

# SFI Public Discussion Note

## Tassi d'interesse bassi in un mondo post-pandemico



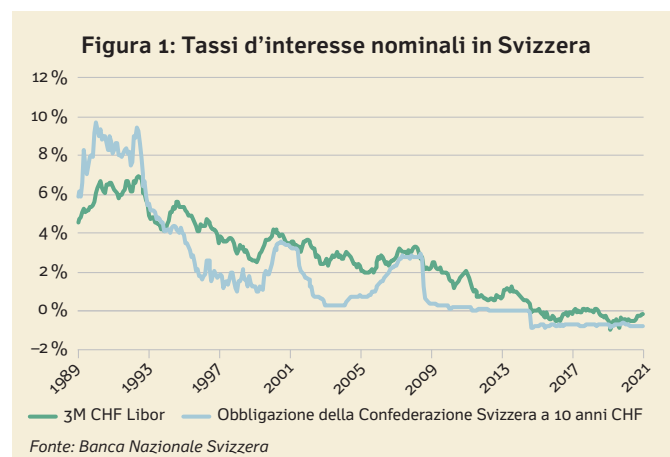
Settembre 2021

# Introduzione



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

Quando la Banca Nazionale Svizzera (BNS) fissò il suo tasso d'interesse a  $-0.75\%$  nel gennaio 2015, questa fu considerata una misura eccezionale. Più di sei anni dopo, il tasso d'interesse a breve termine è ancora a questo livello e anche i tassi a lungo termine sono diventati negativi. Quando l'economia svizzera tornerà a tassi d'interesse positivi? E quali sono le implicazioni dei tassi negativi? Queste domande, e diverse questioni ad esse correlate, sono state affrontate nella precedente Nota di discussione pubblica dell'SFI, pubblicata nel marzo 2020, appena prima dell'inizio della pandemia.



In che misura la crisi COVID sta influenzando l'evoluzione dei tassi d'interesse? In questa Nota rivisitiamo le questioni relative ai tassi d'interesse bassi all'indomani della crisi COVID. Forniamo anche alcune nuove prospettive non coperte nella Nota precedente. Pertanto, la presente Nota è complementare alla precedente.

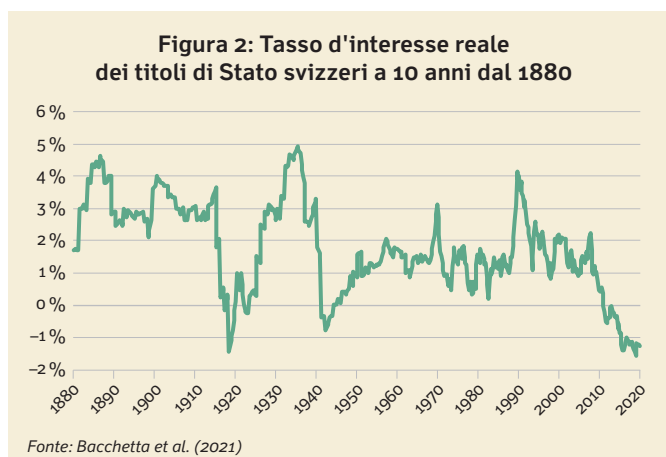
Con la sua serie di *Public Discussion Note*, lo Swiss Finance Institute (SFI) promuove attivamente un dibattito fondato su temi rilevanti per l'industria finanziaria, la politica e il mondo accademico. Inoltre, lo SFI diffonde i suoi risultati attraverso la ricerca, le pubblicazioni, le *Master Class*,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

Iniziamo fornendo una prospettiva più ampia sui tassi d'interesse svizzeri e mostriamo che non sono diminuiti così tanto come in altri Paesi. I tassi d'interesse reali svizzeri sono anche diventati maggiormente correlati ai tassi d'interesse globali, e quindi non si può più parlare di isola svizzera dei tassi d'interesse. Analizziamo poi l'impatto della crisi COVID sulla potenziale evoluzione dei tassi d'interesse e dell'inflazione. Discutiamo anche il ruolo della politica monetaria e fiscale. Infine, esaminiamo i dati oggettivi riguardanti l'impatto dei tassi d'interesse bassi sul settore bancario.

Parte del contenuto di questa Nota si basa su uno studio scritto per la Segreteria di Stato dell'economia (SECO). I lettori interessati a un'analisi più dettagliata possono consultare lo studio di Bacchetta Philippe, Benhima Kenza e Renne Jean-Paul (2021), "Understanding Swiss Real Interest Rates in a Financially Globalized World", *Grundlagen für die Wirtschaftspolitik* Nr. 25. State Secretariat for Economic Affairs (SECO), Berna, Svizzera [d'ora in poi Bacchetta et al. (2021)].

# Tassi d'interesse bassi e negativi: Un doppio fenomeno

Le implicazioni dei tassi negativi sono discusse a lungo nella Nota precedente, ma è importante chiarire una questione fondamentale. Poiché l'inflazione è molto bassa, la Svizzera sta sperimentando tassi d'interesse sia *nominali* sia *reali* negativi (tasso reale = tasso nominale - inflazione prevista). Questo fenomeno è una novità storica. I tassi d'interesse reali sono stati negativi in passato, dopo le due guerre mondiali, come mostrato nella figura 2. Tuttavia, i tassi nominali non sono mai stati negativi prima.



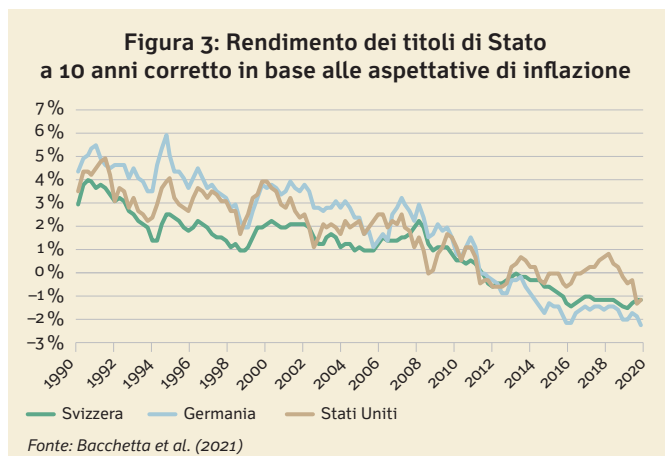
È utile distinguere le diverse implicazioni dei tassi d'interesse nominali e reali. Tassi *nominali* molto bassi o negativi hanno un impatto negativo sulle attività legate al differenziale dei tassi d'interesse, ad esempio il settore bancario, perché è difficile applicare tassi negativi ai depositi dei clienti. Sono anche problematici per la politica monetaria perché limitano la capacità di applicare tassi d'interesse più bassi per stimolare l'economia. Queste limitazioni emergono in una situazione che gli analisti descrivono come *Zero Lower Bound (ZLB)* o *Effective Lower Bound (ELB)*. Le banche centrali devono allora utilizzare politiche monetarie non convenzionali come il *quantitative easing*. La BNS si affida principalmente all'intervento sui cambi per la sua politica monetaria.

Tassi d'interesse *reali* molto bassi o negativi hanno conseguenze più ampie che non sono legate alle banche o alla politica monetaria. In particolare essi beneficiano i prestatori, che ottengono finanziamenti più economici, e danneggiano i risparmiatori, che riceveranno un reddito futuro più basso. Questo potrebbe portare gli investitori a considerare investimenti più rischiosi nella ricerca di un rendimento, e potrebbe minacciare la stabilità finanziaria. Potrebbe anche alimentare i prestiti ipotecari e portare a un boom immobiliare. L'esperienza recente mostra anche che una situazione di tassi bassi può esacerbare le disuguaglianze: le famiglie più ricche beneficiano di rendimenti più alti grazie alla loro partecipazione ai mercati finanziari, ad esempio le azioni, mentre le famiglie meno ricche non hanno alcun rendimento sui loro depositi.

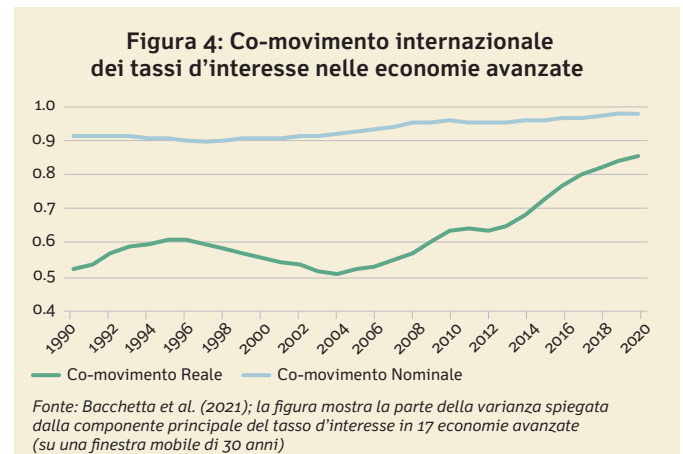
Per illustrare la differenza tra tassi nominali e tassi reali, immaginate una situazione in cui l'inflazione aumenta fortemente ma i tassi d'interesse reali rimangono bassi. I tassi d'interesse nominali aumenterebbero, questo migliorerebbe i margini d'interesse per le banche e permetterebbe alla BNS di aumentare il suo tasso d'interesse e poi tornare alla politica dei tassi d'interesse standard. D'altra parte, ci troveremmo ancora di fronte alle implicazioni dei tassi d'interesse reali bassi. Questo illustra anche i vantaggi di un'inflazione un po' più alta. In effetti, la *Federal Reserve* e la Banca Centrale Europea (BCE) hanno modificato il quadro delle loro politiche con l'obiettivo di aumentare le aspettative di inflazione. In questa fase la BNS non ritiene utile cambiare la sua politica.

# Il calo dei tassi d'interesse globali

In molti Paesi i tassi d'interesse nominali hanno cominciato a diminuire bruscamente negli anni '80, in particolare nella deflazione Volcker degli Stati Uniti, cioè dopo la politica monetaria molto restrittiva condotta dalla *Federal Reserve*. Per quanto riguarda i tassi d'interesse reali, il loro declino è iniziato negli anni '90. La figura 3 mostra l'evoluzione dei rendimenti reali dei titoli di Stato a 10 anni in Svizzera, Germania e Stati Uniti.



Si possono trarre lezioni interessanti dalla figura 3. In primo luogo, il calo dei tassi reali è stato sostanziale: 3 punti percentuali negli ultimi due decenni. Prima della crisi finanziaria globale, il rendimento reale dei titoli di stato svizzeri era di circa il 2%, mentre negli ultimi anni è stato inferiore al -1%. In secondo luogo, il calo dei tassi reali è una tendenza globale che può essere osservata in tutti i Paesi sviluppati. Infatti c'è stata una convergenza dei tassi d'interesse reali, causata in particolare dalla globalizzazione finanziaria. La convergenza può essere misurata da un indice di co-movimento, poiché i tassi d'interesse tendono a muoversi molto di più insieme. Tale indice è mostrato nella figura 4. La convergenza è stata più forte per i tassi reali che per i tassi nominali, che avevano già alti co-movimenti. Pertanto il calo dei tassi d'interesse reali svizzeri non può essere attribuito a fattori specifici della Svizzera, ma fa parte di un fenomeno globale.



Una terza lezione è che il calo dei tassi d'interesse reali è stato minore in Svizzera che nella maggior parte degli altri Paesi. La ragione di ciò è che i tassi d'interesse nominali e l'inflazione erano inizialmente più bassi in Svizzera, quindi c'era meno spazio per un calo. La Svizzera, con tassi d'interesse tradizionalmente bassi, è stata a lungo considerata un' "isola dei tassi d'interesse". Questo non è più il caso. La figura 3 mostra che il rendimento del titolo di Stato svizzero a 10 anni è stato sistematicamente più basso del tasso tedesco fino al 2011, ma che è stato più alto nell'ultimo decennio.

# Tassi d'interesse e lo status di rifugio sicuro del franco svizzero

I tassi d'interesse più bassi in Svizzera sono stati tradizionalmente spiegati dallo status di rifugio sicuro del franco svizzero. Ma i tassi d'interesse reali ora sono più alti in Svizzera che in Germania. La Svizzera ha perso questo status? Niente affatto. La forza del franco svizzero rivela la sua attrattiva. Sfruttando sondaggi sulle aspettative dei tassi di cambio, possiamo calcolare le differenze attese nei rendimenti. I risultati mostrano che il premio di rischio o premio di sicurezza del franco svizzero è addirittura aumentato negli ultimi anni.

Se il franco svizzero è ancora considerato un porto sicuro, come possiamo spiegare che i tassi d'interesse reali siano più alti in Svizzera? Ci sono due spiegazioni. In primo luogo, le aspettative di inflazione sono solitamente più basse in Svizzera, mentre i tassi d'interesse nominali sono a livelli simili a quelli tedeschi (poiché non possono diminuire di molto). Pertanto, il tasso reale è più alto. La seconda spiegazione è legata alla parità dei tassi d'interesse reali. Negli ultimi anni il franco svizzero è stato molto forte e ci si aspettava che si deprezzasse in termini reali. Per compensare questo atteso deprezzamento reale del franco svizzero, gli investitori devono essere remunerati con tassi d'interesse reali più alti in franchi svizzeri.



# L'impatto del COVID sui tassi d'interesse attuali e futuri

I mercati finanziari sono stati significativamente destabilizzati nel marzo 2020 all'inizio della crisi del Covid. Tuttavia, la reazione rapida e incisiva di alcune banche centrali ha evitato una maggiore instabilità. Per esempio, la *Federal Reserve* è intervenuta rapidamente nel mercato *Treasury* degli Stati Uniti e ha acquistato enormi quantità di titoli per controbilanciare le grandi vendite da parte di vari tipi di investitori. Ha anche esteso le linee *swap* ad altre banche centrali. I confinamenti e le perturbazioni legate alla situazione sanitaria hanno colpito in modo significativo anche l'economia reale e hanno portato a una profonda recessione nel 2020. Fortunatamente c'è stata una rapida inversione di tendenza nel 2021, ma rimane comunque un alto livello di incertezza relativo alla portata della ripresa, a causa dell'evoluzione della pandemia e dell'emergere di nuove varianti del virus.

Sorprendentemente i tassi d'interesse non sono stati molto colpiti dallo shock pandemico. All'inizio della pandemia COVID, i tassi d'interesse erano già negativi in Svizzera e molto bassi nella maggior parte degli altri Paesi, e sono rimasti tali. A metà del 2021 i rendimenti nominali delle obbligazioni erano simili ai livelli dell'inizio del 2020.

Mentre i livelli dei tassi d'interesse hanno sperimentato solo piccoli movimenti, l'incertezza sui tassi futuri è aumentata. C'è incertezza sia sui tassi reali sia sull'inflazione futura. Data la recessione implicita alla pandemia, ci sono diversi fattori fondamentali che mettono una pressione al ribasso sia sui tassi d'interesse reali sia sull'inflazione. Ma ci sono anche alcuni fattori che possono portare a tassi d'interesse e inflazione più alti.

Come detto prima, l'evoluzione dei tassi d'interesse reali è diventata un fenomeno globale. Pertanto, ciò che conta è il risparmio globale e l'investimento globale: un basso investimento e un forte risparmio esercitano una pressione al

ribasso sui tassi d'interesse reali. La letteratura recente indica vari fattori che fanno pensare che il risparmio privato rimarrà forte e gli investimenti rimarranno bassi. Nel momento in cui i tassi di vaccinazione aumentano e le economie si riprendono, molte famiglie aumentano i loro consumi. Tuttavia è probabile che la crisi COVID abbia un effetto duraturo sul risparmio delle famiglie: la situazione drammatica durante la crisi può influenzare l'avversione al rischio o la percezione di futuri shock negativi estremi. La letteratura indica anche un aumento della disuguaglianza. Poiché le famiglie ad alto reddito hanno una minore propensione al consumo, un livello più alto di disuguaglianza riduce la propensione complessiva al consumo e quindi aumenta il tasso di risparmio. La letteratura menziona anche potenziali cambiamenti di lunga durata - causati dalla pandemia - che potrebbero indebolire gli investimenti o favorire il risparmio. Questi cambiamenti includono, in particolare, una perdita di capitale umano a causa della perturbazione della pandemia, una ristrutturazione aziendale in vari settori e uno spostamento verso settori tecnologici e servizi. Tutti questi fattori comporterebbero un periodo prolungato di tassi d'interesse reali molto bassi, in Svizzera e nella maggior parte degli altri Paesi. Tuttavia, in questa fase, non sappiamo quanto saranno importanti e persistenti questi effetti.

D'altra parte, i tassi d'interesse reali e l'inflazione possono aumentare se la ripresa è molto forte. La ripresa economica si è effettivamente verificata più velocemente di quanto inizialmente previsto. Tuttavia, è stata disuguale tra i Paesi e tra i settori. Inoltre, c'è un'elevata incertezza riguardo all'evoluzione della pandemia, a causa della comparsa di nuove varianti. L'incertezza sulla forza e sulla persistenza della ripresa genera quindi incertezza sulla futura evoluzione dei tassi d'interesse. Nell'estate del 2021 non c'è stata alcuna indicazione di una forte ripresa, e la pressione al rialzo sui tassi d'interesse è quindi debole.

C'è stato un interessante dibattito sull'inflazione all'inizio dell'estate 2021. Tra aprile e giugno, l'inflazione è aumentata negli Stati Uniti, raggiungendo più del 5%, che è una cifra molto più alta di quanto ci si aspettasse. La domanda è se si tratti di un fenomeno temporaneo, dovuto a un effetto base, e a una serie di problemi di approvvigionamento sulla scia della crisi COVID, o l'inizio di un periodo di maggiore inflazione. Finora, il consenso è che questo aumento dell'inflazione sia temporaneo, e che i tassi d'interesse a lungo termine non siano stati influenzati. Questo recente dibattito illustra il grado di incertezza e la difficoltà di fare previsioni sugli sviluppi futuri.

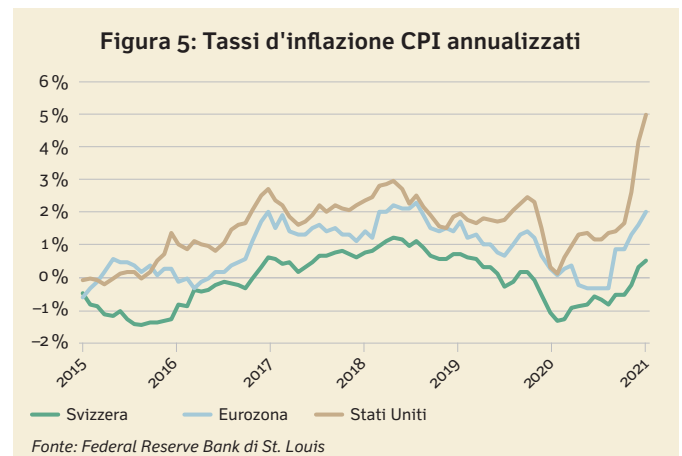
Un altro elemento che indica un periodo di tassi d'interesse bassi è uno studio storico delle pandemie precedenti. Analizzando le pandemie nei secoli precedenti (ad esempio, l'influenza spagnola o la peste nera nel XIV secolo), i ricercatori osservano un calo dei tassi d'interesse reali per diversi decenni dopo. Osservano anche tassi d'inflazione al di sotto del trend per un decennio. Ovviamente, gli eventi storici sotto molti aspetti erano diversi. Per esempio, non c'erano politiche fiscali e monetarie attive, come nella crisi attuale. Pertanto, questi dati storici non ci danno una previsione precisa, ma un lungo periodo di tassi d'interesse bassi e di inflazione dopo la pandemia COVID sarebbe in linea con i precedenti storici.



# Il ruolo della politica monetaria

Diverse banche centrali hanno avuto un ruolo chiave nello stabilizzare l'impatto dello shock pandemico. In particolare, la *Federal Reserve* ha abbassato il suo tasso di riferimento e ha acquistato grandi quantità di attivi nel proprio Paese. La BNS ha avuto un ruolo molto più limitato, non potendo abbassare ulteriormente il suo tasso d'interesse e non acquistando attivi nazionali. Ma è stata in grado di stabilizzare il franco svizzero attraverso interventi sui cambi. La BNS ha inoltre raccomandato l'allentamento della politica macroprudenziale svizzera, riducendo i requisiti patrimoniali delle banche nell'ambito della riserva di capitale anticiclica. Ha anche attuato la politica fiscale attraverso i prestiti COVID (Schema di rifinanziamento BNS-COVID-19).

Per quanto riguarda i tassi d'interesse futuri, le politiche monetarie nazionali hanno poco impatto sul tasso d'interesse reale a lungo termine, poiché sono determinate globalmente da fattori reali. Ma potrebbero influenzare le aspettative di inflazione. È in questo spirito che la *Federal Reserve* e la BCE hanno recentemente cambiato le loro strategie di politica monetaria. La *Federal Reserve* ora punta a un'inflazione media del 2%. Questo significa che la *Fed* permetterà che l'inflazione sia superiore al 2%. Anche la BCE mira a un'inflazione intorno al 2% e reagirà simmetricamente quando l'inflazione sarà sopra o sotto questo obiettivo. Altre banche centrali potrebbero seguire, ma in questa fase la BNS non sta considerando un cambiamento in questo senso. Ha espresso scetticismo circa l'impatto di questo cambiamento sulle aspettative di inflazione. Se altre banche centrali si muovono verso politiche monetarie meno restrittive, questo potrebbe ovviamente mettere sotto pressione il franco svizzero.

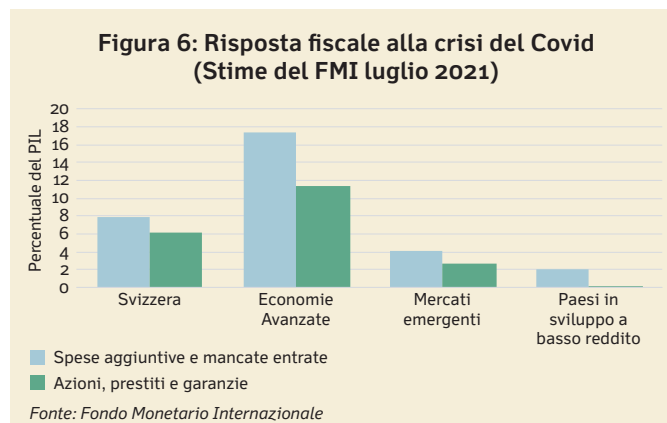


Quando i tassi d'interesse aumenteranno, le banche centrali potranno tornare alle loro politiche di tassi d'interesse standard. Ma questo inoltre solleva una sfida legata ai loro massicci bilanci. In che misura e quanto velocemente le banche centrali dovrebbero annullare le loro operazioni di *quantitative easing* e vendere i loro attivi? La risposta a queste domande condiziona sicuramente i mercati quando i tassi d'interesse inizieranno ad aumentare.



# Tassi d'interesse bassi e politica fiscale

In molti Paesi la politica fiscale ha avuto un ruolo fondamentale nella reazione alla crisi legata al COVID. I Paesi con capacità di spesa pubblica sono stati in grado di attuare misure di sostegno attraverso trasferimenti e prestiti. L'estensione dei sussidi di disoccupazione e la compensazione per il lavoro ridotto hanno avuto un ruolo importante. Questi procedimenti sono stati ampiamente discussi nel contesto svizzero. Anche se tali misure fiscali avrebbero potuto essere ancora più generose, esse hanno contribuito ad attenuare la recessione. La figura 6 mostra che la risposta fiscale al COVID è stata in media sostanziale nei Paesi sviluppati, specialmente negli Stati Uniti, mentre in Svizzera è stata molto inferiore alla media. Ma la risposta è stata ancora più bassa nei mercati emergenti e nei Paesi meno sviluppati.



La reazione fiscale al COVID si combina con il consueto impatto di una recessione sui deficit pubblici, con una riduzione delle entrate fiscali e con un aumento dei trasferimenti. Questo fenomeno sta generando deficit fiscali sostanziali in molti Paesi nel 2020 e nel 2021, e sta anche aumentando fortemente il debito pubblico, anche se è troppo presto per disporre di cifre precise. Un aumento del debito pubblico globale esercita una pressione al rialzo sui tassi d'interesse. Finora questa pressione non si è materializzata perché le banche centrali hanno acquistato una gran parte dell'aumento del debito attraverso le loro operazioni di *quantitative easing*. Quando le banche centrali sbloccheranno le loro posizioni, la pressione al rialzo, dovuta all'aumento del debito pubblico, contrasterà gli altri fattori che spingono verso tassi d'interesse bassi.

È importante chiedersi se le politiche fiscali debbano essere regolate per generare avanzi di bilancio nei prossimi anni al fine di ridurre il debito pubblico. I Paesi che avevano già livelli alti di debito pubblico prima della crisi del COVID potrebbero avere difficoltà a rinnovare il loro debito e potrebbero richiedere aggiustamenti, o addirittura ristrutturare il loro debito. Si spera che questa situazione non degeneri in un'ondata di crisi del debito sovrano. Data la ripresa ineguale dalla crisi, questo è un rischio reale per le economie meno sviluppate.

Per quei Paesi come la Svizzera, che sono partiti con un debito pubblico basso, non c'è bisogno di generare avanzi di bilancio riducendo la spesa pubblica o aumentando le tasse. Al contrario, l'austerità fiscale rallenterà la ripresa economica ed eserciterà una pressione al ribasso sui tassi d'interesse. Alcuni economisti sostengono addirittura che i Paesi potrebbero mantenere deficit fiscali ragionevoli. Per illustrare questo punto, consideriamo un semplice esempio. Supponiamo che il debito pubblico svizzero rappresenti il 50% del PIL, che il PIL nominale cresca al 2%, e che il tasso d'interesse sul debito pubblico sia zero. In questo scenario, il debito pubblico in rapporto al PIL diminuisce naturalmente anche se non c'è un avanzo di bilancio. Con un avanzo di bilancio primario pari a zero, il debito pubblico in rapporto al PIL dopo 10 anni scenderebbe al 41%. In alternativa, il debito pubblico potrebbe essere mantenuto al 50%, anche se il governo presentasse un deficit di quasi l'1% del PIL.

A volte si teme che grandi livelli di debito pubblico possano portare a un'esplosione dell'inflazione con lo scopo di sgonfiare il debito. Anche se ci sono diversi episodi storici con alta inflazione e grande debito pubblico, è improbabile che questo accada attualmente. Infatti è difficile vedere un'esplosione dell'inflazione poiché i prezzi sono rigidi e le banche centrali fanno del loro meglio per controllare l'inflazione. Se l'inflazione aumenta gradualmente, i tassi d'interesse nominali aumenteranno, e quindi il costo reale del nuovo debito non si ridurrà. In altre parole, c'è un margine limitato per un'inflazione che riduca il debito pubblico nelle economie avanzate.

# Tassi d'interesse negativi e settore bancario: Cosa sappiamo?

Come già menzionato, i tassi d'interesse nominali negativi danneggiano le banche quando queste ultime non applicano tassi d'interesse negativi sui loro depositi. Le banche soffrono anche di qualsiasi calo dei tassi a lungo termine, poiché di solito beneficiano di curve di rendimento con pendenza positiva, poiché i tassi sui loro attivi sono più a lungo termine che i tassi sulle loro passività. In questo contesto, è importante sapere se i tassi d'interesse negativi possano destabilizzare il settore bancario comprimendo i profitti, con potenziali implicazioni per l'economia reale.

Può sorprendere il fatto che la recente esperienza internazionale non mostri un calo sistematico dei profitti bancari nei Paesi con tassi d'interesse negativi. In particolare questo è il caso della Svizzera. In realtà c'è un numero crescente di studi empirici che analizzano l'impatto dei tassi d'interesse negativi sui profitti delle banche. Il risultato generale conferma che, nell'insieme, i tassi d'interesse più bassi esercitano al massimo un modesto effetto negativo sui profitti bancari. E' stato provato che le banche più piccole, che dipendono maggiormente dai depositi al dettaglio, hanno sperimentato un impatto negativo più forte, ma su questo risultato si discute ancora. E' stato anche provato che i profitti delle banche diminuiscono quando i tassi d'interesse bassi si prolungano nel tempo. Mentre i tassi d'interesse bassi possono produrre una ricerca di rendimento e aumentare il rischio delle attività, qualsiasi aumento del rischio non ha avuto finora un impatto sui profitti. Ciò potrebbe tuttavia ancora accadere.

Ci sono numerosi fattori che possono spiegare l'impatto limitato dei tassi d'interesse negativi sui profitti delle banche. Vediamo i seguenti:

- Le banche ricevono rendimenti negativi solo su una parte dei loro attivi, soprattutto se c'è una remunerazione delle riserve a livelli, come in Svizzera.
- I depositi rappresentano solo una parte delle passività delle banche (circa la metà per la media delle banche svizzere).
- Le banche sono state in grado di applicare tassi negativi sui depositi aziendali, in modo che solo i depositi al dettaglio di dimensioni limitate affrontano un limite inferiore dei tassi.
- Le banche hanno aumentato le loro commissioni sui depositi.
- Le banche hanno ristrutturato le loro attività verso attività generatrici di commissioni e attività di *trading*.
- Le banche hanno beneficiato di plusvalenze.
- Tassi d'interesse più bassi contribuiscono a un'economia più forte e a prestatori più resilienti.

Va notato, tuttavia, che queste constatazioni sono ancora basate solo su un numero ridotto di anni. Resta da vedere se i tassi negativi hanno ancora solo un impatto limitato sui profitti a lungo termine, soprattutto per le istituzioni che dipendono maggiormente dai depositi.

# Conclusione

L'obiettivo di questa Nota di discussione pubblica è fornire una prospettiva aggiornata sulla situazione dei tassi d'interesse bassi. I tassi d'interesse nominali negativi sono un fenomeno nuovo e la nostra comprensione di essi migliora col passare del tempo. C'è una grande incertezza sull'evoluzione futura dei tassi, ma molti fattori indicano un periodo prolungato di tassi d'interesse reali bassi. Uno scenario di molti altri anni di tassi reali molto bassi è del tutto possibile. Mentre i tassi d'interesse molto bassi sembrano aver avuto finora un impatto limitato sul settore bancario, un periodo prolungato potrebbe avere implicazioni più importanti.

Un aumento dell'inflazione sembra più probabile nel medio termine. Questo significherebbe che i tassi nominali potrebbero iniziare ad aumentare. Questo permetterebbe alle banche centrali di molti Paesi avanzati di tornare alle loro politiche di tassi d'interesse più tradizionali. Questo ritorno potrebbe richiedere più tempo per la *Federal Reserve* e la BCE, dato che la loro nuova struttura permette potenzialmente una maggiore inflazione. Le banche centrali dovranno allentare i loro imponenti acquisti di attivi. L'impatto potenziale di queste operazioni è incerto, poiché non abbiamo mai vissuto un esperimento del genere. Anche la politica fiscale avrà un ruolo importante negli anni a venire. I Paesi con alti livelli di debito hanno uno spazio d'azione limitato, ma i Paesi con bassi livelli di debito possono contribuire a porre fine al periodo di tassi d'interesse negativi con politiche fiscali non restrittive. Ci aspettano tempi interessanti.

## 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.

Questa pubblicazione è stata stampata su carta sostenibile "Refutura", certificata con l'Angelo Blu.