

Embargo fino al
26 aprile 2019, ore 10.00

Una politica monetaria nell'interesse generale del Paese
111^a Assemblea generale ordinaria degli azionisti della Banca
nazionale svizzera

Thomas J. Jordan

Presidente della Direzione generale
Banca nazionale svizzera
Berna, 26 aprile 2019

Signor Presidente del Consiglio di banca,
signore e signori azionisti,
cari ospiti,

vi porgo il mio cordiale benvenuto alla nostra Assemblea generale. Lo scambio con il pubblico in Svizzera è molto importante per noi. Sono quindi lieto di potermi rivolgere a voi oggi e spero di avere l'occasione di incontrare personalmente molti azionisti all'aperitivo che sarà offerto al termine dell'Assemblea.

In qualità di Presidente della Direzione generale della Banca nazionale svizzera (BNS) ricevo numerose lettere dai cittadini del nostro Paese. In una di queste missive, la titolare di un'impresa familiare nella regione nordoccidentale racconta come per anni abbia lottato per non perdere i clienti, ma si sia vista comunque costretta a chiudere la sua attività. E ciò, secondo lei, a causa della concorrenza troppo elevata dei paesi vicini, dovuta alla forza del franco. In un'altra lettera un signore spiega le sue preoccupazioni legate alla previdenza per la vecchiaia. Nonostante debba versare da 15 anni contributi sempre più ingenti alla cassa pensioni, il suo avere di vecchiaia previsto non aumenta, anzi diminuisce. Il motivo risiederebbe a suo dire negli interessi negativi.

Signore e signori, queste lettere ci permettono di farci un'idea delle questioni che stanno a cuore al nostro Paese e dell'impatto che una determinata situazione economica ha sulla popolazione. Sono informazioni sempre molto istruttive per noi. La politica monetaria della BNS non può però mai basarsi unicamente sulle esigenze dei singoli, bensì deve essere condotta nell'interesse generale del Paese. Purtroppo non è possibile accontentare tutti o, come si dice da noi, «avere il panino e il soldino». In altre parole, riferendoci alle due lettere citate, non è possibile perseguire nello stesso tempo interessi più elevati e un franco più debole.

La politica monetaria della BNS si basa su un'accurata analisi dei suoi effetti sull'intera economia. Da circa quattro anni è fondata su due pilastri: il tasso di interesse negativo e la disponibilità a intervenire se necessario sul mercato dei cambi.

Per molti cittadini, però, in particolare l'interesse negativo è una misura molto inconsueta. Nelle lettere che riceviamo si dice per esempio che va contro ogni logica economica e crea grossi problemi a risparmiatori e casse pensioni.

Tuttavia, nella situazione attuale l'interesse negativo è indispensabile, proprio come la nostra disponibilità a intervenire se necessario sul mercato dei cambi. Solo con questi strumenti possiamo mantenere in Svizzera le condizioni di tasso e di cambio che sono essenziali per l'assolvimento del nostro mandato, ossia garantire la stabilità dei prezzi tenendo conto dell'andamento congiunturale. Se non ritenessimo che l'interesse negativo è assolutamente necessario per l'adempimento del nostro mandato, ne faremmo a meno.

Per noi è fondamentale che la popolazione in Svizzera capisca perché la nostra attuale politica monetaria nel suo insieme è adeguata e quali effetti produce sul nostro Paese.

Calo del livello globale dei tassi di interesse protratto negli anni

Per spiegare la necessità dell'interesse negativo devo prenderla un po' alla larga e ripercorrere gli ultimi 25 anni. In questo arco di tempo il livello dei tassi di interesse su scala mondiale è fortemente diminuito. In questo grafico (grafico 1) potete vedere che i rendimenti nominali dei titoli di Stato decennali in Svizzera, Germania e Stati Uniti sono scesi dagli anni '90. Vi sono diverse spiegazioni per questa tendenza al ribasso.

La prima è data dall'efficace lotta all'inflazione portata avanti dalle banche centrali. Dopo le esperienze negative con tassi di inflazione elevati negli anni '70 e '80, agli inizi degli anni '90 molte banche centrali hanno cominciato a perseguire la stabilità dei prezzi. L'inflazione è scesa e con essa anche i tassi di interesse sui libretti di risparmio e sui mercati finanziari. Infatti, se il denaro sul conto risparmio mantiene il suo valore grazie all'inflazione contenuta, il tasso di interesse pagato a titolo di remunerazione non deve andare a compensare una svalutazione. Il calo dell'inflazione e la connessa contrazione del livello degli interessi nominali sono di per sé un'evoluzione positiva per famiglie e imprese.

Una seconda spiegazione è la flessione del tasso di interesse reale, ossia il tasso nominale depurato dall'inflazione. Questo grafico (grafico 2) mostra i rendimenti dei titoli di Stato decennali in Svizzera, Germania e Stati Uniti al netto dell'inflazione dei prezzi al consumo dei rispettivi paesi. Il calo dei tassi di interesse reali a livello mondiale dipende da diversi fattori, che sono oggetto di numerosi studi. Semplificando si può dire che, da un lato, un ruolo importante è svolto dall'evoluzione demografica, in quanto l'invecchiamento della popolazione comporta tendenzialmente un aumento del risparmio dovuto alla più lunga speranza di vita. Dall'altro, il rallentamento dei guadagni di produttività deprime il potenziale di reddito degli investimenti reali, riducendo quindi l'attrattiva per gli investitori delle immobilizzazioni materiali, come fabbriche e macchinari. Se la propensione al risparmio supera le intenzioni di investimento, il tasso reale deve scendere affinché domanda e offerta di capitale tornino in equilibrio.

Politica monetaria in un contesto di bassi tassi di interesse

Ma cosa significa il calo del livello globale dei tassi di interesse per la politica monetaria convenzionale? Se gli interessi sono già bassi, le sue possibilità di risposta alle turbative sono più limitate. Di fronte a un indebolimento della congiuntura e dell'inflazione, in genere la banca centrale stimola l'attività economica abbassando il tasso di interesse. In tal modo attenua il rallentamento economico e stabilizza i prezzi. Se il livello degli interessi è però già basso, la banca centrale può operare solo poche riduzioni prima che sia raggiunto lo zero. E questo limite segna la fine della politica monetaria convenzionale.

In Svizzera, il margine di manovra delle misure convenzionali è particolarmente ristretto. La tradizionale stabilità politica ed economica del nostro Paese rende infatti gli investimenti in franchi particolarmente sicuri agli occhi degli investitori, che per tale sicurezza sono disposti a investire in franchi a tassi di interesse più bassi piuttosto che in altre valute. In passato ciò

ha fatto sì che gli interessi in Svizzera fossero spesso più bassi che all'estero. Quando è stato necessario allentare la politica monetaria, il punto di partenza per le riduzioni del tasso di interesse era quindi sempre inferiore a quello degli altri paesi.

Risposta di politica monetaria alla grande crisi economica

Signore e signori, undici anni fa è scoppiata la crisi economica e finanziaria a livello mondiale, seguita da un forte calo dell'attività economica e dell'inflazione. La BNS ha dovuto passare a una politica monetaria espansiva per adempiere al suo mandato. In un primo tempo, ha risposto con misure convenzionali, abbassando rapidamente gli interessi fino pressoché allo zero.

Alla crisi finanziaria mondiale ha fatto presto seguito la crisi europea del debito pubblico. La connessa incertezza sui mercati finanziari ha fortemente accresciuto la domanda di franchi come moneta rifugio e la nostra valuta ha quindi subito una pressione al rialzo. Per fronteggiare tale pressione, abbiamo deciso di attuare misure non convenzionali. Siamo intervenuti sul mercato dei cambi e nel settembre 2011 abbiamo introdotto il tasso di cambio minimo rispetto all'euro.

Da metà 2014 il contesto internazionale di politica monetaria ha cominciato a mutare: da una parte, si è delineato sempre più chiaramente un inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti; dall'altra, nell'area dell'euro appariva sempre più probabile un allentamento della politica monetaria. Di conseguenza, l'euro si è deprezzato sensibilmente nei confronti delle altre valute principali, rendendo insostenibile agli inizi del 2015 la difesa del cambio minimo. Per mantenere il controllo sulla nostra politica monetaria, nel gennaio 2015 abbiamo pertanto deciso di riorientarci verso altre soluzioni.

In quella situazione straordinaria abbiamo dovuto soppesare vantaggi e svantaggi degli strumenti alternativi non convenzionali. Era chiaro che avremmo dovuto abbassare i tassi di interesse sotto lo zero, dopo che diverse altre banche centrali avevano già introdotto l'interesse negativo. Solo in questo modo avremmo potuto limitare l'attrattività del franco. Pertanto, contestualmente all'abolizione del cambio minimo, abbiamo applicato l'interesse negativo pari a $-0,75\%$ sugli averi a vista delle banche detenuti presso la BNS. Ciò ha permesso di riportare il livello dei tassi in Svizzera sotto a quelli in vigore all'estero. Unitamente alla disponibilità a intervenire se necessario sul mercato dei cambi, il tasso di interesse negativo ha attenuato la pressione sul franco e impedito un forte calo dell'inflazione.

Effetto diffuso nell'economia

Nel raffronto internazionale la Svizzera ha superato nel complesso senza gravi conseguenze i difficili anni che hanno seguito lo scoppio della crisi finanziaria globale, e questo anche se, come piccola economia aperta con un grande settore finanziario, era fortemente colpita dalle turbative. Ciò è riconducibile principalmente a due fattori. In primo luogo, imprese e lavoratori in Svizzera hanno dato prova di enorme flessibilità, permettendo di incrementare

l'efficienza, sviluppare nuovi prodotti e acquisire nuovi mercati. In secondo luogo, la politica monetaria non convenzionale della BNS ha fortemente mitigato gli effetti delle turbative provenienti dall'estero. Per questo motivo il tasso di cambio reale del franco ponderato per l'interscambio è rimasto abbastanza stabile dal settembre 2011. Senza l'interesse negativo e gli estesi interventi della BNS la realtà economica in Svizzera apparirebbe oggi diversa. Il franco sarebbe diventato molto più forte, l'inflazione sarebbe scesa in zona nettamente negativa, la crescita avrebbe subito un brusco freno e la disoccupazione sarebbe considerevolmente aumentata.

Pertanto, non v'è dubbio che l'interesse negativo abbia avuto un ruolo importante nel permettere all'economia svizzera di uscire bene da un periodo difficile e che concorra tuttora in modo essenziale a un andamento congiunturale positivo nonostante i numerosi fattori di incertezza a livello internazionale.

Ma come funziona esattamente l'interesse negativo? Il suo effetto sull'economia è molto simile a quello di una politica monetaria basata su interessi positivi. Tassi di interesse moderatamente negativi non stravolgono il mondo e non vanno contro la logica economica.

Da un lato, l'introduzione dell'interesse negativo ha influenzato le condizioni di finanziamento nell'economia, di cui hanno beneficiato sia le imprese che le famiglie e il settore pubblico. Dall'altro, il tasso di interesse negativo agisce tramite il tasso di cambio, un fattore particolarmente significativo per un'economia aperta di piccole dimensioni come la Svizzera. L'interesse negativo riduce l'attrattiva degli investimenti in franchi rispetto a quelli in altre valute. In tal modo contribuisce in maniera sostanziale a tenere sotto controllo la pressione al rialzo sulla nostra valuta, condizione che sostiene l'attività economica e che nella situazione attuale è indispensabile per la stabilità dei prezzi. Sebbene i tassi di cambio dipendano ovviamente anche da altri fattori, il confronto fra i rendimenti degli investimenti in franchi e quelli in altre monete è sempre un criterio importante nella scelta della valuta di investimento da parte degli operatori.

Effetti collaterali dei bassi tassi di interesse

È vero tuttavia che il basso livello dei tassi di interesse comporta anche notevoli sfide nonché effetti collaterali. I risparmiatori in Svizzera temono per il loro denaro che non genera praticamente più interessi, per le casse pensioni e le compagnie di assicurazione sulla vita il basso livello dei tassi sul mercato dei capitali rende più difficile l'adempimento degli obblighi contrattuali e sulla redditività delle banche pesa il calo dei proventi per interessi dell'attività creditizia. Inoltre, il contesto di tassi bassi favorisce la dinamica sui mercati immobiliari.

All'origine di tutte queste difficoltà, però, non vi è tanto l'interesse negativo in sé, quanto piuttosto il livello estremamente basso dei tassi che si protrae da anni su scala mondiale, di cui ho parlato all'inizio del mio intervento. Le difficoltà menzionate non sono venute a crearsi dopo l'introduzione del tasso di interesse negativo da parte della BNS, bensì rispecchiano il persistente calo dei tassi a livello globale. Nella situazione attuale, i tassi di interesse

rimarrebbero bassi anche senza l'interesse negativo e pertanto pure gli effetti collaterali sarebbero destinati a perdurare.

Non penalizzare la Svizzera

Signore e signori, la popolazione svizzera vivrebbe meglio senza l'interesse negativo della BNS? Proviamo a fare un breve esercizio di immaginazione. Cosa succederebbe se abolissimo il tasso di interesse negativo nel contesto attuale?

La sua abolizione inciderebbe pesantemente sull'economia svizzera. I nostri tassi a breve termine si situerebbero di nuovo sopra a quelli di altri paesi facendo aumentare sensibilmente l'attrattiva degli investimenti in franchi. Ne conseguirebbe un apprezzamento del franco e con esso un indebolimento della dinamica economica in Svizzera, un aumento della disoccupazione e il calo dell'inflazione in zona negativa.

Ma ne potrebbero almeno beneficiare risparmiatori, casse pensioni, compagnie di assicurazione sulla vita e banche? Il netto rallentamento della congiuntura porterebbe a un deterioramento delle prospettive sugli utili delle imprese e metterebbe sotto pressione i titoli azionari svizzeri. Gli interessi a breve termine in Svizzera non sarebbero più negativi ma, a causa delle peggiorate prospettive economiche, quelli sul mercato dei capitali resterebbero pressoché invariati. Di conseguenza, il livello dei tassi di interesse nel suo complesso rimarrebbe basso e le obbligazioni a lunga scadenza in franchi continuerebbero a fruttare rendimenti scarsi. In conclusione, la situazione di risparmiatori, casse pensioni, compagnie di assicurazione e banche non migliorerebbe in modo sostanziale.

Lo stesso si può dire del mercato immobiliare. L'abolizione dell'interesse negativo potrebbe rallentare leggermente la dinamica. Tuttavia, dato che il livello dei tassi rimarrebbe comunque basso, l'effetto resterebbe limitato. Nella situazione attuale i rischi per la stabilità finanziaria devono essere affrontati con l'adozione di misure macroprudenziali mirate. In tal modo è possibile frenare la domanda di prestiti ipotecari e immobili e rafforzare la resilienza delle banche.

Signore e signori, se abolissimo l'interesse negativo nel contesto attuale, penalizzeremmo fortemente l'economia svizzera. E ciò non apporterebbe nessun beneficio né ai risparmiatori e alle casse pensioni né alla stabilità finanziaria. In altre parole, l'abolizione dell'interesse negativo nella situazione attuale non sarebbe nell'interesse generale del nostro Paese.

L'importanza del quadro generale

La decisione di introdurre l'interesse negativo è stata presa dopo averne accuratamente soppesato vantaggi e svantaggi. La sua efficacia è verificata continuamente esaminando costi e benefici con obiettività.

Negli ultimi mesi l'attività economica globale si è indebolita. Dopo la stagnazione nella seconda metà del 2018 la congiuntura in Svizzera dovrebbe riprendere leggermente slancio. Le prospettive di inflazione per questo e il prossimo anno sono tuttavia attenuate. Inoltre, la

situazione sui mercati finanziari e dei cambi permane fragile a causa dell'incertezza economica e politica in numerosi paesi.

Nel contesto attuale la nostra politica monetaria non convenzionale, che consiste nel tasso di interesse negativo e nella disponibilità a intervenire all'occorrenza sul mercato dei cambi, resta necessaria e appropriata, anche perché non privilegia talune esigenze rispetto ad altre, bensì considera sempre l'interesse della Svizzera nel suo complesso.

Il tasso di interesse negativo fa parte dello strumentario della BNS che oltre alle misure convenzionali contempla anche quelle non convenzionali. Il nostro compito è impiegare gli strumenti adatti per ogni situazione. Sono però fermamente convinto, e vorrei sottolinearlo in questa sede, che un giorno torneremo agli interessi positivi. Non mi è possibile dire oggi quando ciò accadrà. Dipenderà essenzialmente dall'andamento futuro di inflazione, crescita e tasso di cambio.

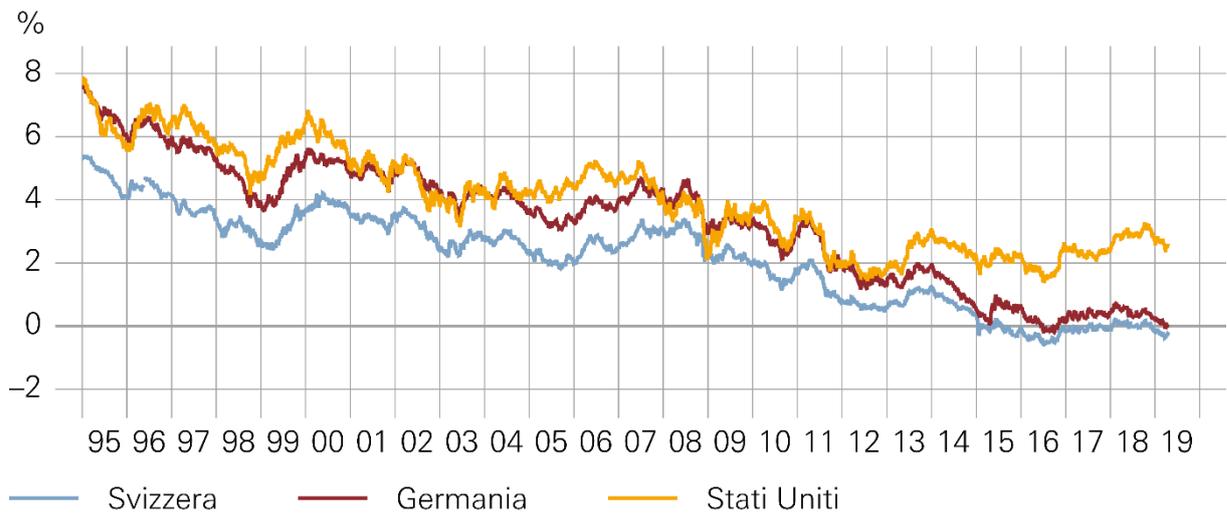
Concludendo, vorrei cogliere l'occasione per ringraziare sentitamente i nostri collaboratori, anche a nome dei miei due colleghi della Direzione generale Fritz Zurbrügg e Andréa Maechler, per il loro fattivo impegno. Ringraziamo anche voi, stimati azionisti, per il forte legame con la Banca nazionale e il costante sostegno. Un cordiale grazie va anche ai nostri giovani ospiti della Scuola cantonale grigione per il loro interesse nei riguardi della politica monetaria e della Banca nazionale.

Ringrazio infine tutti i presenti per l'attenzione e spero di avere l'occasione di discutere con tanti di voi durante l'aperitivo.

Grafico 1

TASSI DI INTERESSE NOMINALI A LUNGO TERMINE

Rendimenti dei titoli di Stato decennali

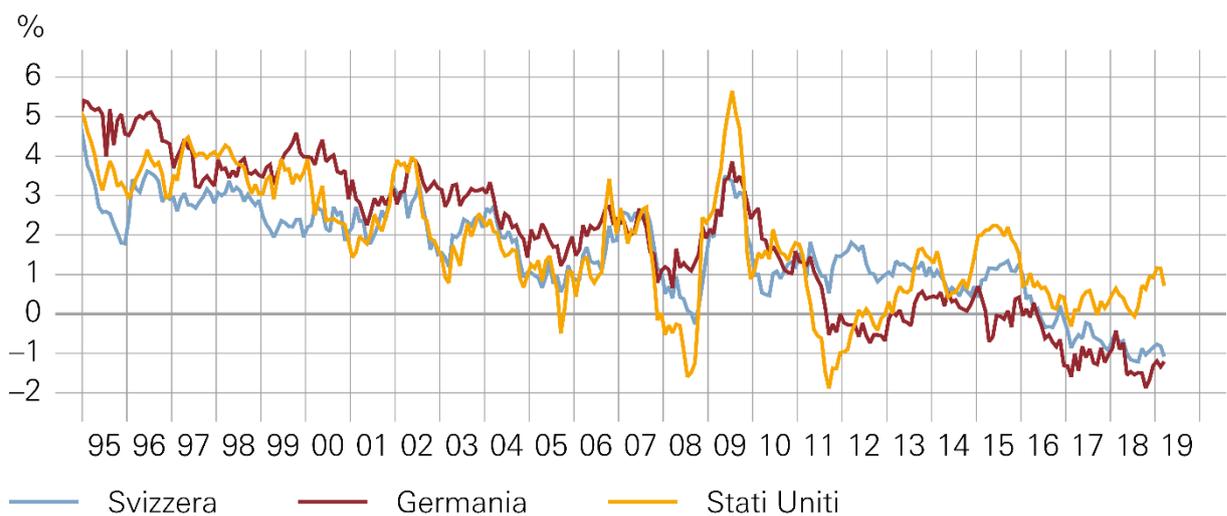


Fonti: BNS e Thomson Reuters Datastream.

Grafico 2

TASSI DI INTERESSE REALI A LUNGO TERMINE

Rendimenti dei titoli di Stato decennali al netto dell'inflazione dei prezzi al consumo



Fonti: BNS e Thomson Reuters Datastream.