

**Embargo**

30 maggio 2024, ore 2.00

---

**Il tasso di interesse naturale ( $r^*$ ) come riferimento per la  
politica monetaria: una prospettiva pratica**  
Keynote speech alla 2024 Bank of Korea International Conference

**Thomas J. Jordan\***

Presidente della Direzione generale

Banca nazionale svizzera

Seoul, 30 maggio 2024

© Banca nazionale svizzera (discorso originale in inglese)

---

\* Il relatore ringrazia Matthias Burgert per il supporto fornito nella preparazione della presente relazione. Il suo ringraziamento va anche a Claudia Aebersold, Alain Gabler, Christian Grisse, Carlos Lenz, Alexander Perruchoud, Petra Tschudin e Tanja Zehnder nonché ai servizi linguistici della BNS.

Signore e signori,

è un enorme piacere per me trovarmi oggi qui a Seoul e potermi rivolgere a un pubblico così prestigioso. Ringrazio il Governatore Rhee per avermi invitato a tenere questo discorso.

Il tema della Bank of Korea International Conference di quest'anno – «L'evoluzione del tasso di interesse naturale e le relative implicazioni per l'economia globale» – non poteva cadere in un momento migliore. L'inasprimento monetario operato negli ultimi due anni ha risollevato i tassi di politica monetaria e i tassi di interesse di più lungo termine dai rispettivi minimi storici. Vi sono motivi per ritenere che negli scorsi anni anche alcuni dei fattori strutturali alla base dei tassi di interesse reali abbiano invertito la propria tendenza. Sulla questione si è acceso un vivace dibattito fra chi afferma che i tassi di interesse reali ritorneranno ai valori pre-pandemia e chi invece sostiene che rimarranno su livelli più elevati a causa dell'innalzamento del tasso di interesse naturale,  $r^*$  (r-star)<sup>1</sup>.

Negli ultimi anni,  $r^*$  è diventato un riferimento importante per la politica monetaria. La differenza tra tasso di interesse reale e  $r^*$  fornisce un'indicazione dell'orientamento monetario di una banca centrale. Pertanto, le stime di  $r^*$  aiutano a valutare diverse opzioni di politica monetaria. Tuttavia, la misurazione di  $r^*$  è soggetta a grande incertezza. Oggi vorrei soffermarmi principalmente sul modo in cui i policy maker possono comunque utilizzare nella pratica le stime di  $r^*$ .

Nella prima parte del mio intervento ripercorrerò brevemente l'andamento dei tassi di interesse reali negli ultimi decenni. Poi passerò ad approfondire la nozione di  $r^*$ . Nella seconda parte illustrerò invece come i policy maker possono usare  $r^*$  nella pratica per giudicare l'orientamento della politica monetaria e, in particolare, come possono far fronte all'incertezza inerente alle stime di  $r^*$ . Qui mi baserò in special modo sull'esperienza della Banca nazionale svizzera.

## Andamento dei tassi di interesse reali

Inizierò passando in rassegna i trend di lungo periodo mostrati dai tassi di interesse reali.

Negli ultimi decenni, questi sono diminuiti considerevolmente nella maggior parte dei paesi. Nel grafico 1 vediamo un calo dei tassi di interesse reali a lungo termine in Corea del Sud, in Svizzera e in molte altre economie avanzate (linee grigie) nel corso degli ultimi trent'anni. Sono scesi da circa il 4% negli anni 1990 a poco meno dello 0% nel decennio successivo alla crisi finanziaria globale.

Come si spiega questo trend ribassista globale? In sostanza, indica una flessione di  $r^*$  e può essere attribuito a fattori che nel tempo hanno aumentato l'offerta di risparmio o ridotto la domanda di investimento. Nella letteratura specializzata, i fattori che attirano la maggiore

---

<sup>1</sup> Si veda Benigno et al. (2024).

attenzione riguardano la minore crescita potenziale, l'accresciuto volume di averi previdenziali e la più forte domanda di attivi sicuri.

Negli ultimi due anni, i tassi di interesse reali sono risaliti a un livello leggermente superiore allo zero. Questa crescita riflette principalmente la stretta monetaria operata in molti paesi, ma solleva al contempo l'interrogativo se  $r^*$  sia tornato ad aumentare. In effetti, le prospettive sui fattori strutturali appaiono eterogenee. Alcuni fattori, quali un'esigua crescita potenziale e un aumento della speranza di vita, suggeriscono che i tassi di interesse reali potrebbero rimanere bassi. Tuttavia, altri fattori potrebbero condurre a un aumento persistente. Tra questi, una diminuzione dei risparmi dovuta alla quota crescente della popolazione inattiva, ampi disavanzi di bilancio, una spinta alla produttività proveniente dalle nuove tecnologie e investimenti cospicui nella transizione green. A mio avviso, è troppo presto per dire se sia già in corso un'inversione della tendenza globale al ribasso dei tassi di interesse reali. Malgrado ciò, è fondamentale che i policy maker seguano da vicino questo sviluppo. Analizzare i fattori strutturali è in effetti necessario per comprendere meglio le prospettive su  $r^*$ . Attendo con vivo interesse le discussioni che si svolgeranno nel corso della conferenza e che ci consentiranno di approfondire la nostra comprensione di questo argomento importante.

## **$r^*$ come punto di riferimento per la politica monetaria**

Permettetemi ora di illustrare il ruolo di  $r^*$  come punto di riferimento per la politica monetaria.

Quale può essere una descrizione utile di  $r^*$  dal punto di vista della politica monetaria?  $r^*$  può essere interpretato come il tasso di interesse reale al quale la politica monetaria di una banca centrale non è né accomodante, né restrittiva. In particolare, si tratta di quel tasso che è compatibile con un'inflazione stabile e un output gap chiuso nel medio periodo. Il termine era già stato coniato alla fine del XIX secolo<sup>2</sup>. Tuttavia, dagli anni 1990 in poi ha vissuto una rinascita, in parte perché la maggioranza delle banche centrali è passata a una politica monetaria basata sul governo dei tassi di interesse a breve.

Al pari di altre nozioni di equilibrio, quali ad esempio l'output potenziale o il tasso di cambio di equilibrio,  $r^*$  non è osservabile e deve essere stimato. Le stime empiriche di  $r^*$  devono soddisfare i seguenti requisiti: devono essere insensibili ai movimenti ciclici e di breve periodo degli aggregati economici e non devono dipendere dalla politica monetaria, conformemente al principio di neutralità di lungo termine della moneta<sup>3</sup>. Le stime di  $r^*$  devono quindi riflettere soltanto i cambiamenti reali e a più lungo termine, ossia strutturali, nell'economia.

Alla BNS usiamo un'ampia gamma di modelli per stimare  $r^*$ . Alcuni di essi si concentrano sulla crescita potenziale quale determinante di  $r^*$ , mentre altri distinguono tra fattori nazionali

---

<sup>2</sup> Si veda Wicksell (1898).

<sup>3</sup> Alcuni sostengono che potrebbe essere stata la politica monetaria stessa ad aver causato il persistente trend al ribasso di  $r^*$ . Si veda Schnabel (2024) per una panoramica delle argomentazioni.

e fattori internazionali. Come misura di  $r^*$  consideriamo anche le aspettative dei mercati finanziari sui tassi reali a lungo termine. Nel grafico 2 vediamo un intervallo delle stime fornite da questi modelli per la Svizzera. Il trend discendente di  $r^*$  in Svizzera è paragonabile a quello di altri paesi. Prima della pandemia da coronavirus l'intervallo era abbastanza ristretto. Successivamente, però, si è ampliato.

Le stime di  $r^*$  sono soggette a considerevole incertezza. Permettetemi di illustrarvene due tipologie. La prima è l'incertezza sulla scelta del modello «appropriato». Il grafico 2 mostra che a volte le stime ricavate dai modelli possono differire notevolmente tra loro. La seconda è l'incertezza statistica specifica della stima di un dato modello, come evidenziato dagli intervalli di confidenza statistica, talora ampi, associati alle stime di un valore puntuale<sup>4</sup>.

L'impiego delle stime di  $r^*$  nel processo di politica monetaria è reso complicato dall'incertezza che le circonda. Tuttavia, trascurare  $r^*$  nelle considerazioni pratiche di politica monetaria sarebbe un errore.

## **Decisioni di politica monetaria con un $r^*$ incerto**

Cercherò pertanto di rispondere alla domanda su come i policy maker possono affrontare nella pratica l'incertezza legata alle stime di  $r^*$ . Per prima cosa mi soffermerò sul modo in cui giungere a una misura che possa essere utilizzata proficuamente nel processo di politica monetaria, nonostante questa incertezza. Spiegherò poi come la nostra strategia di politica monetaria e l'approccio di gestione del rischio ci aiutano a gestire l'incertezza.

### **Stima di $r^*$ rilevante per la politica monetaria**

Data la considerevole incertezza statistica legata alle stime di  $r^*$ , è importante giungere a una valutazione di  $r^*$  attendibile e quindi utilizzabile per la politica monetaria. Chiamiamola «stima di  $r^*$  rilevante per la politica monetaria». Quali requisiti deve soddisfare? Non può trattarsi semplicemente di una media «automatica» di tutte le stime di modello disponibili, ma deve piuttosto basarsi sul giudizio di esperti. Da un lato, deve riflettere la più ampia concordanza possibile tra le nostre stime di modello. Dall'altro, deve anche tenere conto di informazioni esterne ai modelli, quali una valutazione di fattori strutturali dei tassi di interesse reali che non possono essere adeguatamente integrati nei modelli di  $r^*$ . È anche importante avere un giudizio realistico sulla distribuzione dei rischi cui è soggetta la stima di  $r^*$  rilevante per la politica monetaria.

Passerò ora ad analizzare in dettaglio questi aspetti.

Il nostro approccio di portafoglio comprendente modelli di  $r^*$  diversi è fondamentale per l'elaborazione di una stima di  $r^*$  rilevante per la politica monetaria. Ci permette di considerare modelli macroeconomici alternativi nonché vari metodi di stima. L'approccio di portafoglio

---

<sup>4</sup> Si veda Benigno et al. (2024) per una quantificazione dell'incertezza combinata, statistica e di modello, per gli Stati Uniti e l'area dell'euro.

protegge anche contro il rischio che alcuni modelli di  $r^*$  possano occasionalmente restituire valutazioni errate. In una prima fase, una buona comprensione dei vari fattori strutturali di  $r^*$  propri di ciascun modello consente di giudicare la plausibilità di queste stime. L'incertezza riguardo a  $r^*$  può essere ridotta ricorrendo al parere di esperti per selezionare i modelli più plausibili e scartare quelli ritenuti meno affidabili in determinate situazioni.

Vi do un esempio recente in cui ci siamo basati sul giudizio di esperti per eliminare i dati di determinati modelli di  $r^*$ . Come ben documentato<sup>5</sup>, oscillazioni straordinariamente ampie nei dati macroeconomici durante la prima parte della pandemia hanno causato forti fluttuazioni delle stime di  $r^*$  nelle varianti del modello introdotte da Laubach e Williams. La nostra analisi ha mostrato che dovevamo scartare questi modelli in quel periodo.

In una seconda fase, applichiamo una misura statistica attendibile – ad esempio una mediana – all'intervallo delle stime prodotte dai modelli selezionati nella prima fase, cosa che permette di escludere alcune delle variazioni non sistematiche eventualmente causate da qualche valore anomalo.

Un altro passo importante verso l'elaborazione di una stima di  $r^*$  rilevante per la politica monetaria è quello di raffrontare il risultato della seconda fase con un'ampia serie di indicatori. Per esempio, un contesto in cui i tassi di interesse reali sono bassi o in calo, ma l'inflazione rimane debole, e in cui non si osserva una forte crescita dell'attività produttiva suggerisce un valore di  $r^*$  basso. Gli anni seguiti alla crisi finanziaria globale ne sono un esempio eloquente. Durante quel periodo, in molti paesi i tassi di interesse reali precipitarono ai minimi storici e in Svizzera scesero persino in territorio negativo. Eppure nel nostro Paese l'inflazione rimase bassa e non rilevammo una rapida espansione della produzione. Questo ci confortò nella valutazione del fatto che  $r^*$  doveva essere sceso, conformemente alle nostre stime.

Infine, per considerazioni di ordine monetario è inoltre importante riuscire a valutare correttamente l'incertezza che circonda la stima di  $r^*$  rilevante per la politica monetaria. Dobbiamo comprendere se è più probabile l'errore per difetto o per eccesso, e per quale motivo. Ancora una volta, capire a fondo i fattori strutturali alla base delle stime di  $r^*$  è fondamentale per valutare questa incertezza.

Qual è dunque il ruolo di questa stima di  $r^*$  nel nostro processo di politica monetaria? Innanzitutto, costituisce un elemento di rilievo nella valutazione delle condizioni monetarie correnti. Riguardo ai tassi di interesse, la politica monetaria è restrittiva se i tassi reali sono superiori a  $r^*$  ed espansiva se sono inferiori a  $r^*$ . Tuttavia, anche altri fattori – ad esempio i tassi di cambio reali – hanno rilevanza in questa valutazione. In secondo luogo, lo scostamento dei tassi di interesse reali da  $r^*$  è essenziale per la previsione dell'inflazione e quindi per la misurazione della pressione inflazionistica a medio termine.

---

<sup>5</sup> Si veda Holston, Laubach e Williams (2023).

Mentre la stima di  $r^*$  rilevante per la politica monetaria è fondamentale per la valutazione del grado assoluto di restrizione monetaria, occorre sottolineare che i mutamenti delle condizioni monetarie da un trimestre all'altro possono essere misurati più o meno indipendentemente dalle eventuali variazioni di  $r^*$ . La definizione di  $r^*$  come valore di equilibrio a lungo termine implica che  $r^*$  si muove lentamente<sup>6</sup>. Pertanto, le variazioni trimestrali delle condizioni monetarie possono essere valutate semplicemente osservando il cambiamento dei tassi di interesse reali.

Considerata la sua importanza nelle decisioni di politica monetaria, come dobbiamo comunicare in merito a  $r^*$ ? Alla luce dell'elevata incertezza che circonda queste stime, pubblicare un dato preciso potrebbe essere fuorviante. D'altra parte, pubblicare un intervallo relativamente ampio di  $r^*$  potrebbe suscitare l'impressione errata che abbiamo soltanto informazioni molto limitate sul nostro orientamento di politica monetaria. Occorre altresì tenere presente che  $r^*$  è solo uno degli elementi delle condizioni monetarie, le quali sono influenzate anche dai tassi di cambio, da un'estesa serie di tassi di interesse e da altri fattori. In ogni caso, una comunicazione trasparente – anche in merito a  $r^*$  – può rivelarsi spesso utile. Per questo motivo comunichiamo regolarmente il nostro giudizio sull'evoluzione a più lungo termine dei tassi di interesse reali in discorsi e conferenze stampa, in particolare quando la nostra valutazione cambia in modo significativo<sup>7</sup>.

L'incertezza in merito alla stima di  $r^*$  rilevante per la politica monetaria può essere ridotta, ma non del tutto eliminata. Vediamo ora in che modo affrontare l'incertezza residua adottando un approccio di gestione del rischio<sup>8</sup>.

## **Un approccio di gestione del rischio alla politica monetaria**

L'approccio di gestione del rischio prende in considerazione l'incertezza e impone che una decisione di politica monetaria risulti idonea per una varietà di scenari. È quindi importante caratterizzare correttamente tutti gli scenari probabili.

Nel caso specifico dell'incertezza di  $r^*$  è cruciale comprendere a fondo le implicazioni degli errori per la previsione di inflazione: una sovrastima di  $r^*$  può costituire un rischio al ribasso, dato un determinato andamento del tasso di interesse; viceversa, una sottostima può rappresentare un rischio al rialzo. Costi e benefici delle varie opzioni di politica monetaria vanno valutati per tutte le traiettorie plausibili dell'inflazione. La decisione di politica monetaria deve poi mirare al raggiungimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi per un'ampia gamma di scenari possibili.

---

<sup>6</sup> La definizione di  $r^*$  qui utilizzata va distinta da altri concetti di equilibrio influenzati da fluttuazioni cicliche. Ad esempio, in Woodford (2003) il tasso naturale corrisponde al tasso reale a breve in un'economia senza rigidità nominali, ma soggetta a fluttuazioni dovute al ciclo economico. Questa misura di  $r^*$  può oscillare significativamente da un periodo all'altro dato il materializzarsi di shock.

<sup>7</sup> Si veda Jordan (2019, 2022a).

<sup>8</sup> Si veda Jordan (2022b, 2023).

L'esame trimestrale di marzo, in occasione del quale abbiamo abbassato il tasso guida BNS di 0,25 punti percentuali portandolo all'1,5%, ci offre un valido esempio al riguardo. Nel grafico 3 vediamo che la nostra previsione condizionata di inflazione mostra un aumento dei prezzi a medio termine di circa l'1%. La possibilità che  $r^*$  sia cresciuto rappresenta un rischio al rialzo per questa previsione. Qui si pongono due interrogativi importanti. Primo, quanto è probabile questo scenario? In marzo abbiamo giudicato che il rischio di una sottostima di  $r^*$  era limitato. Secondo, la decisione di tagliare il tasso guida BNS avrebbe prodotto un risultato accettabile anche se  $r^*$  fosse stato più elevato di quanto in quel momento ritenuto? La risposta era sì. Abbiamo valutato che, anche con un  $r^*$  un po' più alto, la nostra previsione di inflazione sarebbe rimasta entro l'area di stabilità dei prezzi a medio termine. Oltretutto, se i suddetti rischi al rialzo dovessero materializzarsi, l'aumento dell'inflazione sarebbe molto verosimilmente associato a un indebolimento del franco, che potremmo contrastare vendendo valuta estera.

In breve, per le banche centrali un approccio di gestione del rischio è essenziale per far fronte efficacemente all'incertezza. In definitiva, le nostre decisioni sono basate sul mandato affidatoci di garantire la stabilità dei prezzi. Prima di concludere vorrei riassumere brevemente come la nostra definizione di stabilità dei prezzi nella nostra strategia di politica monetaria ci aiuta anche a gestire l'incertezza, compresa quella legata a  $r^*$ .

## **Una strategia di politica monetaria flessibile**

Nella nostra strategia di politica monetaria assimiliamo la stabilità dei prezzi a un incremento annuo dei prezzi al consumo inferiore al 2%. Anche la deflazione – ossia un calo protratto del livello dei prezzi – è in contrasto con l'obiettivo della stabilità. Non definiamo un obiettivo preciso per l'inflazione e quindi non puntiamo a un valore specifico tra lo 0% e il 2%. Inoltre, focalizziamo la nostra attenzione sulle previsioni di inflazione di medio termine, il che significa che un'inflazione negativa o superiore al 2% può essere temporaneamente tollerata. Questa definizione ci permette di rispondere con flessibilità agli shock esterni e di ponderare costi e benefici di misure alternative di politica monetaria. In quanto piccola economia aperta, la Svizzera è fortemente esposta alle perturbazioni provenienti dall'estero.

La definizione di un'area obiettivo anziché di un valore preciso per la stabilità dei prezzi aiuta anche a gestire l'incertezza legata a  $r^*$ . Ve lo spiego prendendo a esempio la nostra recente decisione di politica monetaria. Come illustrato nel grafico 3, l'ultima previsione condizionata di inflazione indicava un aumento del livello dei prezzi compreso tra l'1% e l'1,5%. Essa è basata sull'assunto di un tasso guida BNS costante pari all'1,5% lungo l'intero orizzonte previsivo e tiene conto anche della nostra stima di  $r^*$ , pari a circa lo 0%. Vi sono attualmente motivi di ritenere che  $r^*$  sia leggermente salito o possa salire nei prossimi anni. Questo, a nostro avviso, costituisce per la previsione di inflazione un lieve rischio al rialzo che, qualora dovesse materializzarsi, renderebbe il nostro orientamento monetario più accomodante di quanto auspicato. Ciò a sua volta condurrebbe nel medio termine a un'inflazione un po' più alta del previsto. Poiché possiamo lasciare che l'inflazione oscilli entro i limiti dell'area di

stabilità dei prezzi, l'attuale politica monetaria sarebbe comunque molto probabilmente compatibile con la stabilità dei prezzi, anche con un  $r^*$  leggermente più elevato. Pertanto, con una stabilità dei prezzi definita come fascia di fluttuazione per l'inflazione abbiamo più tempo per valutare correttamente le eventuali variazioni di  $r^*$ .

Per riassumere, la nostra definizione di stabilità dei prezzi significa che un certo intervallo di valori è accettabile per il tasso di inflazione. Questo rende meno problematici eventuali lievi errori di valutazione in merito a  $r^*$  o ad altri fattori che influenzano la previsione di inflazione. Un valore preciso, per contro, offre molta meno flessibilità nella gestione dell'incertezza. Naturalmente, ciò non vuol dire che più un intervallo è ampio, migliori sono i risultati. C'è un chiaro compromesso da fare: un intervallo più ampio consente una politica monetaria più flessibile, mentre uno più ristretto tende ad ancorare meglio le aspettative di inflazione. In Svizzera, la nostra esperienza dimostra che un intervallo di stabilità dei prezzi compreso tra lo 0% e il 2% per l'inflazione è efficace<sup>9</sup>.

## Conclusione

Arrivo alla conclusione del mio intervento. Il tasso di interesse naturale, o  $r^*$ , costituisce un riferimento importante per la valutazione della politica monetaria. Tuttavia,  $r^*$  non è osservabile e deve essere stimato dai dati. Queste stime sono soggette a incertezza, talora in modo sostanziale. Ciononostante, trascurare le stime di  $r^*$  nelle considerazioni pratiche di politica monetaria sarebbe un errore. Che cosa possono fare nella pratica le banche centrali per gestire questa incertezza? Alla BNS, un compito importante dei nostri economisti ed economiste consiste nel trasformare stime di modello incerte in una misura di  $r^*$  utile per la politica monetaria. Questa stima di  $r^*$  svolge un ruolo fondamentale nelle nostre decisioni di politica monetaria. Con il nostro approccio di gestione del rischio alla politica monetaria facciamo in modo che le nostre decisioni risultino idonee per una varietà di scenari.

Una buona comprensione dei fattori fondamentali di  $r^*$  è importante in tal senso. Per conseguirla ci avvaliamo del lavoro di ricerca svolto da banche centrali e mondo accademico. Sono impaziente di assistere alle interessanti presentazioni e discussioni che seguiranno su questo argomento di grande rilievo.

---

<sup>9</sup> Si veda Jordan (2022a), Tschudin e Lenz (2023).

## Riferimenti bibliografici

Benigno, G., B. Hofmann, G. Nuño Barrau e D. Sandri (2024), «Quo vadis,  $r^*$ ? The natural rate of interest after the pandemic», *Rassegna trimestrale BRI*, 4 marzo 2024

Grishchenko, O., S. Mouabbi e J. Renne (2019), «Measuring inflation anchoring and uncertainty: A U.S. and Euro area comparison», *Journal of Money, Credit and Banking*, 51(5), 1053-1096

Jordan, T. J. (2019), «Una politica monetaria nell'interesse generale del Paese», *111<sup>a</sup> Assemblea generale ordinaria degli azionisti della Banca nazionale svizzera*, Berna, 26 aprile 2019

Jordan, T. J. (2022a), «Nuove condizioni di fondo per la politica monetaria: le sfide per la Banca nazionale svizzera», *Jackson Hole Economic Policy Symposium*, Jackson Hole, 27 agosto 2022

Jordan, T. J. (2022b), «Decision-making under uncertainty: The importance of pragmatism, consistency and determination», *SNB-FRB-BIS High-Level Conference on Global Risk, Uncertainty, and Volatility*, Zurigo, 8 novembre 2022

Jordan, T. J. (2023), «Policy-making under uncertainty: The importance of maintaining a medium-term orientation», *SNB-FRB-BIS High-Level Conference on Global Risk, Uncertainty, and Volatility*, Zurigo, 14 novembre 2023

Holston, K., T. Laubach e J. C. Williams (2023), «Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19», *Staff Reports 1063*, Federal Reserve Bank of New York

Schnabel, I. (2024), «R(ising) star?», *Speech at The ECB and its Watchers XXIV Conference*, Francoforte, 20 marzo 2024

Tschudin P. e C. Lenz (2023), «Das geldpolitische Konzept der SNB bewährt sich», *Die Volkswirtschaft*, 2 novembre 2023

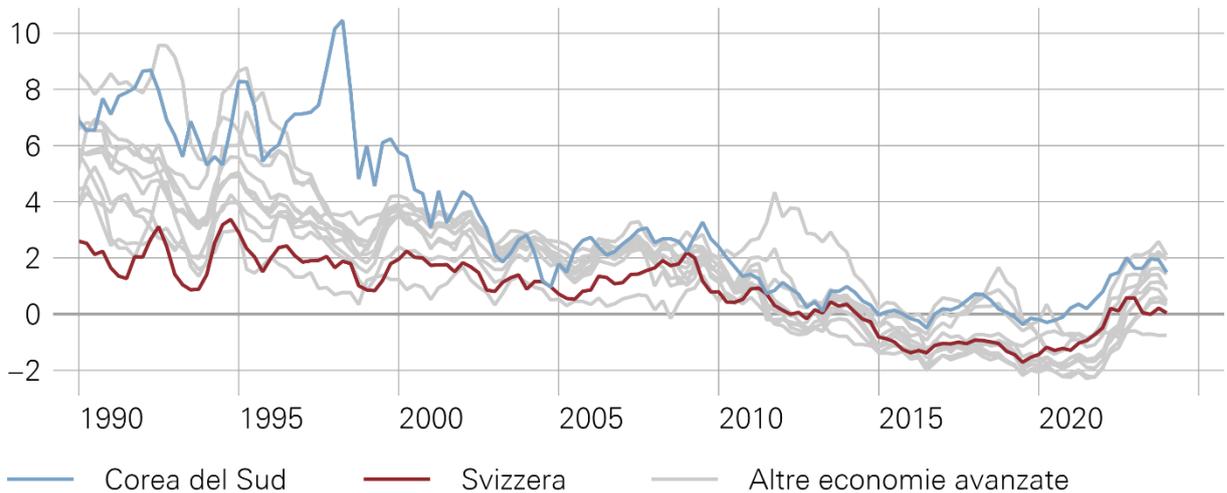
Wicksell, K. (1898), *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, Jena

Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press

## Grafico 1

### TASSI DI INTERESSE REALI

Dati trimestrali, rendimenti dei titoli di Stato decennali, in percentuale



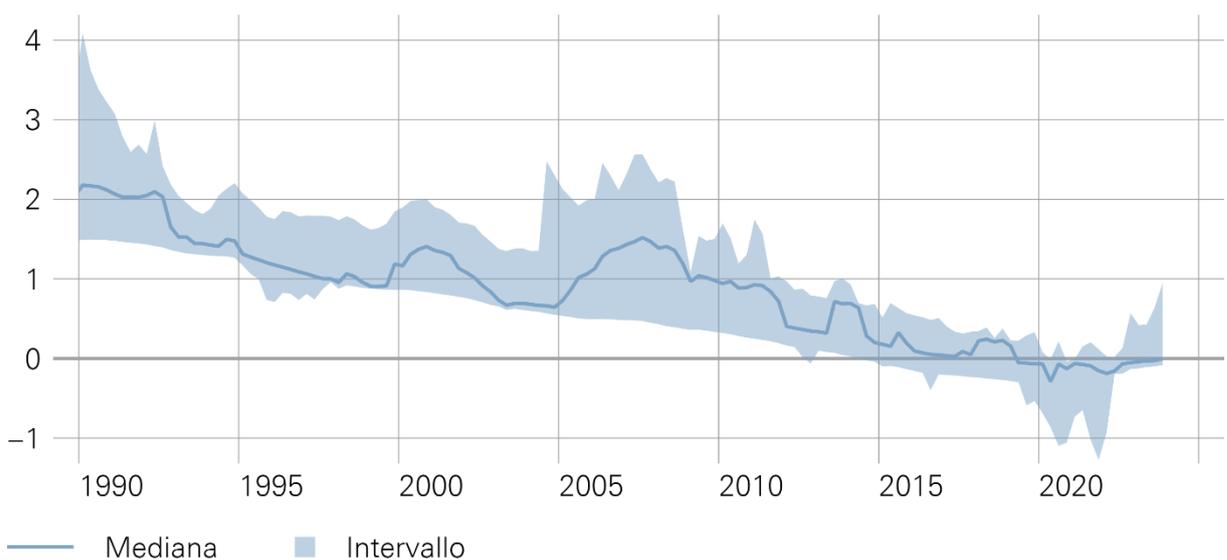
Nota: il tasso di interesse reale a 10 anni è calcolato come differenza fra il rendimento del titolo di Stato a 10 anni e una misura delle aspettative di inflazione a 10 anni sulla base del modello proposto in Grishchenko, Mouabbi e Renne (2019).

Fonti: calcoli BNS e LSEG Datastream.

## Grafico 2

### SVIZZERA: INTERVALLO E MEDIANA DELLE STIME DI $r^*$

In percentuale



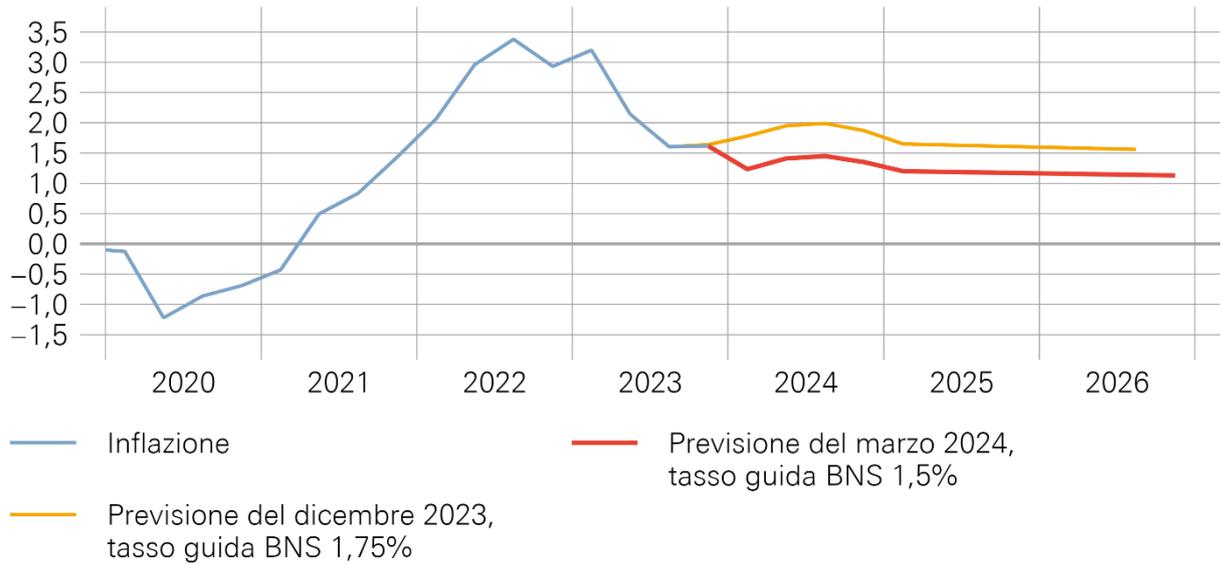
Nota: l'intervallo indica la differenza fra le stime di  $r^*$  più alte e quelle più basse disponibili per ogni trimestre.

Fonte: BNS.

### Grafico 3

#### PREVISIONE CONDIZIONATA DI INFLAZIONE DEL MARZO 2024

Variazione percentuale dell'indice nazionale dei prezzi al consumo rispetto all'anno precedente



Fonti: BNS e UST.