

**Discorso**

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK 

**Embargo fino**  
29 aprile 2016, ore 10.00

---

**Considerazioni sulla politica monetaria svizzera**  
108<sup>a</sup> Assemblea generale ordinaria degli azionisti  
della Banca nazionale svizzera

**Thomas J. Jordan**

Presidente della Direzione generale  
Banca nazionale svizzera  
Berna, 29 aprile 2016

© Banca nazionale svizzera, Zurigo (discorso originale in tedesco)

Signor Presidente del Consiglio di banca

Signore e signori azionisti

Cari ospiti

La nostra ultima Assemblea generale si era svolta sotto il segno dell'abolizione del cambio minimo. Nel frattempo è trascorso un anno difficile, durante il quale l'economia svizzera ha nuovamente dato prova di grande flessibilità e capacità di adeguamento. È stato anche un anno in cui la politica monetaria della Banca nazionale (BNS) è stata oggetto di ampio dibattito pubblico. È essenziale, per l'efficacia della politica monetaria e per la fiducia nella BNS, che le nostre valutazioni e le misure da noi adottate siano ben comprese. Vorrei perciò nuovamente utilizzare le mie considerazioni odierne per esporre la nostra politica monetaria attuale e le nostre valutazioni su importanti questioni di fatto.

Intendo articolare la mia relazione in due parti. Nella prima tratterò dell'evoluzione economica trascorsa, e in tale contesto spiegherò ancora una volta brevemente le ragioni alla base dell'abolizione del cambio minimo. Passerò quindi a considerare la situazione economica attuale, soffermandomi sul nostro mandato di assicurare la stabilità dei prezzi. Infine, arrischierei uno sguardo alle sfide del futuro.

Nella seconda parte della relazione intendo esaminare due idee attualmente oggetto di pubblico dibattito che, nell'eventualità di una loro realizzazione, avrebbero un impatto diretto sulla BNS. Si tratta della creazione di un fondo sovrano con le riserve valutarie della BNS e dell'iniziativa «moneta intera».

## **Evoluzione economica**

### **Abolizione del cambio minimo**

Iniziamo quindi con uno sguardo retrospettivo allo scorso anno. Il 15 gennaio 2015 la Banca nazionale ha abolito il cambio minimo di 1.20 franchi per euro. Questo era stato introdotto nel settembre 2011 come misura temporanea di fronte a una situazione eccezionale. A quell'epoca il franco, in quanto moneta rifugio, si stava rapidamente e fortemente apprezzando rispetto a quasi tutte le altre valute. La conseguente massiccia sopravvalutazione minacciava l'economia svizzera e comportava il pericolo di un'evoluzione deflazionistica. Il cambio minimo aveva posto termine a tali sviluppi.

Nel corso dei quasi tre anni e mezzo successivi, fino al gennaio 2015, la situazione è fondamentalemente cambiata. È diminuita l'incertezza a livello globale e l'economia svizzera si è ristabilita. Nell'area dell'euro la ripresa è invece proseguita solo in modo esitante. Già nel secondo semestre del 2014 l'euro aveva perso continuamente terreno nei confronti di importanti valute. All'inizio del 2015 è poi apparso chiaro che la politica monetaria nella zona euro avrebbe subito un ulteriore deciso allentamento. In siffatte circostanze vi era da attendersi che l'euro si sarebbe ulteriormente indebolito. Diversamente dal 2011, la situazione

era dunque caratterizzata non da una forza generalizzata del franco, bensì da una debolezza dell'euro su un vasto fronte.

Alla luce di tale evoluzione il cambio minimo non era più sostenibile. Il suo ulteriore perseguimento avrebbe implicato acquisti di valuta continui e rapidamente crescenti, senza che vi fosse comunque alcuna prospettiva di una stabilizzazione durevole della situazione. Una dilatazione incontrollata del bilancio avrebbe messo a repentaglio la capacità della BNS di assolvere a lungo termine i suoi compiti di politica monetaria. L'ulteriore difesa del cambio minimo non trovava quindi giustificazione.

Anche il rimandare l'abolizione non avrebbe arrecato alcun vantaggio. Al contrario: se non avessimo preso atto della realtà dei fatti e avessimo tardato ad abolire il cambio minimo i contraccolpi sui mercati valutari non sarebbero stati meno violenti, né sarebbero risultate minori le ripercussioni sull'economia. Ben più pesante sarebbe stata invece la perdita sulle riserve valutarie.

Il 15 gennaio 2015 il franco si è dapprima apprezzato massicciamente. In seguito, l'apprezzamento si è ridimensionato rispetto a numerose valute. Nei confronti dell'euro, invece, il franco rimane ancora oggi nettamente più forte che prima dell'abolizione del cambio minimo. Ciò è imputabile alla perdurante debolezza della moneta unica europea. L'evoluzione osservata a partire dal gennaio 2015 conferma dunque la nostra valutazione di allora.

## **Situazione attuale**

Con l'abolizione del cambio minimo abbiamo riorientato la nostra politica monetaria. Da allora essa poggia su due pilastri. Da un lato ci basiamo sull'interesse negativo di  $-0,75\%$  applicato sugli averi a vista detenuti presso la BNS da banche e altri operatori finanziari. Dall'altro, siamo pronti a intervenire se necessario sul mercato dei cambi. A questo riguardo consideriamo la situazione valutaria nel suo insieme. La nostra politica monetaria è pertanto espansiva e mira ad attenuare la pressione sul franco e ad assicurare così la stabilità dei prezzi a medio termine.

In seguito all'abolizione del cambio minimo e al rapido apprezzamento del franco, da più parti era stato espresso il timore di una recessione. Invece, la nostra economia lo scorso anno è cresciuta pur sempre dello  $0,9\%$ . Non si tratta certo di una crescita vigorosa, ma è comunque buon segno. Da un lato essa testimonia della flessibilità e della capacità di adeguamento delle imprese e dei lavoratori svizzeri. Dall'altro, l'economia è stata anche sorretta dalla nostra politica monetaria espansiva. Questa ha contribuito del corso del passato anno all'indebolimento del franco, il quale rimane tuttavia nettamente sopravvalutato.

La leggera crescita dell'economia in Svizzera va giudicata positivamente anche e soprattutto alla luce della ripresa ancora esitante della congiuntura mondiale. Nel 2015 questa si è accompagnata a una caduta dei prezzi delle materie prime, cui hanno concorso sia la debole domanda sia un aumento della produzione petrolifera.

Il calo del prezzo del petrolio e l'apprezzamento del franco seguito all'abolizione del cambio minimo hanno sospinto l'inflazione in Svizzera in zona negativa. Entrambi i fattori determinano un aggiustamento un tantum verso il basso del livello dei prezzi. Di conseguenza, il connesso impatto sull'inflazione è solo di natura transitoria. Nei mesi scorsi, in effetti, si è potuto osservare che l'inflazione si muove nuovamente in direzione del livello zero.

## **Mandato**

Il mandato legale della Banca nazionale consiste nell'assicurare la stabilità dei prezzi tenendo conto in pari tempo dell'evoluzione congiunturale. Noi assimiliamo la stabilità dei prezzi a un tasso di inflazione inferiore al 2%, ma pur sempre positivo. Quindi, a differenza di altre banche centrali, non miriamo a un valore puntuale.

Vi sono buoni motivi per ciò. Un'economia piccola e aperta come la Svizzera è ripetutamente esposta a forti influssi esogeni. La politica monetaria non può ogni volta compensare interamente questi influssi. Per noi è quindi sensato cercare di stabilizzare l'inflazione a medio termine entro una fascia di valori. In presenza di impulsi molto forti o ripetutamente sfavorevoli di origine esterna l'inflazione può diventare temporaneamente negativa. Spesso ciò è anche parte del processo di aggiustamento reale dell'economia.

Negli ultimi dieci anni circa l'economia mondiale ha subito una serie di forti shock. Le banche centrali vi hanno reagito a livello mondiale con riduzioni dei tassi di interesse e con misure non convenzionali. Anche noi abbiamo fatto ricorso a strumenti non convenzionali. E ieri come oggi non esitiamo a utilizzare siffatti strumenti se ciò è nell'interesse generale del Paese. Al tempo stesso, la nostra azione si basa però sempre su un'accurata valutazione dei costi e benefici, sia nel breve che nel lungo periodo.

## **Prospettive**

Vorrei concludere la prima parte delle mie considerazioni con un breve sguardo al panorama futuro. L'economia mondiale si riprende più lentamente di quanto si prevedeva ancora alla fine del 2015, ma le prospettive globali permangono favorevoli. Ci attendiamo quindi per l'anno corrente una moderata crescita economica dell'1-1,5%. L'inflazione subirà un leggero incremento, rimanendo però negativa nella media annua, prevedibilmente intorno al valore di -0,8%. Nel 2017 essa dovrebbe ritornare di segno positivo.

Così come nei passati anni, l'evoluzione congiunturale è esposta a rischi molteplici. Ciò vale sia per l'area dell'euro e gli Stati Uniti, sia per le economie emergenti. Sui mercati finanziari internazionali predomina quindi l'incertezza, e ciò può a sua volta avere ripercussioni negative sulla congiuntura mondiale. E, aspetto non meno importante, sussistono rilevanti rischi politici sia in Europa che altrove.

In tale difficile contesto continueremo a impiegare gli strumenti a nostra disposizione per assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine. Anche se ci siamo già spinti ben avanti con

il tasso di interesse negativo e con la nostra disponibilità a intervenire sui mercati valutari, continua a esservi spazio di manovra per la politica monetaria, che potrà essere utilizzato all'occorrenza.

## **Idee per la Svizzera: fondo sovrano e moneta intera**

Desidero ora passare alla seconda parte della mia relazione, ossia ai progetti concernenti il fondo sovrano e la moneta intera. Gli accadimenti degli ultimi anni hanno stimolato una riflessione sul sistema finanziario e sul ruolo delle banche centrali. Come ha già detto il Presidente del Consiglio di banca, salutiamo con favore tali discussioni, poiché esse aiutano il pubblico a meglio comprendere la natura e le ragioni dell'operato delle banche centrali.

### **Fondo sovrano**

Dal 2008 il totale del bilancio della BNS è aumentato fortemente. Tale crescita ha stimolato l'idea di creare un fondo sovrano per gestire le riserve valutarie della BNS. Sono proposte diverse varianti quanto all'assetto di tale fondo. In parte gli obiettivi dei fautori differiscono fortemente. Tuttavia, ciò che accomuna molti di essi è il fatto di stabilire un parallelo con i fondi sovrani di paesi come la Norvegia.

I paragoni con la Norvegia sono tuttavia fuorvianti, poiché questo stato alimenta il proprio fondo sovrano con entrate fiscali, diritti di licenza e dividendi del settore petrolifero. Quando in un paese le imprese scoprono nuovi giacimenti di materie prime, il paese diventa più ricco grazie alle conseguenti maggiori entrate. Il suo patrimonio si accresce. Per contro, l'eccezionale espansione del bilancio della Banca nazionale a partire dal 2008 è principalmente il risultato di acquisti di divise estere per fini di politica monetaria. Abbiamo acquistato valuta estera per contenere l'apprezzamento della nostra moneta, mettendo così in circolazione una maggiore quantità di franchi. Tale espansione della base monetaria non crea però alcun valore reale.

Questa distinzione fra entrate petrolifere e riserve valutarie è importante allorché si riflette sull'istituzione di un fondo sovrano. La Norvegia può trasferire a un fondo sovrano tributi e altri introiti provenienti dal settore petrolifero poiché essi rappresentano un guadagno per il paese. Le riserve valutarie della BNS invece non costituiscono un guadagno. Sono poste attive nel nostro bilancio che hanno come contropartita dal lato del passivo il maggiore volume di base monetaria, che per la BNS rappresenta appunto una passività. Se trasferissimo senza corrispettivo le nostre riserve valutarie a un fondo sovrano il capitale proprio della BNS si ridurrebbe o diventerebbe addirittura negativo.

Il fondo sovrano o la Confederazione dovrebbe dunque comprare tali riserve. Da dove proverrebbe il denaro necessario non è chiaro. In linea di principio la Confederazione potrebbe raccogliere fondi sul mercato dei capitali emettendo un prestito obbligazionario, ma probabilmente ciò non sarebbe possibile a causa del freno all'indebitamento. Oppure potremmo concedere noi stessi un credito alla Confederazione, ma ciò equivarrebbe a un

finanziamento dello Stato in base monetaria, e questo è proibito dalla Legge sulla Banca nazionale.

Un problema addizionale sorgerebbe qualora in futuro, per motivi di politica monetaria, si rendesse necessaria una riduzione della base monetaria. Questa è stata originariamente dilatata per soddisfare l'accresciuta domanda di franchi. Ma la domanda può anche diminuire. Di fronte a un suo forte calo la BNS dovrebbe riassorbire liquidità per mantenere stabili le condizioni monetarie. Il modo più semplice per fare ciò consisterebbe nel riacquistare franchi mediante la vendita di riserve valutarie. E se queste fossero state trasferite a un fondo sovrano ciò non sarebbe più possibile.

Un'altra aspettativa riposta nella creazione di un fondo sovrano è una gestione migliore delle riserve valutarie. Di fatto, la Banca nazionale già oggi gestisce i suoi averi in valuta in modo professionale ed è considerata come una delle banche centrali più avanzate in materia di Asset Management. Inoltre, già da vari anni ci avvaliamo di un largo ventaglio di investimenti. Infatti, il nostro portafoglio è ampiamente diversificato per valute e per categorie di attività, e investiamo in misura rilevante in azioni e obbligazioni di società estere. La quota delle azioni ammonta al 20%, un livello elevato per una banca centrale.

Nella media di lungo periodo è possibile conseguire maggiori guadagni soltanto assumendo maggiori rischi. Ciò varrebbe parimenti per un fondo sovrano. L'assumere maggiori rischi significa però anche che le fluttuazioni dei proventi sarebbero ancora più pronunciate di quelle registrate finora.

Naturalmente un fondo sovrano potrebbe coprirsi contro certi rischi. Nel caso degli investimenti in valuta il rischio maggiore è quello legato alle variazioni di cambio. Ma è proprio contro questo rischio che al fondo sovrano non sarebbe dato di coprirsi, poiché se così facesse entrerebbe in conflitto con la politica monetaria. Infatti, tale copertura avrebbe come conseguenza una pressione all'apprezzamento sul franco, il che sarebbe in contraddizione con la nostra politica monetaria. Per la stessa ragione, un fondo sovrano non potrebbe del resto neppure vendere valute. Riassumendo, si può affermare che un fondo sovrano non faciliterebbe la conduzione della politica monetaria, bensì la renderebbe più difficile.

## **Moneta intera**

L'altro progetto di cui desidero parlare è l'iniziativa per una moneta intera, depositata di recente. L'iniziativa consta di due elementi principali. Il primo concerne i conti bancari dei privati e delle imprese; il secondo il meccanismo attraverso il quale viene messa in circolazione nuova moneta.

L'iniziativa chiede la creazione di conti per transazioni correnti, aperti a privati e imprese, che le banche dovrebbero detenere al di fuori del proprio bilancio, come avviene oggi per i depositi di titoli. Questi conti sarebbero costituiti unicamente da moneta della Banca nazionale. L'idea sottostante è che ciò eviterebbe situazioni di panico bancario rafforzando così la stabilità del sistema bancario. Un panico bancario si produce tipicamente allorché i

clienti temono che la propria banca non sia più in grado di rimborsare i depositi. Poiché i conti per transazioni correnti in un sistema moneta intera sarebbero alimentati da moneta della Banca nazionale, non sorgerebbero più dubbi sulla sicurezza di questi depositi.

Ciò non significa tuttavia che il sistema finanziario nel suo insieme diverrebbe più stabile. Il sistema moneta intera non può ad esempio scongiurare bolle finanziarie, giacché queste traggono origine principalmente da valutazioni erranee degli investitori. L'iniziativa renderebbe un po' più difficoltoso il finanziamento di tali investimenti distorti, ma non lo impedirebbe. Una migliore capitalizzazione delle banche, così come da noi propugnato, contribuisce assai di più che la moneta intera ad accrescere la stabilità del sistema finanziario.

Il secondo elemento dell'iniziativa moneta intera è la cosiddetta creazione di nuova moneta della banca centrale non gravata da debito. La moneta verrebbe messa in circolazione in quanto la BNS la donerebbe, per così dire, alla Confederazione, ai cantoni o direttamente ai cittadini. Una siffatta distribuzione di denaro aprirebbe la via alla politicizzazione della politica monetaria.

Il Consiglio federale ha respinto l'iniziativa senza controprogetto. Esso ritiene che il sistema moneta intera costituirebbe un esperimento senza elementi di paragone desumibili da altri paesi e comporterebbe rischi per l'economia svizzera. L'attuazione del progetto moneta intera implicherebbe un riassetto completo del sistema monetario odierno. Ciò causerebbe grande insicurezza, potrebbe mettere in pericolo la piazza finanziaria e recare così danno all'intera Svizzera. Il Consiglio federale teme altresì che il sistema moneta intera pregiudichi la concessione di crediti e possa ridurre la capacità d'azione della BNS ai fini di politica monetaria.

Condividiamo il giudizio negativo del Consiglio federale. Un disagio riguardo al sistema finanziario attuale non è motivo sufficiente per una sua radicale riconfigurazione. Le ripercussioni che avrebbe un tale esperimento sulla piazza economica Svizzera sono difficilmente stimabili. Inoltre, verrebbe minata alla base l'indipendenza della BNS se dovessimo distribuire nuova moneta direttamente allo Stato o ai privati. Ciò farebbe della Banca nazionale lo strumento passivo di interessi politici, rendendo così più difficile l'assolvimento del nostro mandato.

## **Conclusioni**

Vorrei ora venire alla parte conclusiva delle mie considerazioni. Dopo l'abolizione del cambio minimo la Svizzera non è, come temuto da molti, caduta in recessione. Nel 2015 l'economia è persino leggermente cresciuta, malgrado l'apprezzamento del franco e la ripresa solo esitante della congiuntura internazionale. Ciò è principalmente dovuto al fatto che gli imprenditori e i lavoratori svizzeri hanno utilizzato attivamente il potenziale di ottimizzazione e mostrato grande flessibilità. La politica monetaria espansiva della BNS ha contribuito all'indebolimento del franco nel corso dell'anno, sostenendo così parimenti la congiuntura.

L'inflazione è al momento negativa, il che è da ricondurre all'apprezzamento del franco seguito all'abolizione del cambio minimo e al calo di prezzo delle materie prime. Prevediamo per il 2017 un ritorno dell'inflazione in zona positiva. Teniamo aperte ulteriori opzioni operative, qualora queste si rendessero necessarie per assolvere il nostro mandato. Come sempre, nelle decisioni di politica monetaria occorre però soppesarne accuratamente i pro e contro nell'interesse generale del Paese.

In seguito alla crisi finanziaria e all'impiego di strumenti non convenzionali le banche centrali sono divenute oggetto di un accresciuto interesse da parte del pubblico. Vengono discusse varie proposte di riforma e noi salutiamo con favore questo dibattito pubblico. Le nuove idee vanno prese sul serio e valutate. Le motivazioni sottostanti ai progetti fondo sovrano e moneta intera sono degne di considerazione. A un attento esame, tuttavia, in entrambi i casi risultano prevalere gli svantaggi.

Desidero infine cogliere l'occasione per ringraziare vivamente, anche a nome dei miei colleghi della Direzione generale Fritz Zurbrügg e Andréa Maechler, le nostre collaboratrici e i nostri collaboratori per il loro lavoro e la loro dedizione. Ringraziamo altresì i nostri azionisti per il loro attaccamento alla BNS e il loro costante sostegno. Il nostro grazie va infine ai giovani ospiti della Scuola cantonale di Olten e del Centro professionale commerciale di Lugano per l'interesse portato dalla nuova generazione alla politica monetaria e alla Banca nazionale.

Grazie a tutti voi per la vostra attenzione.