

Embargo fino
14 luglio 2020, ore 15.30

**Grandi sfide per un piccolo paese: la risposta di politica
monetaria della Svizzera alla pandemia da coronavirus**
2020 IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture

Thomas J. Jordan*

Presidente della Direzione generale

Banca nazionale svizzera

Washington e Zurigo, 14 luglio 2020

© Banca nazionale svizzera, Zurigo, 2020 (discorso originale in inglese)

* Il relatore ringrazia Christian Grisse e Claudia Aebersold Szalay per il supporto fornito nella preparazione del presente discorso. Il suo ringraziamento va anche a Simone Auer, Petra Gerlach, Carlos Lenz, Alexander Perruchoud e Darlena Tartari nonché ai servizi linguistici della BNS.

Gentile direttrice generale del Fondo monetario internazionale, cara Kristalina, gentili signore e signori,

sono lieto di potermi rivolgere oggi a voi, anche se a causa della pandemia da coronavirus per molti solo virtualmente.

Cara Kristalina, desidero ringraziare sentitamente te e il Fondo monetario internazionale (FMI) per avermi invitato a tenere quest'anno la «Michel Camdessus Central Banking Lecture». Per me e la Banca nazionale svizzera (BNS) è un grande onore. Ho anche avuto il privilegio di conoscere Michel Camdessus, una personalità di spessore e un dirigente lungimirante che stimo molto. A te, cara Kristalina, va il mio ringraziamento per la valida gestione dell'FMI, di cui hai dato prova in questi tempi difficili. Il lavoro dell'istituzione a cui appartieni è di fondamentale importanza per il superamento dell'attuale crisi mondiale.

La pandemia pone il mondo di fronte a enormi sfide. Nel discorso di oggi vorrei concentrarmi su alcune che riguardano la politica monetaria della Svizzera. Negli ultimi anni la Camdessus Lecture è stata tenuta da governatori a capo di banche centrali di grandi economie, ossia le istituzioni che influenzano la politica monetaria globale. Io, per contro, rappresento la banca centrale di una piccola economia aperta che conduce la propria politica monetaria su tale sfondo internazionale.

Prima della pandemia: una situazione già difficile per la politica monetaria svizzera

Già prima dell'arrivo della pandemia la situazione monetaria nel nostro Paese era piuttosto complessa. Nel gennaio 2020 – e quindi ancora prima che fossero noti i primi casi di coronavirus in Svizzera – l'inflazione era pari appena allo 0,2%. Allo stesso tempo, il tasso di politica monetaria della BNS si trovava ormai da cinque anni al suo minimo storico di -0,75%. In tempi nemmeno troppo lontani, tassi nominali negativi erano per noi difficilmente immaginabili. Permettetemi allora innanzitutto di illustrare brevemente come si era giunti a questa situazione straordinaria.

Influssi provenienti dall'estero: una sfida per la politica monetaria

In quanto piccola economia aperta, la Svizzera è fortemente esposta a turbative esterne. In particolare i movimenti del tasso di cambio esercitano una notevole influenza sull'inflazione e sull'attività economica nel nostro Paese.

A tale proposito, una peculiarità elvetica è costituita dal fatto che il franco svizzero quale moneta rifugio in genere si apprezza quando a livello mondiale peggiora la percezione del rischio. Perciò, la serie di crisi degli ultimi anni – segnatamente la crisi finanziaria mondiale e quella europea del debito pubblico – ha provocato spinte all'apprezzamento sulla nostra valuta. Che cosa significa, per la nostra politica monetaria, il forte influsso che gli sviluppi internazionali hanno sull'inflazione del nostro Paese? Significa che qui è ancora più difficile, di quanto non sia nelle grandi aree monetarie, controllare l'inflazione con assoluta precisione.

Non è possibile controbilanciare sempre totalmente gli influssi provenienti dall'estero, se non attraverso un impiego sproporzionato di strumenti di politica monetaria con conseguenti effetti collaterali. È dunque essenziale per la Svizzera adottare una definizione di stabilità dei prezzi che consenta una certa flessibilità nella risposta di politica monetaria. La nostra definizione, in base alla quale i prezzi sono stabili quando il tasso di inflazione è inferiore al 2% ma ancora positivo, ha dato buona prova di sé.

Oltre alle crisi già citate, negli ultimi tempi anche il contesto internazionale di bassi tassi di interesse ha esercitato una pressione al rialzo sul franco. Il loro calo su scala mondiale nei decenni scorsi è riconducibile soprattutto a fattori strutturali e quindi alla flessione del tasso di interesse reale di equilibrio. Nessun paese può sganciarsi da questo andamento, tantomeno la Svizzera con il suo mercato aperto dei capitali.

Il calo dei tassi di interesse a livello mondiale ha aumentato la pressione al rialzo sul franco. Storicamente i tassi nominali in Svizzera sono nettamente inferiori a quelli registrati all'estero. Ciò riflette, oltre all'inflazione generalmente più bassa, la stabilità politica e la credibilità delle istituzioni del nostro Paese. In risposta alla crisi finanziaria globale le banche centrali delle grandi aree monetarie hanno abbassato i tassi di interesse di riferimento verso lo zero. Anche in Svizzera un allentamento della politica monetaria era necessario. Tuttavia, a causa del livello dei tassi più basso, il margine di manovra per una riduzione era minore rispetto all'estero. Il calo globale dei tassi ha perciò assottigliato il differenziale tra la Svizzera e gli altri paesi provocando un'ulteriore pressione al rialzo sulla nostra moneta.

Dopo diverse fasi di apprezzamento il franco è talora risultato nettamente sopravvalutato, ponendo le aziende in Svizzera di fronte a sfide imponenti e facendo più volte scendere l'inflazione in territorio negativo. In questa situazione, come è riuscita la BNS a imprimere alla politica monetaria l'orientamento espansivo richiesto dal basso livello di inflazione? Abbiamo effettuato ingenti interventi sul mercato valutario e per un certo periodo abbiamo mantenuto un tasso di cambio minimo rispetto all'euro. A inizio 2015 abbiamo abbassato il tasso di politica monetaria sotto lo zero per ripristinare almeno in parte il consueto differenziale di interesse con l'estero e allentare così la pressione al rialzo sul franco.

L'interesse negativo in Svizzera

La BNS è stata una delle prime banche centrali a ridurre il tasso di politica monetaria in territorio nettamente negativo. Consentitemi quindi di spendere qualche parola in merito all'esperienza maturata in questi cinque anni abbondanti. Nel complesso per la Svizzera l'interesse negativo si è dimostrato efficace. Per quanto riguarda la sua trasmissione all'economia, nel nostro Paese conta in primo luogo l'effetto sul tasso di cambio. L'interesse negativo si è trasmesso al mercato monetario e dei capitali, riducendo così la pressione all'apprezzamento sul franco. In questo modo è stato possibile creare condizioni monetarie più adeguate per l'economia. È invece meno chiaro in che misura il tasso negativo agisca anche tramite il canale del credito. Ad ogni modo, l'obiettivo perseguito con la sua

introduzione era soprattutto l'effetto esplicito sul tasso di cambio e non quello sulla domanda di credito.

In Svizzera il tasso di interesse negativo ha quindi prodotto il risultato voluto. Ha comportato però anche effetti collaterali, rappresentando una sfida per le banche, le casse pensioni, le assicurazioni e i risparmiatori. Talora può avere anche ripercussioni sfavorevoli sulla stabilità finanziaria se la ricerca di rendimento porta ad assumere rischi troppo elevati. Pertanto, è una misura che – come ogni altra decisione di politica monetaria – impone una valutazione approfondita. Mentre i benefici del tasso negativo in riferimento al tasso di cambio sono immediati, potenziali effetti collaterali si manifestano solo col tempo. Relativamente alla stabilità finanziaria, l'esperienza passata mostra che le misure macroprudenziali – in particolare il cuscinetto anticiclico di capitale – aiutano a contenere le conseguenze indesiderate dell'interesse negativo. Per ridurre ulteriormente gli effetti collaterali a carico del sistema bancario, accordiamo alle banche un elevato importo in franchigia, cosicché l'interesse negativo è applicato soltanto a una parte degli averi che queste detengono presso la BNS.

Signore e signori, anche se disponiamo ancora di margini di manovra per ulteriori riduzioni, non è possibile abbassare i tassi a piacimento. Ecco perché anche gli interventi sul mercato dei cambi, tramite i quali acquistiamo valuta estera contro franchi svizzeri, sono un elemento chiave del nostro mix di strumenti di politica monetaria.

Interventi sul mercato valutario come strumento di politica monetaria

Dallo scoppio della crisi finanziaria globale le banche centrali di molte grandi economie hanno attuato vasti programmi di acquisto di titoli (quantitative easing, QE). La BNS invece è intervenuta sul mercato dei cambi. Ciò è riconducibile a svariati fattori. In primo luogo, il mercato dei capitali in Svizzera è comparativamente piccolo, il che limita naturalmente la portata di un programma di QE. In secondo luogo, tale mercato svolge nel nostro Paese un ruolo secondario come canale di trasmissione della politica monetaria, poiché a ricorrevi a scopo di finanziamento è un numero relativamente esiguo di grandi imprese. In terzo luogo, in Svizzera la principale causa del livello talora molto basso dell'inflazione è stata la pressione al rialzo sul franco. Su tale sfondo, gli interventi sul mercato valutario – oltre al tasso di interesse negativo – hanno rappresentato e rappresentano tuttora per noi lo strumento più diretto e quindi più efficace.

Quando si tratta di decidere se intervenire o meno sul mercato valutario è fondamentale, proprio come per l'applicazione del tasso di interesse negativo, procedere costantemente a un'attenta valutazione delle conseguenze: da un lato c'è il beneficio che otteniamo impedendo un eccessivo apprezzamento del franco e quindi stabilizzando l'evoluzione dei prezzi e della congiuntura; dall'altro, però, gli interventi determinano un'estensione del bilancio della BNS e sono all'origine del forte incremento dei nostri investimenti in valuta. Nel più lungo periodo essi accrescono perciò i rischi finanziari. È aumentata pertanto anche la nostra responsabilità di gestire nel miglior modo possibile il patrimonio e limitare il rischio di eventuali perdite. Di

qui la nostra scelta di allocare in azioni una quota significativa degli attivi per migliorare il profilo rischio-rendimento degli investimenti.

La nostra esperienza mostra che, per una piccola economia aperta con una moneta rifugio, gli interventi sul mercato dei cambi e l'interesse negativo sono indispensabili in un contesto caratterizzato da tassi bassi. La combinazione di queste due misure di politica monetaria è più efficace e comporta nel complesso meno effetti indesiderati rispetto alla focalizzazione su uno solo di questi strumenti.

Le sfide per la politica monetaria durante la pandemia

Signore e signori, franco forte, inflazione bassa e tassi di interesse negativi: questo era il contesto di politica monetaria in Svizzera a inizio anno. Poi è arrivato il coronavirus.

La pandemia e le restrizioni imposte da diversi paesi per contenerla hanno paralizzato temporaneamente parte dell'economia. Non solo il coronavirus, ma anche la contrazione economica si è diffusa in modo insolitamente rapido in tutto il mondo. Dalla crisi petrolifera degli anni '70, l'economia svizzera non ha più registrato una flessione trimestrale così pesante come quella rilevata nei primi tre mesi del 2020, e il secondo trimestre potrebbe risultare di gran lunga peggiore. L'inflazione, dal canto suo, è scesa ancora portandosi in territorio nettamente negativo.

In questa situazione, qual è il compito della politica monetaria in Svizzera? Come sempre, l'obiettivo è assicurare condizioni monetarie adeguate ma anche, nello specifico, mettere a disposizione delle banche la liquidità necessaria per l'erogazione di crediti all'economia. Molte aziende hanno registrato ingenti perdite di fatturato per via delle restrizioni disposte dalle autorità alla loro attività commerciale e dell'assenza di domanda. E mentre le entrate sono venute meno, le spese da sostenere in gran parte restano. Queste imprese hanno quindi bisogno in tempi brevi di risorse finanziarie per poter superare l'ammacco di ricavi.

Nella situazione attuale, tuttavia, per molte aziende il confine tra carenza di liquidità e problemi di solvibilità è fluido. Per incentivare le banche ad accordare nuovi crediti, il governo elvetico ha istituito un programma di garanzie sui prestiti alle imprese. Le aziende possono richiedere tali crediti garantiti in modo semplice e rapido alla propria banca di riferimento, la quale provvede poi ad autorizzarli e ad erogarli già dopo una breve verifica. In tal modo, anche le piccole aziende che finora non intrattenevano rapporti creditizi ottengono rapidamente crediti transitori a condizioni molto favorevoli, ossia a un tasso dello 0% per importi fino a mezzo milione di franchi. Al termine della prima settimana dall'attivazione del programma, un'impresa svizzera su dieci aveva ottenuto un credito di questo tipo. Ad oggi ne usufruisce oltre il 20% delle aziende nel nostro Paese.

La BNS, tramite il nuovo schema di rifinanziamento BNS-COVID-19, offre alle banche la possibilità di rifinanziare i crediti assistiti da fidejussioni governative al suo tasso guida, pari attualmente a $-0,75\%$. Tale schema accresce la liquidità delle banche e la loro capacità di concedere prestiti a basso costo. Per la messa a punto in tempi così brevi di questo programma

di credito volto ad attenuare le conseguenze economiche della pandemia, decisiva è stata la stretta interazione fra governo, banca centrale e settore privato.

La pandemia non ha solo posto la politica monetaria svizzera dinanzi a nuove sfide, ma ha anche acuito un ben noto problema, quello della pressione all'apprezzamento sul franco. Su questo fronte, i fattori determinanti negli ultimi tempi sono stati due. Primo, l'allentamento della politica monetaria operato dalle grandi banche centrali, tramite acquisti di titoli e l'abbassamento dei tassi, ha provocato un calo dei rendimenti all'estero, assottigliando ulteriormente i differenziali di interesse rispetto alla Svizzera. Secondo, l'elevata incertezza riguardo alle prospettive economiche future ha determinato una fuga verso beni rifugio, tra cui il franco. Perciò, l'interesse negativo abbinato a interventi sul mercato dei cambi resta per noi più che mai necessario. Negli ultimi mesi abbiamo pertanto proceduto a interventi più massicci sul mercato valutario per allentare la pressione al rialzo sulla nostra moneta.

Conclusioni e prospettive

Signore e signori, mi auguro di essere riuscito a illustrarvi la particolare situazione in cui si trova la Svizzera in qualità di piccola economia aperta.

La nostra esperienza evidenzia quanto i paesi di dimensioni minori siano esposti agli sviluppi internazionali. Gli influssi provenienti dall'estero richiedono continui adattamenti della nostra politica monetaria e talvolta anche decisioni difficili basate su valutazioni approfondite. Il contesto globale di bassi tassi ci ha costretti a trovare nuovi strumenti per assicurare condizioni monetarie adeguate. Nel nostro caso, il tasso di interesse negativo e gli interventi sul mercato valutario hanno dato buona prova di sé. L'esperienza della Svizzera, però, mostra anche che nelle piccole economie aperte non sempre la politica monetaria può assorbire del tutto le turbative provenienti dall'estero. La nostra definizione di stabilità dei prezzi, che consente una certa flessibilità nella risposta di politica monetaria, è perciò essenziale in Svizzera.

Nel nostro Paese, la politica monetaria e la politica fiscale hanno concorso in sinergia ad attenuare le ripercussioni economiche del coronavirus. Ma proprio le esperienze raccolte nel corso della pandemia sottolineano anche quanto sia importante una ripartizione netta dei ruoli fra le due. La politica monetaria non è la soluzione a tutti i mali e da essa non possono scaturire decisioni di natura fiscale o strutturale. Anche in situazioni di crisi come quella che stiamo attraversando, la responsabilità di tali scelte deve spettare al governo.

Permettetemi, in conclusione, di aggiungere ancora qualche osservazione a proposito delle prospettive future. La ripresa economica richiederà tempo. La politica monetaria e fiscale espansive rimangono pertanto necessarie. Inoltre, la forte crescita dell'indebitamento dovuto alla pandemia è una questione di cui anche i paesi come la Svizzera, che sono entrati nella crisi con un esiguo debito pubblico, dovranno occuparsi ancora per anni. A più lungo termine, l'inflazione potrebbe risalire in ragione dell'aumento del debito pubblico a livello globale. A quel punto la sfida consisterà nel trovare il momento giusto e la velocità appropriata per la normalizzazione della politica monetaria al fine di assicurare la stabilità dei prezzi.

Allo stato attuale non è possibile dire se e in che misura il coronavirus porterà a cambiamenti strutturali permanenti nell'economia. La creatività e la capacità di adattamento delle imprese saranno determinanti per la ripresa economica. La politica strutturale può, attraverso la creazione di condizioni generali favorevoli, dare un contributo decisivo alla promozione dello spirito imprenditoriale e di conseguenza all'incremento della crescita potenziale. Questa è la strada maestra per tornare a una crescita duratura e a un debito pubblico sostenibile nel tempo, entrambi presupposti essenziali per garantire benessere diffuso e stabilità sociale.

Vi ringrazio per la cortese attenzione.