

Embargo fino al
28 aprile 2017, ore 10.00

Considerazioni sulla politica monetaria e sulla politica di investimento della Banca nazionale

109^a Assemblea generale ordinaria degli azionisti
della Banca nazionale svizzera

Thomas J. Jordan

Presidente della Direzione generale
Banca nazionale svizzera
Berna, 28 aprile 2017

Signor Presidente del Consiglio di banca,
signore e signori azionisti,
cari ospiti,

sono lieto di avere l'occasione di esaminare con voi nei prossimi minuti un anno passato ricco di eventi, ma anche di gettare uno sguardo al futuro. Negli ultimi dodici mesi il contesto internazionale è stato caratterizzato da due andamenti contrastanti: la crescita sempre più robusta dell'economia mondiale da una parte e l'accresciuta incertezza politica dall'altra. Nel nostro Paese, la ripresa moderata della congiuntura è proseguita nel corso dell'ultimo anno. Tuttavia, l'inflazione rimane bassa e la pressione sul franco perdura. Nel complesso, le sfide cui sono confrontate la nostra economia e la Banca nazionale svizzera (BNS) restano impegnative.

Nella prima parte del mio discorso esporrò la nostra valutazione della situazione economica attuale a livello internazionale e in Svizzera. Inoltre illustrerò la nostra politica monetaria, spiegando i motivi per cui il nostro orientamento espansivo, con il tasso di interesse negativo e la disponibilità a intervenire sul mercato valutario, continua a essere essenziale nel contesto attuale.

Nella seconda parte esaminerò la politica di investimento della BNS, che ha assunto grande rilevanza in considerazione dei nostri interventi sui mercati e spiegherò gli obiettivi e i criteri che guidano l'investimento delle valute acquisite. La nostra politica di investimento deve essere di sostegno alla politica monetaria e garantirci il necessario margine di manovra.

Situazione economica e politica monetaria della Banca nazionale

Situazione economica attuale

Comincerò la mia esposizione con una panoramica sulla situazione economica attuale e sulla politica monetaria della Banca nazionale.

L'andamento dell'economia mondiale è sostanzialmente positivo. Il prodotto interno lordo (PIL) reale dei nostri partner commerciali è cresciuto di circa il 2% lo scorso anno (grafico 1). Gli Stati Uniti si sono nel frattempo ripresi dalla crisi finanziaria; vi sono presenti condizioni di piena occupazione e l'economia si espande. Anche l'area dell'euro continua a riprendersi: la disoccupazione cala e il PIL progredisce in quasi tutti i paesi membri. Tuttavia, nell'area dell'euro la ripresa non è così avanzata come negli Stati Uniti. Per poter riparare agli sviluppi avversi dell'ultimo decennio è necessario che anche in futuro la crescita prosegua a un ritmo sostenuto.

Anche l'andamento dell'inflazione è eterogeneo nelle diverse aree economiche (grafico 2). Il suo aumento a livello mondiale nei mesi passati è riconducibile in gran parte al prezzo del petrolio. Nondimeno, l'inflazione di fondo, ossia quella che esclude il petrolio e i generi alimentari, non è cresciuta ovunque. Mentre si è consolidata negli Stati Uniti, essa rimane bassa in altre regioni, in particolare in Giappone e nell'area dell'euro. Tuttavia, anche in

queste aree l'inflazione di fondo potrebbe presto aumentare in seguito alla continuazione della ripresa dell'economia reale.

Sullo sfondo dell'espansione economica e dell'accresciuta inflazione, in marzo la banca centrale degli Stati Uniti ha innalzato i tassi di interesse. Si è trattato del terzo ritocco del tasso ufficiale dalla fine del 2015, che conferma il proseguimento della normalizzazione della politica monetaria statunitense. Per contro, la Banca centrale europea e la banca centrale del Giappone mantengono invariata la loro politica monetaria espansiva.

Vi sono quindi buoni motivi per essere ottimisti per il periodo a venire? In effetti, la tendenza di fondo dell'economia mondiale è nel complesso piuttosto positiva. Sussistono tuttavia notevoli incertezze politiche. All'interno dell'area dell'euro le elezioni presidenziali in Francia focalizzano attualmente l'attenzione dei media. Permangono anche le incertezze relative alle modalità della Brexit. Inoltre, se gettiamo uno sguardo oltre Atlantico, vi sono questioni ancora aperte sulla futura politica economica e commerciale della nuova amministrazione statunitense. Le scelte politiche che influiscono sulla crescita dei nostri partner commerciali sono chiaramente di grande rilevanza per una piccola economia aperta come la Svizzera.

Ma com'è la situazione economica in Svizzera? La crescita moderata dell'economia elvetica prosegue (grafico 3). Dopo l'abolizione del cambio minimo, il PIL è calato nel primo trimestre 2015 a causa dell'apprezzamento del franco. Tuttavia, da allora l'economia è tornata a crescere, e gli attuali dati congiunturali indicano che questa crescita è destinata a continuare. Per il 2017 prevediamo un aumento del PIL di circa l'1,5%. Ciononostante, le capacità produttive non sono ancora pienamente utilizzate. Inoltre, la ripresa mostra un andamento eterogeneo nei singoli comparti.

Nel complesso, tuttavia, la situazione oggi è nettamente migliore rispetto a quanto previsto da molti osservatori all'inizio del 2015. L'economia svizzera ha ancora una volta dato prova della sua flessibilità. A questo riguardo desidero qui citare il rapido adeguamento degli orari di lavoro e l'adozione di misure che hanno migliorato i processi produttivi. In considerazione dei mutamenti strutturali questa capacità di adattamento continuerà ad avere un ruolo centrale, indipendentemente dall'andamento della congiuntura internazionale e dei tassi di cambio. Penso per esempio al tradizionale commercio al dettaglio che sempre più deve competere con il commercio online. Anche la digitalizzazione pone la nostra industria e la piazza finanziaria di fronte a nuove sfide, che richiedono ancora grandi sforzi da parte delle imprese e dei lavoratori in tutti i comparti interessati.

Politica monetaria attuale

Quali compiti è chiamata ad assolvere la nostra politica monetaria in questa situazione? Abbiamo il mandato legale di garantire la stabilità dei prezzi tenendo conto in pari tempo dell'andamento congiunturale. In Svizzera il tasso di inflazione si colloca dall'inizio dell'anno di nuovo sopra lo zero (grafico 4). Così come nei paesi partner commerciali della Svizzera, ciò è in gran parte riconducibile ai prezzi del petrolio e dei generi alimentari. L'inflazione di

fondo è leggermente inferiore, non da ultimo a causa delle capacità produttive non pienamente utilizzate. Secondo la nostra previsione attuale, a metà 2019 l'inflazione sarà pari a circa l'1%.

A causa del basso livello di inflazione e del sottoutilizzo delle capacità produttive, in Svizzera continua a essere appropriata una politica monetaria espansiva. Il franco è tuttora nettamente sopravvalutato. Il tasso di interesse negativo e la disponibilità a intervenire se necessario sul mercato valutario mirano a ridurre la pressione sul franco. Ripristinando almeno parzialmente il tradizionale differenziale di interesse con l'estero, l'interesse negativo contribuisce al raggiungimento di questo obiettivo. Quali sono invece gli effetti della nostra disponibilità a intervenire sui mercati? Con gli acquisti di valuta estera mettiamo a disposizione del mercato liquidità addizionale in franchi quando la domanda della nostra moneta diventa particolarmente forte. In assenza dell'interesse negativo e della disponibilità a intervenire, il franco sarebbe ancora più forte, l'inflazione calerebbe di nuovo e la disoccupazione aumenterebbe.

Anche in futuro sfrutteremo il nostro margine di manovra di politica monetaria. Se necessario, possiamo abbassare ulteriormente il tasso di interesse negativo o effettuare ulteriori acquisti di valuta. Ovviamente, alla base di ogni nostra decisione vi è una valutazione approfondita delle sue implicazioni, nel rispetto del principio secondo cui i benefici attesi di una misura di politica monetaria devono essere superiori ai relativi costi.

Nell'esercizio trascorso l'attuazione della nostra politica monetaria ha determinato acquisti di valuta per un controvalore di 67 miliardi di franchi. Considerando anche le variazioni da valutazione e i proventi per interessi e i dividendi, nel 2016 le riserve in valuta della BNS sono aumentate di 86 miliardi di franchi (grafico 5). Le dimensioni odierne del nostro bilancio sono espressione dell'azione di contrasto alla crisi svolta nell'ultimo decennio. Cosa implica questa espansione del bilancio per la nostra politica di investimento? È questo il tema che intendo ora trattare più in dettaglio nella seconda parte del mio intervento.

Politica di investimento della Banca nazionale

Nella sua politica di investimento la Banca nazionale stabilisce i principi che guidano la gestione dei suoi attivi. Questi sono costituiti per la maggior parte da riserve monetarie, ossia da investimenti in valuta estera e oro, mentre gli averi denominati in franchi rappresentano una piccola parte. La BNS può per principio definire autonomamente la propria politica di investimento. Tuttavia, in virtù del mandato di politica monetaria assegnatole, l'attività di investimento è soggetta a determinate restrizioni. Essa deve essere formulata in modo da assecondare la Banca nazionale nell'assolvimento del suo mandato. La politica di investimento è quindi in un certo senso al servizio della politica monetaria. Cosa significa ciò concretamente?

Obiettivi

Con la sua politica di investimento la Banca nazionale persegue due obiettivi principali. Il primo consiste nel garantire che il bilancio possa essere utilizzato in qualsiasi momento ai fini di politica monetaria. La politica di investimento non può limitare la politica monetaria né nel senso di un'eventuale espansione del bilancio, né nel senso di una sua eventuale riduzione. La gamma degli investimenti deve essere definita in modo da permetterci, se necessario, di acquistare valuta e di investirla rapidamente. Nondimeno, gli investimenti devono poter essere anche rapidamente smobilizzati, nel caso in cui ciò fosse necessario a fini di politica monetaria.

Il secondo obiettivo della politica di investimento è quello di preservare il valore delle riserve monetarie nel lungo periodo. Le riserve monetarie hanno un effetto positivo sulla fiducia e sono di ausilio non solo per superare eventuali crisi, ma anche per prevenirle. Esse permettono alla BNS di effettuare interventi di sostegno nel caso di un indebolimento del franco. Tuttavia, anche indipendentemente da tali situazioni estreme, dobbiamo gestire le nostre riserve nel migliore interesse del nostro Paese e investire in modo tale da mantenere il loro valore reale a lungo termine.

Attuazione

La nostra politica di investimento mira dunque a due obiettivi: poter disporre del bilancio ai fini della politica monetaria e mantenere il valore delle riserve monetarie. Per realizzarli entrambi, essa si attiene a diversi criteri. Deve inoltre rispettare due principi importanti.

Permettetemi di cominciare da questi ultimi. In primo luogo, non possiamo coprire i rischi di cambio nei confronti del franco. Una siffatta copertura andrebbe ad accrescere la domanda di franchi e quindi la pressione al rialzo sulla moneta. Ciò sarebbe in contrasto con la nostra politica monetaria attuale, che è proprio orientata a ridurre tale pressione.

In secondo luogo, la nostra politica di investimento deve essere attuata in modo da perturbare il mercato il meno possibile. In ciò si differenzia sostanzialmente dalla politica monetaria, la cui azione è consapevolmente diretta a modificare i prezzi del mercato e mira a influenzare le condizioni monetarie in Svizzera – ossia i tassi di interesse o i tassi di cambio del franco – nella direzione auspicata. L'attività di investimento della Banca nazionale invece non deve per principio causare alcuna variazione di prezzo. Pertanto, nei nostri investimenti teniamo sempre conto della capacità di assorbimento dei mercati. Le ricomposizioni del portafoglio, in termini sia di strumenti che di valute, sono sempre compiute con molta cautela e accortezza.

Tenendo conto di questi due principi investiamo i nostri attivi secondo i criteri di liquidità, sicurezza e redditività. Cosa significa ciò?

Da una parte, il nostro portafoglio deve essere quanto più liquido possibile. Tale caratteristica è essenziale in particolare nel perseguimento dell'obiettivo di impiegare il bilancio ai fini di politica monetaria. Anche in situazioni critiche dobbiamo essere in grado di acquistare e cedere rapidamente gli attivi. Il bilancio deve, se necessario, poter essere ampliato o ridotto in

qualsiasi momento. Alla fine del 2016 la Banca nazionale deteneva circa il 70% delle proprie riserve valutarie in titoli di Stato esteri. Una parte consistente di questi era investita nei mercati obbligazionari più liquidi al mondo, in cui l'attività non si esaurisce neanche nei periodi di crisi, cosicché la capacità operativa della Banca nazionale è assicurata in ogni tempo.

Inoltre, il portafoglio della Banca nazionale deve essere quanto più sicuro possibile. In questo contesto con sicurezza intendiamo un concetto molto ampio: l'obiettivo è il mantenimento del valore delle riserve monetarie nel lungo periodo. Il primo presupposto di un portafoglio il più sicuro possibile consiste, per quanto concerne le obbligazioni, nell'optare per titoli con elevato merito di credito. In tal modo è ridotto al minimo il rischio di rilevanti perdite per insolvenze. Un secondo presupposto è la più ampia diversificazione possibile. Pertanto, ripartiamo i nostri investimenti non solo su differenti valute, bensì anche su differenti classi di attività. La gamma dei nostri investimenti è stata infatti costantemente ampliata. Fino al 2004 gli investimenti in valuta erano costituiti principalmente da titoli di Stato; a partire da tale anno il portafoglio è stato esteso alle obbligazioni societarie e nel 2005 alle azioni. Queste ultime rappresentano oggi il 20% delle riserve in valuta (grafico 6).

Per il mantenimento del valore delle riserve monetarie nel lungo periodo anche la redditività degli attivi rappresenta un criterio rilevante. Un livello sufficientemente elevato di redditività nella moneta locale è particolarmente importante anche in considerazione di eventuali perdite di cambio dovute a un apprezzamento del franco. Nella sua politica di investimento la Banca nazionale persegue quindi un adeguato rapporto fra rendimento e sicurezza, sempre tenendo conto del criterio della liquidità.

Cosa significa ciò concretamente per l'attuazione della politica di investimento? Per la gestione dei nostri investimenti obbligazionari la Direzione generale stabilisce determinati valori-limite per le diverse valute e classi di attività. Entro tali limiti i nostri gestori mirano alla migliore ripartizione possibile degli investimenti, sulla base della situazione corrente del mercato. La gestione dei portafogli azionari, invece, è quanto più neutra e passiva possibile. La quota di azioni che acquistiamo e deteniamo di una determinata azienda è proporzionale alla quota di quest'ultima nell'indice azionario del paese. In tal modo abbiamo la certezza che le nostre attività esercitano un influsso minimo sui prezzi relativi delle azioni di imprese o settori singoli e nello stesso tempo evitiamo che eventuali valutazioni soggettive a favore o sfavore di determinate aziende o settori influenzino la nostra politica di investimento.

Per poter garantire nel modo più ampio possibile questo approccio neutro nella gestione delle azioni, siamo molto restii a definire eccezioni. Al fine di evitare potenziali conflitti di interesse ci asteniamo dall'investire in azioni di banche internazionali a capitalizzazione medio-grande e di istituzioni parabancarie.

Inoltre, la Banca nazionale non acquista azioni di imprese che producono armi proscriette internazionalmente. Vengono escluse altresì le imprese che violano in modo patente diritti umani fondamentali o che causano sistematicamente gravi danni ambientali. La politica di

esclusione si basa su principi chiaramente definiti e viene applicata in casi inequivocabili. Per definire le imprese da escludere ci basiamo sulle raccomandazioni di esperti esterni riconosciuti.

Come vedete, la Banca nazionale persegue una linea di azione precisa nella sua politica di investimento e tiene conto di una notevole serie di principi e criteri. Questi sono concepiti in modo da sostenerci nell'assolvimento del mandato di politica monetaria. Essi dovrebbero assicurare che il nostro bilancio possa essere sempre impiegato in qualsiasi momento per finalità di politica monetaria e che il valore reale delle riserve monetarie si mantenga nel tempo.

Sfide attuali

Vorrei concludere l'esposizione sulla politica di investimento esaminando ancora due importanti sfide attuali.

La prima consiste nel far fronte all'attuale crescita del bilancio e a renderne possibile un'ulteriore espansione qualora fosse necessario. La Banca nazionale ha adeguato costantemente la sua politica di investimento alle nuove circostanze, ampliando continuamente la gamma degli investimenti in termini di classi di attività, mercati e monete. In questo modo la valuta acquistata può essere assorbita rapidamente. Inoltre, l'introduzione di nuove categorie di attivi permette un'ampia diversificazione contribuendo a preservare il valore delle riserve monetarie. Ciò vale in particolare per il portafoglio azionario, che dal 2005, con un rendimento annuo misurato in franchi del 2,8%, ha esercitato un influsso positivo superiore alla media sul risultato economico.

La seconda sfida è costituita dalle forti oscillazioni dei nostri risultati di esercizio. Con l'espandersi del bilancio aumenta in termini assoluti il potenziale sia di guadagno che di perdita. Difatti, date le sue dimensioni attuali, anche una perdita percentuale esigua corrisponde a un ammontare in franchi molto elevato. Inoltre, la quota di riserve monetarie nel nostro bilancio è cresciuta, rendendolo più esposto alla volatilità dei mercati finanziari, e in particolare alle oscillazioni dei tassi di cambio. Non potendo coprirci contro tali oscillazioni, poiché ciò comporterebbe un apprezzamento del franco, non sono affatto da escludere perdite a seconda dell'andamento dei mercati.

Quali sono le conseguenze? Il verificarsi di perdite occasionali, anche ingenti, non rappresenta un problema sostanziale per la nostra politica monetaria. Conserviamo la nostra capacità operativa come banca centrale, quand'anche il capitale proprio divenisse per un certo tempo negativo. Ciononostante, è opportuno cercare di evitare per quanto possibile una tale situazione. Pertanto la nostra politica degli accantonamenti e la Convezione sulla distribuzione dell'utile sono volte a garantire una solida dotazione di capitale proprio.

Considerazioni finali

Signore e signori, sono giunto al termine della mia esposizione e vorrei concludere con una breve sintesi.

Manteniamo invariata la nostra politica monetaria espansiva. In Svizzera l'inflazione è ancora bassa, le capacità produttive non sono ancora sufficientemente utilizzate e il franco resta nettamente sopravvalutato. Molte imprese continuano a subire una forte pressione all'adattamento. Al fine di garantire condizioni monetarie adeguate, il tasso di interesse negativo e la disponibilità a intervenire sul mercato valutario rimangono necessari. Essi riducono la pressione sul franco, sostengono l'attività economica e stabilizzano l'andamento dei prezzi.

Se sarà necessario, anche in futuro ci avvarremo del nostro margine di manovra di politica monetaria per garantire la stabilità dei prezzi e sostenere l'economia. In tale contesto soppesiamo sempre attentamente i costi e i benefici delle eventuali misure. La nostra politica di investimento assicura che il margine di manovra di politica monetaria e valutaria sia garantito anche nel caso di un bilancio in crescita. Al tempo stesso investiamo le riserve monetarie in modo da preservarne quanto più possibile il valore e non influenzare indebitamente il mercato.

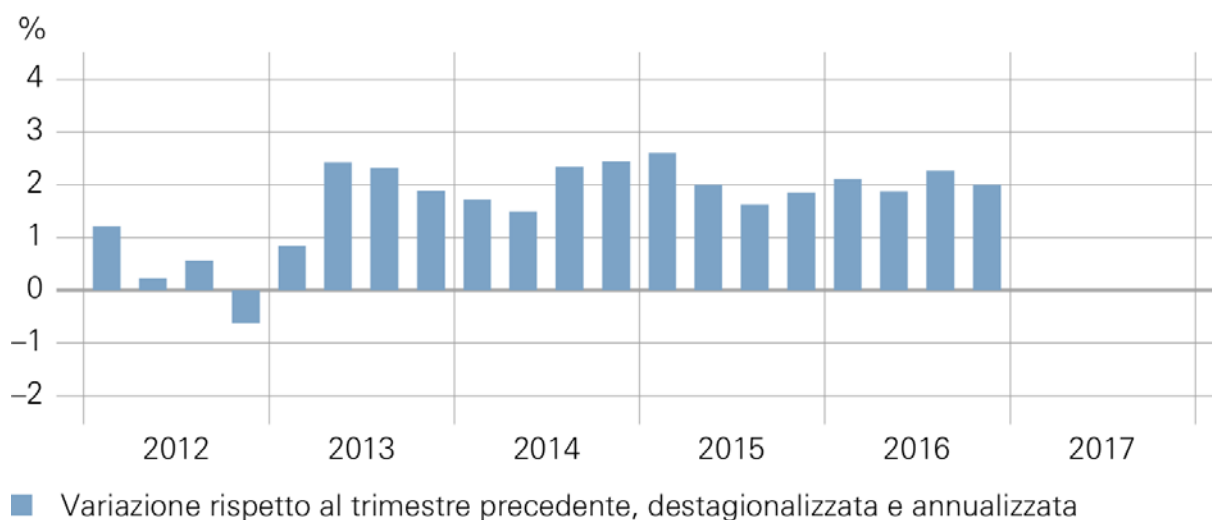
Un bilancio in espansione porta tuttavia inevitabilmente a più ampie oscillazioni del risultato di esercizio: il potenziale sia di guadagno che di perdita aumenta in assoluto. L'assicurare una dotazione di capitale proprio solida tramite la politica degli accantonamenti e la Convenzione sulla distribuzione dell'utile è pertanto di importanza fondamentale.

Nel complesso le sfide per la Banca nazionale rimangono impegnative. Ci troviamo a operare in una fase insolitamente lunga caratterizzata da compiti e decisioni difficili. Per concludere vorrei quindi cogliere l'occasione per ringraziare sentitamente i nostri collaboratori, anche a nome dei miei due colleghi della Direzione generale Fritz Zurbrügg e Andréa Maechler, per il loro grande impegno. Ringraziamo anche voi, cari azionisti, per il forte legame con la Banca nazionale e il costante sostegno. Un cordiale grazie va anche ai nostri giovani ospiti della Kantonsschule Solothurn e del Gymnase cantonal de Nyon per il loro interesse nei riguardi della politica monetaria e della Banca nazionale. Ringrazio infine tutti i presenti per l'attenzione prestatami.

Grafico 1

CRESCITA ROBUSTA DEI PARTNER COMMERCIALI DELLA SVIZZERA

Crescita del PIL reale, ponderato per le esportazioni svizzere

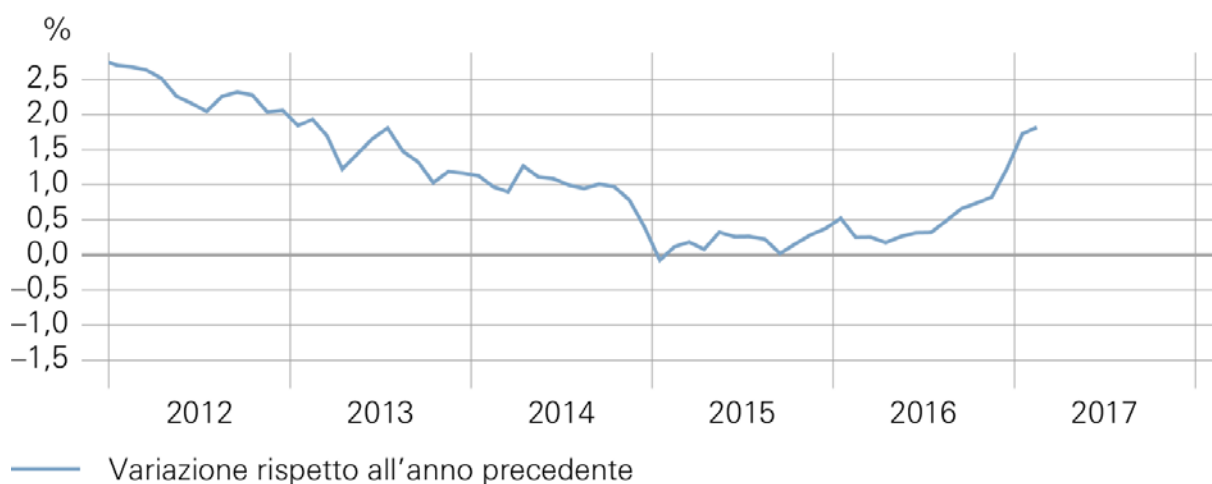


Fonte: BNS.

Grafico 2

INFLAZIONE CRESCENTE DEI PARTNER COMMERCIALI DELLA SVIZZERA

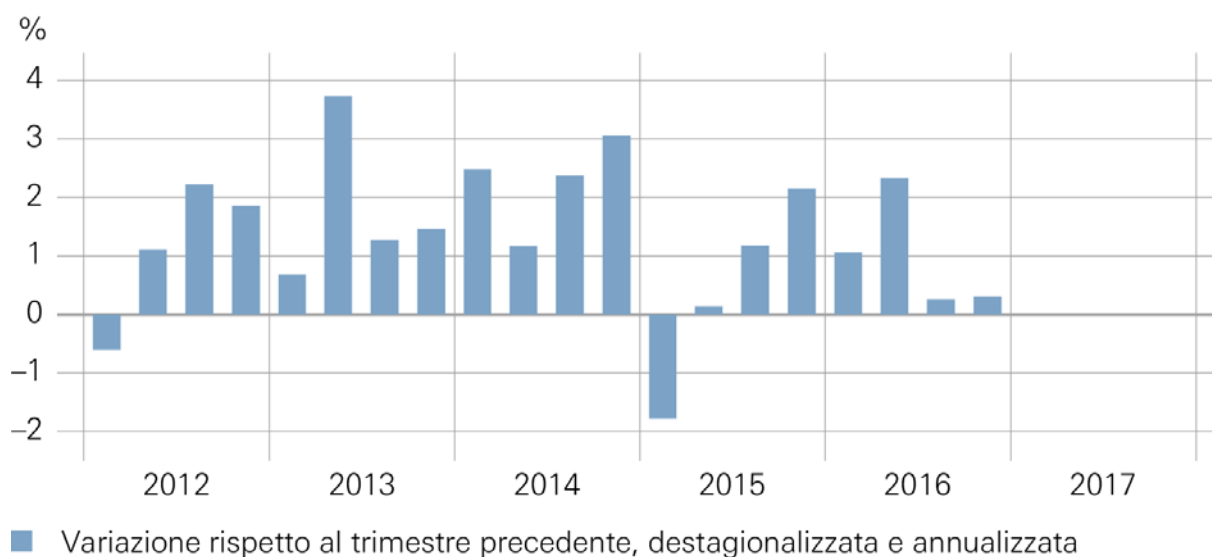
Inflazione dei prezzi al consumo, ponderata per le esportazioni svizzere



Fonte: BNS.

Grafico 3

RIPRESA DELLA CRESCITA DEL PIL IN SVIZZERA

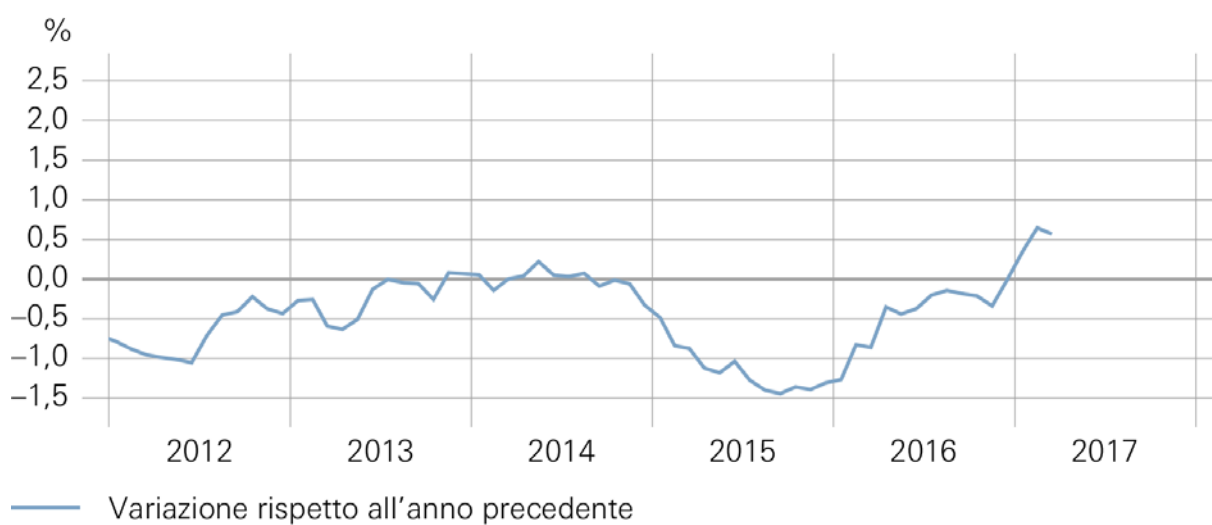


Fonte: SECO.

Grafico 4

L'INFLAZIONE IN SVIZZERA IN RISALITA SOPRA LO ZERO

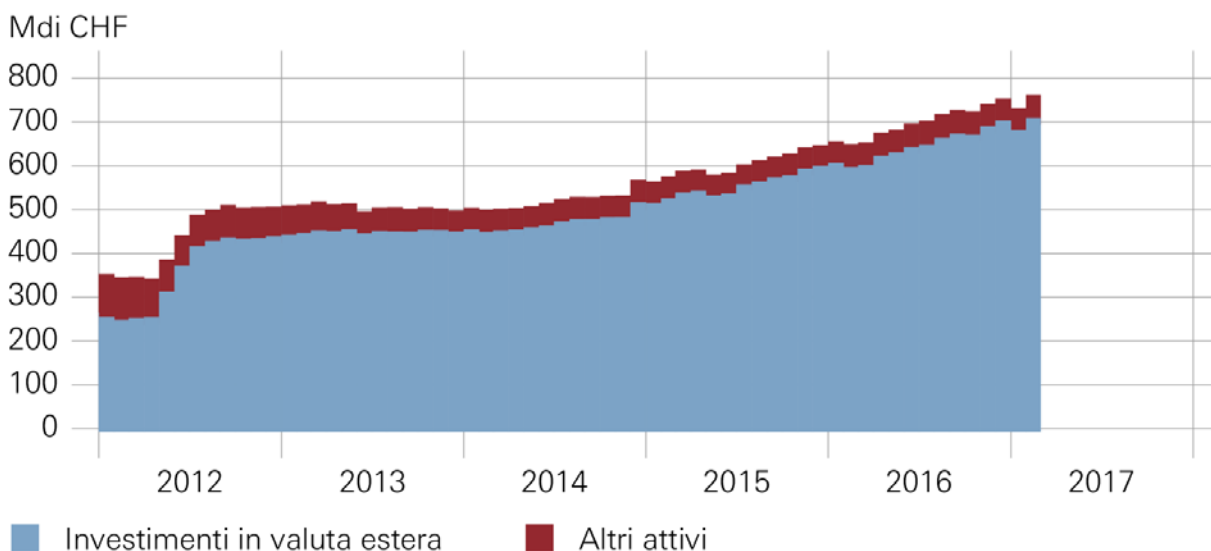
Inflazione dei prezzi al consumo



Fonte: BNS.

Grafico 5

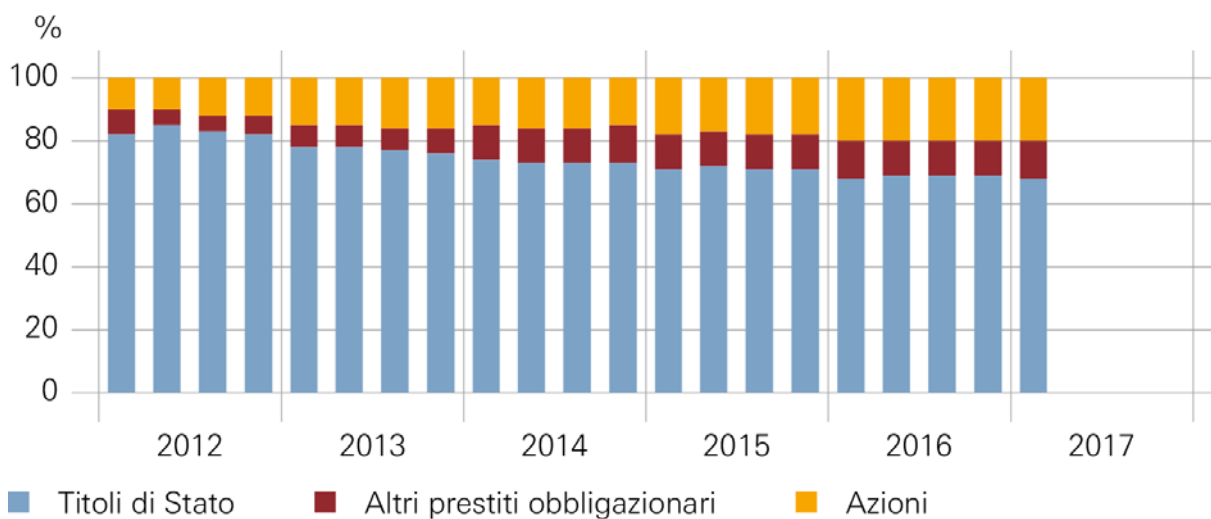
ESPANSIONE DEL BILANCIO DELLA BNS



Fonte: BNS.

Grafico 6

CRESCENTE DIVERSIFICAZIONE DEGLI INVESTIMENTI DELLE RISERVE IN VALUTA



Fonte: BNS.