

Articolo specialistico

Politica monetaria

Quali sono i compiti della politica monetaria?

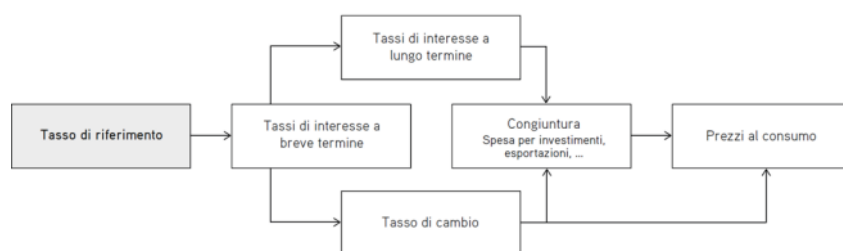
Una banca centrale è depositaria di un mandato ben preciso: condurre la politica monetaria e valutaria nell'interesse generale del proprio Paese o della propria zona valutaria. A tale riguardo, l'obiettivo prioritario è la garanzia della stabilità dei prezzi. La banca centrale si prefigge di evitare che i prezzi aumentino costantemente (inflazione) o calino costantemente (deflazione) per un periodo prolungato, con conseguenti oscillazioni significative del potere di acquisto del denaro^[1].

La stabilità dei prezzi è un presupposto essenziale per la crescita e il benessere di un Paese. Sia l'inflazione sia la deflazione pregiudicano invece lo sviluppo dell'economia, in quanto rendono più difficile per le economie domestiche e le imprese attuare una pianificazione affidabile. Esse ostacolano la funzione dei prezzi di indirizzare lavoro e capitale verso gli impieghi più produttivi e provocano redistribuzioni di reddito e di ricchezza.

Come secondo obiettivo, una banca centrale si prefigge spesso di consentire uno sviluppo congiunturale equilibrato. L'apparato economico complessivo non deve infatti né surriscaldarsi, né raffreddarsi troppo. Un contesto stabile è caratterizzato da una crescita economica sostenibile e da un basso tasso di disoccupazione. Di norma non sussiste alcun conflitto con l'obiettivo della stabilità dei prezzi e, di conseguenza, una banca centrale può di solito perseguire parallelamente entrambe queste finalità.

Quadro concettuale della politica monetaria convenzionale

Una banca centrale attua la propria politica monetaria attraverso la definizione del tasso di riferimento (cfr. riquadro «Tasso guida BNS»). Con questo strumento essa regola il livello dei tassi sul mercato monetario, dove le banche si prestano reciprocamente denaro a breve termine. Poiché si tratta di operazioni con un orizzonte temporale ristretto, di seguito parleremo dei tassi di interesse a breve termine. Lo schema 1 mostra i due canali di azione che una banca centrale innesca con la variazione del tasso di riferimento:



Schema 1: trasmissione della politica monetaria all'economia.

Il percorso superiore mostra l'effetto di una variazione dei tassi sulle attività di erogazione creditizia: si parla in questo caso di «canale creditizio» della politica monetaria; il percorso inferiore mostra invece l'effetto di una variazione dei tassi tramite il cosiddetto «canale dei tassi di cambio».



Tasso guida BNS

A livello nazionale, per il conseguimento dei propri obiettivi di politica monetaria la Banca nazionale svizzera (BNS) fissa il tasso guida BNS, il quale indica il livello perseguito dall'istituto centrale per i tassi a breve sui crediti garantiti del mercato monetario. Il più significativo fra questi è il SARON (Swiss Average Rate Overnight), ovvero il tasso di interesse a cui le banche si prestano reciprocamente denaro a breve termine (overnight), segnatamente contro il deposito di garanzie come ad esempio titoli di Stato. La BNS mira a mantenere il SARON sempre in prossimità del tasso guida BNS. A

1

Il canale creditizio

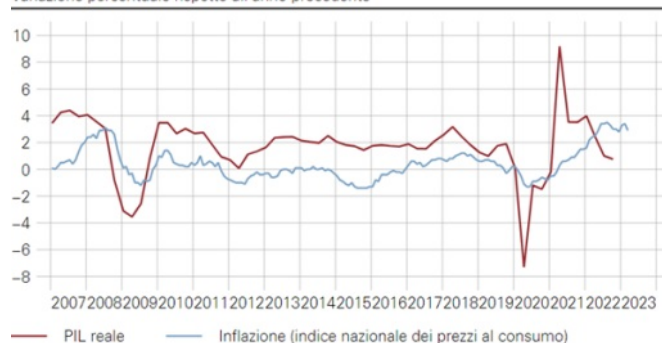
Nel momento in cui la banca centrale aumenta il tasso di riferimento, attraverso una sorta di reazione a catena innalza anche il costo generale del credito nell'economia. Non solo i crediti a breve termine divengono più costosi, ma aumentano anche i tassi di interesse per i crediti a lungo termine e i rendimenti delle obbligazioni (i cosiddetti *tassi a lungo termine*). Ad esempio, i proprietari di abitazione devono pagare più interessi sui prestiti ipotecari, e anche il costo del capitale sui crediti aziendali aumenta^[2]. Nel complesso, le attività di investimento e di consumo diminuiscono, anche perché il risparmio acquisisce una maggiore attrattiva grazie ai tassi di interesse più alti. Questa dinamica pone un freno alla domanda complessiva di beni e servizi da parte dell'intero tessuto economico. E poiché le aziende non riescono più a vendere i loro prodotti con la stessa facilità di prima, si astengono dal praticare aumenti a livello sia di prezzi che di salari. Di conseguenza l'inflazione rallenta.

Se la banca centrale abbassa il tasso di riferimento, si produce invece l'effetto opposto: il costo del credito nell'economia si riduce, stimolando così la congiuntura e la dinamica dell'inflazione.

tale scopo può intervenire direttamente sul mercato monetario.

SVIZZERA: PRODOTTO INTERNO LORDO E INFLAZIONE

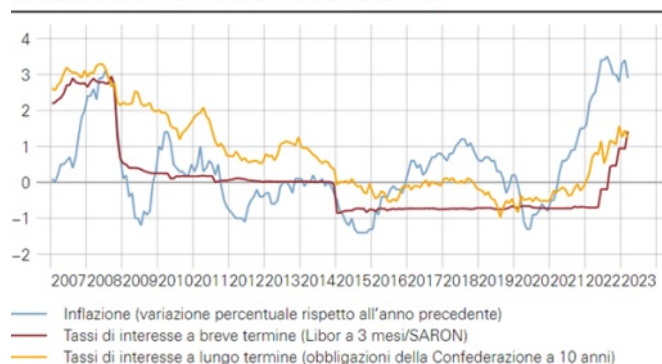
Variazione percentuale rispetto all'anno precedente



Fonte: BNS.

Figura 1: andamento di inflazione e PIL reale in Svizzera. Per entrambi i parametri, la variazione è espressa in percentuale rispetto all'anno precedente.

SVIZZERA: TASSI DI INTERESSE E INFLAZIONE



Fonte: BNS.

Figura 2: evoluzione dei tassi di interesse a breve e a lungo termine, nonché dell'inflazione in Svizzera. L'inflazione è rappresentata come variazione percentuale rispetto all'anno precedente.

2

Il canale dei tassi di cambio

Per un Paese come la Svizzera, caratterizzato da un'economia nazionale di piccole dimensioni e con forti interconnessioni transfrontaliere nonché da una valuta di rilevanza primaria a livello internazionale, la parte inferiore dello schema risulta particolarmente importante. In questo caso anche il tasso di cambio esercita un'influenza sostanziale sulla congiuntura e sull'andamento dell'inflazione.

Tassi di interesse più elevati rafforzano al contempo anche la valuta nazionale, in quanto accrescono l'attrattività degli investimenti in tale moneta. Un maggior numero di soggetti sia nazionali che esteri è dunque propenso a investire nella valuta in questione, ma per fare questo deve prima vendere la propria moneta di riferimento. Aumenta quindi la domanda di valuta nazionale, con una conseguente rivalutazione della stessa. A seguito di questo apprezzamento, le esportazioni verso l'estero divengono più costose e le importazioni più convenienti; la domanda di beni nazionali si riduce sia all'interno dei confini che all'estero, con un effetto frenante sulla congiuntura nazionale e, in ultima analisi, anche sull'inflazione.

Tassi di interesse più bassi rendono invece la valuta nazionale meno interessante, con conseguente deprezzamento della stessa. Ciò stimola le esportazioni e quindi la congiuntura, anche se al contempo le importazioni divengono più costose. Di conseguenza aumenta l'inflazione.

FRANCO SVIZZERO E TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE



Fonte: BNS.
 Figura 3: andamento dell'indice del tasso di cambio del franco svizzero ed evoluzione dei tassi di interesse a breve termine. Per l'indice del tasso di cambio, viene rappresentata la variazione rispetto all'anno di riferimento del 2000.

3

Altri elementi di rilievo nello schema 1

Alcuni aspetti particolari, non desumibili direttamente dallo schema 1, rendono più difficoltosa oppure agevolano la conduzione della politica monetaria.

Effetti ritardati: può passare del tempo prima che le decisioni di politica monetaria di una banca centrale producano il loro effetto. Ciò riguarda soprattutto la parte superiore dello schema 1. Una variazione dei tassi a breve influenza i prezzi di un paese con un differimento temporale di due-tre anni. Questa lenta reazione è tenuta in considerazione dalla banca centrale, che definisce perciò la propria politica monetaria con lungimiranza e allestisce previsioni circa l'evoluzione futura della congiuntura e dell'inflazione. Se l'istituto centrale reagisse soltanto nel momento in cui l'inflazione aumenta o scende, sarebbe troppo tardi.

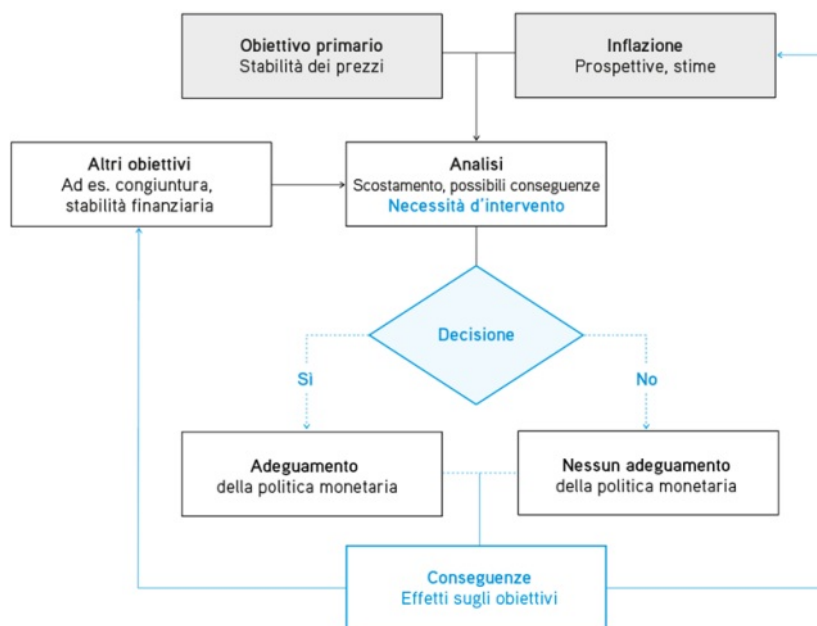
Influenza temporanea sulla crescita economica: gli effetti della politica monetaria sulla congiuntura hanno sempre una natura soltanto temporanea. La crescita a lungo termine di un'economia (la cosiddetta crescita tendenziale) dipende da altri fattori, ovvero le dimensioni della popolazione attiva, il livello di formazione, il capitale fisico, il progresso tecnologico e la qualità delle istituzioni, come ad esempio il sistema per la tutela dei diritti di proprietà. In altre parole, dopo un certo tempo l'effetto di stimolo prodotto da una riduzione dei tassi si esaurisce e ciò che rimane è un livello più elevato dei prezzi. Per questo motivo, l'obiettivo prioritario della politica monetaria non è la crescita, bensì la garanzia della stabilità dei prezzi, in quanto è su questo elemento che una banca centrale esercita effettivamente un'influenza sul lungo periodo.

Grado di utilizzo delle risorse dell'economia: l'effetto delle misure di politica monetaria sull'inflazione dipende dal grado di impiego delle risorse dell'economia e quindi dalla congiuntura. In una fase di recessione, una banca centrale può ridurre i tassi di interesse e quindi stimolare la domanda, senza che i prezzi inizino immediatamente a salire in maniera generalizzata. Questo perché in uno scenario di sottoutilizzo delle risorse economiche (elevata disoccupazione, portafogli degli ordinativi delle aziende vuoti e capacità produttive sottoutilizzate), la pressione inflazionistica è modesta^[3]. Se invece i tassi di interesse vengono abbassati in una situazione di buon utilizzo delle risorse dell'economia, i prezzi al consumo tendono piuttosto ad aumentare.

Ruolo delle aspettative: aspettative di inflazione ben ancorate agevolano l'attuazione della politica monetaria. Se le economie domestiche e le imprese si attendono che la banca centrale raggiungerà anche in futuro il proprio obiettivo di inflazione predefinito, è meno probabile che consumatori e aziende reagiscano qualora l'inflazione superi temporaneamente tale livello (ad es. a causa di un aumento dei prezzi petroliferi) oppure ne scenda per breve tempo al di sotto (ad es. a seguito di una recessione). Se le aspettative inflazionistiche restano stabili, per la banca centrale è quindi più semplice mantenere l'inflazione sotto controllo nonostante le oscillazioni temporanee.

Il processo decisionale di politica monetaria

Una banca centrale non adotta le proprie decisioni di politica monetaria in astratto, ma lo fa in risposta agli sviluppi dell'economia (cfr. schema 2):



Schema 2: processo decisionale stilizzato di una banca centrale in materia di politica monetaria.

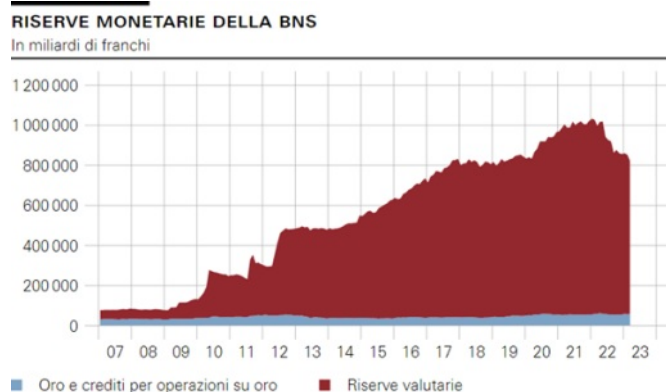
La banca centrale osserva l’andamento della congiuntura e dell’inflazione a livello nazionale e internazionale, formula previsioni su inflazione e congiuntura, raffronta gli sviluppi effettivi con i propri obiettivi e reagisce poi di conseguenza con una decisione di politica monetaria, intervenendo di norma sul tasso di interesse di riferimento.

Se la banca centrale individua scostamenti significativi degli sviluppi inflazionistici e congiunturali rispetto ai suoi obiettivi, interviene con opportuni adeguamenti della politica monetaria. In caso di pericolo di surriscaldamento dell’economia, l’istituto centrale tira il freno innalzando il tasso di riferimento, in modo da prevenire un forte aumento non auspicato dell’inflazione e quindi un’espansione eccessiva dell’attività economica. In presenza di un rischio di recessione, la banca centrale preme invece sul pedale dell’acceleratore abbassando il tasso di riferimento, al fine di evitare un’inflazione indesideratamente bassa e una deriva della congiuntura verso la recessione. In ultima analisi si tratta di un costante esercizio di equilibrio, a cui si accompagna l’obiettivo di tutelare la congiuntura e l’inflazione da brusche oscillazioni. Ed è così che la banca centrale adempie il proprio mandato: garantire la stabilità dei prezzi tenendo conto dell’evoluzione congiunturale.

Politica monetaria non convenzionale

In un contesto in cui i tassi a breve termine sono già molto bassi, la regolazione degli stessi risulta difficoltosa, in quanto non è possibile abbassare a piacimento il loro livello. In uno scenario di tassi fortemente negativi, imprese ed economie domestiche preferiscono detenere denaro contante, che ha un tasso di interesse pari a zero. Tassi di interesse leggermente negativi sono comunque possibili^[4].

In un simile contesto la banca centrale può allentare ulteriormente la politica monetaria cercando di influenzare in modo diretto non solo i tassi di interesse a breve, ma anche quelli a lungo termine e i tassi di cambio (cfr. schema 1). Anche in presenza di bassi tassi del mercato monetario, una banca centrale dispone quindi di strumenti per raggiungere i propri obiettivi. In questo caso parliamo di misure non convenzionali di politica monetaria: da un lato la banca centrale può acquistare direttamente sui mercati dei capitali investimenti patrimoniali a più lunga scadenza come ad esempio i titoli di Stato, riducendo così i tassi di interesse a lungo termine. Dall'altro lato, attraverso interventi sul mercato valutario può acquistare valute estere e influenzare l'inflazione attraverso il canale dei tassi di cambio.



Fonte: BNS.
Figura 4: andamento delle riserve monetarie della Banca nazionale, suddivise in oro e crediti per operazioni su oro, nonché in riserve valutarie.

La banca centrale può inoltre influenzare le aspettative dei mercati e del pubblico circa l'evoluzione futura dei tassi di interesse a breve termine, annunciando ad esempio l'intenzione di mantenere basso il tasso di riferimento in una prospettiva di lungo termine. Nella misura in cui questa comunicazione viene percepita come credibile dalla popolazione e dai mercati finanziari, essa produce un effetto sui tassi a lungo termine.

Misure non convenzionali di politica monetaria in Svizzera

Dopo lo scoppio della crisi del debito nell'area dell'euro nel 2010, il franco si è apprezzato in modo rapido e costante in quanto, a differenza di altre valute, è stato considerato da molti investitori come moneta rifugio. Per contrastare questa evoluzione, nel settembre 2011 la Banca nazionale ha fissato un tasso di cambio minimo di 1.20 franchi per euro. Così facendo ha sostenuto l'economia svizzera e assicurato la stabilità dei prezzi.

Nel gennaio 2015 la BNS ha abolito il cambio minimo, introducendo contestualmente un tasso di interesse negativo. Da quel momento banche e istituzioni finanziarie hanno dovuto pagare un interesse di -0,75% per detenere il loro denaro presso di essa. Questa misura era volta a evitare un apprezzamento eccessivo del franco svizzero rendendolo meno attraente rispetto alle altre valute. Lo stesso obiettivo è stato perseguito con gli interventi sul mercato dei cambi, dove la BNS acquistava, se necessario, valute estere contro franchi.

Situazione attuale

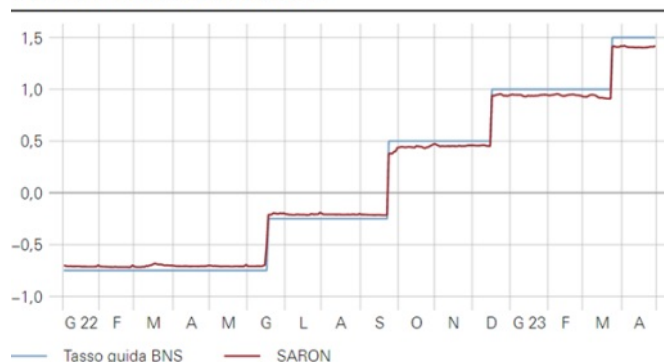
La ripresa economica successiva alla pandemia da coronavirus e la guerra in Ucraina hanno fatto salire fortemente l'inflazione in tutto il mondo. Ciò ha determinato un capovolgimento di prospettiva per la politica monetaria.

Nel giugno 2022 la Banca nazionale ha innalzato il tasso guida dapprima a -0,25% e nel settembre successivo allo 0,5% riportandolo in territorio positivo per la prima volta dopo quasi otto anni. Nel dicembre 2022 e nel marzo 2023 la BNS ha inasprito ulteriormente la propria politica monetaria, portando il tasso guida all'1,5%.

I rialzi sono stati decisi per contrastare l'accresciuta pressione inflazionistica. Al contempo la BNS ha adeguato l'attuazione della politica monetaria al contesto di tassi positivi. Oltre che tramite il tasso guida, la Banca nazionale può all'occorrenza influenzare il tasso di cambio o il livello dei tassi di interesse anche con misure di politica monetaria aggiuntive. Tra queste figurano ad esempio l'acquisto e la vendita di valuta estera nel quadro degli interventi sul mercato dei cambi. Ciò consente alla BNS di continuare a garantire condizioni monetarie appropriate.

Il tasso guida BNS aggiornato è disponibile alla pagina [Tassi di interesse e tassi di cambio attuali](#) sul sito Internet della Banca nazionale svizzera (BNS).

TASSI DEL MERCATO MONETARIO



Fonti: Borsa svizzera (SIX), BNS

Figura 5: Evoluzione del tasso guida BNS e del SARON da negativi a positivi dal 2022.

Note a piè di pagina:

[1] La Banca nazionale svizzera assimila la stabilità dei prezzi a un incremento annuo dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC) inferiore al 2%. Adottando

questa definizione la Banca nazionale tiene conto del fatto che non può regolare l'inflazione in modo esatto e che l'inflazione misurata in base all'IPC tende a sovrastimare leggermente quella effettiva. L'indice nazionale dei prezzi al consumo, calcolato con cadenza mensile dall'Ufficio federale di statistica, misura il rincaro dei beni e servizi rappresentativi del consumo delle economie domestiche.

^[2] L'andamento dei tassi di interesse a lungo termine dipende in misura sostanziale anche dalle aspettative degli operatori di mercato. Se per gli anni successivi questi ultimi prevedono una ripresa congiunturale (fino a un vero e proprio boom), di norma i tassi a lungo termine aumentano. Se invece ci si attende un indebolimento della congiuntura (fino a una situazione di depressione), i tassi a lungo termine diminuiscono.

^[3] Un'eccezione è costituita dalla cosiddetta stagflazione – una situazione in cui si verificano contemporaneamente una stagnazione (rallentamento dell'attività economica, sottoutilizzo delle capacità produttive, elevata disoccupazione) e prezzi in aumento (inflazione). I fattori scatenanti di una stagflazione sono di norma guerre o shock petroliferi.

^[4] La detenzione di ingenti riserve di contante comporta comunque dei costi e, soprattutto, è necessario tenere in considerazione gli aspetti relativi alla sicurezza.