

**Discorso**

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

**Embargo**

23 settembre 2022,  
ore 18.00

---

## **Tutelare i principi di governance economica**

Discorso tenuto all'Università di Lucerna

**Thomas J. Jordan**

Presidente della Direzione generale\*

Banca nazionale svizzera

Lucerna, 23 settembre 2022

© Banca nazionale svizzera (discorso originale in tedesco)

---

\* Il relatore ringrazia Christoph Hirter e Tanja Zehnder per il sostegno nella redazione del testo. Il suo ringraziamento va anche a Claudia Aebersold, Petra Gerlach, Carlos Lenz, Alexander Perruchoud nonché ai servizi linguistici della BNS.

Gentili signore e signori,

l'incontro odierno pone al suo centro la domanda: «La politica monetaria oggi è ancora politica di governance economica?». Vorrei iniziare facendo i complimenti all'Università di Lucerna per aver scelto questo tema importante, su cui le discussioni sono passate un po' in secondo piano negli ultimi tempi. Per la Banca nazionale svizzera (BNS), invece, i principi di governance economica («Ordnungspolitik»), in particolare quelli afferenti alla politica monetaria, continuano a rivestire grande importanza. Sono quindi lieto di esporre il nostro punto di vista in proposito.

Nel mio intervento mi concentrerò sulla Svizzera e la BNS. Mi soffermerò innanzitutto sul perché la Banca nazionale considera l'indipendenza dalla politica e la forte attenzione alla stabilità dei prezzi due principi di governance economica strettamente legati tra loro. Successivamente spiegherò perché diverse iniziative politiche lanciate recentemente contraddicono detti principi. In conclusione illustrerò la politica monetaria attuale della BNS.

## **Mandato stretto e indipendenza come fondamento**

La governance economica comprende generalmente tutte le misure con cui lo Stato determina le condizioni quadro per lo sviluppo a più lungo termine dell'economia. Se lo fa seguendo principi appropriati, crea i presupposti necessari affinché l'economia sia in grado di esprimere al meglio le sue potenzialità e il benessere della popolazione possa crescere nel tempo. Un elemento fondamentale di un buon quadro di riferimento economico, ovvero di una buona governance economica, è la stabilità dei prezzi, perché senza di essa il funzionamento corretto dell'economia appare impensabile. Tanto l'inflazione quanto la deflazione ostacolano la funzione dei prezzi di indirizzare lavoro e capitale verso gli impieghi più produttivi. L'inflazione riduce inoltre il potere di acquisto delle famiglie e colpisce in particolare le fasce socialmente più deboli. Garantire la stabilità dei prezzi a lungo termine presuppone due principi essenziali di governance economica:

- primo, la stabilità dei prezzi deve rappresentare il filo conduttore principale della politica monetaria;
- secondo, la banca centrale deve essere indipendente dalla politica.

Entrambi i principi oggi trovano riscontro nelle leggi di molti paesi. In Svizzera l'indipendenza della banca centrale è sancita dalla Costituzione federale. Ciò significa che alla Banca nazionale è fatto divieto di richiedere o accettare istruzioni da parte della politica o di altre autorità. La Costituzione stabilisce inoltre che la BNS è tenuta a condurre una politica monetaria nell'interesse generale del Paese. La Legge federale sulla Banca nazionale svizzera traduce questo mandato in termini concreti e statuisce che alla BNS compete di assicurare la stabilità dei prezzi tenendo conto dell'evoluzione congiunturale. D'altronde la BNS dispone di strumenti efficaci e idonei a influenzare sia il livello dei tassi di interesse che il tasso di cambio, e quindi le condizioni monetarie. La stabilità dei prezzi può essere garantita nel lungo periodo solo se queste ultime sono adeguate.

Perché però delegare a un'istituzione indipendente un compito di politica economica così rilevante come la politica monetaria?

Il motivo principale risiede nel fatto che i governi sono di base incentivati a impiegare la politica monetaria per finalità diverse dalla stabilità dei prezzi, ad esempio per stimolare l'economia prima delle elezioni. Un altro scopo può essere il finanziamento della spesa pubblica attraverso l'emissione di cartamoneta. Se la politica monetaria persegue simili obiettivi, nel tempo la conseguenza inevitabile non può che essere un'inflazione elevata. Una banca centrale indipendente, per contro, non è mossa dagli stessi incentivi ed è protetta dalle ingerenze del governo. Pertanto essa può – e deve – concentrarsi appieno sul mandato affidatole di preservare la stabilità dei prezzi.

L'indipendenza della banca centrale si fonda quindi sulla convinzione che la stabilità dei prezzi sia auspicabile per la società nel suo complesso e che possa essere garantita a lungo termine solo attraverso una politica monetaria protetta dalle influenze politiche. Non a caso, in molte aree monetarie essa è strettamente collegata al mandato della stabilità dei prezzi. Anche in Svizzera: per legittimare l'indipendenza, il legislatore ha volutamente definito in modo ristretto e chiaro il mandato della BNS, la quale è in compenso tenuta a rendere conto dell'adempimento dello stesso. Perseguire altri obiettivi che esulino da quello primario della stabilità dei prezzi significherebbe minare alla base la legittimità dell'indipendenza e quindi comprometterla nel tempo.

## Focus sulla stabilità dei prezzi

Il quadro istituzionale della BNS è in sintonia con i due principi di governance economica appena descritti, ossia focalizzazione sulla stabilità dei prezzi e indipendenza dalla politica. Negli ultimi anni, questi principi sono stati spesso messi in discussione, consapevolmente o inconsapevolmente, da varie parti della politica e dell'opinione pubblica. Dal mondo politico sono infatti giunti interventi che chiedono alla BNS un finanziamento diretto di compiti statali. La scorsa primavera, ad esempio, è stata lanciata un'iniziativa popolare per un emendamento della Costituzione che attribuisca alla Banca nazionale un ruolo diretto nella previdenza di vecchiaia. Prima di entrare nel merito del perché il finanziamento diretto di compiti dello Stato da parte della BNS non è compatibile con i principi di governance economica, è opportuno inquadrare in questo contesto l'evoluzione dell'utile della BNS. Le accresciute richieste sembrano infatti essere legate soprattutto all'espansione del nostro bilancio e agli elevati utili degli scorsi anni.

I cospicui utili hanno comportato un aumento della nostra cosiddetta riserva per future ripartizioni, che a fine 2021 ammontava a 103 miliardi di franchi. La riserva esiste perché la BNS non distribuisce l'intero importo ripartibile in una volta<sup>1</sup>. Nel bilancio essa corrisponde a un utile o a una perdita riportati a nuovo ed è parte del capitale proprio della BNS. È

---

<sup>1</sup> Per la prassi di distribuzione vedasi Jordan, Thomas J. (2021), *Le distribuzioni della Banca nazionale: un dato non scontato, nonostante gli utili elevati*, discorso tenuto in occasione della 113ª Assemblea generale ordinaria della Banca nazionale svizzera, Zurigo, 30 aprile 2021.

finalizzata a garantire una distribuzione annuale costante a Confederazione e Cantoni, agendo quindi come un cuscinetto che compensa le oscillazioni tra gli anni in utile e quelli in perdita.

L'elevato ammontare della riserva registrato negli ultimi anni ha indotto molti osservatori a sopravvalutare il potenziale di distribuzione della BNS e a considerare troppo esigua la ripartizione annuale massima di 6 miliardi di franchi.

I buoni risultati degli anni scorsi sono stati tuttavia conseguiti in un contesto di mercato finanziario straordinario, caratterizzato a livello globale da tassi di interesse in calo, bassa inflazione, elevata liquidità e quotazioni azionarie in crescita. Oggi la situazione è profondamente cambiata. Nel primo semestre del 2022 i tassi sono aumentati in tutto il mondo e i mercati azionari hanno perso terreno, con conseguenti sensibili ribassi nelle quotazioni delle obbligazioni e azioni da noi detenute. Gli utili contabili accumulati in passato sono stati neutralizzati da una perdita contabile. La BNS ha infatti registrato nei primi sei mesi del 2022 una perdita di circa 95 miliardi di franchi, pari praticamente all'intera riserva per future ripartizioni.

Pertanto, l'attuale sistema di distribuzione dell'utile non è eccessivamente prudente, come ci viene spesso rimproverato. Questa perdita dimostra che un aumento del bilancio comporta oscillazioni in termini assoluti più accentuate nei risultati di esercizio e che utili elevati possono alternarsi a perdite altrettanto significative, a prova del fatto che lo Stato non può far dipendere il suo finanziamento dagli utili della BNS. E con ciò giungo a illustrare la problematica di un finanziamento diretto dei compiti dello Stato da parte della Banca nazionale.

Un siffatto finanziamento crea una situazione in cui l'espletamento dei compiti statali dipende direttamente dalla politica monetaria, in quanto essa potrebbe influenzare il risultato di esercizio e dunque anche la distribuzione dell'utile. Una politica monetaria più restrittiva, ad esempio, può determinare un apprezzamento della nostra moneta, riducendo il risultato, in franchi, dei nostri investimenti in valuta estera. Il collegamento diretto tra determinati compiti pubblici e distribuzioni della Banca nazionale conferisce alle decisioni di politica monetaria una dimensione politica. In tal modo le pressioni politiche sulla conduzione della politica monetaria sono inevitabilmente destinate ad aumentare, mettendo a repentaglio l'indipendenza della BNS.

Un finanziamento diretto di compiti statali offusca inoltre il chiaro orientamento della politica monetaria alla stabilità dei prezzi, dato che il collegamento diretto dei compiti dello Stato con gli utili della Banca nazionale può generare inutili conflitti fra gli obiettivi nelle decisioni di politica monetaria. Ciò può a sua volta suscitare dubbi sul fatto che la BNS adotti sempre e sistematicamente le misure necessarie per garantire tale stabilità. Simili dubbi possono in ultima analisi condurre a un aumento delle aspettative di inflazione e rendere quindi più difficile la politica monetaria.

Pertanto, in un'ottica di governance economica, qualsiasi ipotesi di finanziamento diretto dei compiti pubblici da parte della BNS deve essere respinta con decisione. Utili e perdite non

devono essere il criterio al quale si orienta la politica monetaria della BNS. Essi sono semplicemente un suo sottoprodotto. Il nostro mandato è condurre una politica monetaria che garantisca la stabilità dei prezzi nel medio e lungo periodo tenendo conto dell'evoluzione congiunturale. La stabilità dei prezzi è il contributo più importante che la BNS possa dare al nostro Paese. La BNS continuerà perciò ad adoperarsi a favore di un valido quadro di governance economica per la politica monetaria.

## **La stabilità dei prezzi: una sfida**

Signore e signori, proprio la situazione cui siamo confrontati in questo periodo mette in evidenza quanto fondamentale sia la focalizzazione sulla stabilità dei prezzi. Il contesto è infatti nettamente cambiato a causa della pandemia e della guerra in Ucraina. Dopo anni di politica monetaria espansiva finalizzata a impedire un'inflazione troppo bassa, oggi le banche centrali di molti paesi sono chiamate a lottare contro livelli eccessivamente alti. Prima di concludere vorrei quindi parlare della politica monetaria attuale della BNS.

In Svizzera l'inflazione è certamente inferiore rispetto all'estero, ma è comunque aumentata in misura sensibilmente più marcata di quanto generalmente atteso. Il tasso attuale del 3,5% rappresenta il valore più elevato dagli anni 1990, ben al di sopra dell'area che la BNS assimila alla stabilità dei prezzi. Secondo la nostra definizione quest'ultima consiste in una situazione in cui l'inflazione a medio termine è compresa fra 0 e 2%.

Come affronta la BNS questa situazione? La nostra prima risposta al delinarsi della pressione inflazionistica risale già agli ultimi mesi dell'anno scorso, in un periodo in cui l'inflazione, e anche la nostra previsione di allora, si situava ancora a un livello basso. All'estero però essa era già sensibilmente cresciuta. Per ridurre la pressione inflazionistica proveniente dagli altri paesi, in occasione dell'esame della situazione economica e monetaria del dicembre 2021 abbiamo comunicato che la BNS avrebbe consentito un certo apprezzamento nominale del franco. Tra l'autunno 2021 e la primavera 2022 il valore nominale della nostra moneta è salito di circa il 4%. Ciò ha reso le importazioni meno costose, contrastando così il rialzo generalizzato dei prezzi. Nel giugno 2022 abbiamo poi innalzato il tasso guida BNS di mezzo punto percentuale, a -0,25%, e ieri abbiamo inasprito ulteriormente la politica monetaria, innalzando il tasso guida BNS di 0,75 punti percentuali, allo 0,5%. Non è da escludere che si rendano necessari ulteriori rialzi del tasso di interesse per garantire la stabilità dei prezzi a medio termine. Al fine di assicurare condizioni monetarie adeguate, affermiamo anche la nostra disponibilità ad agire all'occorrenza sul mercato dei cambi.

La nostra politica monetaria più restrittiva mira a contrastare la pressione inflazionistica ancora aumentata e ad ostacolare il propagarsi dell'inflazione a beni e servizi che finora ne sono stati poco colpiti. Si moltiplicano infatti i segnali di una sua crescente diffusione a beni e servizi non direttamente colpiti dalla guerra in Ucraina o dalle conseguenze della pandemia. Inoltre, nel complesso i prezzi dell'energia sono ulteriormente saliti e acquisiscono la pressione inflazionistica in molti settori. Si aggrava così anche il rischio di effetti di secondo impatto.

Signore e signori, le prospettive per l'inflazione e l'economia rimangono soggette a grande incertezza. La garanzia della stabilità dei prezzi è una sfida e richiede tutta l'attenzione della Banca nazionale.

Grazie.