

SFI Public Discussion Note

Tassi di interesse negativi



Marzo 2020 (informazione a partire da metà febbraio 2020)

Introduzione



Prof. Dr. Philippe Bacchetta
*SFI Senior Chair,
Università di Losanna*



Prof. Dr. Urs Lendermann
*Università di Scienze
Applicate della Deutsche
Bundesbank*



Prof. Dr. Alfred Mettler
*Professore Aggiunto allo
Swiss Finance Institute,
Università di Miami*



Dr. Markus P.H. Bürgi
*Membro della Direzione,
Swiss Finance Institute*

Negli ultimi anni le banche centrali di diversi Paesi hanno fissato i tassi d'interesse a breve termine sotto lo zero (Danimarca, zona euro, Giappone, Svezia fino a dicembre 2019, Svizzera) e in alcuni casi persino i tassi di mercato a lungo termine sono diventati negativi. Non sorprende quindi che i tassi d'interesse negativi siano diventati un punto centrale nelle discussioni economiche. In Svizzera, attualmente il Paese con i tassi d'interesse negativi più bassi, è particolarmente attivo il dibattito intorno al passato, al presente e al futuro di questo fenomeno e intorno al suo impatto sull'economia globale. Discussioni analoghe si stanno svolgendo nella zona euro per quanto riguarda la politica della Banca Centrale Europea (BCE). Persino il Presidente americano, nel settembre 2019, ha twittato che la Federal Reserve dovrebbe abbassare i tassi di interesse "a ZERO, o meno" per consentire agli Stati Uniti di rifinanziare il proprio debito.

La Banca Nazionale Svizzera (BNS) spiega regolarmente quali sono le ragioni economiche di base per i tassi d'interesse negativi e perché potrebbero rimanere negativi per un certo periodo di tempo. Tuttavia, per un numero crescente di osservatori critici, la situazione attuale è sempre più preoccupante. La discussione si concentra sulla domanda fondamentale: i benefici dell'attuale politica sono ancora superiori ai costi? (Tra i costi ci sono il basso rendimento dei risparmi, l'inflazione degli attivi, gli incentivi all'assunzione dei rischi e la situazione finanziaria delle casse pensioni). È evidente che, in ultima analisi, la politica monetaria della BNS influenza l'intera economia svizzera e quindi la popolazione svizzera nel suo complesso. Ma la BNS potrebbe davvero evitare i tassi d'interesse negativi?

In un tale contesto, l'obiettivo di questa *SFI Public Discussion Note* è mostrare come si sia arrivati ai tassi d'interesse negativi, spiegare le conseguenze positive e negative della situazione attuale per la Svizzera e discutere possibili sviluppi futuri.

Le opinioni espresse sono personali e non rappresentano necessariamente quelle della Deutsche Bundesbank, dell'Swiss Finance Institute, dell'Università di Losanna, dell'Università di Miami o del loro personale.



Con la sua serie di *Public Discussion Note*, lo Swiss Finance Institute (SFI) promuove attivamente un dibattito fondato su temi rilevanti per l'industria finanziaria, la politica e il mondo accademico. Inoltre, lo SFI diffonde i suoi risultati attraverso la ricerca, le pubblicazioni, le *Master Class*, le conferenze e i corsi di formazione continua.

Uno sguardo al passato: perché ci siamo ritrovati con tassi d'interesse negativi?

La BNS ha il mandato di condurre la politica monetaria del Paese in quanto banca centrale indipendente. La Costituzione svizzera e lo statuto della BNS la obbligano ad agire in conformità con gli interessi del Paese nel suo insieme. Il suo obiettivo primario è quello di garantire la stabilità dei prezzi, tenendo conto anche degli attuali sviluppi economici.

Data la posizione geografica della Svizzera e l'importanza del commercio per l'economia elvetica, risulta chiaro che il tasso di cambio CHF/EUR è di fondamentale importanza per il Paese. Circa i due terzi del Prodotto interno lordo (PIL) svizzero si basano sulle esportazioni e circa il 54% sulle importazioni. Uno sguardo più attento alle statistiche del PIL rivela che l'Unione Europea (UE) è di gran lunga il più importante partner commerciale. Circa il 45% delle esportazioni e il 63% delle importazioni si basano sul commercio con l'UE. (Fonte: Ufficio Federale di Statistica)

Dopo l'introduzione dell'euro nel 2002, e fino a circa il 2010, il tasso di cambio tra il CHF e l'EUR ha oscillato entro un intervallo di circa 1.45–1.65 CHF per EUR. Per l'industria svizzera delle esportazioni si è trattato di un tasso di cambio abbastanza stabile e prevedibile che le ha permesso di esportare beni e servizi altamente qualificati e specializzati a prezzi competitivi. Inoltre, ha permesso al commercio al dettaglio svizzero (e in particolare ai negozi al dettaglio nelle zone di confine) di rimanere competitivo nonostante il livello leggermente più elevato dei prezzi interni.

Alla fine del 2009 la situazione nei mercati dei cambi esteri ha iniziato a mutare. Dopo la crisi finanziaria, i tassi di crescita sono rimasti bassi in tutto il mondo, l'EUR e l'USD hanno iniziato a indebolirsi contro la maggior parte delle valute e il franco svizzero è tornato (come già più volte in passato) a essere un "rifugio sicuro" per gli investimenti esteri. Tra il gennaio 2010 e il settembre 2011, il CHF si è rafforzato rispetto all'EUR da circa 1.50 CHF per EUR a circa 1.10 CHF

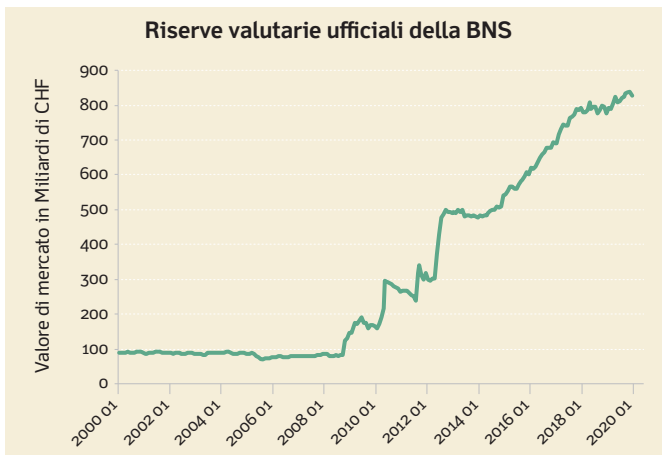
per EUR, cioè un apprezzamento di circa il 30%. Questo ha creato una notevole pressione sull'industria delle esportazioni, e le associazioni del commercio come pure i sindacati in Svizzera si sono fatti sentire a gran voce affinché la BNS adottasse delle misure per indebolire il CHF. Allo stesso modo, il timore che un franco svizzero forte potesse creare tendenze deflazionistiche per l'economia svizzera veniva ampiamente discusso negli ambienti economici e nella stampa. Durante questo periodo la BNS non fece alcuna dichiarazione pubblica in merito alla sua politica dei tassi di cambio, ma sulla base dei rapporti trimestrali della BNS divenne chiaro che in diversi periodi vi erano stati interventi di cambio esteri *ad hoc*.

Infine, nel settembre 2011 la BNS ha deciso di modificare il proprio approccio. La mattina del 6 settembre 2011 la Direzione generale della BNS ha convocato una conferenza stampa in cui il suo Presidente ha annunciato che la BNS, "... con effetto immediato, non tollererà più un tasso di cambio CHF/EUR inferiore al tasso minimo di 1.20. La BNS applicherà questo tasso minimo con la massima determinazione ed è pronta ad acquistare valuta estera in quantità illimitata ...".

Nel giro di poche ore il tasso di cambio CHF/EUR si è stabilizzato intorno a 1.23 CHF/EUR, e per gli anni successivi il tasso di cambio CHF/EUR è rimasto abbastanza stabile, rimanendo entro un intervallo di circa 1.20–1.24 CHF/EUR. Ciò ha consentito all'industria svizzera delle esportazioni di anticipare con grande certezza i tassi di cambio CHF/EUR e le ha fornito una base stabile e prevedibile per gli investimenti e per le previsioni finanziarie.

Dopo l'introduzione del piano sull'EUR, all'inizio la BNS non ha dovuto intervenire molto. Le riserve valutarie ufficiali sono rimaste abbastanza stabili a un livello di circa 300 miliardi di franchi. All'inizio del 2012 tuttavia, la crisi dell'euro e le discussioni sulla situazione della Grecia (e di altri Paesi della zona euro) hanno costretto la BNS a intervenire su

scala molto più ampia, e a metà del 2012 le riserve valutarie ufficiali sono rapidamente cresciute fino a circa 500 miliardi di franchi. In mezzo a crescenti preoccupazioni in Svizzera per l'impatto del regime monetario della BNS, la situazione è cambiata il 26 luglio 2012, quando il Presidente della BCE ha notoriamente annunciato: "Nell'ambito del nostro mandato, la BCE è pronta a fare tutto il necessario per preservare l'euro. E credetemi, sarà sufficiente...". Questa affermazione ha rapidamente calmato i mercati e inoltre ha avuto un effetto immediato sulla crescita delle riserve valutarie ufficiali della BNS: per i due anni successivi sono rimaste più o meno stabili.



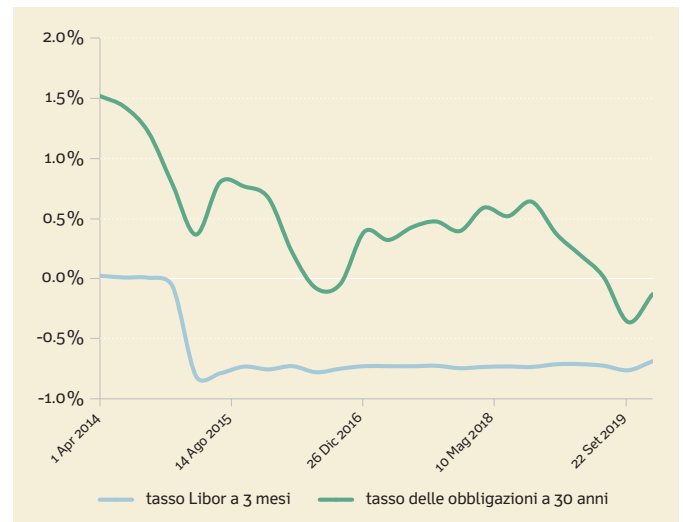
Nella seconda metà del 2014 diversi eventi economici hanno aumentato la pressione sul franco e quindi sul tetto EUR, costringendo la BNS a intervenire nuovamente sui mercati dei cambi. In primo luogo, l'EUR si era indebolito rispetto all'USD da circa 1.40 a 1.18 USD per EUR e, a causa del tasso di cambio minimo CHF/EUR, anche il CHF si era indebolito rispetto all'USD. In secondo luogo, erano riemerse le discussioni su una possibile "Grexit" che, insieme al declino economico della Russia e di altri Paesi, aveva nuovamente innescato la funzione di "rifugio sicuro" del CHF. In terzo luogo, a partire dall'estate 2014 il Consiglio direttivo della BCE aveva adottato una serie di misure volte ad allentare ulteriormente la sua posizione di politica monetaria di fronte al calo dell'inflazione. Tali misure comprendevano la graduale riduzione, fino ad arrivare in territorio negativo, del tasso sui depositi – il tasso di riferimento per i mercati della zona euro. Dopo essere rimasto allo 0 % dal luglio 2012, è stato ridotto a -0.1 % nel giugno 2014, e poi a -0.2 % nel settembre 2014. In quarto luogo, e probabilmente il più importante, la BCE aveva iniziato a discutere apertamente sulla possibilità di avviare, nel gennaio 2015, un programma di *quantitative easing* (QE), che avrebbe abbassato i tassi di interesse sull'EUR e aumentato la pressione al ribasso sull'EUR e quindi la pressione al rialzo sul CHF.



Alla luce di questi sviluppi, molti economisti e politici in Svizzera hanno iniziato a mettere in discussione gli interventi della BNS e il livello delle riserve valutarie ufficiali, che nel frattempo avevano raggiunto circa l'85% del PIL svizzero. La BNS ha tuttavia continuato a difendere pubblicamente la sua posizione e ha promesso di mantenere la sua politica monetaria e la sua strategia. Un'ulteriore misura è stata percepita come una sorpresa quando, a metà dicembre 2014, la BNS ha annunciato l'introduzione di un tasso d'interesse negativo di -0.25% sui depositi a vista, a partire dal 22 gennaio 2015 (data della prossima riunione della BCE).

All'inizio del gennaio 2015 la pressione al rialzo del CHF è aumentata ancora di più. Solo nelle prime due settimane del gennaio 2015 la BNS ha dovuto intervenire pesantemente sui mercati valutari per mantenere il tetto, con la decisione del QE della BCE ancora incompiuta. Infine, il 15 gennaio 2015, alle ore 10:30 (GMT più 1), la BNS in un comunicato stampa ha annunciato la soppressione del tasso di cambio minimo e la contemporanea riduzione dei tassi d'interesse sui depositi a vista a -0.75% . E una settimana dopo, il 22 gennaio 2015, il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato che avrebbe ampliato i suoi acquisti di attivi per includere le obbligazioni emesse dai governi centrali della zona euro, dalle agenzie e dalle istituzioni europee fino a un importo di 60 miliardi di EUR al mese.

Inizialmente l'introduzione di tassi d'interesse negativi da parte della BNS è stata percepita come temporanea. Cinque anni dopo, tuttavia, non solo i tassi d'interesse a breve termine in CHF sono ancora a -0.75% , ma anche i tassi a lungo termine sono diventati negativi.



Dal gennaio 2015 il tasso d'interesse a breve termine in CHF è rimasto costante a -0.75% . La BNS ha tuttavia continuato a intervenire sui mercati dei cambi esteri, come dimostra l'aumento delle riserve valutarie ufficiali a circa 840 miliardi di CHF entro settembre 2019 (circa il 120% del PIL svizzero). Uno dei motivi di questi interventi è stato il fatto che la BCE aveva continuato ad abbassare il tasso di interesse sui depositi a -0.3% nel dicembre 2015, a -0.4% nel marzo 2016 e infine a -0.5% nel settembre 2019. Come già detto in precedenza, la politica dei tassi d'interesse negativi, sia della BNS, sia della BCE, ha costantemente suscitato sia il sostegno che le critiche dei commentatori, sin dalla sua introduzione. Se da un lato era ovvio che la situazione economica e fiscale era fuori dal comune, dall'altro lato non era chiaro come affrontare al meglio questi problemi inediti e risolverli in modo sostenibile.

Perché i tassi di interesse sono negativi e cosa significa? Una spiegazione economica

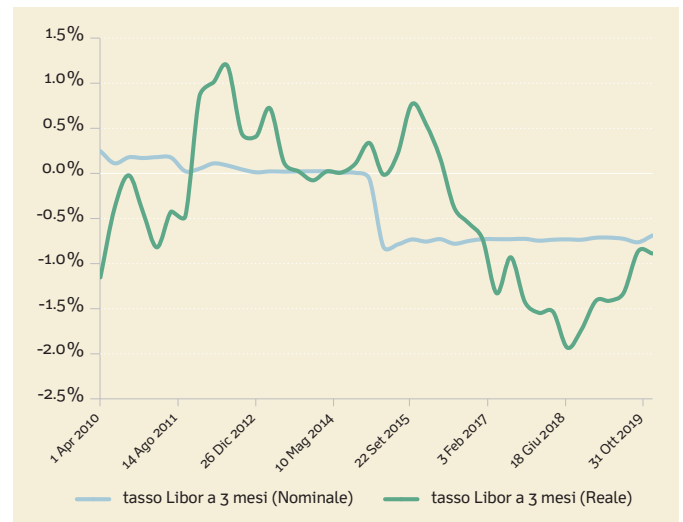
Per comprendere la situazione attuale, è fondamentale distinguere tra vari tipi di tassi d'interesse: a breve termine, a lungo termine, nominali e reali.

Tassi d'interesse a breve e lungo termine

I tassi d'interesse a breve termine, per esempio il Libor a tre mesi, tendono a essere molto vicini al tasso d'interesse fissato dalla banca centrale. Per esempio, se le banche commerciali possono detenere depositi presso la BNS con un tasso d'interesse di -0.75% , esse si concederanno reciprocamente prestiti a un tasso analogo. Pertanto, il tasso di mercato interbancario è vicino al tasso della BNS. I tassi d'interesse a lungo termine, per esempio i rendimenti delle obbligazioni della Confederazione svizzera a 10 anni, sono invece determinati dai mercati, in particolare dalle aspettative di inflazione e dai tassi d'interesse futuri.

Tassi d'interesse nominali e reali

Il tasso d'interesse della BNS di -0.75% è un tasso d'interesse nominale. Analogamente, tutti i tassi d'interesse e i rendimenti sono di solito in termini nominali. Tuttavia, ciò che conta economicamente per i risparmiatori e gli investitori è il rendimento reale, dopo l'adeguamento all'inflazione. Per esempio, se il rendimento nominale è del 3% e l'inflazione è del 2% , il rendimento reale è del $3\% - 2\% = 1\%$. Alla fine del 2019 l'inflazione in Svizzera era pari a circa lo 0.5% , per cui il tasso d'interesse reale a breve termine era pari a $-0.75\% - 0.5\% = -1.25\%$. È interessante notare che, mentre i tassi d'interesse nominali sono sempre stati positivi fino al 2015, in precedenza in Svizzera ci sono stati periodi di tassi d'interesse reali negativi. In Germania, negli ultimi decenni, i tassi d'interesse reali negativi sui depositi sono stati addirittura la norma e non l'eccezione.



Cosa determina il livello dei tassi d'interesse?

I tassi d'interesse reali a lungo termine sono determinati da variabili economiche fondamentali (risparmio e investimento). Quando il risparmio è elevato e/o l'investimento è debole, i tassi d'interesse reali diminuiscono in quanto l'offerta di fondi è sovrabbondante. Poiché i tassi d'interesse reali nei diversi Paesi tendono sempre più a muoversi insieme, ciò che conta davvero sono il risparmio globale e l'investimento globale. Negli ultimi quarant'anni, il risparmio globale è aumentato più dell'investimento globale, cosicché i tassi d'interesse reali globali sono gradualmente diminuiti. Ora in diversi Paesi sono vicini allo zero o addirittura negativi. Le ragioni dell'aumento del risparmio e della relativa stagnazione dell'investimento sono molteplici. Per esempio, negli ultimi anni, la crescita e quindi l'investimento sono stati inferiori alle aspettative, l'aumento dell'incertezza economica ha stimolato il risparmio e i fattori demografici (l'invecchiamento della popolazione) hanno modificato e modificheranno i modelli di risparmio.

I tassi d'interesse nominali a lungo termine sono determinati aggiungendo l'inflazione prevista ai tassi d'interesse reali. Quanto più alta è l'inflazione

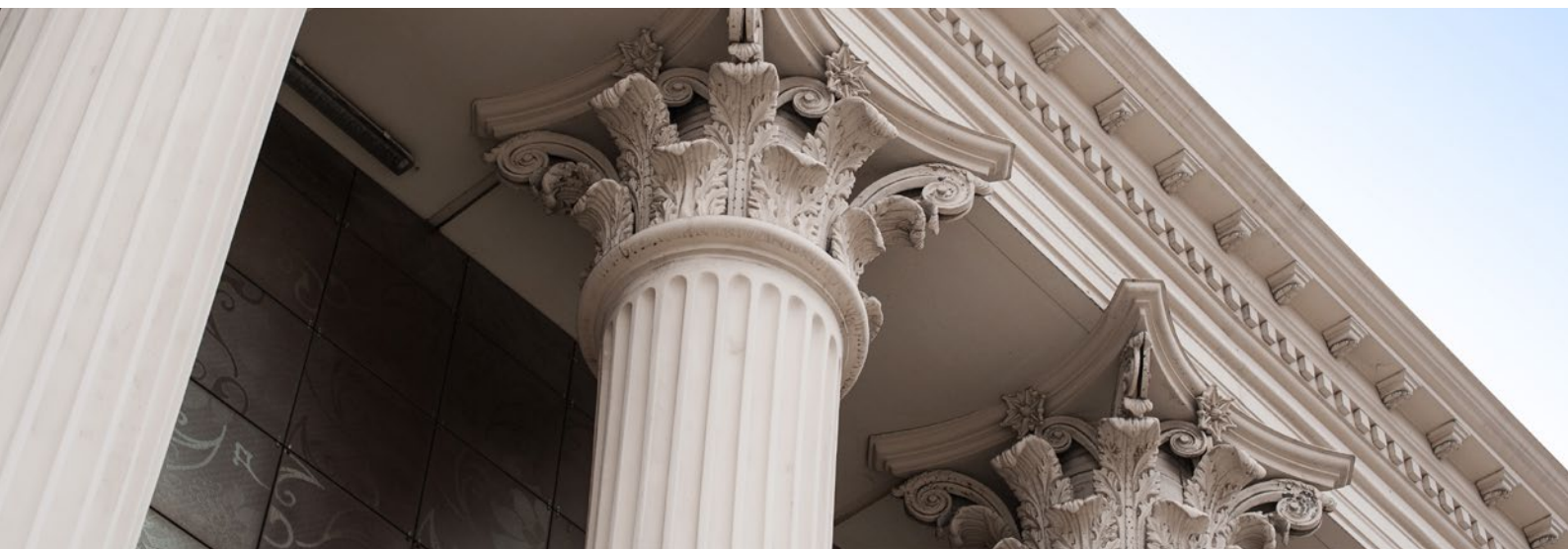
attesa in un Paese, tanto più è probabile che i tassi d'interesse nominali siano positivi. Tuttavia, negli ultimi anni l'inflazione è diminuita in tutto il mondo.

Inoltre, in Svizzera l'inflazione è stata tipicamente più bassa che nella maggior parte degli altri Paesi. Pertanto, i tassi d'interesse nominali possono diventare più facilmente negativi, ed è per questo che negli ultimi anni sono stati per lo più negativi. Altri Paesi, come alcuni Paesi della zona euro con tassi un po' più alti, solo di recente hanno visto i loro tassi nominali a lungo termine diventare negativi.

I tassi d'interesse nominali a breve termine sono influenzati dalla banca centrale attraverso la sua politica monetaria e possono discostarsi dai tassi a lungo termine. Poiché l'obiettivo principale della banca centrale è controllare l'inflazione, i suoi tassi d'interesse a breve termine tendono a essere elevati quando l'inflazione è alta e bassi quando l'inflazione è bassa. Tuttavia, i tassi d'interesse a breve e a lungo termine non si discostano in modo permanente. Inoltre, i tassi brevi tendono a essere al di sotto dei tassi lunghi, cioè la pendenza della curva dei rendimenti di solito è positiva. Anche le banche centrali si preoccupano dei tassi di cambio. Per esempio, la BNS non può fissare un tasso d'interesse molto più elevato rispetto a quello della BCE senza rischiare un significativo apprezzamento del tasso di cambio.

In un contesto di bassi tassi d'interesse globali e di bassa inflazione, è ovvio che la BNS fissi un tasso d'interesse basso. Inoltre, il suo tasso d'interesse di solito è più basso di quello degli altri Paesi per due motivi. Primo: l'inflazione in Svizzera è più bassa, il che abbassa il tasso nominale. Mentre un'inflazione bassa è generalmente auspicabile, il suo svantaggio è che rende più probabile il raggiungimento di tassi d'interesse negativi. Secondo: la domanda di attivi in franchi svizzeri è stata molto forte sin dalla Crisi Finanziaria Globale del 2007–2008. Al tempo stesso, l'offerta di attivi sicuri in franchi svizzeri è stata ridotta in quanto nell'ultimo decennio il debito pubblico svizzero è diminuito. Questa forte domanda relativa porta a un apprezzamento del franco svizzero, che può essere compensato da un abbassamento del tasso d'interesse a breve termine e dall'acquisto di attivi in valuta estera.

In sintesi, i tassi d'interesse reali globali sono diminuiti negli ultimi anni a causa dell'aumento del risparmio globale e della debolezza degli investimenti. Anche l'inflazione è stata bassa, il che ha rafforzato il calo dei tassi d'interesse nominali.



Quali sono le implicazioni economiche dei tassi d'interesse negativi?

Attualmente in Svizzera abbiamo sia tassi negativi *reali* che tassi negativi *nominali*. Sebbene questa possa apparire solo come una sottile differenza nella terminologia, le sue implicazioni sono fondamentalmente diverse. Poiché gran parte del dibattito pubblico mescola i due aspetti, prima di entrare in ulteriori dettagli saranno chiariti per primi questi problemi.

Non è insolito sperimentare *tassi reali* negativi o *bassi*, e le loro implicazioni sono relativamente note. In particolare, essi danneggiano i risparmiatori e beneficiano chi prende in prestito. Implicazioni più dettagliate saranno esaminate qui sotto.

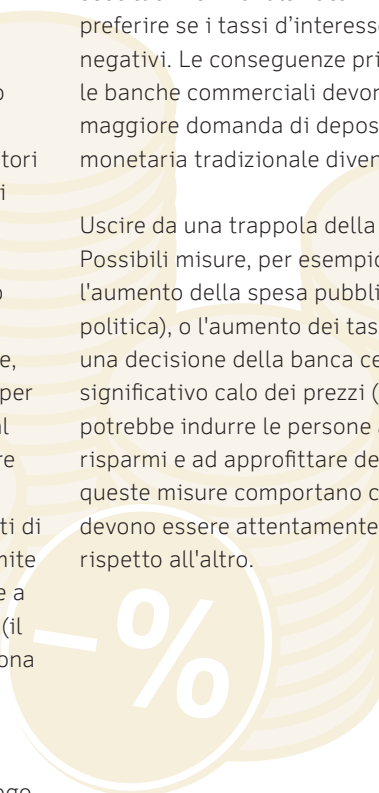
I *tassi nominali pari a zero o negativi* sono molto rari e hanno ulteriori implicazioni. Il problema principale deriva dalla disponibilità di banconote, che hanno un tasso pari a zero. È facile, almeno per alcuni risparmiatori, detenere denaro contante al posto di altri attivi (per i quali dovrebbero pagare un tasso d'interesse negativo), per esempio affittando una cassetta di sicurezza. Questi "costi di detenzione della liquidità" spiegano perché il limite inferiore effettivo dei tassi d'interesse è inferiore a zero. In teoria esiste un limite inferiore effettivo (il cosiddetto ELB, limite inferiore effettivo) nella zona negativa, determinato dai costi di detenzione di contanti o di altri attivi altamente liquidi.

Questo ha almeno due implicazioni. In primo luogo, le banche commerciali sono riluttanti a fissare tassi d'interesse negativi sui loro depositi, poiché molti depositanti passerebbero alle banconote. Se le banche si trovano a fronteggiare tassi negativi sui loro attivi, ciò comprime il loro margine di interesse. In secondo luogo, le banche centrali non possono ridurre di molto il loro tasso d'interesse già negativo, la qual cosa limita la loro politica monetaria. Ciò è particolarmente problematico in caso di recessione, alla quale recessione la politica monetaria può difficilmente reagire.

Il concetto di trappola della liquidità

Da un punto di vista teorico, la situazione in cui i tassi di interesse nominali sono pari a zero o negativi e i risparmi sono elevati viene chiamata *trappola della liquidità*, un concetto sviluppato per la prima volta da John Maynard Keynes nella sua *Teoria generale*. In una tale trappola della liquidità, le banconote e i depositi a breve termine sono sostituiti vicini di altri attivi e sono addirittura da preferire se i tassi d'interesse su questi attivi sono negativi. Le conseguenze principali sono due: le banche commerciali devono far fronte a una maggiore domanda di depositi a vista e la politica monetaria tradizionale diventa inefficace.

Uscire da una trappola della liquidità è una sfida. Possibili misure, per esempio, potrebbero essere l'aumento della spesa pubblica (che è una decisione politica), o l'aumento dei tassi d'interesse (che è una decisione della banca centrale). Inoltre, un significativo calo dei prezzi (cioè la deflazione) potrebbe indurre le persone a spendere i loro risparmi e ad approfittare dei prezzi bassi. Tutte queste misure comportano costi e benefici, che devono essere attentamente soppesati l'uno rispetto all'altro.



Quali sono i benefici e i costi dell'attuale situazione dei tassi d'interesse negativi per l'economia svizzera?

Benefici dell'attuale situazione dei tassi d'interesse negativi

Come già discusso in precedenza, l'attuale situazione dei tassi d'interesse negativi è il risultato della reazione della BNS a sviluppi economici globali senza precedenti. I vantaggi dell'attuale politica monetaria consistono soprattutto nell'evitare una situazione meno favorevole. I motivi per mantenere bassi i tassi d'interesse sono, per esempio:

- **Mantenere il tasso di cambio CHF per EUR al livello attuale:**

Il rafforzamento del CHF (e quindi l'indebolimento dell'EUR) è stato inizialmente uno dei motivi principali che ha causato l'introduzione del tetto sull'EUR (dal 2011 al 2015) e poi, dopo la rimozione del tetto, l'introduzione di tassi d'interesse negativi. Senza l'attuale regime di tassi d'interesse negativi, il CHF diventerebbe molto probabilmente più forte rispetto all'EUR (ed eventualmente ad altre valute).

- **Sostenere l'industria dell'esportazione:**

Come già detto, l'industria svizzera delle esportazioni contribuisce per circa 2/3 al PIL svizzero e rappresenta quindi una parte cruciale dell'economia svizzera. Quasi la metà di tutte le esportazioni è destinata all'UE, per cui un EUR più debole (e un CHF più forte) avrebbe un impatto negativo sulle esportazioni (anche se alcuni settori di esportazione sarebbero più colpiti di altri) e quindi in misura significativa anche sull'economia svizzera.

- **Impedire l'aumento del tasso di disoccupazione:**

Un settore di esportazione meno competitivo sposterebbe probabilmente parte della produzione di fascia alta all'estero o, in alternativa, ridurrebbe la forza lavoro interna. In entrambi i casi il tasso di disoccupazione in Svizzera aumenterebbe.

- **Evitare il rischio di deflazione:**

Un CHF più forte consentirebbe agli importatori svizzeri di pagare meno per i loro beni e servizi importati e il risparmio che ne deriva potrebbe poi essere trasferito ai consumatori. I prezzi più bassi che ne deriverebbero sarebbero interessanti, tuttavia potrebbero creare una disinflazione o addirittura una deflazione, che di solito non è auspicabile dal punto di vista economico e che in più violerebbe il mandato della BNS.

Su un diverso livello, i tassi d'interesse negativi beneficiano direttamente diverse entità economiche:

- **Minori costi del debito pubblico e impatto positivo sui bilanci:**

Misurato secondo gli standard internazionali, il livello del debito pubblico in Svizzera è basso. Tuttavia, nell'attuale regime di tassi d'interesse negativi, la Confederazione, i Cantoni e i Comuni pagano meno per il loro debito. Ciò ha un impatto significativamente positivo sui loro bilanci.

- **Ridurre le aliquote d'imposta:**

Il debito a basso costo consente ai Cantoni, alla Confederazione e ai Comuni di mantenere stabili o addirittura di abbassare le aliquote d'imposta. Ciò ha un effetto positivo per tutti i contribuenti, i privati e le imprese.

- **Coloro che prendono in prestito beneficiano di bassi tassi d'interesse:**

Sia le imprese che i privati possono finanziare il debito a tassi relativamente bassi.

- **Diminuzione delle spese per il possesso e l'affitto di immobili:**

L'attuale situazione dei tassi d'interesse ha portato i tassi d'interesse ipotecari ai minimi storici. Ciò va a vantaggio non solo dei proprietari di case, ma anche degli affittuari, poiché i prezzi degli affitti in Svizzera sono legati ai livelli dei tassi d'interesse di riferimento.

Costi dell'attuale situazione dei tassi d'interesse negativi

Il persistere dei tassi d'interesse negativi nominali e reali in Svizzera non rappresenta un problema solo per la politica monetaria e per la BNS. Ci sono numerosi altri settori che toccano direttamente gli individui, l'economia e la società nel suo complesso.

Si citano spesso per esempio:

- **Rischio di bolla immobiliare:**

Quando i tassi d'interesse reali sono bassi, l'analisi teorica mostra che le bolle sono più probabili. Si è sostenuto che i prezzi degli immobili in Svizzera siano stati portati a livelli notevolmente più alti di quelli registrati alla fine degli anni Ottanta, quando l'ultima grande bolla immobiliare raggiunse il suo apice. Inoltre, negli ultimi anni, il tasso di sfritto in alcune aree geografiche è aumentato in modo significativo. Per di più le casse pensioni detengono una quota crescente dei loro attivi nel settore immobiliare, il che comporta un'ulteriore pressione al rialzo dei prezzi degli immobili.

- **Problemi con le casse pensioni:**

Le casse pensioni svizzere sono tenute (per vincolo o per scelta) a rispettare una specifica allocazione patrimoniale, come per esempio il mantenimento di una liquidità relativamente elevata o l'investimento in reddito fisso, e soffrono quindi a causa dei tassi d'interesse negativi.

- **Prestiti più rischiosi da parte degli intermediari finanziari:**

È dimostrato che gli istituti finanziari sottovalutano i rischi di credito e si impegnano a concedere prestiti più rischiosi, accettando eventualmente garanzie di credito sopravvalutate. Mentre in Svizzera il rischio delle banche è attentamente monitorato da agenzie di vigilanza come la FINMA, altri intermediari finanziari, che assumono un ruolo crescente nel finanziamento dell'economia reale, stanno diventando sempre più rischiosi,

soprattutto i fondi a reddito fisso. Si tratta di un problema che preoccupa il Fondo Monetario Internazionale, come espresso nel suo ultimo Global Financial Stability Report (ottobre 2019).

- **Potenziale minaccia alla stabilità finanziaria:**

Tassi d'interesse molto bassi, e in particolare premi per il rischio inadeguatamente bassi, possono diventare una minaccia per la stabilità finanziaria. Molti investitori, tra cui banche e casse pensioni, sono sottoposti a una forte pressione per produrre rendimenti dai loro investimenti. Ciò porta alla ricerca di rendimenti con investimenti in attivi più rischiosi, nella misura consentita dalla politica d'investimento e dalla regolamentazione. Per esempio, è ampiamente dimostrato che i bassi tassi d'interesse statunitensi hanno portato a investimenti più rischiosi in USD, per esempio, le obbligazioni aziendali nei mercati emergenti.

- **Redditività della banca:**

Poiché i tassi d'interesse negativi si ripercuotono solo parzialmente e con riluttanza sulla clientela, i margini bancari si riducono e la redditività delle banche ne risente. Mentre alcune banche potrebbero compensare almeno in parte gli effetti negativi concentrandosi su approcci basati sulle commissioni, altre sono più preoccupate e toccate da questa situazione.

- **Rischio di bolla del mercato azionario:**

Con i bassi tassi d'interesse sulle obbligazioni, gli investitori che cercano alternative al risparmio e ai depositi sono attratti dalle azioni. Questo può potenzialmente spingere i prezzi delle azioni verso l'alto e portare a bolle del mercato azionario. D'altro canto, la situazione attuale è anche caratterizzata da un'elevata incertezza e da opportunità di investimento apparentemente basse, che potrebbero raffreddare l'entusiasmo per le azioni. In generale gli attivi, le cui valutazioni sono principalmente guidate da bassi tassi d'interesse, potrebbero in futuro subire delle correzioni.

- **Possibili problemi intergenerazionali:**

I giovani (tra i 20 e i 30 anni) ora sono incoraggiati a iniziare già a risparmiare per la pensione, visti i bassi rendimenti futuri e considerando l'inflazione (bassa) prevista. Questo potrebbe introdurre un circolo vizioso: i bassi tassi d'interesse generano ancora più risparmi, la qual cosa poi mette sotto pressione i tassi d'interesse, e così via.

Questi benefici e costi dell'attuale situazione con tassi d'interesse negativi devono essere attentamente valutati l'uno rispetto all'altro. Finora l'attuale situazione economica globale non sembra lasciare molto spazio di manovra alla BNS, dato il suo mandato. In altre parole, l'attuale politica monetaria della BNS sembra indicare che, dopo un'attenta valutazione, si giunga alla conclusione che per il momento i benefici superano i costi.

Le opzioni limitate della politica monetaria

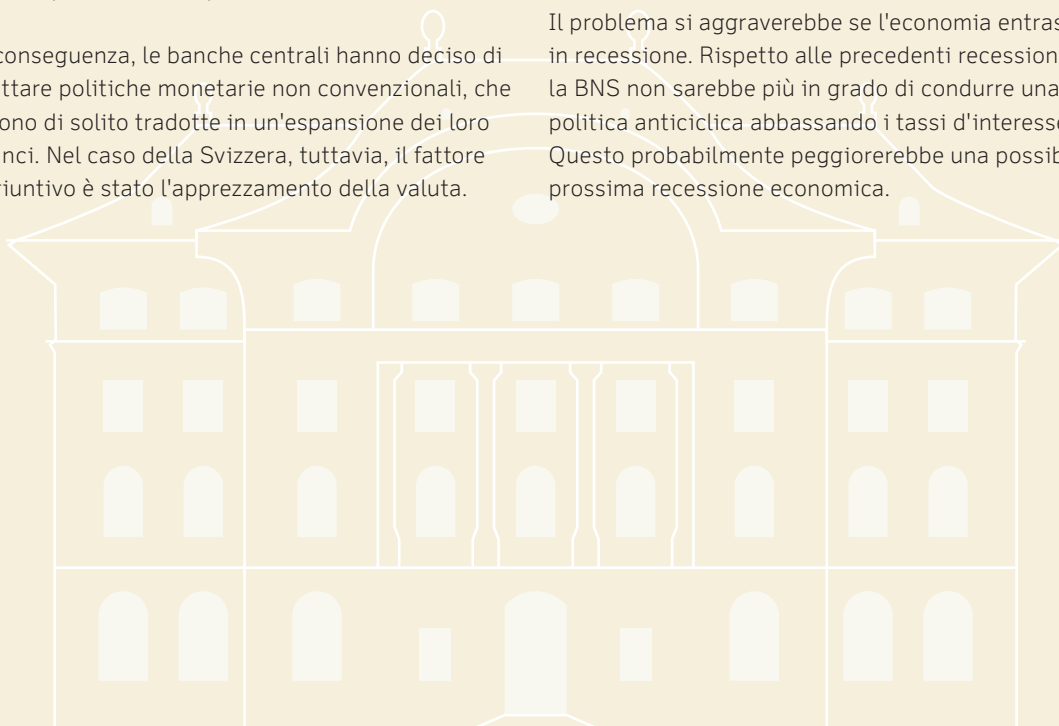
Il problema principale dei tassi d'interesse negativi è il vincolo della politica monetaria. Nell'attuale speciale situazione, sarebbe – in teoria – ideale condurre una politica monetaria più espansiva.

In tempi normali, ciò significherebbe semplicemente abbassare i tassi d'interesse. Tuttavia, quando i tassi d'interesse raggiungono lo zero, o sono sotto lo zero, questo è molto più difficile.

Di conseguenza, le banche centrali hanno deciso di adottare politiche monetarie non convenzionali, che si sono di solito tradotte in un'espansione dei loro bilanci. Nel caso della Svizzera, tuttavia, il fattore aggiuntivo è stato l'apprezzamento della valuta.

Ciò implicava in primo luogo che l'espansione del bilancio della BNS passava attraverso l'acquisizione di attivi esteri (per compensare la domanda di valuta), mentre altre banche centrali acquistavano attivi nazionali. Ma questi acquisti (chiamati interventi non sterilizzati) non sono stati abbastanza efficaci o avrebbero dovuto essere effettuati su scala massiccia (più volte il PIL svizzero). Pertanto, le politiche sono state accompagnate da tassi d'interesse negativi.

Il problema si aggraverebbe se l'economia entrasse in recessione. Rispetto alle precedenti recessioni, la BNS non sarebbe più in grado di condurre una politica anticiclica abbassando i tassi d'interesse. Questo probabilmente peggiorerebbe una possibile prossima recessione economica.



I tassi d'interesse negativi rimarranno a lungo?

Possibili scenari e idee

Per i prossimi due anni, la probabilità di un aumento dei tassi d'interesse sembra molto bassa. Al contrario, la BNS continua a ricordare che i tassi d'interesse potrebbero diventare ancora più negativi. In altri Paesi i tassi d'interesse nominali a lungo termine sono diminuiti nel corso del 2019 e anche altre banche centrali potrebbero iniziare ad applicare tassi d'interesse negativi. Inoltre, la possibilità di un indebolimento dell'economia nel prossimo futuro potrebbe far scendere ulteriormente i tassi d'interesse a causa del rallentamento degli investimenti e dello stimolo al risparmio precauzionale.

In teoria, c'è una cosa che la BNS potrebbe fare per aumentare i tassi nominali a lungo termine e uscire dalla trappola della liquidità. E questa cosa sarebbe aumentare le aspettative di inflazione. La BNS dovrebbe convincere il pubblico e gli investitori che l'inflazione sarà più alta in futuro. Per esempio, invece di puntare a un tasso di inflazione tra lo 0 e il 2%, potrebbe puntare a un tasso intorno al 2% (in modo che l'inflazione possa andare oltre il 2%); oppure potrebbe cambiare del tutto la sua strategia, puntando sul livello dei prezzi o sul PIL nominale. Non solo un tale cambiamento è improbabile in questa fase, ma non è chiaro se sarebbe credibile e se aumenterebbe le aspettative di inflazione.

Nell'attuale contesto globale, diversi strumenti aggiuntivi, che vanno ben oltre la "classica" politica monetaria, sono stati suggeriti da economisti, politici e rappresentanti dell'industria. Alcuni richiederebbero un consenso politico; altri sono una combinazione di politica monetaria e fiscale. Per esempio:

- **Helicopter money:**

Questo è stato suggerito come approccio alternativo al *quantitative easing*, per far uscire un'economia dalla trappola della liquidità. Ciò significa che le banche centrali effettuerebbero pagamenti diretti a tutti gli individui o solo ad alcuni. In alternativa, potrebbe essere introdotta una "imposta negativa" temporanea (paragonabile a un reddito di base temporaneo e incondizionato),

con un effetto potenzialmente simile. Questi concetti hanno vari inconvenienti e non sono stati finora testati.

- **Modern Monetary Theory (MMT):**

In breve, questa teoria relativamente nuova suggerisce che i Paesi sovrani a livello monetario (come soprattutto gli Stati Uniti) possono sostenere disavanzi molto maggiori di quelli tradizionalmente suggeriti senza mettere a rischio l'economia. Questa teoria ancora un po' oscura non è stata messa alla prova nella realtà, sebbene persino il Presidente della BCE Mario Draghi abbia menzionato nel settembre 2019 che il Consiglio direttivo della BCE dovrebbe essere aperto a idee come il MMT, anche se sarebbe una decisione del governo e quindi più simile a un "compito fiscale".

- **Imposta sulle operazioni in contanti:**

Man mano che i tassi nominali diventano più negativi, la liquidità diventa più attraente. Potrebbe diventare necessario tassare il denaro contante, quindi diventerebbe più costoso averlo in mano. Per esempio, le banche commerciali potrebbero essere tassate quando distribuiscono denaro contante. E poi forse potrebbero trasferire questo costo ai loro clienti.

- **Eliminazione del contante:**

Si tratterebbe di una misura estrema, che non è stata ancora pienamente applicata in nessun posto. Alcuni Paesi si sono avvicinati a una società senza contanti (per esempio la Svezia), e altri Paesi hanno svalutato le banconote con un taglio elevato (per esempio l'India ha abolito le banconote da 500 e 1'000 rupie indiane, eliminando così circa l'80% della circolazione del contante).

- **Sistema a doppia valuta:**

Un'altra misura sarebbe quella di avere un sistema a doppia valuta, cioè un tasso di cambio tra denaro contante e moneta elettronica. Finora questo non è stato ancora adottato in nessun Paese.

Inoltre, un interessante esperimento di riflessione potrebbe essere quello di pensare a un'azione comune di alcune delle principali banche centrali. Poiché nell'odierno sistema monetario, collegato a livello globale, è diventato difficile per una singola banca centrale agire con decisione, uno sforzo congiunto per affrontare questa difficile situazione potrebbe forse alleviare alcuni dei problemi esistenti. D'altro canto, potrebbe essere molto difficile trovare la giusta combinazione di cooperazione e di politica monetaria comune, in modo che i potenziali benefici si ripercuotano in modo altrettanto positivo sulle economie coinvolte.

Mentre un aumento dei tassi a breve termine rafforzerebbe il CHF, si è discusso del suo potenziale impatto sull'economia svizzera. Negli ultimi anni, la "solita" sopravvalutazione del CHF del passato sembra essersi attenuata. Alcuni modelli economici sembrano addirittura indicare che il franco svizzero non è più sopravvalutato rispetto all'EUR e all'USD. Le implicazioni di un apprezzamento per l'attività economica possono quindi essere limitate.

Se la politica monetaria dovesse diventare inefficace, in teoria ci potrebbe essere un ruolo per la politica fiscale standard. Se i titoli di stato della Confederazione svizzera fruttano un tasso d'interesse negativo, è perché la domanda è molto più forte dell'offerta. Pertanto, l'aumento del debito pubblico eserciterebbe una pressione al rialzo sui tassi d'interesse, anche se non sappiamo di quanto il debito dovrebbe aumentare per rendere positivi i tassi d'interesse. Anche in questo caso, tuttavia, è improbabile che ciò avvenga, poiché in Svizzera esiste una resistenza politica all'aumento del debito pubblico e non vi è alcuna necessità imminente e immediata di aumentare gli investimenti oltre il livello attuale, soprattutto se si considera che l'utilizzo della capacità produttiva è già molto elevato.

Detto questo, visti i risultati delle recenti elezioni al Parlamento svizzero e i numerosi nuovi membri dei "partiti verdi", è possibile che a un certo punto la futura legislazione possa portare a investimenti su larga scala a favore della sostenibilità nei settori delle infrastrutture e dell'edilizia abitativa. Resta da vedere se questo potrebbe forse accadere in futuro e determinare quindi un aumento del debito pubblico.



Conclusione

La BNS *dovrebbe* riportare tassi d'interesse positivi? In un mondo ideale la risposta facile sarebbe "sì". Tuttavia, nel mondo reale la domanda deve essere formulata in modo diverso: la BNS *potrebbe* riportare tassi d'interesse positivi? Qui la risposta è molto probabilmente "no". In primo luogo, il mandato della SNB è quello di garantire la stabilità dei prezzi, tenendo conto allo stesso tempo della congiuntura economica. Per raggiungere questo obiettivo, la BNS ha attualmente bisogno di tassi d'interesse negativi, a condizione che siano ancora efficaci. Se dovesse aumentare il suo tasso d'interesse, ciò comporterebbe molto probabilmente un apprezzamento del franco svizzero e una riduzione dell'attività economica. Inoltre, i prezzi si abbasserebbero, sia per la minore attività che per il calo dei prezzi all'importazione. L'inflazione potrebbe diventare negativa, vale a dire che potrebbe verificarsi una deflazione. I tassi d'interesse a lungo termine diminuirebbero. D'altro canto, anche alcuni dei costi dell'attuale regime di tassi d'interesse negativi, come descritto in precedenza, diminuirebbero. La BNS dovrà quindi valutare attentamente entrambe le parti, cercando di mantenere i costi complessivi per l'economia svizzera a un livello ragionevole ed equo per tutti i settori dell'economia, facendo in modo di non venire meno al proprio mandato.

Ma la domanda più importante è se la BNS potrebbe aumentare i tassi reali a lungo termine. Come già spiegato in precedenza, una banca centrale può influire direttamente sui tassi d'interesse nominali a breve termine, ma non vi è un impatto diretto sui tassi reali a lungo termine (senza tener conto di eventuali programmi di acquisto di attivi). In realtà, un aumento del tasso d'interesse a breve termine della BNS potrebbe essere controproducente e comportare una diminuzione dei tassi a lungo termine. In primo luogo, ciò ridurrebbe le aspettative di inflazione e quindi i tassi nominali futuri. In secondo luogo, una riduzione dell'attività economica potrebbe ridurre i tassi reali. Pertanto, è più probabile che un aumento del tasso della BNS porti a diminuire piuttosto che ad aumentare i tassi

d'interesse a lungo termine.

Inoltre, anche la situazione globale è fondamentale. I tassi d'interesse sono negativi in Svizzera soprattutto perché i tassi d'interesse globali sono bassi e hanno più probabilità di diminuire che di aumentare nel prossimo anno. La Svizzera deve quindi sperare che non si verifichi una profonda recessione nel 2020 o nel 2021, poiché ciò ridurrebbe ulteriormente i tassi. Inoltre, poiché le politiche monetarie sono anche meno efficaci in altri Paesi, un adeguamento delle politiche fiscali sarebbe vantaggioso per la Svizzera. In particolare se, per esempio, la Germania conducesse una politica fiscale più espansiva, finanziata dal debito, ciò allevierebbe sicuramente la pressione al ribasso dei tassi d'interesse svizzeri.

Riassumendo, nonostante in teoria ci siano potenziali rimedi ai tassi d'interesse negativi, probabilmente in questo momento essi non saranno attuati nella pratica. La politica monetaria svizzera è attualmente relativamente contenuta e al momento non esiste una politica fiscale attiva. Per di più, la Svizzera dipende in larga misura dai tassi d'interesse globali e da quanto accade negli altri Paesi. Per il momento è quindi probabile che i tassi d'interesse restino negativi.

Detto questo, la situazione attuale è associata a costi e rischi significativi per l'economia svizzera, per i singoli settori economici e, in ultima analisi, per l'intera popolazione svizzera. Per evitare l'emergere di una "nuova normalità" a lungo termine, è fortemente consigliabile continuare una discussione ben fondata ed economicamente valida. Sembra che ci sia un numero crescente di voci di spicco che mettono in dubbio il fatto che il sistema attuale possa essere riparato con metodi tradizionali. Nuove misure, che vanno oltre il classico strumento della politica monetaria, dovranno essere introdotte anche nel dibattito pubblico, politico e accademico.

Swiss Finance Institute

Lo Swiss Finance Institute (SFI) è il centro nazionale per la ricerca di base, il dottorato, lo scambio di conoscenze e la formazione continua in ambito bancario e finanziario. La missione dello SFI è far crescere il capitale di conoscenze per la piazza finanziaria svizzera. Creato nel 2006 come partenariato pubblico-privato, lo SFI è un'iniziativa congiunta che riunisce gli operatori finanziari svizzeri, sei università svizzere di punta, e la Confederazione.