

**Embargo**

27 agosto 2022, ore 19.00

---

**Nuove condizioni di fondo per la politica monetaria: le sfide per la Banca nazionale svizzera**

Jackson Hole Economic Policy Symposium:  
Reassessing Constraints on the Economy and Policy

Contributo al panel «The Outlook for Policy Post-Pandemic»

**Thomas J. Jordan**

Presidente della Direzione generale\*

Banca nazionale svizzera

Jackson Hole, 27 agosto 2022

© Banca nazionale svizzera

---

\* Il relatore ringrazia Claudia Aebersold, Gregor Bäurle e Christian Grisse per l'assistenza fornita nella redazione del presente testo. Il suo ringraziamento va anche a Petra Gerlach, Carlos Lenz, Alexander Perruchoud, Tanja Zehnder e ai servizi linguistici della BNS.

La conferenza di Jackson Hole di quest'anno si propone di rivalutare le condizioni economiche di fondo all'indomani della pandemia da coronavirus e dell'attacco russo all'Ucraina. In questo panel l'attenzione è rivolta in particolare alle prospettive per la politica monetaria. La pandemia e la guerra in Ucraina hanno cambiato profondamente le basi della sua conduzione. Se negli ultimi anni a condizionare l'attività delle banche centrali è stata la soglia inferiore effettiva dei tassi di interesse, ora la grande sfida che si pone è il forte aumento dell'inflazione. In un'ottica di più lungo periodo, sviluppi strutturali come la decarbonizzazione dell'economia, l'elevato indebitamento pubblico su scala mondiale o una possibile deglobalizzazione potrebbero influenzare le condizioni economiche di fondo e condurre a un'accentuazione della pressione inflazionistica.

Nel mio contributo ripercorrerò dapprima le sfide che le banche centrali, fra cui in particolare la Banca nazionale svizzera (BNS), hanno dovuto affrontare dalla crisi finanziaria globale in poi. In seguito illustrerò gli sviluppi successivi alla pandemia e allo scoppio della guerra in Ucraina. Nella seconda parte mi concentrerò soprattutto sul perché una definizione adeguata dell'area di stabilità dei prezzi e l'adozione di un mandato stretto rappresentino fattori importanti per poter condurre nel tempo una politica monetaria efficace in un contesto in continuo cambiamento. Nel farlo mi baserò specialmente sulle esperienze della BNS, adottando la prospettiva tipica di una piccola economia aperta e dotata di un'importante valuta quale è la Svizzera.

## **I. Postumi della crisi finanziaria globale**

Nei due decenni prima della crisi finanziaria globale il livello dei tassi di interesse nominali si era gradualmente ridotto in tutto il mondo. Da una parte, l'efficace lotta all'inflazione condotta dalle banche centrali e le vantaggiose possibilità produttive favorite da un'economia mondiale sempre più integrata avevano condotto a un calo dei tassi di inflazione. D'altra parte, fattori strutturali come il rallentamento della crescita della produttività e l'invecchiamento della popolazione avevano fatto registrare una flessione del livello dei tassi di interesse reali in molti paesi.

Quando lo scoppio della crisi finanziaria globale e il conseguente crollo economico hanno richiesto un deciso allentamento della politica monetaria, in molti paesi i tassi di interesse manovrati dalle banche centrali hanno raggiunto rapidamente la soglia dello zero. Per continuare a imprimere un orientamento adeguatamente espansivo anche in una situazione simile, è stato necessario ricorrere a misure «non convenzionali».

Non ha potuto sottrarsi a questa evoluzione internazionale nemmeno la Svizzera, che in quanto piccola economia aperta è stata duramente colpita dalla caduta della domanda globale e dalle turbolenze sui mercati finanziari internazionali dovute alla crisi.

La situazione nel nostro Paese è stata resa ancora più difficile da una forte pressione al rialzo sul franco svizzero. La notevole rapidità dell'apprezzamento e la conseguente e talora

massiccia sopravvalutazione della nostra moneta hanno acuito le sfide economiche esponendo la Svizzera al rischio di deflazione. Da un lato l'apprezzamento del franco ha ridotto la domanda globale di beni e servizi di produzione elvetica e i connessi effetti negativi sulla congiuntura hanno rallentato l'inflazione. Dall'altro lato esso ha condotto direttamente a un calo dei prezzi dei beni di consumo importati che, data l'elevata quota di importazioni in Svizzera, ha agito ulteriormente da freno all'inflazione.

Due peculiarità del nostro Paese hanno portato a questa marcata pressione all'apprezzamento. In primo luogo, il livello dei tassi di interesse tradizionalmente basso ha fatto sì che, nel confronto internazionale, la Svizzera disponesse di un margine di manovra limitato prima di raggiungere la loro soglia inferiore effettiva. I tassi da noi sono infatti generalmente più bassi che all'estero, dato che il franco è considerato un investimento sicuro alla luce della nostra stabilità politica, fiscale e monetaria di lungo termine. Pertanto, quando le banche centrali hanno abbassato sensibilmente i tassi di politica monetaria a causa della crisi finanziaria globale, il differenziale di interesse tra la Svizzera e l'estero è diminuito, rendendo la nostra moneta relativamente più attrattiva. In secondo luogo, per la sua caratteristica di moneta rifugio il franco solitamente si rafforza quando la percezione del rischio peggiora a livello mondiale. Ciò è accaduto in particolare durante la crisi finanziaria e la crisi europea del debito pubblico. Ma anche con lo scoppio della pandemia da coronavirus e l'attacco russo all'Ucraina l'aumento dell'incertezza a livello mondiale ha determinato una maggiore pressione all'apprezzamento sul franco.

In una simile situazione, per poter garantire la stabilità dei prezzi a medio termine la Banca nazionale è ricorsa a misure non convenzionali. Abbiamo abbassato il tasso di politica monetaria nettamente in territorio negativo e siamo intervenuti in misura talora massiccia sul mercato dei cambi. Ciò ha comportato una notevole espansione del nostro bilancio (grafico 1). Gli interventi valutari sono stati necessari perché il forte apprezzamento del franco rappresentava una fonte diretta di pressione deflazionistica in Svizzera. Oltretutto, la relativa esiguità del mercato dei capitali elvetico limitava la possibilità di acquistare titoli di debito nazionali.

Le riduzioni del tasso di interesse fino a  $-0,75\%$  e gli ingenti interventi valutari ci hanno consentito di garantire la stabilità dei prezzi anche durante questi anni difficili. L'inflazione è sì scivolata a più riprese in territorio negativo, ma ha anche sempre riguadagnato con relativa rapidità valori positivi. Due punti vanno considerati a questo riguardo.

Primo, le fasi caratterizzate da inflazione negativa non hanno comportato un disancoraggio delle aspettative di più lungo periodo, che si sono mantenute sempre tra lo 0 e il 2%, ovvero entro l'area che la BNS assimila alla stabilità dei prezzi. Ciò è evidenziato dal grafico 2 sulle aspettative delle imprese in Svizzera che, sebbene a breve termine abbiano ricalcato l'andamento inflazionistico, a più lungo termine sono rimaste stabili anche in presenza di tassi temporaneamente negativi. Le aziende hanno considerato le fasi ripetute in cui l'inflazione è scesa sotto lo zero alla stregua di episodi singoli. Nonostante negli ultimi 15 anni l'inflazione

si sia attestata in media su livelli molto bassi, esse non hanno quindi interpretato la sua flessione come un trend. Evidentemente confidavano nella capacità della BNS di impedire un calo protratto del livello dei prezzi tramite il fermo ricorso a misure non convenzionali. Anche in questo contesto difficile la Banca nazionale è riuscita a preservare la credibilità della sua politica monetaria.

Il secondo punto riguarda i processi di adeguamento all'indomani di improvvise impennate del franco. L'inflazione negativa o molto bassa è stata infatti sempre parte di questi processi, poiché ha contribuito a ridurre la sopravvalutazione del franco nel tempo. Il tasso di cambio in termini reali, cioè depurato della variazione dei prezzi, si è apprezzato in misura nettamente inferiore di quello in termini nominali (grafico 3), consentendo di attenuare gli effetti dell'apprezzamento nominale sull'economia reale. L'economia è riuscita ad adeguarsi meglio del previsto a un contesto caratterizzato da tassi di inflazione bassi o, talvolta, negativi.

Anche la congiuntura in Svizzera ha mostrato negli ultimi quindici anni un'evoluzione relativamente incoraggiante. Il mercato del lavoro è rimasto nel complesso robusto e l'andamento del prodotto interno lordo (PIL) ha registrato una buona dinamicità nel confronto internazionale (grafico 4). Nella crisi finanziaria globale e durante la pandemia anche nel nostro Paese il PIL ha subito forti contrazioni. Ma ogni volta l'economia ha reagito velocemente ritrovando il suo sentiero di crescita.

La Banca nazionale ha garantito la stabilità dei prezzi nella fase caratterizzata da rischi deflazionistici e contribuito a un'evoluzione economica relativamente solida. Naturalmente, l'andamento dell'economia reale rispecchia, oltre all'influsso della politica monetaria, anche fattori strutturali quali l'elevata resilienza di un'economia ampiamente diversificata e la flessibilità del mercato del lavoro. In seguito alle spinte all'apprezzamento sulla nostra valuta le aziende hanno sempre dovuto impegnarsi notevolmente per adeguarsi al difficile contesto, cosa che ha probabilmente aumentato ancor più la flessibilità e l'efficienza dell'economia nazionale. La crescita demografica favorita dall'immigrazione ha parimenti contribuito positivamente, e la politica fiscale ha reagito in modo rapido e mirato, anche e soprattutto durante la pandemia.

## **II. Nuove condizioni di fondo**

La pandemia e la guerra in Ucraina hanno mutato radicalmente le condizioni di fondo per le banche centrali. Nel corso dell'anno passato l'inflazione in particolare è fortemente cresciuta in numerosi paesi e l'incertezza è per molti versi nettamente aumentata.

Anche la BNS si trova attualmente confrontata a un'inflazione ben superiore all'area che assimiliamo alla stabilità dei prezzi, anche se da noi al momento, come peraltro negli anni passati, i suoi valori sono inferiori rispetto a quelli in molti altri paesi. A mantenerli relativamente bassi ha contribuito, oltre alla forza del franco, anche il mix energetico

nazionale. Tuttavia, anche in Svizzera il tasso attuale del 3,4% rappresenta il livello più alto dagli anni 1990.

Alcuni segnali indicano inoltre che l'inflazione si sta sempre più propagando a beni e servizi non direttamente colpiti dalle conseguenze della pandemia o della guerra in Ucraina. In effetti nel contesto attuale gli aumenti di prezzo sembrano trasmettersi più velocemente, ed essere accettati più facilmente, di quanto non fosse il caso fino a poco tempo fa. Anche le aspettative inflazionistiche di più lungo periodo degli ultimi trimestri hanno mostrato una leggera tendenza ascendente. A ciò si aggiungono chiari segnali di un aumento della dinamica salariale.

Come affronta la BNS questa situazione? La nostra prima reazione al delinearsi della pressione inflazionistica è avvenuta già negli ultimi mesi del 2021, in un periodo in cui l'inflazione, come anche l'allora nostra previsione di inflazione, si situava ancora a un livello assai basso. In occasione dell'esame della situazione economica e monetaria di dicembre abbiamo comunicato che la BNS avrebbe consentito un certo apprezzamento nominale del franco per allentare la pressione inflazionistica proveniente dall'estero. Tra l'autunno 2021 e la primavera 2022 il valore nominale del franco è salito di circa il 4%. Ciò ha reso le importazioni più convenienti e ha permesso così di contrastare il rialzo generalizzato dei prezzi. Nel giugno 2022 abbiamo poi aumentato, per la prima volta da quindici anni, il tasso guida BNS che oggi, dopo l'innalzamento di 0,5 punti percentuali, si situa a  $-0,25\%$ . Contemporaneamente abbiamo segnalato che nei mesi successivi avrebbero potuto rendersi necessari ulteriori rialzi. L'aumento del tasso di interesse ha determinato un ulteriore apprezzamento del franco.

La necessità di un inasprimento della politica monetaria emerge dalla nostra previsione condizionata di inflazione del giugno 2022 (grafico 5), in base alla quale con un tasso guida BNS costante pari a  $-0,25\%$ , il tasso di inflazione dovrebbe calare temporaneamente per poi risalire nel tempo al 2%. Senza l'aumento del tasso in giugno, nel medio periodo l'inflazione si manterrebbe con ogni probabilità ben al di sopra di questo valore, e quindi al di fuori dell'area di stabilità dei prezzi.

La nostra decisione di politica monetaria del giugno scorso va letta anche come il risultato di un'attenta analisi. Un inasprimento troppo precoce o troppo forte avrebbe potuto soffocare l'andamento congiunturale e comportare eventualmente nuovi rischi deflazionistici. Nel caso della Svizzera i rischi di un inasprimento oltremodo tardivo erano tuttavia chiaramente predominanti. Se avessimo aspettato troppo, sarebbe stato necessario un più brusco e forte aumento dei tassi in un momento successivo, che avrebbe potuto determinare una maggiore contrazione economica e pregiudicare la stabilità finanziaria. Le esperienze maturate dalla Banca nazionale tra la fine degli anni 1980 e l'inizio degli anni 1990, coincidenti con l'ultima fase di inflazione elevata in Svizzera, mostrano che quando l'inflazione oltrepassa una determinata soglia può rendersi necessaria una politica monetaria particolarmente restrittiva malgrado le gravi conseguenze per l'economia reale. L'inversione di rotta relativamente

precoce e netta, se paragonata all'andamento dell'inflazione, e la nostra prospettiva di un possibile ulteriore irrigidimento in un futuro prossimo erano quindi tese a garantire la stabilità dei prezzi a medio termine senza gravare troppo pesantemente sulla congiuntura.

Questa attenta analisi dei vari rischi ha luogo in un contesto caratterizzato da un'inusuale incertezza. Che significato assume questa incertezza per la BNS? Nell'immediato essa riguarda soprattutto l'interpretazione dei dati disponibili. Nelle nostre decisioni di politica monetaria è importante distinguere la pressione inflazionistica temporanea da quella durevole. È possibile che i fattori scatenanti del recente aumento dell'inflazione siano riconducibili in buona parte a shock di offerta con effetti transitori. Tuttavia, data la difficoltà di identificare nel contesto attuale un incremento della pressione inflazionistica durevole, vi è il rischio di sottostimare il carattere persistente dell'inflazione. Ciò vale anche e soprattutto perché, a seguito della pandemia e della guerra in Ucraina, le conseguenze della politica monetaria e fiscale molto espansiva a livello internazionale continuano a essere difficili da valutare.

L'incertezza risiede anche nel fatto che i nostri modelli economici rendono conto della situazione attuale in maniera probabilmente meno affidabile del consueto. Infatti, negli ultimi trimestri abbiamo dovuto correggere la previsione di inflazione ripetutamente al rialzo (grafico 6). Per loro natura i modelli non possono anticipare né gli shock, come nel caso dei prezzi energetici, né i cambiamenti di comportamento fondamentali degli operatori economici, come nella fase di fissazione dei prezzi. Ne registrano pertanto solo con ritardo i relativi effetti.

Attualmente è molto difficile costruire modelli sul comportamento di fissazione dei prezzi delle imprese, perché manca l'esperienza diretta con un'inflazione in rapida crescita. Per comprendere meglio i dati disponibili, al momento ci avvaliamo di approcci sia nuovi che tradizionali. Da un lato, i microdati indicano che negli ultimi mesi le imprese svizzere hanno adeguato la politica dei prezzi all'inflazione (grafico 7): nell'indice nazionale dei prezzi al consumo la quota dei beni e servizi che presentano rincari è infatti cresciuta, mentre quella con prezzi in calo è rimasta praticamente costante. Dall'altro, un contributo prezioso ci viene fornito dalle delegate e dai delegati alle relazioni economiche regionali della BNS, i cui colloqui diretti con le aziende ci aiutano a capire meglio il comportamento in materia di fissazione dei prezzi: dai loro contatti emerge che la cautela mostrata per lungo tempo dalle imprese a procedere ad aumenti è in larga parte venuta meno. Questo cambiamento ha accresciuto la flessibilità dei prezzi nel loro complesso, agevolando la trasmissione dei rincari ad altre categorie di beni. Le informazioni raccolte indicavano chiaramente che l'incremento dell'inflazione non è dovuto soltanto a shock di offerta temporanei causati dalla pandemia e dalla guerra e ciò ha rafforzato la nostra decisione di reagire con relativa rapidità.

Anche le prospettive di più lungo termine per la politica monetaria sono caratterizzate da elevata incertezza. Fattori strutturali quali la transizione verso un'economia più verde, il crescente indebitamento pubblico a livello mondiale, lo sviluppo demografico e, non da ultimo, il fatto che la globalizzazione paia aver raggiunto il suo culmine, perlomeno

temporaneamente, potrebbero condurre nei prossimi anni a una pressione inflazionistica persistentemente più elevata. Proprio un regresso dell'integrazione economica globale potrebbe aumentare il potere di fissazione dei prezzi delle imprese, rendendo più facile operare rincari. Tuttavia, le modalità esatte con cui questi fattori strutturali si svilupperanno e si ripercuoteranno sulla dinamica inflazionistica sono al momento difficili da valutare.

Un'ulteriore fonte di incertezza riguarda il margine di manovra della politica monetaria, ossia lo scarto tra il tasso di interesse neutro e la soglia inferiore effettiva. Dopo decenni di calo del livello dei tassi di interesse oggi si pone la domanda se esistano fattori in grado di arrestare questo trend o addirittura di invertirne la rotta. Penso per esempio alla tendenza alla deglobalizzazione o a investimenti più massicci nella salvaguardia del clima e nella difesa. Sono tutti fattori che potrebbero aumentare durevolmente su scala mondiale il fabbisogno di capitale e quindi il livello dei tassi.

Ma che significato hanno queste riflessioni per la politica monetaria della BNS nell'epoca postpandemica? Se da un lato garantire la stabilità dei prezzi deve avere per noi la massima priorità, dall'altro nel medio-lungo termine dovremo convivere con un'elevata incertezza. Ciò non vale soltanto per temporanee oscillazioni dei prezzi e della congiuntura ma anche per gli equilibri fondamentali nell'economia. Fattori strutturali possono far sì che il contesto rimanga per lungo tempo inflazionistico, ma forti instabilità economiche possono anche ricondurci in breve tempo verso la soglia inferiore dei tassi di interesse. La BNS deve riconoscere tempestivamente il mutare delle condizioni di fondo e analizzarne le ripercussioni. Occorre ragionare in termini di scenari e – adottando un approccio di gestione del rischio – confrontarli fra loro. Con le nostre decisioni di politica monetaria dobbiamo cercare di prevenire il più possibile sviluppi negativi. Alla luce dell'incertezza, dobbiamo prendere decisioni di politica monetaria resistenti, che garantiscano la stabilità dei prezzi in un'ampia gamma di scenari possibili.

Per condurre una politica monetaria efficace e robusta in un regime sia deflazionistico che inflazionistico abbiamo bisogno, oltre che di queste capacità analitiche, anche di un quadro istituzionale appropriato. E in un contesto mutevole in cui la pressione inflazionistica strutturale varia, a mio avviso due fattori sono particolarmente importanti per il quadro istituzionale di una banca centrale: primo, il perseguimento di un'inflazione bassa ammettendo al contempo un determinato margine di manovra. Secondo, un mandato di politica monetaria stretto incentrato nel preservare la stabilità dei prezzi tenendo conto della situazione congiunturale.

### **III. Ancoraggio e flessibilità**

La definizione della stabilità dei prezzi, ovvero l'obiettivo di inflazione, rappresenta un segnale importante per il pubblico e per i mercati. Da questa definizione dipende infatti anche quanto rapidamente e in che misura la politica monetaria risponde agli shock o quanto puntualmente la banca centrale mira a regolare l'inflazione.

Si è osservato che, per una piccola economia aperta come la Svizzera, una definizione della stabilità dei prezzi che ancori le aspettative di inflazione a un livello basso e che nello stesso tempo consenta una certa flessibilità in relazione ai valori accettati offre grandi vantaggi.

Nella nostra strategia di politica monetaria definiamo la stabilità come un incremento annuo dei prezzi al consumo inferiore al 2%; la deflazione, ossia un calo protratto del loro livello, è parimenti in contrasto con l'obiettivo della stabilità. Pertanto, la nostra definizione non implica un obiettivo puntuale e con essa non miriamo nemmeno a un determinato valore nell'intervallo compreso fra 0 e 2%. Inoltre, ci basiamo sulle prospettive di inflazione a medio termine, cosicché per brevi periodi tolleriamo anche un'inflazione negativa o tassi superiori al 2%.

Circa la formulazione ottimale degli obiettivi di inflazione o delle definizioni della stabilità dei prezzi si è assistito negli ultimi anni a un acceso dibattito, sia negli ambienti accademici che presso le banche centrali. Alcune di queste hanno anche adeguato il loro obiettivo di inflazione, con l'intento principalmente di ridurre possibili limitazioni nella capacità di azione della politica monetaria dovute al contesto di bassi tassi di interesse.

Sarebbe opportuno anche per la BNS modificare la definizione della stabilità dei prezzi? In realtà siamo fortemente convinti che la nostra formulazione abbia dimostrato la sua efficacia e adeguatezza persino nelle condizioni difficili degli ultimi 15 anni. E la consideriamo vantaggiosa anche per la fase successiva alla pandemia caratterizzata da una grande incertezza sugli equilibri strutturali.

Perché è così e come possono essere valutate, nel contesto della situazione specifica in Svizzera e della nostra definizione della stabilità dei prezzi, tre possibilità di adeguamento discusse a livello internazionale?

Una prima importante possibilità per adattare la definizione di stabilità risiede nel livello dell'obiettivo di inflazione. Un valore più elevato e credibile determinerebbe un aumento delle aspettative e del tasso effettivamente osservato. Di conseguenza, crescerebbero i tassi di interesse nominali medi e diminuirebbe la probabilità che questi raggiungano la soglia inferiore effettiva. Pertanto, si dovrebbe ricorrere meno frequentemente alle misure «non convenzionali», che nel nostro caso sono soprattutto gli interventi sul mercato dei cambi.

Perché non miriamo quindi a un'inflazione più elevata? Non riteniamo che perseguire un obiettivo superiore a quello attuale rappresenti una vera e propria soluzione al problema della soglia inferiore effettiva dei tassi di interesse. Per allontanare durevolmente i tassi da tale soglia sarebbe necessario un obiettivo decisamente più elevato, che però non sarebbe più conciliabile con il nostro mandato legale di garantire la stabilità dei prezzi. Inoltre, sarebbe in contrasto con la forte preferenza della popolazione svizzera per un'inflazione bassa. Nel nostro Paese un aumento dei tassi di inflazione non sarebbe compreso né accettato. È quanto è emerso da un'inchiesta presso oltre 400 imprese svizzere nel primo semestre 2022, in cui una forte maggioranza ha affermato di prediligere tassi bassi, espressione con la quale le aziende



intendono generalmente un intervallo compreso fra 0 e 2%, come illustrato nel grafico 8. Non disponiamo di inchieste analoghe presso le famiglie, ma si può fortemente supporre che queste preferiscano un'inflazione ancora più bassa. La reazione al recente aumento dell'inflazione mostra infatti chiaramente che un obiettivo più elevato sarebbe poco accetto al grande pubblico.

Una seconda possibilità di adeguamento consisterebbe nel mirare a un determinato tasso di inflazione medio durante un certo periodo: eventuali tassi superiori o inferiori a quello obiettivo dovrebbero essere compensati nel tempo. Puntando a un andamento regolare del livello dei prezzi si stabilizzerebbero meglio le aspettative di inflazione a più lungo termine.

Perché non compensiamo quindi gli scostamenti dalla stabilità dei prezzi? L'economia svizzera ha dimostrato in passato che è in grado di gestire bene gli shock temporanei sull'inflazione e che le aspettative a più lungo termine sono ben ancorate. Nel nostro Paese la compensazione degli scostamenti da un valore medio obiettivo comporterebbe necessariamente, proprio a causa dei forti shock globali cui è esposto, un enorme aumento della volatilità dei prezzi e della produzione. Inoltre, un tale approccio non riscontrerebbe il favore del pubblico.

La terza possibilità di adeguamento consiste nella scelta di un obiettivo puntuale per la definizione della stabilità dei prezzi invece che di un'area. Questo potrebbe aiutare ad ancorare le aspettative in modo più preciso e stabilizzare meglio l'inflazione.

Perché quindi non optiamo per questa possibilità? Un obiettivo così preciso renderebbe inutilmente più difficile la conduzione della politica monetaria per la Banca nazionale. La nostra definizione della stabilità dei prezzi ci consente di effettuare un'analisi costi-benefici continua delle misure di politica monetaria e ci permette di definire la tolleranza all'inflazione nel quadro dell'area della stabilità a seconda della situazione. In tal modo possiamo lasciare che l'inflazione si mantenga per un periodo prolungato al limite superiore o anche inferiore dell'area senza che la credibilità della Banca nazionale ne risenta. In particolare possiamo così assorbire meglio diversi regimi inflazionistici a livello globale. Per esempio, in un contesto di crescente globalizzazione possiamo convivere per un periodo prolungato con un'inflazione nella fascia inferiore dell'area oppure accettare, nel contesto di un calo dell'offerta globale, un'inflazione nella fascia superiore.

Inoltre, l'orizzonte a medio termine ci permette di rispondere in modo flessibile a grandi ondate inflazionistiche o deflazionistiche, nonché di considerare i costi per il ripristino della stabilità dei prezzi. L'andamento degli ultimi anni ha mostrato che un obiettivo puntuale del 2% per l'inflazione in Svizzera avrebbe richiesto misure di allentamento monetario molto più forti. E ciò non sarebbe stato appropriato in un'ottica di costi-benefici.

La nostra definizione della stabilità dei prezzi è anche un segno di pragmatismo e realismo. Proprio per una piccola economia aperta come la Svizzera, esposta permanentemente alle turbative dall'estero, è necessaria una certa tolleranza nei confronti delle oscillazioni dei tassi

di inflazione. La nostra esperienza mostra che è praticamente impossibile regolare quest'ultima in modo puntuale. In fin dei conti, rimanere realisti nella definizione degli obiettivi va a beneficio della nostra credibilità.

Realismo e flessibilità non sono in contrasto con il chiaro mandato di garantire la stabilità dei prezzi a medio termine. Da una parte, la nostra area di stabilità presenta valori relativamente modesti e funge da ancora per aspettative di inflazione basse. Dall'altra, abbiamo più volte dimostrato di essere pronti ad agire in modo deciso quando è in gioco la stabilità dei prezzi.

La preferenza per un'inflazione bassa e il ruolo del franco come moneta rifugio possono far sì che anche in futuro il tasso guida BNS si avvicini alla soglia inferiore effettiva dei tassi di interesse. Pertanto, nel nostro Paese, gli strumenti di politica monetaria non convenzionali potrebbero svolgere un ruolo importante anche nei prossimi anni. In ciò, persino un livello dei tassi leggermente più alto su scala mondiale non cambierà probabilmente nulla.

Per la Svizzera, una piccola economia aperta con una moneta di importanza internazionale, la nostra definizione della stabilità dei prezzi ha dato buona prova di sé. Quale definizione di politica monetaria sia la più valida dipende tuttavia da paese a paese. Inoltre, per una politica monetaria efficace a lungo termine, insieme alla definizione della stabilità dei prezzi, è importante che la banca centrale sia investita di un mandato stretto.

#### **IV. Un mandato da non sovraccaricare**

Negli ultimi anni da varie parti della politica e dell'opinione pubblica sono continuamente giunte richieste nei confronti delle banche centrali che vanno oltre il mandato principale della politica monetaria, ossia la stabilità dei prezzi. Gli istituti di emissione hanno subito pressioni per ampliare l'interpretazione del loro mandato e assumere nuovi compiti. Talvolta sono essi stessi che si mostrano disponibili a considerare il proprio mandato in modo esteso.

Nel passato più recente questa tendenza si è sensibilmente rafforzata. Un esempio in Svizzera sono i numerosi interventi parlamentari in favore di un maggiore impegno della BNS per la salvaguardia del clima. Lo stesso vale per il tema della disuguaglianza, da quando l'impiego dei bilanci delle banche centrali nella lotta alla crisi finanziaria globale ha sollevato maggiori interrogativi sulla distribuzione della ricchezza. Inoltre, vi sono sempre nuove iniziative politiche finalizzate al finanziamento diretto dei compiti statali da parte delle banche centrali. In Svizzera è stata lanciata di recente un'iniziativa popolare per un emendamento della Costituzione che attribuisca alla Banca nazionale un ruolo diretto nella previdenza di vecchiaia.

Come dovrebbe gestire queste richieste la BNS? Che siano la protezione del clima, la distribuzione della ricchezza o la copertura della previdenza di vecchiaia, tutte queste problematiche sono importanti e legittime. Sono tuttavia convinto che il tentativo di risolverle con i mezzi derivanti dalla politica monetaria comporti a medio e lungo termine un grosso rischio per l'efficacia di quest'ultima.

È chiaro che la Banca nazionale deve tenere in considerazione l'impatto dei mutamenti della struttura economica sull'inflazione. Il cambiamento climatico, per esempio, può condizionare la crescita potenziale, cosa di cui occorre tenere conto nell'orientamento della politica monetaria. Ma il mandato di una banca centrale non deve essere sovraccaricato. Non andrebbe a beneficio nemmeno delle diverse richieste. A mio parere vi sono soprattutto tre motivi alla base di questa considerazione.

In primo luogo, le banche centrali non dispongono di strumenti efficaci per raggiungere a lungo termine obiettivi di politica strutturale come la lotta contro il cambiamento climatico. I loro strumenti sono concepiti per influenzare parametri rilevanti per la politica monetaria, quali i tassi di interesse e i tassi di cambio. L'influsso della nostra politica di investimento, ad esempio, sulle condizioni di finanziamento globali di imprese più o meno «verdi» è invece esiguo nel lungo periodo. Certo, gli acquisti di investimenti «green» possono farne aumentare il prezzo, il quale torna però a scendere quando, per motivi di politica monetaria, rivendiamo questi titoli.

Anche sul piano delle disuguaglianze, le banche centrali non hanno gli strumenti per operare un cambiamento durevole che vada oltre gli effetti positivi di una politica monetaria orientata alla stabilità. Un indirizzo espansivo può a breve termine ridurre le disparità sostenendo soprattutto i redditi bassi o favorendo la creazione di posti di lavoro nel segmento salariale inferiore. Tuttavia, esso stimola anche i prezzi delle attività patrimoniali, finendo per rafforzare le disuguaglianze. Il problema principale per i ceti sociali più deboli sul quale le banche centrali possono avere un'influenza è l'inflazione. La focalizzazione sulla stabilità dei prezzi rappresenta quindi automaticamente il maggiore contributo possibile che una banca centrale può prestare in favore della coesione sociale.

Mentre le banche centrali non hanno strumenti efficaci per realizzare obiettivi di politica strutturale, questi sono invece a disposizione di altre istituzioni statali, sotto forma per esempio di misure fiscali o di regolamentazione. Se le banche centrali si assumessero la responsabilità di perseguire tali fini, vi sarebbe il serio rischio che altre istituzioni statali rinunciassero ad adottare provvedimenti necessari ed efficaci, ma potenzialmente impopolari, per raggiungerli. L'ampliamento del mandato di politica monetaria può quindi essere controproducente.

In secondo luogo, con un mandato ampio viene meno il chiaro orientamento della politica monetaria alla stabilità dei prezzi e si creano inutili conflitti fra obiettivi. Ciò può a sua volta indurre dubbi sul fatto che la banca centrale adotti sempre e sistematicamente le misure necessarie per garantire tale stabilità. E questi dubbi potrebbero finire per indebolire l'ancoraggio delle aspettative di inflazione e ostacolare così la politica monetaria.

In terzo e ultimo luogo, un mandato esteso o interpretato in modo troppo esteso può compromettere nel tempo l'indipendenza delle banche centrali. Anche se queste disponessero degli strumenti adatti, l'adozione di misure per la protezione del clima o per la redistribuzione

della ricchezza sono decisioni politiche. Il processo democratico indispensabile in tali questioni non può essere eluso estendendo l'interpretazione del mandato della banca centrale. Inoltre, l'indipendenza di quest'ultima implica un obbligo di rendiconto del suo operato, che essa può adempiere in modo appropriato solo se anche gli obiettivi affidatili sono raggiungibili in tempi utili. L'indipendenza è giustificata unicamente in presenza di un mandato stretto che la banca centrale possa assolvere e su cui sia quindi in grado di rendere conto in modo adeguato.

L'indipendenza non è né una legge della natura né un'ovvietà politica. È piuttosto il frutto della convinzione del pubblico che la stabilità dei prezzi è un obiettivo appropriato e può essere garantita a lungo termine nel migliore dei modi delegando le responsabilità a una banca centrale indipendente. Questa convinzione si basa a sua volta su un'evidenza scientifica consolidata.

L'indipendenza per ambiti che esulano quelli di un mandato stretto non è democraticamente accettabile né scientificamente argomentabile. Un'interpretazione troppo ampia del mandato o una sua estensione disposta dal legislatore, al di là dell'obiettivo principale della stabilità dei prezzi, conducono quindi nel tempo necessariamente a discussioni in seno al pubblico. Un iniziale encomio da parte della politica e della popolazione per un maggiore impegno delle banche centrali può rapidamente trasformarsi in un giudizio contrario. Da ciò deriva il rischio che alla fine venga limitata anche l'autonomia monetaria della banca centrale. Le banche centrali devono pertanto sostenere l'adozione di un mandato stretto e non assumere compiti in capo alla politica e per i quali non sono dotate di strumenti efficaci.

Il quadro istituzionale in Svizzera è in linea con questo approccio. Costituzione e legislazione prescrivono alla BNS, in veste di banca centrale indipendente, di condurre la politica monetaria nell'interesse generale del Paese. Per legittimare la sua indipendenza, la Banca nazionale è investita di un mandato stretto, chiaramente definito, che la obbliga a concentrarsi sulla stabilità dei prezzi tenendo conto dell'andamento congiunturale. Inoltre essa è tenuta a presentare un ampio rendiconto della sua attività, al fine di rendere le sue decisioni comprensibili per il pubblico e mostrare se e in quale misura l'obiettivo prefissato è stato raggiunto.

Con l'espressione «nell'interesse generale del Paese» si intende che la politica monetaria deve essere orientata all'economia nel suo insieme e non a interessi particolari. Essa non giustifica il perseguimento di altri obiettivi tramite la politica monetaria per quanto giusti e importanti siano tali obiettivi sul piano sociale, come nel caso della salvaguardia del clima. La BNS si adopererà anche in futuro per il mantenimento del suo quadro istituzionale esistente.

La stabilità dei prezzi è il contributo più significativo che la politica monetaria può prestare in favore della crescita e del benessere. Lo dimostra anche la situazione attuale. Un'inflazione elevata fa arretrare rapidamente, nella graduatoria delle priorità sociali e politiche, altri

problemi importanti. Garantire la stabilità dei prezzi è quindi anche un presupposto per vincere altre sfide sociali.

## **V. Conclusioni**

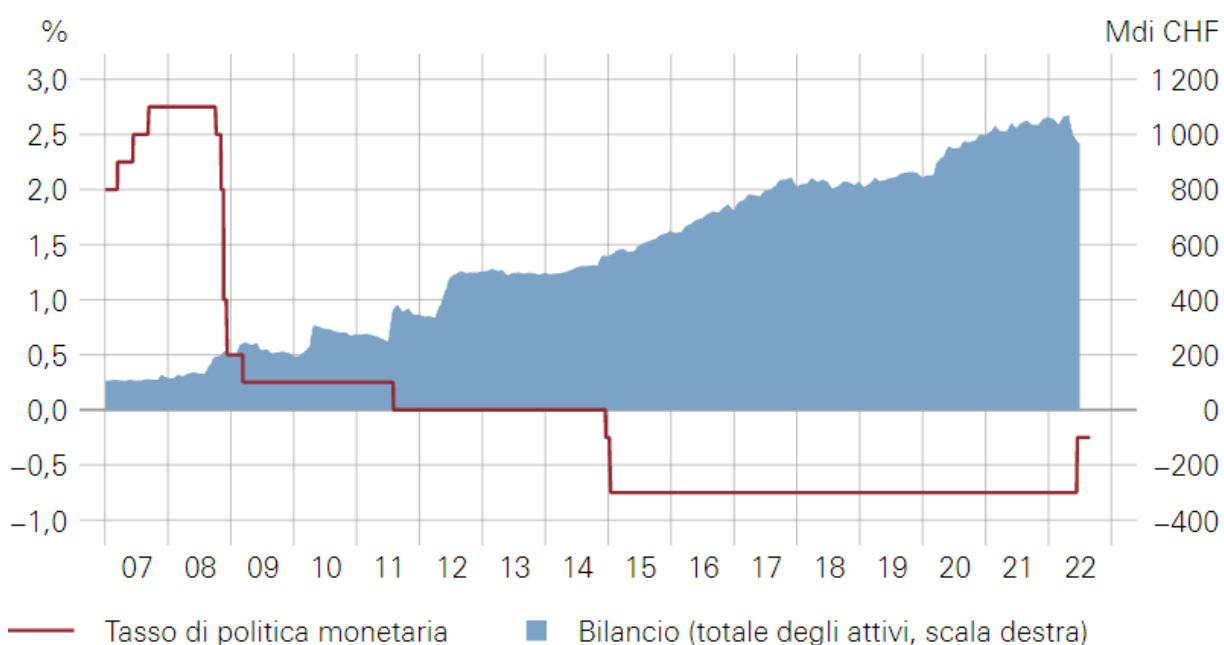
Il contesto in cui attuiamo la nostra politica monetaria è cambiato. Se negli ultimi anni è stata l'inflazione troppo bassa a preoccuparci a più riprese, oggi temiamo quella troppo alta. In questa situazione difficile e mutevole, fattori importanti per una politica monetaria efficace sono un mandato stretto e una definizione della stabilità dei prezzi che ancori le aspettative di inflazione a un livello basso e nello stesso tempo consenta un certo margine di oscillazione in relazione all'inflazione accettata.

La nostra definizione della stabilità dei prezzi è molto vantaggiosa proprio in un paese aperto e di piccole dimensioni come la Svizzera esposto a forti shock esterni. Altri approcci avrebbero spesso richiesto negli ultimi anni risposte di politica monetaria più drastiche e sproporzionate. In considerazione dell'apertura della nostra economia una regolazione puntuale dell'inflazione non è realistica. La nostra strategia ha quindi anche contribuito in misura fondamentale alla credibilità della nostra politica monetaria.

Nello stesso tempo il mandato della Banca nazionale è circoscritto e dovrebbe rimanere tale nonostante gli importanti problemi cui è confrontata la società, come il cambiamento climatico e il finanziamento della previdenza di vecchiaia. Un mandato stretto consente alla banca centrale di concentrarsi sull'obiettivo primario della stabilità dei prezzi. Ma è anche essenziale per mantenere la sua indipendenza. Quest'ultima persegue e richiede una certa distanza dalla politica. Una distanza alla quale non si dovrebbe quindi rinunciare con leggerezza.

## Grafico 1

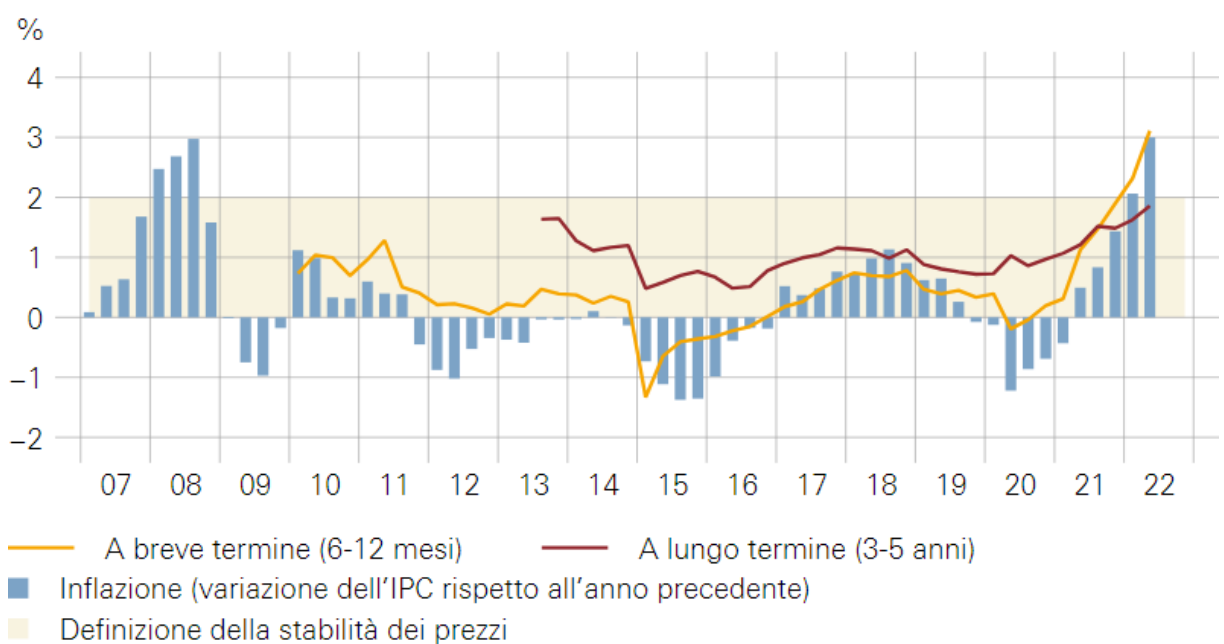
### STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA DELLA BNS



Fonte: BNS.

## Grafico 2

### ASPETTATIVE DI INFLAZIONE DELLE IMPRESE

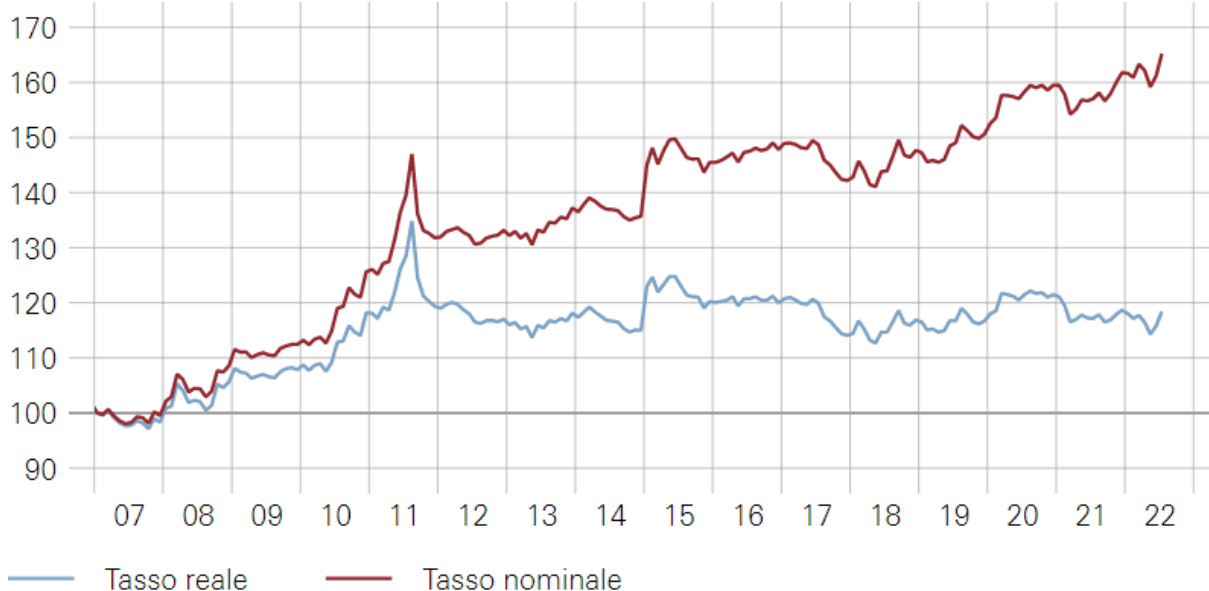


Fonte: BNS.

### Grafico 3

#### TASSI DI CAMBIO EFFETTIVI DEL FRANCO

Indice gennaio 2007 = 100



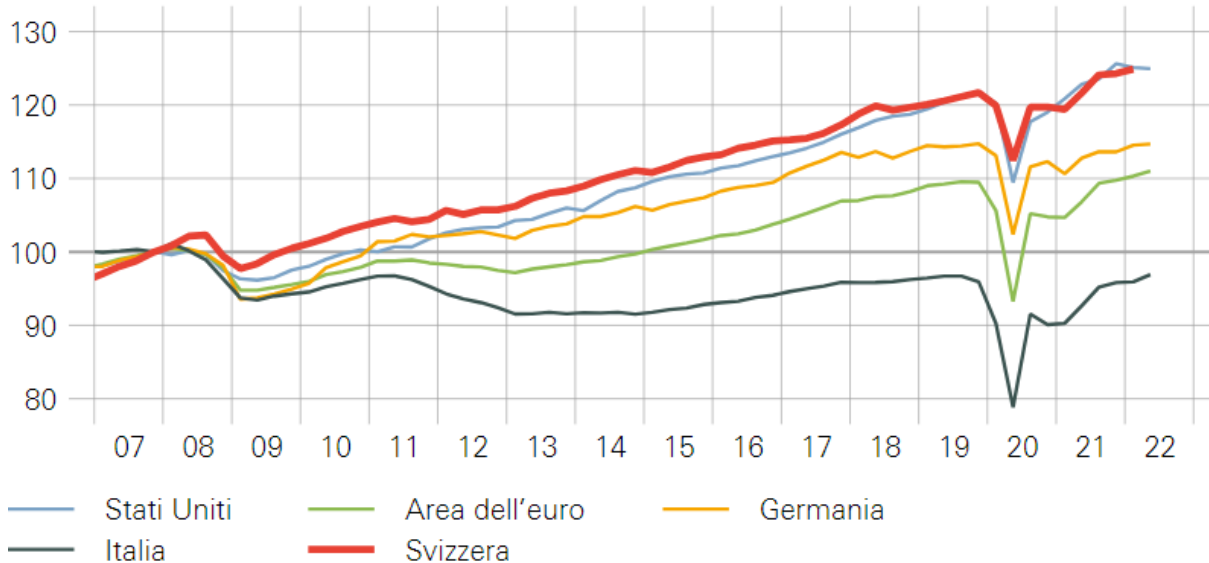
Fonte: BNS.

### Grafico 4

#### PIL REALE NEL RAFFRONTO INTERNAZIONALE

Destagionalizzato

Indice 4° trim. 2007 = 100

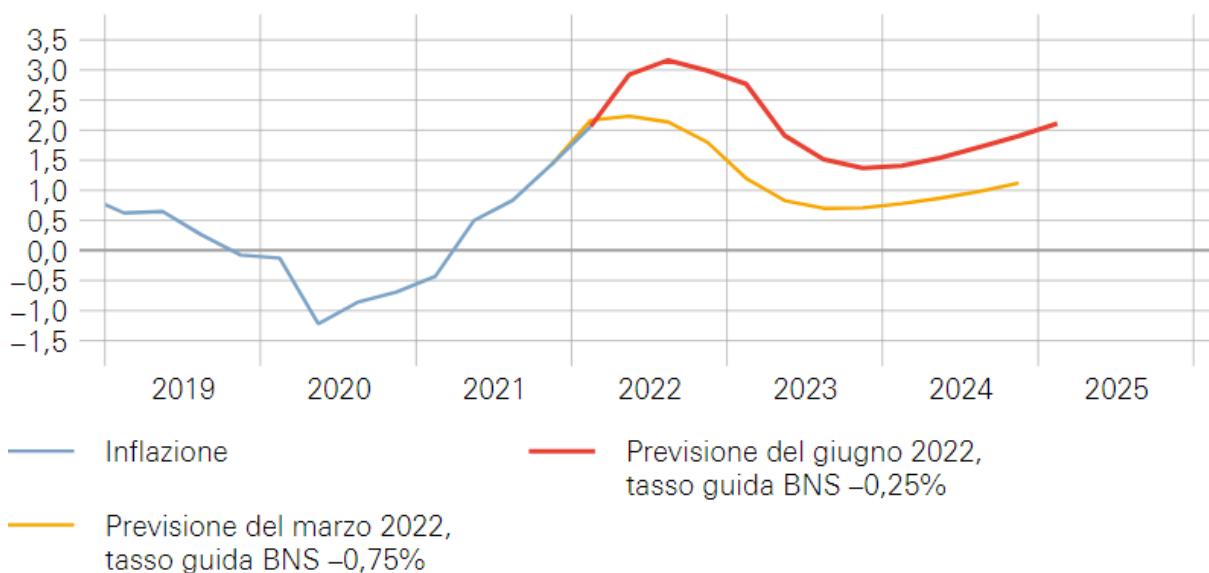


Fonti: Refinitiv Datastream e SECO.

## Grafico 5

### PREVISIONE CONDIZIONATA DI INFLAZIONE DEL GIUGNO 2022

Variazione percentuale dell'indice nazionale dei prezzi al consumo rispetto all'anno precedente

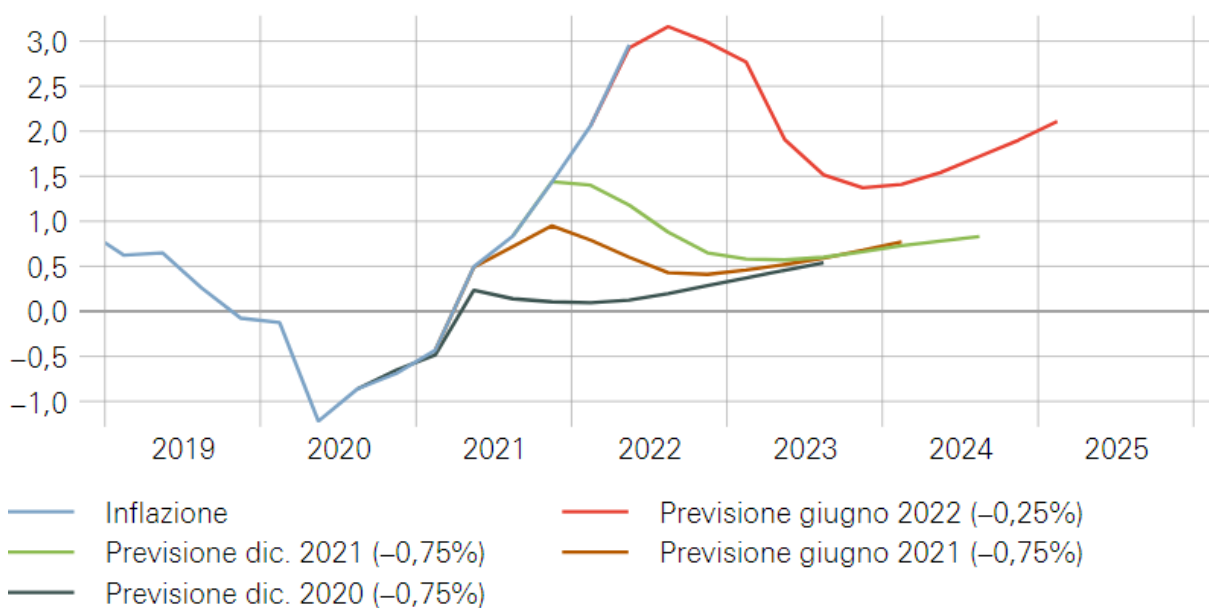


Fonti: BNS e UST.

## Grafico 6

### PREVISIONI CONDIZIONATE DI INFLAZIONE

Variazione percentuale rispetto all'anno precedente; tasso guida BNS tra parentesi



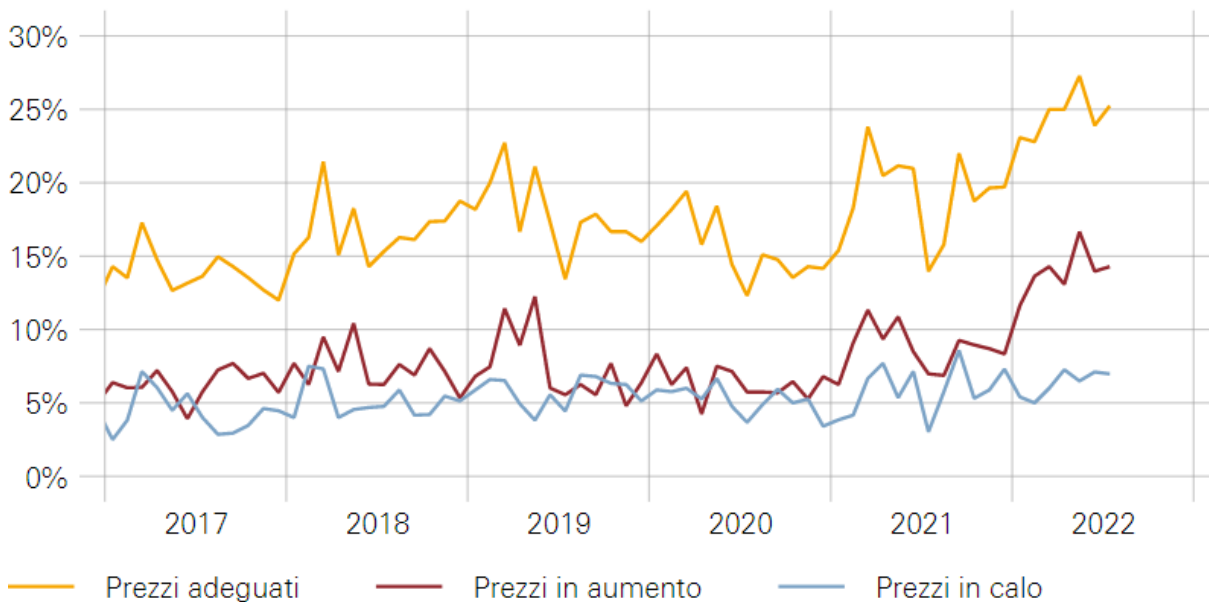
Fonti: BNS e UST.



## Grafico 7

### FREQUENZA DELLE VARIAZIONI DI PREZZO

Quota media dei prezzi adeguati nell'IPC (mediana, esclusi i prezzi amministrati)

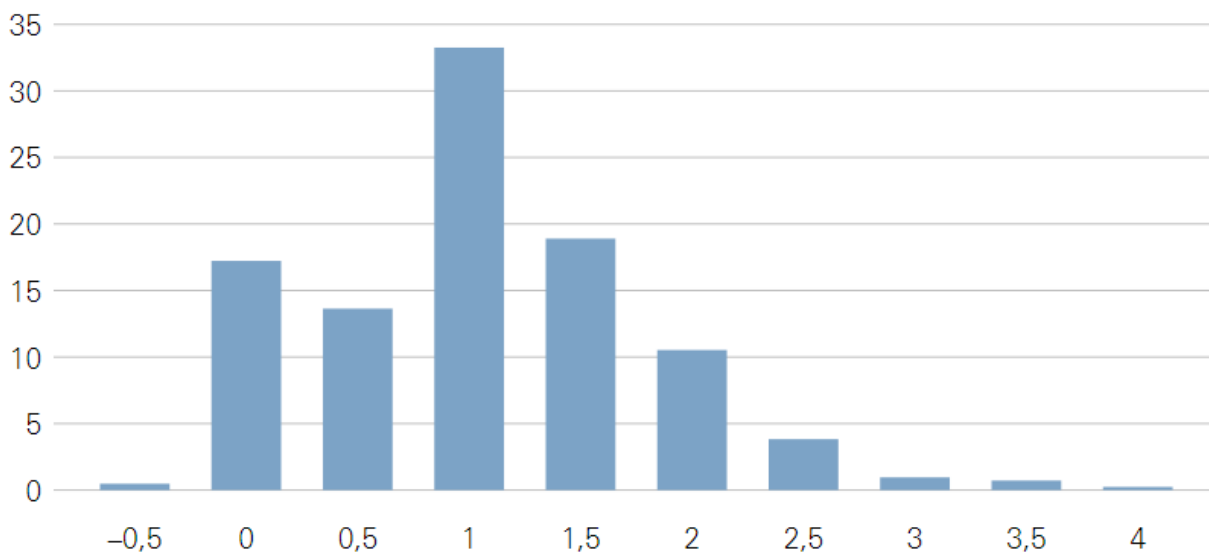


Fonti: calcoli Centro di ricerca congiunturale (KOF) dell'ETH di Zurigo/BNS; UST.

## Grafico 8

### INFLAZIONE OTTIMALE NELL'OTTICA DELLE IMPRESE

Quota delle imprese interpellate in %



\*Periodo dell'inchiesta: 1° trim. e 2° trim. 2022. Stime di 418 imprese.

Fonte: BNS.