anche i prodotti a tasso fisso sarebbero probabilmente colpiti indirettamente dall'assenza di tassi di riferimento.

⁵ Cfr. Duffie e Stein (2015).

che solo nell'ultimo trimestre del 2021 è stato offuscato dal SARON (area rossa). Torneremo più tardi sui vari aspetti della transizione.

I tassi di riferimento possono confluire nei contratti finanziari sia direttamente che indirettamente. Se si ripensa al caso dei prestiti ipotecari a tasso variabile che ho menzionato prima, il Libor a tre mesi era spesso indicato direttamente nei termini contrattuali relativi al tasso di interesse. I tassi di riferimento sono utilizzabili però anche indirettamente in prodotti a saggio fisso, per esempio tramite la struttura per scadenze dei tassi di interesse. La struttura per scadenze basata sul mercato degli swap, chiamata «curva dei tassi swap», è spesso impiegata dalle banche per determinare il prezzo dei prestiti alle imprese e di altri prodotti del mercato dei capitali a tasso di interesse fisso⁶. Per il segmento a breve della curva dei tassi swap in franchi si faceva riferimento al Libor a tre o sei mesi (cfr. grafico nella slide 3)⁷.

I tassi di riferimento sono anche cruciali nella trasmissione della politica monetaria tramite il cosiddetto canale dei tassi di interesse. Per esempio, se una banca centrale decide di allentare o inasprire la politica monetaria, lo fa abbassando o aumentando il suo tasso ufficiale e effettuando poi nel mercato monetario le operazioni necessarie a condurre in prossimità del nuovo obiettivo i tassi del mercato, inclusi quelli di riferimento. In altre parole, i cambiamenti nell'orientamento della politica monetaria si riflettono nei tassi di riferimento. Tramite il canale delle aspettative le variazioni intervenute nei tassi a breve si trasmettono poi a quelli a scadenza più lunga, come i tassi swap, che sono rilevanti per l'economia reale. Quanto più esteso è l'utilizzo dei tassi di riferimento nei prodotti finanziari, tanto più rapida sarà probabilmente la trasmissione di un impulso monetario all'economia reale.

Affinché un tasso di interesse di mercato ottenga lo status di tasso di riferimento, gli operatori devono essere disposti a impiegarlo nei contratti finanziari. Ciò implica che i tassi di riferimento devono incorporare efficientemente tutte le informazioni economiche e del mercato finanziario rilevanti secondo i principi di affidabilità e robustezza. Per essere affidabile, sia la raccolta e aggregazione dei dati sottostanti sia la pubblicazione del tasso stesso si devono svolgere secondo procedure trasparenti e chiaramente definite che, prese unitamente, assicurino l'impossibilità per gli operatori di manipolarlo. Per essere robusto, invece, un tasso deve essere generato a partire da transazioni effettive e osservabili concluse in un mercato profondo e liquido e riflettere quindi le condizioni reali di finanziamento. Più un tasso di riferimento soddisfa i criteri di affidabilità e robustezza, maggiore sarà probabilmente il suo ruolo nel sistema finanziario⁸.

Permettetemi di sintetizzare queste considerazioni generali in due concetti cardine. Primo, i tassi di riferimento aiutano a semplificare e organizzare in un unico dato pubblicamente disponibile grandi quantità di informazioni rilevanti per il mercato inerenti alle condizioni di

⁶ La curva dei tassi swap è particolarmente rilevante per il mercato dei capitali in franchi. Ciò è dovuto al fatto che le curve dei rendimenti alternative, quali quelle dei titoli di Stato, solitamente impiegate in altre valute, non presentano liquidità sufficiente in franchi per fungere da riferimento nella determinazione dei prezzi.

⁷ In altre valute si utilizzava generalmente il Libor a tre mesi.

⁸ Cfr. Brändli, Guggenheim e Jüttner (2016); Nakaso (2013); IOSCO (2013).

finanziamento. A sua volta, ciò riduce nettamente i costi di transazione nei mercati finanziari, e in particolare quelli di contrattazione. Secondo, i tassi di riferimento devono essere generati in modo affidabile e robusto. Se l'uno o l'altro ingrediente viene a mancare rischiano di perdere questo ruolo.

Ascesa e caduta del Libor come tasso di riferimento

Un lungo periodo di forte espansione mondiale dei mercati finanziari all'inizio degli anni 1970 fece emergere la necessità di disporre di tassi di riferimento in varie valute e per diversi prodotti. Ad affermarsi fu il sistema del Libor, acronimo di **L**ondon **i**nter**b**ank **o**ffered **r**ate. Il Libor era straordinariamente efficiente e semplice, dato che veniva calcolato in base alle dichiarazioni di un panel di banche operanti a livello globale, che indicavano il tasso di interesse al quale avrebbero potuto prendere in prestito fondi sul mercato interbancario non garantito. Questo tasso, che per molto tempo ha rispecchiato fedelmente le condizioni presenti nei mercati monetari interbancari non garantiti, era generalmente considerato tanto affidabile quanto robusto. Sono questi i motivi per cui, per svariati decenni, i tassi Libor venivano impiegati per determinare il prezzo di un'ampia gamma di prodotti finanziari.

La crisi globale del 2007-2009 ha avuto numerosi effetti duraturi sulle istituzioni e sui sistemi finanziari di tutto il mondo. Fra questi, di particolare interesse per l'argomento del discorso di oggi, vi è il riconoscimento della necessità per le banche di comprendere e gestire meglio i loro rischi di controparte e di liquidità, anche per quanto riguarda le esposizioni verso altre banche. Pertanto, si è assistito a una svolta, su scala globale, da un sistema di prestiti interbancari stipulati prevalentemente su base non garantita a uno di prestiti stipulati perlopiù su base garantita (collateralizzata). Il conseguente calo dell'attività di negoziazione nel segmento interbancario non garantito si è fatto presto sentire, soprattutto sul mercato monetario in franchi⁹.

La progressiva contrazione del volume di operazioni interbancarie non garantite ha finito per ridurre il contenuto di informazioni economiche e quindi la robustezza del Libor, al punto che i tassi Libor pubblicati erano sempre più spesso basati unicamente sul cosiddetto «giudizio degli esperti». Come illustrato nei grafici della slide 4, nel 2019 il calcolo per i tassi Libor in franchi (le colonne in rosso a sinistra) poggiava ormai esclusivamente su tali giudizi, per tutte le scadenze. La dipendenza da queste valutazioni non si limitava al Libor in franchi. Per esempio, già nel 2019, tutti i tassi Libor in dollari USA con l'eccezione di quello overnight (raffigurato nella prima colonna del grafico a destra) dipendevano fortemente dal giudizio degli esperti.

A partire dal 2008 iniziò a diffondersi la notizia che alcuni trader su tassi di interesse erano di fatto riusciti a manipolare determinati tassi Libor¹⁰. Le successive indagini da parte delle autorità confermarono tali manipolazioni e comportarono ingenti ammende. Ciò ebbe ampio

⁹ Cfr. Guggenheim, Kraenzlin e Schumacher (2011).

¹⁰ Cfr. Mollenkamp (2008); Mollenkamp e Whitehouse (2008).

risalto nell'opinione pubblica e minò seriamente la fiducia nell'affidabilità e robustezza del Libor. A seguito di questi eventi, furono intrapresi numerosi tentativi per ristabilire la fiducia nei tassi di riferimento. Nel 2013 l'Organizzazione internazionale delle Autorità di controllo dei mercati finanziari (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) propose una serie di principi da applicare ai tassi di riferimento e, nel 2014, il Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB) dal canto suo raccomandò di considerare due piani di riforma: il primo incentrato sul rafforzamento dei tassi esistenti, quali il Libor, il secondo inteso a svilupparne di alternativi¹¹.

Per molti anni un notevole impegno venne profuso su entrambi i fronti. Col tempo apparve tuttavia chiaro che i volumi di scambio nel segmento non garantito dei mercati monetari interbancari non si sarebbero più ripresi. Alla luce di questi sviluppi, nel luglio del 2017 l'autorità di vigilanza sul Libor, la Financial Conduct Authority (FCA), rese noto che non avrebbe più richiesto alle banche del panel di fornire, oltre la fine del 2021, i dati necessari alla determinazione del tasso. L'evento è cerchiato in blu nella parte sinistra della slide 5. Nel marzo 2021, come evidenziato dal secondo cerchio blu più a destra, la FCA e l'amministratore del Libor rilasciarono dichiarazioni che confermavano la decisione di dismettere quest'ultimo nella maggior parte delle valute a fine 2021¹².

Data l'enorme rilevanza dei tassi di riferimento a cui abbiamo accennato in precedenza, sostituire il Libor con alternative valide richiese un grande lavoro. Per il caso del franco un'alternativa appropriata era di fatto già disponibile: il SARON (acronimo di Swiss average rate overnight), sviluppato congiuntamente dalla BNS e da SIX Swiss Exchange e introdotto per la prima volta nel 2009. Il SARON è basato sull'attività nel mercato delle operazioni overnight di pronti contro termine (PcT), di gran lunga il segmento più liquido di tutto il mercato monetario in franchi, ed è calcolato a partire da transazioni effettive e quotazioni impegnative. Il calcolo e la successiva pubblicazione avvengono a cura dell'amministratore SIX Index SA. Poiché il SARON è determinato conformemente ai principi IOSCO volti a garantire tanto l'affidabilità quanto la robustezza dei benchmark finanziari, esso può fungere plausibilmente da tasso di riferimento. Gli aspetti metodologici del SARON sono riesaminati almeno una volta all'anno da una commissione sugli indici che può suggerire cambiamenti ove ritenuti necessari a garantire la continua affidabilità e robustezza del tasso.

Le autorità e gli operatori attivi nei mercati delle valute del Libor hanno istituito gruppi di lavoro per attuare e rendere operativa la sua dismissione, un compito immenso. In Svizzera il forum di discussione principale è stato il Gruppo di lavoro nazionale sui tassi di riferimento in franchi (National Working Group on Swiss Franc Reference Rates, o NWG), che ha definito e diretto il passaggio dal Libor in franchi al SARON. L'apporto qualificato fornito dai membri dell'NWG è stato fondamentale per il buon esito della transizione, conclusasi a fine 2021. Il

¹¹ Per la precisione, l'FSB (2014) aveva raccomandato di individuare tassi di riferimento alternativi a rischio pressoché nullo, in quanto gli operatori di mercato avevano indicato una preferenza per un benchmark che non contenesse la componente del rischio di credito.

¹² La FCA annunciò anche che alcuni fixing del Libor sarebbero stati mantenuti per un periodo limitato oltre il 2021, sotto forma di Libor sintetico (lira sterlina e yen) oppure solo per determinate scadenze (dollari USA), al fine di consentire una riduzione graduale dei contratti «tough legacy» (per cui la cessazione entro il 2021 risultava difficile).

SARON ha ora completamente sostituito, sul piano sia concettuale che operativo, il Libor in franchi divenendo il tasso di riferimento nella nostra moneta. Pertanto, l'NWG si è sciolto al termine del primo trimestre del 2022, ossia oggi.

Cogliamo l'occasione per esprimere il nostro profondo apprezzamento a tutte le persone che hanno contribuito ai lavori dell'NWG, in particolare ai due co-presidenti Martin Bardenhewer della Banca cantonale di Zurigo e Marcel Zimmermann della BNS. Come avrete forse visto dal programma di quest'oggi, sia Martin che Marcel hanno accettato di partecipare al dibattito che seguirà il nostro discorso. Siamo impazienti di sentire i loro commenti e osservazioni sul ruolo cruciale che l'NWG ha svolto lungo l'intero processo di cambiamento.

In retrospettiva, due fattori sono risultati essenziali nel preparare la riuscita e il completamento della transizione.

- Primo, l'NWG ha fatto e comunicato le raccomandazioni di importanza critica fin dalle prime fasi dei lavori. In particolare, come evidenziato dai cerchi rossi nella slide 5, il gruppo di lavoro ha formalmente raccomandato il SARON come sostituto del Libor in franchi nell'ottobre del 2017. Un anno dopo, nell'ottobre 2018, ha proposto di impiegare un tasso a termine alternativo calcolato in base ai tassi SARON giornalieri, lasciando così a tutti gli operatori di mercato interessati il tempo sufficiente per prepararsi alla fine del Libor in franchi. La transizione dal Libor in franchi al SARON è progredita rapidamente nel mercato creditizio (ossia nei prestiti e depositi). Dalla metà del 2021, i nuovi contratti su questo mercato fanno riferimento quasi esclusivamente al SARON. Nel mercato dei derivati sui tassi di interesse, per contro, il passaggio è avanzato più lentamente. Va detto però che i volumi di scambio degli swap legati al SARON hanno segnato un marcato rialzo nella seconda metà del 2021 e la curva dei tassi swap sul SARON si è affermata quale unico riferimento di prezzo per i prodotti del mercato creditizio e dei capitali.
- Secondo, nel corso degli anni il settore privato e quello pubblico hanno intrattenuto una collaborazione molto stretta in seno all'NWG. Questa si è rispecchiata ad esempio nel fatto che l'NWG è stato co-presieduto da un rappresentante del settore privato e da un rappresentante della BNS. Gli apporti forniti dal settore pubblico hanno contribuito ad accrescere l'accettazione dei mercati, incoraggiando fortemente l'attuazione proattiva delle raccomandazioni dell'NWG da parte degli operatori. La BNS ha diretto la segreteria tecnica del gruppo di lavoro. Ha inoltre lavorato a stretto contatto con autorità pubbliche di altre aree valutarie per definire e coordinare iniziative di riforma, nonché fornito regolarmente e tramite svariati canali informazioni sui progressi compiuti nella transizione, al fine di sensibilizzare gli esperti e l'opinione pubblica.

I tassi di riferimento sono diventati eterogenei

La transizione dal Libor in franchi al SARON e a nuovi tassi di riferimento in altre valute ha comportato molto di più della semplice cessazione di un tasso a favore di altri. È stato infatti necessario adeguare le pratiche del mercato, dato che i nuovi saggi di riferimento differiscono da quelli dell'era del Libor per due importanti aspetti. Primo, sono eterogenei a livello

mondiale. Secondo, sono tutti basati sul costo dei fondi overnight. Pertanto, si sono dovuti anche creare e adottare nuovi metodi per calcolare tassi di riferimento a termine nelle valute in cui non ve ne erano altri disponibili. Vorrei esaminare questi due aspetti chiave più in dettaglio e delinearne le implicazioni per il mercato.

Con il Libor, i tassi di riferimento erano generati in modo uniforme per tutte le valute e le scadenze. Venivano impiegati metodi di calcolo standardizzati per le monete e i dati erano raccolti soltanto presso le banche. Per contro, i nuovi tassi di riferimento sono eterogenei nelle varie aree valutarie, a causa sia dei requisiti relativi alla collateralizzazione – alcuni sono su base garantita, altri su base non garantita –, sia dei tipi di istituzioni operanti nei segmenti del mercato monetario sottostanti, che possono essere banche o soggetti non bancari.

Diverse caratteristiche dei nuovi tassi di riferimento sono illustrate nella slide 6. Il primo tipo di eterogeneità riguarda la differenza fra i tassi su base garantita (rappresentati nell'insieme delimitato dal cerchio blu) e quelli su base non garantita. I nuovi tassi su base garantita sono in dollari USA (secured overnight financing rate, SOFR) e in franchi (SARON). Per contro, i nuovi tassi su base non garantita sono in euro (euro short-term rate, €STR), lira sterlina (sterling overnight index average, SONIA) e yen (Tokyo overnight average rate, TONA). A seconda che appartengano alla prima o alla seconda categoria, i tassi di riferimento possono incorporare premi diversi o, almeno, riflettere questi premi in misura differente. Ad esempio, quelli su base garantita possono talora rispecchiare fluttuazioni nel prezzo del collaterale sottostante, il cosiddetto «premio per la scarsità delle garanzie»¹³. Variazioni dei rischi di controparte, invece, possono causare fluttuazioni nei tassi del mercato monetario su base non garantita, soprattutto per gli orizzonti temporali più lunghi.

Il secondo tipo di eterogeneità deriva dalle differenze nelle categorie di istituzioni partecipanti. Nell'insieme definito dal cerchio rosso nella slide 6 figurano i tassi per il cui calcolo non sono più considerate solo le operazioni interbancarie, bensì ora anche quelle fra soggetti non bancari, come compagnie di assicurazione e grandi società¹⁴. Dato che generalmente tali operatori non hanno accesso ai conti della banca centrale, depositano la loro liquidità presso le banche commerciali. Queste ultime accettano i fondi solo se il tasso di interesse da corrispondere è almeno leggermente più basso di quello che ottengono dalla banca centrale. In seguito a tale aspetto istituzionale, il tasso di riferimento potrebbe essere sistematicamente inferiore a quello sui depositi presso la banca centrale.

Considerata questa eterogeneità, al fine di interpretare correttamente le fluttuazioni di tasso tra le diverse valute e i diversi mercati, gli operatori devono comprendere quali effetti possono spiegare in pratica le caratteristiche dei nuovi tassi di riferimento.

¹³ Questo premio rispecchia il fatto che il prezzo per ottenere una garanzia può variare nel tempo. In genere è particolarmente elevato a fine trimestre e a fine anno.

¹⁴ Il SARON è basato su transazioni nel segmento overnight del mercato PcT in franchi, in cui prevale l'attività interbancaria.

Dai tassi a termine ai tassi overnight – e viceversa

Come menzionato in precedenza, la transizione dal Libor ai nuovi tassi di riferimento ha comportato anche un cambiamento dai saggi a termine a quelli overnight. Tale cambiamento ha migliorato in generale la robustezza dei tassi di riferimento, dato che il segmento overnight costituisce la parte più liquida dei mercati monetari. Ciò, a sua volta, è dovuto parzialmente al fatto che i tassi overnight – anche quelli su base non garantita – presentano un rischio di credito o altri rischi di controparte molto esigui, se confrontati ai tassi Libor a termine. Dal punto di vista dei mutuatari, è un vantaggio utilizzare prodotti basati su un tasso di riferimento privo della componente del rischio di credito. Lo si è visto durante la crisi finanziaria globale, quando i tassi Libor registrarono un’impennata in seguito all’emergere di timori sui mercati circa la solidità del settore bancario.

Un elemento di semplicità del Libor consisteva nella possibilità di impiegare direttamente i tassi di riferimento a termine per la determinazione del prezzo dei prodotti creditizi; di conseguenza, in un prestito ipotecario basato sul Libor, l’importo del pagamento degli interessi a cadenza trimestrale era sempre noto all’inizio di ogni periodo. È quanto è illustrato nella parte sinistra della slide 7. Utilizzando un tasso di riferimento overnight non è più necessariamente così. Devono quindi essere concepiti metodi adeguati per costruire tassi a termine. Di questi, i tre principali sono: l’impiego di tassi a termine applicati alle operazioni effettive, l’uso di un tasso a termine derivato dagli swap su tassi di interesse e un metodo che contempla la composizione («compounding») di una sequenza di tassi overnight.

Per il mercato in franchi, l’NWG ha giudicato, in base a considerazioni sulla liquidità, che il metodo del «compounding» fosse l’unica opzione fattibile¹⁵. Il tasso SARON composto («compounded SARON») è ottenuto tramite la composizione di una sequenza di tassi SARON giornalieri, come illustrato nella parte destra della slide 7. La composizione stessa può essere effettuata in vari modi, che differiscono per quanto concerne il momento in cui l’importo del pagamento degli interessi è noto. Va osservato infatti che impiegando l’approccio del «compounded SARON», il tasso di interesse applicabile non deve necessariamente essere conosciuto all’inizio di ogni periodo. Da una parte, è possibile attuare questo approccio in modo tale che l’importo degli interessi sia stabilito già all’inizio del periodo, tramite i cosiddetti metodi «in advance», ossia in anticipo. Dall’altra, l’importo può essere noto solo alla fine del periodo e in questo caso i metodi sono detti «in arrears», cioè a posteriori.

Il prestatore di fondi può scegliere uno dei diversi metodi di «compounding» possibili, in modo che le proprietà di un prodotto corrispondano alle esigenze individuali della clientela e del prestatore stesso. Alcuni mutuatari potrebbero preferire conoscere ex ante il tasso di interesse da corrispondere, mentre per altri è accettabile saperlo ex post. Se i vari metodi permettono alle banche di soddisfare le preferenze della clientela per quanto riguarda il

¹⁵ Secondo l’NWG i mercati sottostanti delle altre due opzioni non erano sufficientemente profondi e liquidi per permettere di calcolare tassi a termine robusti e affidabili.

momento in cui il tasso di interesse applicabile è noto, l'assenza di un tasso di riferimento a termine direttamente osservabile ha reso più complesse le modalità di impiego dei tassi di riferimento nei mercati creditizi. In sintesi, dato che i tassi di interesse non sono più necessariamente comunicati all'inizio del periodo contrattuale, le pratiche del mercato creditizio hanno dovuto essere adeguate¹⁶. È rassicurante che tale adeguamento sia andato a buon fine.

Cosa ha comportato per la BNS la fine dell'era del Libor?

La transizione al SARON ha influenzato l'attività della BNS in due modi. Primo, il passaggio ha comportato la necessità per la Banca nazionale di adeguare parte della sua strategia di politica monetaria nonché le modalità di comunicazione delle decisioni di tale politica. Secondo, ha avuto implicazioni sull'attuazione di quest'ultima.

La strategia di politica monetaria della BNS è costituita da tre elementi: una definizione della stabilità dei prezzi, una previsione condizionata di inflazione e un obiettivo operativo per i tassi del mercato monetario. A partire dal 2000, quando la BNS introdusse la nuova strategia di politica monetaria basata sul tasso di interesse, impiegò come obiettivo operativo una fascia per il Libor a tre mesi in franchi. Nel giugno 2019, il probabile abbandono del Libor indusse la BNS ad annunciare un leggero adeguamento della sua strategia, ossia la sostituzione della fascia obiettivo per il Libor a tre mesi con il nuovo «tasso guida BNS». Da allora quest'ultimo è stato usato dalla Banca nazionale per la comunicazione del livello desiderato dei tassi a breve sui crediti garantiti del mercato monetario. Nel giugno 2019 la BNS annunciò altresì di considerare il SARON il tasso di interesse più significativo del segmento a breve garantito in franchi. Nel grafico della slide 8 sono raffigurati a sinistra il vecchio sistema con la fascia obiettivo per il Libor a tre mesi in franchi, a destra quello attuale con il tasso guida BNS.

La BNS opera esclusivamente nel mercato monetario garantito, eseguendo operazioni PcT. Prima dell'introduzione del tasso guida nel 2019, si avvaleva di tali operazioni per dirigere il Libor a tre mesi che però era su base non garantita. Inoltre, le operazioni PcT della BNS avevano una durata molto più breve, solitamente una settimana, rispetto al Libor a tre mesi che manovrava. Pertanto, fissando le condizioni delle sue operazioni PcT, la BNS doveva considerare sia il premio per il rischio di credito presente nel mercato monetario non garantito sia la differenza fra il suo tasso PcT a una settimana e il Libor a tre mesi. Dato che il cambiamento della strategia di politica monetaria è entrato in vigore a metà 2019, queste considerazioni hanno perso importanza: l'attuazione della nostra politica monetaria mira infatti a mantenere i tassi a breve sui crediti garantiti del mercato monetario in prossimità del tasso guida BNS.

I dettagli sul modo in cui la BNS attua la sua politica di tasso di interesse quando il tasso guida e quelli del mercato monetario sono negativi sono stati oggetto di un discorso che

¹⁶ Per contro, la necessità di adeguamento è stata minore nei mercati dei derivati dato che i tassi di interesse composti erano già impiegati negli overnight index swap.

Thomas ed io abbiamo tenuto poco più di un anno fa, nel novembre 2020, anch'esso nel quadro dell'Aperitivo «Mercato monetario» della BNS¹⁷. Vorrei ricordarne alcuni dei punti principali. Avevamo mostrato che la BNS può influenzare il SARON sia direttamente, pubblicando quotazioni impegnative (quotes) nel segmento overnight del mercato PcT – le cosiddette «operazioni di fine tuning» –, sia indirettamente, eseguendo aste di PcT a più lunga scadenza. La BNS può ricorrere alle operazioni di fine tuning per l'immissione di liquidità (rappresentate dai rombi gialli nel grafico della slide 9) al fine di contenere le impennate del SARON. Dal canto loro, le aste di PcT per l'offerta di liquidità (raffigurate tramite i punti rossi nel grafico) riducono la domanda di fondi overnight, cosa che, a sua volta, limita le pressioni al rialzo sul SARON. Inoltre, nel nostro discorso avevamo rilevato che se il tasso guida BNS è negativo, il meccanismo principale per mantenere il SARON in prossimità dello stesso consiste nell'assicurare che una quantità sufficiente degli averi a vista complessivi sia soggetta all'interesse negativo¹⁸. Una delle più importanti conclusioni che possiamo trarre da questo grafico è che il SARON, rappresentato dalla linea continua nera, solitamente non si discosta più di qualche punto base dal tasso guida BNS.

Di particolare rilievo è anche il fatto che la struttura operativa della BNS differisce significativamente da quella della maggior parte delle altre banche centrali per un importante aspetto istituzionale: le operazioni di politica monetaria sono condotte sulla stessa infrastruttura impiegata dalle banche e da altri operatori di mercato per le operazioni PcT. Di conseguenza, BNS e operatori di mercato usano la stessa piattaforma di negoziazione per le transazioni garantite. Il vantaggio di ciò è che la BNS può rivolgersi direttamente a tutte le controparti rilevanti quando conduce le sue operazioni di politica monetaria. Come detto in precedenza, sia le transazioni effettive che le quotazioni impegnative eseguite nel segmento overnight di questa piattaforma costituiscono la base per il calcolo del SARON, mentre le operazioni di mercato monetario condotte dalla BNS stessa sono escluse. Pertanto, quando gli operatori nel segmento overnight garantito del mercato monetario in franchi concludono transazioni con la BNS piuttosto che con altri operatori, il volume degli scambi intercorsi tra soggetti del settore privato diminuisce, comportando una riduzione della base per il calcolo del SARON e quindi, potenzialmente, del suo contenuto informativo e della sua robustezza. Per attenuare il nostro impatto su tale base di calcolo, attuiamo la nostra politica operando anche in segmenti di altre durate del mercato monetario.

Conclusioni

Signore e signori, vorrei quindi riassumere l'intervento di oggi come segue. Il Libor è stato un tasso di riferimento di grande efficacia per diversi decenni. Tuttavia, in seguito alla crisi finanziaria globale ha soddisfatto sempre meno i requisiti per svolgere tale funzione e si è

¹⁷ Maechler e Moser (2020).

¹⁸ Nel nostro discorso abbiamo inoltre dimostrato che è sufficiente applicare il tasso di interesse negativo solo a una porzione degli averi a vista complessivi delle banche. Pertanto la BNS ha accordato importi esenti dall'interesse negativo specifici alle singole banche fin dal gennaio 2015, quando ha introdotto per la prima volta un tasso di politica monetaria negativo e da allora ne ha innalzato la soglia due volte al fine di limitare l'onere per il sistema bancario nel suo insieme.

dovuto quindi procedere alla concezione di nuovi tassi di riferimento. Per il franco, dopo la dismissione del Libor nel dicembre 2021 è iniziata una nuova era. Grazie al grande impegno profuso dal settore sia privato che pubblico, la transizione al SARON è avvenuta in modo ordinato ed è andata a buon fine. Gli indicatori disponibili mostrano che i mercati in franchi hanno gestito molto bene il passaggio. Per fortuna, un'era post-Libor è possibile.

Speriamo che lo spirito di collaborazione che ha caratterizzato il lavoro dell'NWG continui a guidare l'attività di tutti gli stakeholder del SARON per quanto riguarda il calcolo del tasso di riferimento da parte dell'amministratore, il comportamento di negoziazione delle banche nel mercato monetario e l'evoluzione dell'infrastruttura di quest'ultimo. Spetta ora agli operatori stessi mantenere e aumentare l'attrattiva dei nuovi tassi di riferimento, partecipando attivamente nel mercato e contribuendo a sostenere la fiducia nell'affidabilità e robustezza di questi tassi.

Riferimenti bibliografici

Brändli, B., Guggenheim, B. e Jüttner, M. (2016), «Financial Benchmarks: Bedeutung, Problematik und regulatorische Ansätze», Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht, 2, pagg. 162-169.

Duffie, D. e Stein, J. C. (2015), «Reforming LIBOR and Other Financial Market Benchmarks», Journal of Economic Perspectives, 29(2), pagg. 191-212.

Financial Stability Board (2014), Reforming Major Interest Rate Benchmarks.

Guggenheim, B., Kraenzlin, S. e Schumacher, S. (2011), «Exploring an uncharted market: Evidence on the unsecured Swiss franc money market», Working Paper, n. 2011-05, Banca nazionale svizzera.

International Organization of Securities Commissions (2013), Principles for Financial Benchmarks. Final Report.

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

Mollenkamp, C. (2008), «Bankers Cast Doubt On Key Rate Amid Crisis», Wall Street Journal, 16 aprile.

Mollenkamp, C. e Whitehouse, M. (2008), «Study Casts Doubt On Key Rate», Wall Street Journal, 29 maggio.

Nakaso, H. (2013), «Towards better reference rates practices: a central bank perspective», rapporto di un gruppo di lavoro, Banca dei regolamenti internazionali.

L'era post-Libor: i nuovi tassi di interesse di riferimento

Andréa M. Maechler, membro della Direzione generale
Thomas Moser, membro supplente della Direzione generale
Banca nazionale svizzera

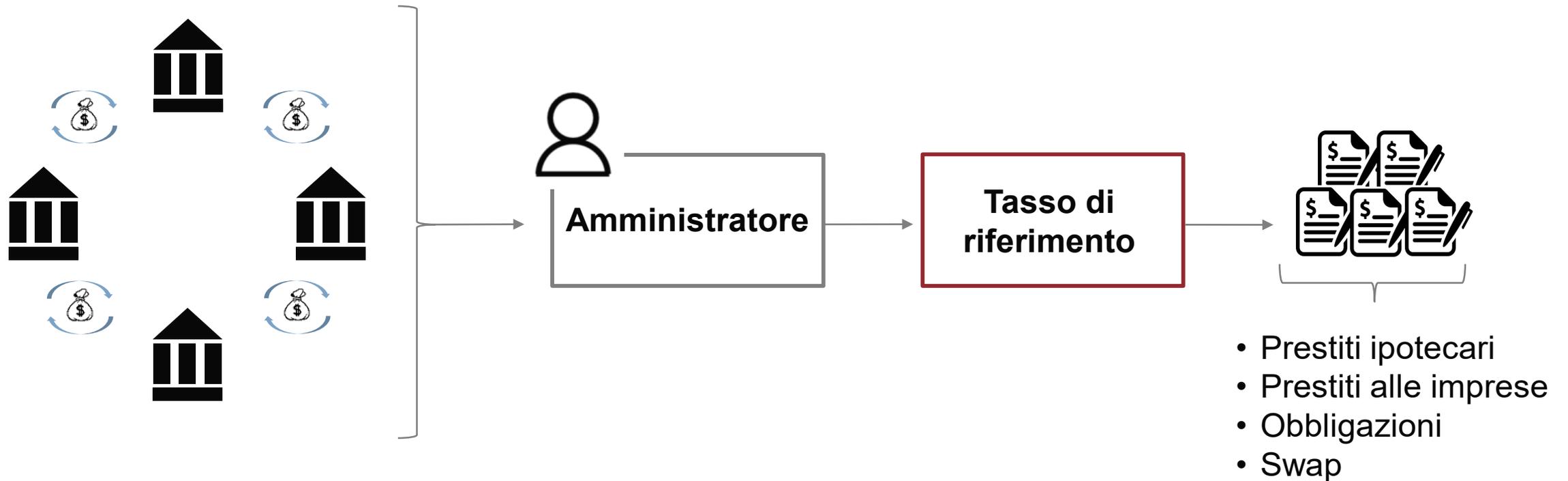
Aperitivo «Mercato monetario» virtuale, 31 marzo 2022

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



Processo di formazione dei tassi di riferimento

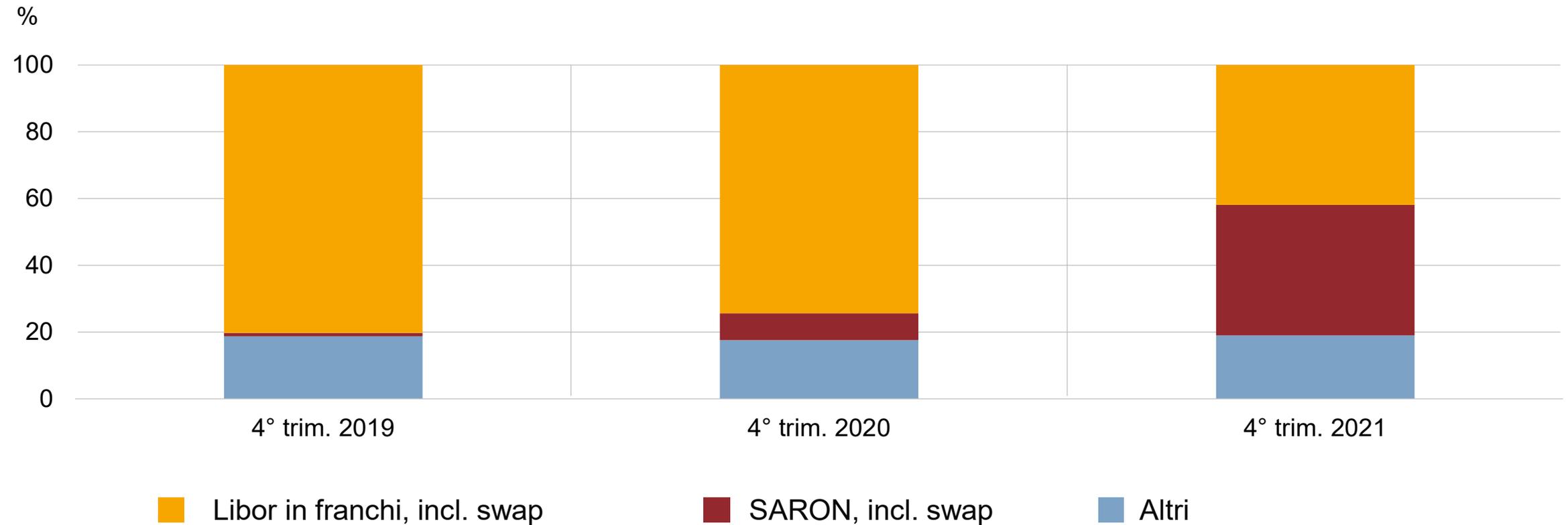
Mercato monetario



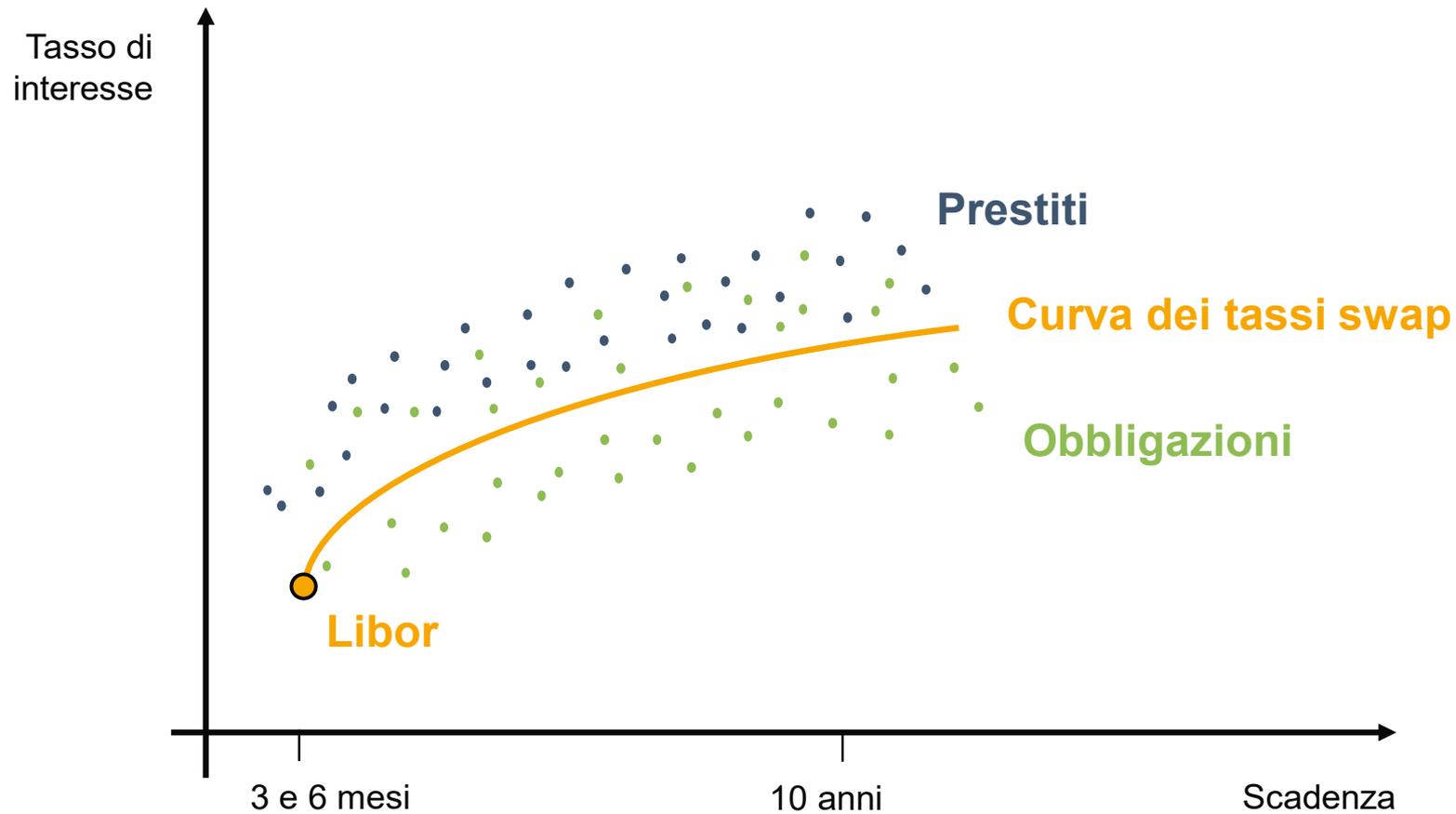
Il Libor in franchi era il tasso di riferimento principale

IMPIEGO DEI TASSI DI RIFERIMENTO NEL PRICING DEI PRESTITI

Tassi in uso presso le banche (in %)

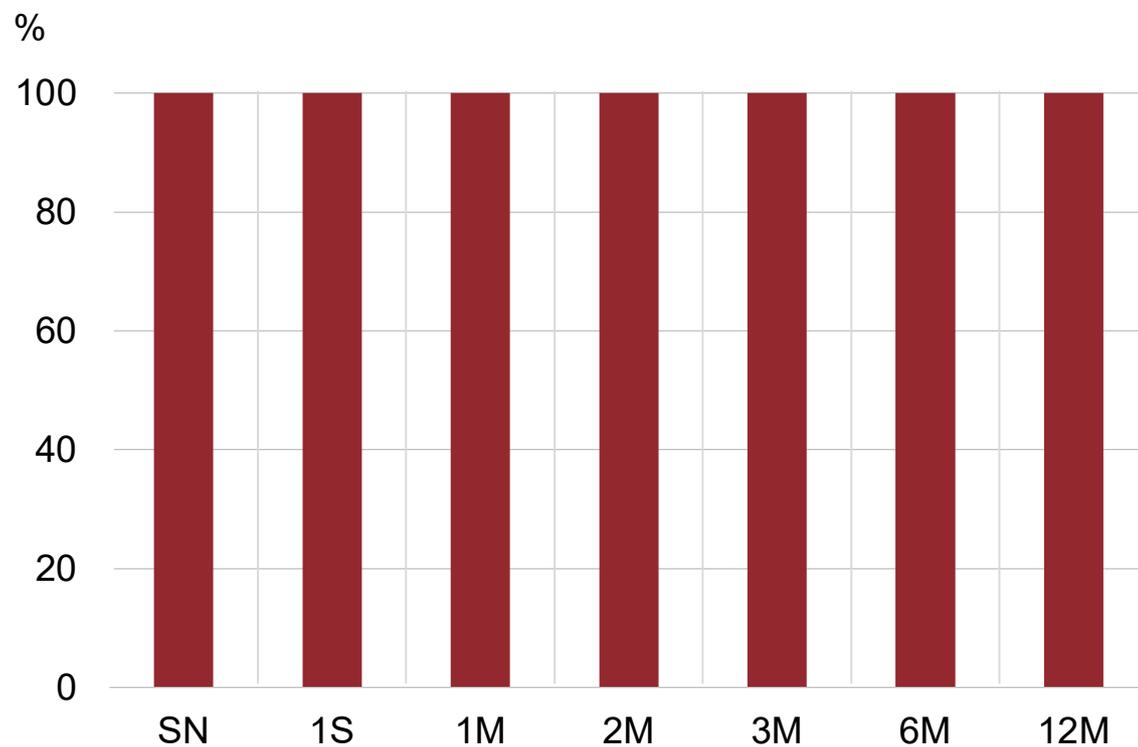


Il Libor era il riferimento della curva dei tassi swap

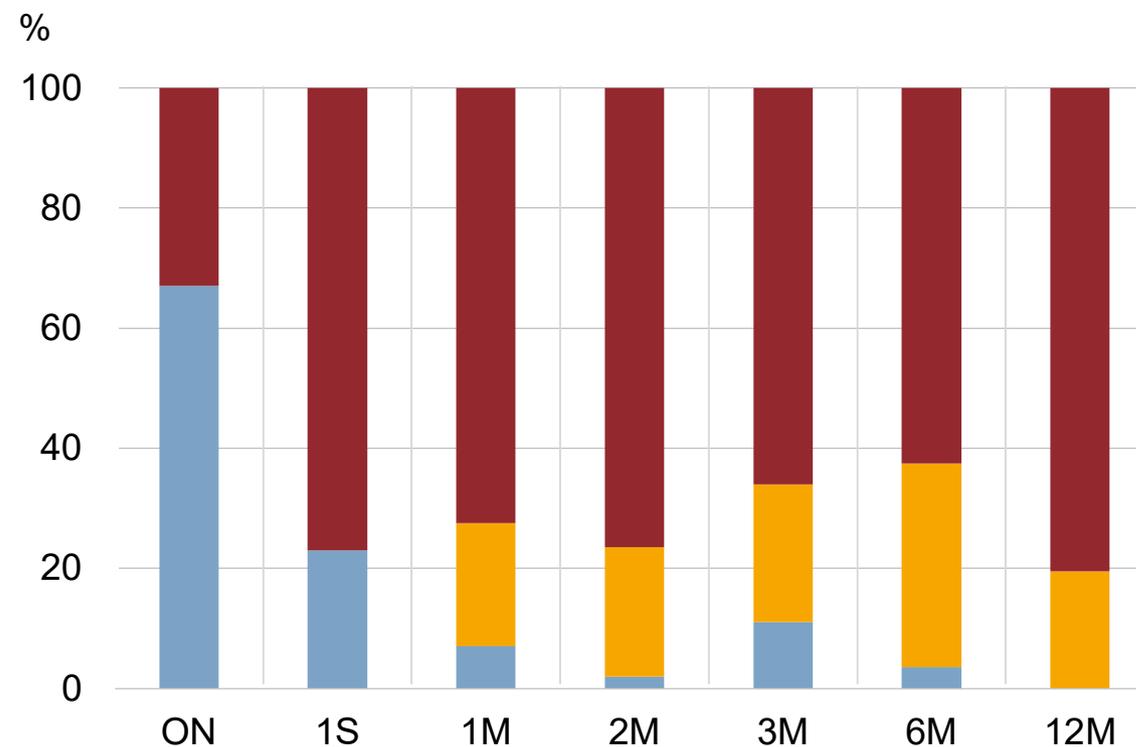


Timori sulla robustezza del Libor: calcolo del tasso basato quasi essenzialmente sul giudizio degli esperti

LIBOR IN FRANCHI NEL 2019



LIBOR IN DOLLARI USA NEL 2019



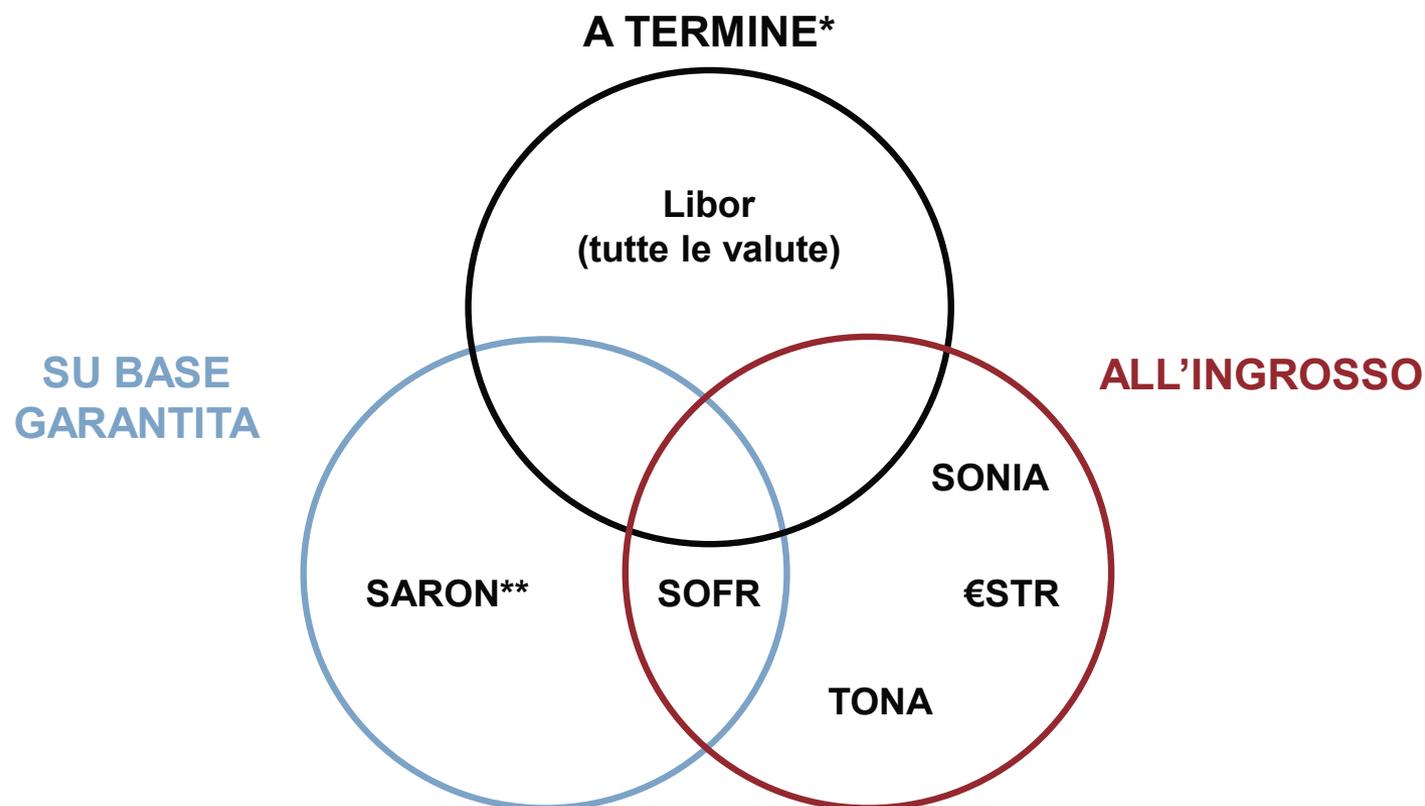
■ Basato sugli scambi
 ■ Derivato dagli scambi
 ■ Giudizio degli esperti

Fonti: BNS, ICE Benchmark Administration (2019).

Tappe fondamentali nella transizione dal Libor in franchi al SARON



Cambiamento di paradigma I: caratteristiche dei nuovi tassi di riferimento



* A differenza del Libor, i nuovi tassi di riferimento sono tassi overnight.

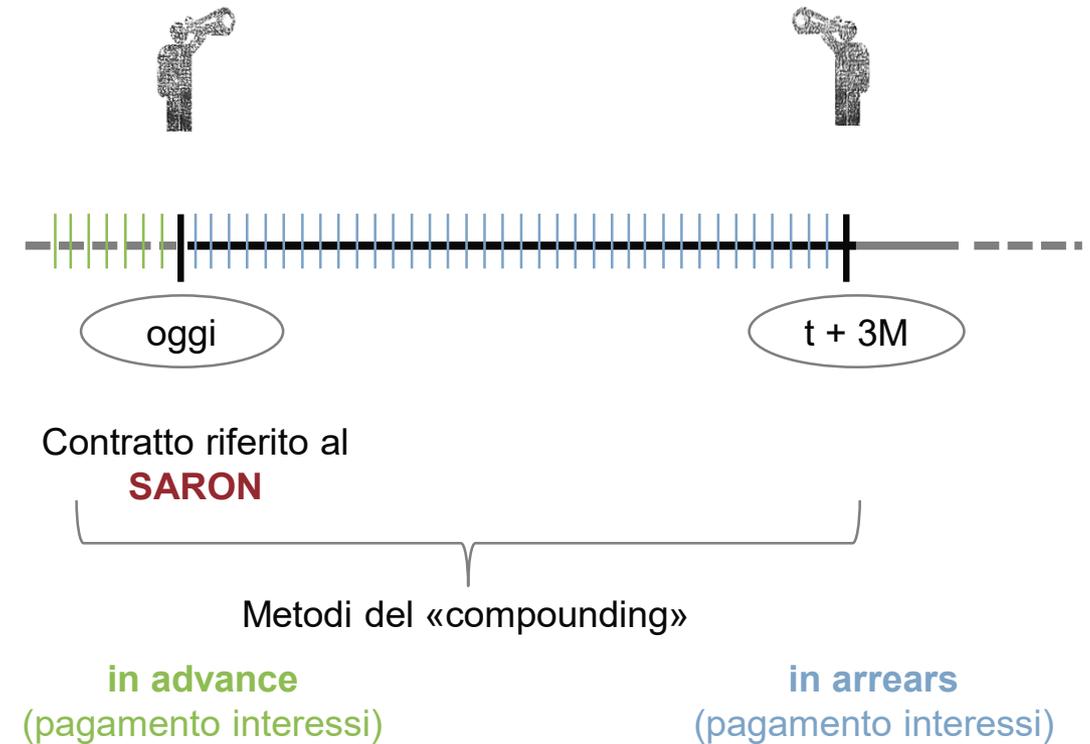
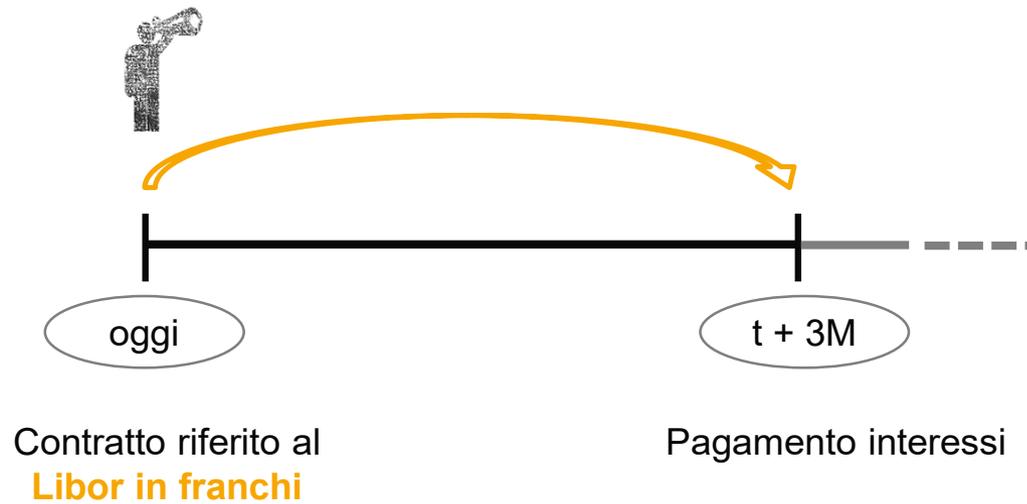
** Il SARON è basato su transazioni nel segmento overnight del mercato PcT in franchi in cui prevale l'attività interbancaria.

Abbreviazioni: Libor = London interbank offered rate; €STR = euro short-term rate; SARON = Swiss average rate overnight; SOFR = secured overnight financing rate; SONIA = sterling overnight index average; TONA = Tokyo overnight average rate.

Cambiamento di paradigma II: passaggio da un tasso a termine a un tasso overnight

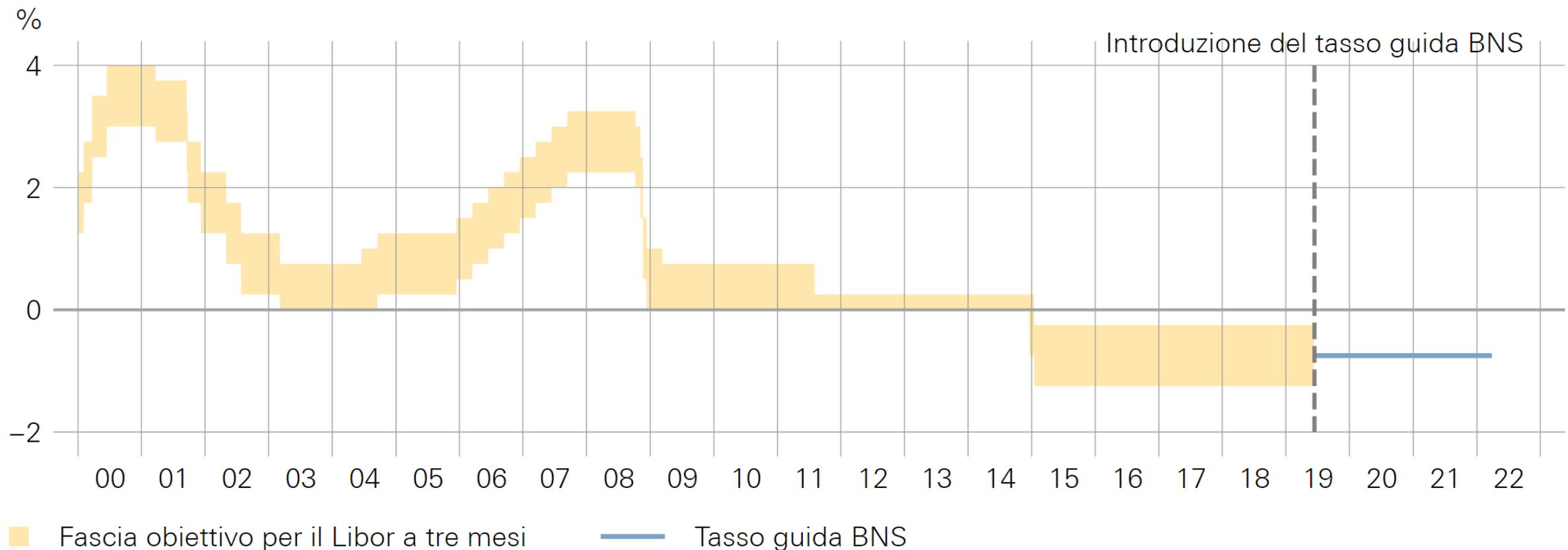
Era del LIBOR

Era del SARON



La BNS ha sostituito la fascia obiettivo per il Libor a tre mesi con il tasso guida BNS nel 2019

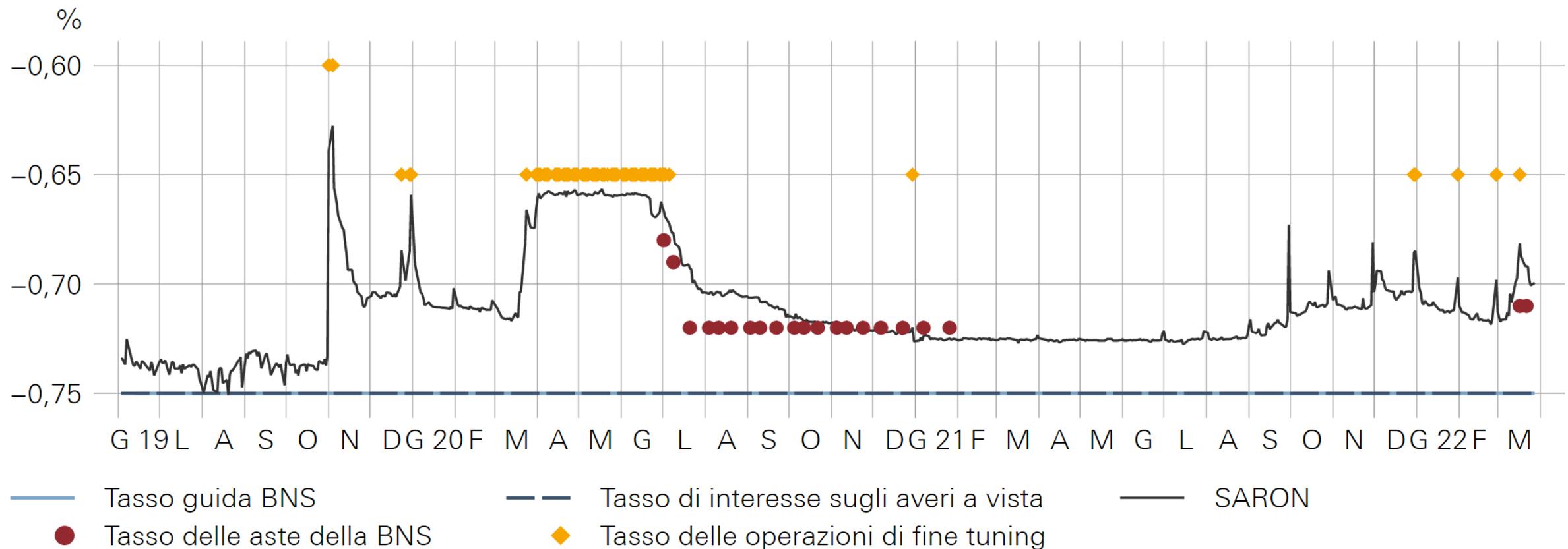
OBIETTIVO OPERATIVO



Fonti: Bloomberg e BNS.

Tasso di interesse sugli averi a vista, operazioni di fine tuning e aste PcT guidano il SARON

TASSI BNS E SARON



Fonti: Bloomberg, BNS e SIX Repo SA.

Grazie per la vostra attenzione!

© Banca nazionale svizzera

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

