

## Inflazione V: la BNS indipendente contrattacca

L'ultima volta che la Svizzera ha registrato tassi d'inflazione relativamente elevati è stato all'inizio degli anni '90. Le misure prese per lottare contro l'inflazione hanno funzionato perché la Banca nazionale svizzera ha potuto agire in larga misura indipendentemente dalla politica. Una banca centrale dipendente dalla politica rischia di fatto di attendere a lungo prima di agire. Come potrebbe reagire oggi la BNS di fronte ad un forte aumento del tasso di inflazione?

Quando ho pubblicato il blog «Inflazione IV: un fenomeno non neutrale, anzi piuttosto deleterio» su LinkedIn, ho annunciato che era appassionante quasi quanto il IV episodio di Star Wars. Il blog esaminava gli effetti distributivi dell'inflazione in un'economia. Mi è stato suggerito in un commento di dedicare l'episodio V ai mezzi per lottare contro l'inflazione. Al pari del V episodio di Star Wars «L'Impero contrattacca», questo blog potrebbe intitolarsi: «Episodio V: la BNS indipendente contrattacca». L'idea mi piace e sono felice di seguirla

Ritorniamo un istante agli anni '80. L'economia svizzera era in pieno vigore, il mercato immobiliare surriscaldato e la disoccupazione molto bassa. La BNS perseguiva allora un obiettivo di massa monetaria, un concetto influenzato da coloro che erano definiti monetaristi.<sup>1</sup>

Nel 1987, si sono verificati tre avvenimenti che hanno comportato un'impennata dell'inflazione in Svizzera negli anni successivi. In primo luogo, nell'ottobre 1987, le borse sono crollate a livello mondiale, spingendo le banche centrali ad iniettare liquidità sui mercati per calmare le acque. La BNS ha così dovuto reagire in questo senso (anche se dal punto di vista odierno si può dire che, rispetto ad altri paesi, ha agito con dosi omeopatiche). Secondo, la BNS ha introdotto quell'anno un nuovo sistema di compensazione che ha ridotto il bisogno di denaro delle banche commerciali. Le banche hanno potuto concedere maggiori crediti. E lo hanno fatto. Terzo, la BNS ha introdotto nuove prescrizioni in materia di liquidità per le banche, che pure hanno avuto un effetto espansivo. La direzione della Banca nazionale ha probabilmente sottovalutato l'impatto espansivo di questi tre avvenimenti.

Ora, dal momento che l'economia girava già a pieno regime, l'inflazione è cresciuta esponenzialmente ed ha superato il 6%, ciò che è molto alto per la Svizzera. I responsabili della banca centrale si sono preoccupati e hanno aumentato i tassi d'interesse per bloccare l'evoluzione dei prezzi. Ciò ha portato a una recessione. L'inflazione è indubbiamente diminuita, ma al prezzo di un aumento del tasso di disoccupazione. Numerose imprese sono fallite. I proprietari

immobiliari non erano più in grado di far fronte ai loro debiti. Le banche sono state confrontate a perdite elevate sulle loro operazioni di credito. Nell'arco di alcuni anni, quasi la metà delle banche regionali, due banche cantonali e la Banca Popolare Svizzera hanno perso la loro indipendenza. In seguito, sono state emanate nuove regole che fanno in modo che la probabilità di una simile reazione a catena sia minore: maggiori esigenze in materia di fondi propri per i crediti, riserva di fondi propri anticiclica o copertura più importante in fondi propri delle banche.

Ma immaginiamo ora che il tasso d'inflazione in Svizzera superi il 6% l'anno prossimo e che la politica svizzera possa decidere la via da seguire. Il Consiglio federale o il Parlamento permetterebbero che i tassi d'interesse a tre mesi superino il 9% come negli anni '90? Numerosi proprietari immobiliari con un prestito ipotecario chiederebbero che i tassi d'interesse non aumentino troppo in fretta. Gli imprenditori temerebbero un fermo delle loro attività nel settore della costruzione. I sindacati pretenderebbero un generoso adeguamento dei salari al rincaro, prolungando così la fase d'inflazione. La sinistra auspicherebbe di lanciare programmi di rilancio statali, più facili da finanziare con tassi d'interesse bassi. La destra potrebbe unirsi alla sinistra per chiedere che le entrate di interessi abbondanti della banca centrale siano ridistribuite alla popolazione, di preferenza attraverso l'AVS, ecc. In breve, in un simile caos, la politica monetaria non sarebbe in grado di agire e non reagirebbe, o troppo tardi, all'aumento dell'inflazione.

Fortunatamente, la BNS è (sempre e, speriamo, per molto tempo) ampiamente indipendente dalla politica. Essa può «contrattaccare»: se l'inflazione dovesse realmente prendere il volo, essa potrebbe procedere nel seguente modo:

1. Vendere titoli esteri

La vendita di obbligazioni di Stato e di azioni estere che la banca centrale ha accumulato in questi ultimi anni per contenere il franco svizzero avrebbe quale conseguenza principale la riduzione di franchi in circolazione. Un effetto secondario importante dell'inflazione sarebbe una valutazione controllata del franco, che frenerebbe l'inflazione importata e attenuerebbe l'aumento generale dei prezzi.

2. Aumentare il tasso di interesse

Non appena la Banca centrale europea (BCE) diventerà un po' più restrittiva, i rialzi dei tassi d'interesse in Svizzera non provocheranno più una rivalutazione brutale del franco. Allora, la BNS potrebbe aumentare i tassi d'interesse in Svizzera – anche se con un leggero ritardo. Questo ridurrebbe il tasso d'inflazione.

3. Reintroduzione dei buoni della BNS

Se la BCE attendesse troppo a lungo prima di aumentare i tassi di interesse, la BNS potrebbe utilizzare nuovamente i buoni. Questi ultimi funzionano così: la BNS vende dei titoli remunerati di sua emissione. Gli acquirenti di questi buoni pagano in franchi svizzeri. Questo riduce la **massa monetaria**.

Una cosa è chiara: nessuno o quasi si rallegrerebbe di una politica restrittiva malgrado un ritorno alla stabilità dei prezzi è necessario e **nell'interesse di tutti a lungo termine**. L'economia d'esportazione soffrirebbe per un franco più forte, i

proprietari immobiliari registrerebbero difficoltà finanziarie, le entrate dello Stato diminuirebbero, gli affitti aumenterebbero come pure la disoccupazione. E poiché tutte queste conseguenze sono così impopolari, la BNS dovrebbe poter agire in modo molto indipendente dalla politica. Soltanto una banca centrale indipendente contrattacca nel giusto momento - ma, contrariamente alla saga Star Wars, al servizio del bene.

<sup>1</sup> Dopo la fase dei tassi d'inflazione elevati in molti paesi negli anni '60 e '70, c'è stato un intenso dibattito sul modo migliore per controllare l'inflazione a lungo termine. Il premio Nobel Milton Friedman sosteneva: "L'inflazione è sempre e ovunque un fenomeno monetario". Le carenze possono portare a un aumento temporaneo dei prezzi, ma l'inflazione persistente è spiegata esclusivamente dal fatto che la politica monetaria ha iniettato troppo denaro nel sistema. Anna Schwartz, un'eminente scienziata, e Milton Friedman dimostrarono nel loro famoso libro "A Monetary History of the United States, 1867-1960" che l'offerta di denaro ha una grande influenza sull'economia. La risposta dei cosiddetti monetaristi, tra i quali ebbe un ruolo significativo anche lo svizzero Karl Brunner, fu che le banche centrali dovevano condurre una politica monetaria basata su regole. Essi suggerirono che l'offerta di denaro sarebbe dovuta crescere allo stesso ritmo del potenziale di produzione a lungo termine di un'economia. Tuttavia, il legame tra l'offerta di denaro e l'andamento dei prezzi si è rivelato insufficientemente stabile. La politica basata sulle regole ha ceduto il passo alla fissazione di obiettivi in termini di inflazione. A quest'epoca, ci si era inoltre resi conto dell'importanza dell'indipendenza della banca centrale dagli ambienti economici. La ricerca empirica ha dimostrato che le banche centrali indipendenti hanno generalmente tassi d'inflazione più bassi rispetto a quelle che devono seguire le decisioni politiche.

---

## FOKUS INFLATION

Puntata I: [Gara alle illusioni monetarie: il franco non è più così forte come nel 2015](#)

Puntata II: [Quattro spiegazioni al tasso d'inflazione record negli Stati Uniti](#)

Puntata III: [«This time is different», veramente?](#)

Puntata IV: [Un fenomeno non neutrale, anzi piuttosto deleterio](#)

Puntata V: [La BNS indipendente contrattacca](#)