

# Nessuna «catena d'oro» per la nostra Banca nazionale

## dossierpolitica

1. settembre 2014 Numero 5

**Iniziativa sull'oro** Il 30 novembre 2014 il popolo dovrà pronunciarsi sull'iniziativa popolare «Salvate l'oro della Svizzera (Iniziativa sull'oro)». Questo progetto prevede che la Banca nazionale debba sempre detenere riserve auree pari al 20% del totale dei propri attivi e che queste riserve non possano essere vendute. I promotori dell'iniziativa sperano così di stabilizzare il franco svizzero e di rafforzare la posizione della Banca nazionale nei confronti dell'estero. Ma proprio questa combinazione di misure limiterebbe considerevolmente la capacità d'azione della BNS. La possibilità di acquistare e di vendere liberamente degli attivi è cruciale per la gestione di una politica monetaria indipendente; qualsiasi esigenza restrittiva metterebbe infatti in pericolo a lungo termine la stabilità dei prezzi e il benessere economico della Svizzera. In caso d'accettazione dell'iniziativa, misure come la politica dei tassi di cambio minimi del franco rispetto all'euro non potrebbero più essere attuate nella loro forma attuale.

### La posizione di economiessuisse

- ▶ L'accettazione dell'iniziativa sull'oro nuocerebbe sensibilmente alla credibilità della BNS e limiterebbe fortemente la sua capacità d'azione. L'adozione di una politica dei tassi di cambio minimi non sarebbe ad esempio più possibile.
- ▶ L'iniziativa mette in pericolo la stabilità dei prezzi e il benessere economico della Svizzera.
- ▶ L'attuale diversificazione geografica degli stock di oro è pertinente dal punto di vista della ripartizione dei rischi.
- ▶ Per queste ragioni, economiessuisse respinge l'iniziativa popolare «Salvate l'oro della Svizzera».



## L'iniziativa popolare «Salvate l'oro della Svizzera»

Il 30 novembre 2014, i cittadini svizzeri si recheranno alle urne per pronunciarsi sull'iniziativa popolare «Salvate l'oro della Svizzera (iniziativa sull'oro)». Quest'ultima propone tre misure:

- La BNS deve mantenere una parte rilevante dei propri attivi in oro. Questa parte non può scendere sotto il 20%.
- Le riserve auree della BNS non possono essere vendute.
- Esse sono depositate in Svizzera.

► La Svizzera detiene delle riserve d'oro elevate nel confronto internazionale.

Gli autori dell'iniziativa intendono aumentare in maniera massiccia le riserve d'oro della Banca nazionale allo scopo di stabilizzare il franco svizzero e rafforzare l'indipendenza della BNS nei confronti dell'estero. Con poco più di 1000 tonnellate d'oro, la BNS dispone oggi di riserve abbastanza cospicue rispetto alle banche centrali di altri paesi. I nostri vicini, ad esempio, possiedono delle riserve nettamente inferiori alle nostre, rispetto all'entità della loro popolazione (Germania: 3391 tonnellate, Francia: 2435 tonnellate, Italia: 2452 tonnellate).

I promotori dell'iniziativa si preoccupano dell'espansione dell'offerta di liquidità nell'ambito della crisi finanziaria e dell'introduzione del tasso di cambio minimo rispetto all'euro. Essi criticano inoltre le vendite d'oro effettuate dalla BNS dall'inizio del secolo, ritenendo che la nostra banca centrale abbia ceduto il prezioso metallo giallo ad un prezzo troppo basso. Infine, essi chiedono di vietare d'ora in avanti qualsiasi deposito di riserve d'oro all'estero, allo scopo di evitare che queste ultime vi rimangano bloccate in caso di crisi.<sup>1</sup>

Il presente dossierpolitica riprende le esigenze dell'iniziativa sull'oro e le esamina alla luce della politica monetaria ed economica. Esso analizza anche le conseguenze che il regime preconizzato dall'iniziativa avrebbe avuto per la Banca nazionale se fosse già stato in vigore nel corso degli ultimi anni. La conclusione è chiara: l'accettazione dell'iniziativa nuocerebbe considerevolmente sia alla Banca nazionale sia all'economia svizzera nel suo insieme.

## Il ruolo dell'oro nella politica monetaria

Considerato come il garante della stabilità dei prezzi, l'oro svolge da tempo un ruolo centrale nella politica monetaria di numerosi Stati. Questo era particolarmente il caso ai tempi del regime del sistema aureo (abbandonato nel corso della Prima Guerra mondiale), durante il quale la moneta centrale della maggior parte dei paesi era collegata all'oro e poteva su richiesta, almeno teoricamente, essere convertita in oro ad un corso fisso (parità-oro). Nel 1907 il prezzo di un chilo d'oro in Svizzera era fissato a 3439 franchi.

► Il metallo giallo ha svolto in passato un ruolo centrale, in particolare sotto il regime del sistema aureo.

Il sistema nato dagli accordi di Bretton-Woods all'indomani della Seconda Guerra mondiale si basava anch'esso sul sistema aureo, nella misura in cui il prezzo di un'oncia d'oro era fissato in dollari americani e il tasso di cambio fra le nazioni industrializzate doveva essere stabilizzato dalle relative banche centrali. Verso la fine degli anni '60, per finanziare la guerra del Vietnam, gli Stati Uniti hanno adottato una politica monetaria dettata dalle loro priorità interne, che andava contro i loro impegni internazionali: essi hanno aumentato fortemente la massa monetaria in circolazione, ciò che ha provocato un'inflazione elevata. Infine, all'inizio degli anni '70, il sistema di Bretton-Woods è crollato. La Svizzera ha al-

<sup>1</sup> Cf. gli argomenti del comitato d'iniziativa su <http://www.initiative-or.ch/>

lora introdotto un sistema di tasso di cambio fluttuante e da allora gestisce in maniera indipendente la propria politica monetaria. Il collegamento all'oro ha progressivamente perso importanza a livello internazionale e la maggior parte delle nazioni industriali sono passate ad un sistema senza collegamento della loro moneta ad un determinato valore fisico (oro o argento ad esempio). Per questo si parla anche di «moneta fiat» (termine derivante dal latino), poiché la creazione di moneta in un simile sistema è gratuita e, per principio, illimitata.

Quando si paragona il regime della parità-oro ad un sistema di «moneta fiat», più comunemente denominato sistema di moneta legale, il collegamento della moneta all'oro presenta a prima vista un evidente vantaggio: esso fissa delle restrizioni all'espansione della massa monetaria e, pertanto, evita un aggiramento della politica monetaria a scopi fiscali. In realtà, la parità-oro si traduce a medio termine in una stabilità elevata dei prezzi e della moneta. I paesi pagano questo vantaggio a caro prezzo: il collegamento all'oro priva la politica monetaria di preziosi strumenti per stabilizzare l'economia; ne derivano cicli congiunturali più marcati. A ciò va aggiunto che, a seguito delle quantità d'oro limitate nel mondo, nelle economie in piena espansione un'evoluzione dei prezzi senza deflazione è impossibile a lungo termine.

► Il sistema monetario in vigore permette di reagire alle perturbazioni.

Ed è qui che sta il vantaggio del sistema monetario attuale. Esso può reagire con flessibilità alle perturbazioni e alle crisi congiunturali. Dal punto di vista economico, nulla impedisce che una banca centrale retta da regole, indipendente e pienamente operativa possa attuare, anche senza copertura in oro, una politica monetaria basata sulla stabilità dei prezzi e slegata da ogni considerazione fiscale. Occorre tuttavia ammettere che la tentazione di ricorrere alla zecca per risolvere a breve termine i problemi è grande, come testimonia la storia di numerosi paesi e i tassi d'inflazione relativamente elevati di alcuni Stati occidentali negli anni '70 e '80. Sono questi gli argomenti suggeriti dai sostenitori di un ritorno al sistema del sistema aureo. Sia il sistema aureo sia il sistema di moneta legale presentano, da un punto di vista puramente economico, vantaggi e inconvenienti, che devono essere accuratamente soppesati. In fin dei conti, la scelta del sistema è una decisione politica.

► L'iniziativa sull'oro non porta ad un ritorno al sistema aureo.

### **L'iniziativa sull'oro non riporta al sistema aureo**

Nelle loro argomentazioni, i promotori dell'iniziativa si mostrano favorevoli all'idea di un ritorno ad un sistema aureo. Ma la soluzione proposta non sfocia in un cambiamento del sistema di politica monetaria. Per arrivare a ciò, si sarebbe dovuto prevedere un obbligo di scambio ad un prezzo fisso, vale a dire un abbandono esplicito del principio della stabilità dei prezzi.

In altre parole è nel sistema monetario attuale che dev'essere applicata l'iniziativa sull'oro. Questo pone dei problemi non trascurabili, come dimostra un esame dell'attuale politica monetaria. Il valore di riferimento della politica monetaria della BNS è il Libor<sup>2</sup>, a tre mesi, vale a dire il tasso d'interesse che le banche commerciali applicano tra di loro per un rifinanziamento a breve termine. Inoltre, dal 6 settembre 2011 il tasso di cambio minimo è stabilito a 1,20 franchi per 1 euro.

Agendo (indirettamente) sul tasso Libor, la Banca nazionale può influenzare tutta la curva degli interessi e pertanto l'approvvigionamento dell'economia in denaro. Per garantire la stabilità dei prezzi, la BNS stabilisce delle previsioni d'inflazione e ne trae conclusioni per il tasso a breve termine da stabilire. La BNS non può agire direttamente sul Libor, ma essa lo gestisce indirettamente tramite le operazioni Repo «pronti contro termine» («Repurchase Agreement»). Nell'ambito di queste operazioni, le banche commerciali ottengono una certa

<sup>2</sup> «London Interbank Offered Rate».

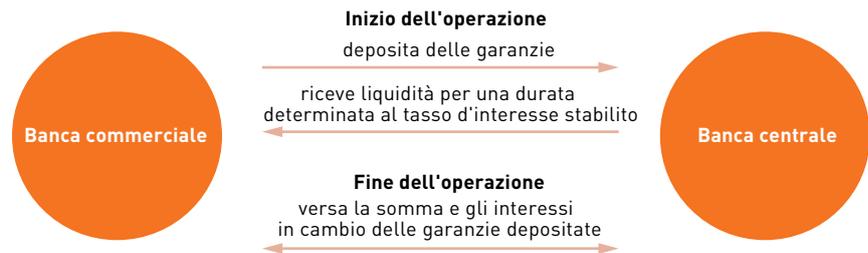
quantità di liquidità ad un tasso fisso e per una determinata durata. Quale contropartita, esse forniscono delle garanzie alla BNS. L'ammontare del tasso dei titoli influisce implicitamente sull'ammontare del tasso Libor (in un certo modo l'altra possibilità per le banche centrali di rifinanziarsi a breve termine).

### Grafico 1

► La politica monetaria della Banca nazionale consiste nell'acquisto e nella vendita di attivi.

### Rappresentazione schematica delle operazioni Repo

Svolgimento delle operazioni tra la banca commerciale e la banca centrale



Fonte: economiesuisse.

In altri termini, la politica monetaria della BNS consiste, come dimostra la figura 1, nell'acquisto e nella vendita di attivi, ciò che le permette rispettivamente di creare liquidità e di ridurle. Il meccanismo è lo stesso nel caso degli interventi della BNS sul mercato delle divise. Questi interventi hanno mirato in questi ultimi anni a difendere il tasso minimo di cambio rispetto all'euro. Gli acquisti di euro hanno fortemente aumentato le liquidità. Avviene lo stesso meccanismo quando la BNS cambia gli euro contro altri attivi, ad esempio altre divise. È lecito affermare che la BNS, per assolvere il proprio mandato di politica monetaria, deve avere la possibilità di ridurre, se necessario, le liquidità così create.

Le liquidità create, o l'acquisto di attivi, non costituiscono tuttavia un investimento. Per poter adempiere al proprio mandato di politica monetaria, la BNS dev'essere in grado di ridurre in ogni momento gli attivi che essa detiene. Pertanto, essa può investire unicamente su beni che possono essere rapidamente rivenduti. Così, l'acquisto di beni immobiliari sarebbe totalmente inappropriato, poiché essi non possono essere rivenduti in ogni momento.

► L'iniziativa sull'oro impedisce alla BNS di riassorbire le liquidità in eccesso.

Il principale problema dell'iniziativa sull'oro risiede proprio qui. In caso d'accettazione, la BNS non potrebbe più vendere oro. Questo divieto avrebbe conseguenze importanti sulla politica monetaria. La BNS potrebbe creare delle liquidità, ma dovrebbe sempre mantenere il 20% di queste liquidità in oro. E se essa volesse ridurre le proprie liquidità, potrebbe farlo solo in ragione dell'80%.

Se la Banca nazionale non potesse definitivamente più vendere oro, il suo margine di manovra di politica monetaria risulterebbe drasticamente limitato. Contrariamente all'intenzione dei promotori dell'iniziativa, ciò aumenterebbe proprio il rischio d'inflazione invece che diminuirlo. L'iniziativa sull'oro avrebbe così un effetto boomerang.

## Implicazioni pratiche dell'iniziativa sull'oro – una simulazione

Gli aspetti teorici della politica monetaria sono spesso difficili da comprendere. Le conseguenze dell'iniziativa sull'oro sull'attività della BNS possono essere di-

mostrate in maniera pratica, mediante simulazioni che mettono in atto un simile regime rispetto al passato. Supponiamo che l'iniziativa sull'oro sia entrata in vigore all'inizio della crisi finanziaria nel 2008. La voce di bilancio «oro e crediti derivanti da operazioni su oro» della BNS ammontava allora a circa 34,44 miliardi di franchi svizzeri. Al prezzo in quel momento, questo rappresentava l'equivalente<sup>3</sup> di 1087 tonnellate di oro circa. La quota d'oro del 29,44% rispetto al bilancio totale era dunque in linea con le esigenze dell'iniziativa.

► Una politica monetaria espansiva in periodo di crisi richiederebbe enormi acquisti di oro.

Poi ha fatto seguito la crisi finanziaria e l'impennata drammatica del franco svizzero. In questo contesto, il bilancio della BNS non ha cessato di aumentare nel corso dei mesi e degli anni. Da un lato perché venivano messe a disposizione delle banche commerciali liquidità supplementari (Repo a lungo termine), dall'altro a causa di interventi sul mercato dei cambi per stabilizzare il tasso di cambio. Il secondo aspetto concerne soprattutto gli anni dal 2010 al 2012. Con questa espansione del bilancio della banca centrale, la quota d'oro sarebbe prima o poi scesa sotto il limite del 20% e la BNS avrebbe dovuto aumentare le proprie riserve di metallo giallo.

### Quanto oro avrebbe dovuto acquistare la BNS secondo l'iniziativa?

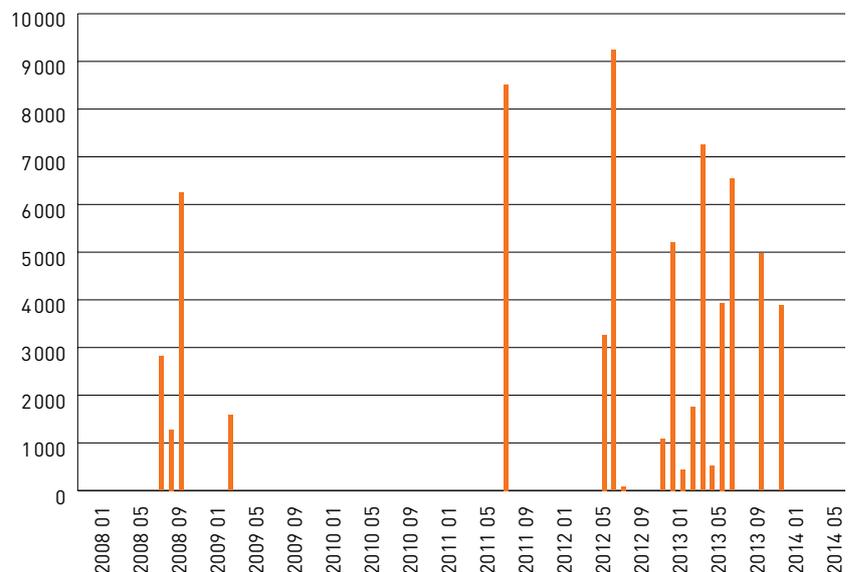
La figura 2 mostra, su una base mensile e secondo le attività reali della BNS in materia di politica monetaria, ciò che l'iniziativa avrebbe significato per la Banca nazionale tra il mese di gennaio del 2008 e il giugno del 2014. I valori tengono conto del fatto che l'iniziativa vieta di rivendere le riserve d'oro. Le riserve di oro sono state valutate ogni mese in funzione della quantità accumulata a questa data e del prezzo dell'oro del momento.

#### Grafico 2

► L'iniziativa sull'oro avrebbe costretto la BNS ad aumentare le riserve d'oro in maniera massiccia.

### Acquisti supplementari di oro richiesti dopo il 2008, sotto il regime dell'iniziativa sull'oro

In milioni di franchi svizzeri



Fonte: SNB, Thomson Reuters Datastream (prezzo dell'oro), calcoli di economiesuisse.

<sup>3</sup> Il termine « equivalente » indica che i crediti derivanti da operazioni su oro erano allora comprese nelle cifre del bilancio.

► A partire dal 2008, la BNS avrebbe dovuto acquistare dell'oro per 68,8 miliardi di franchi.

A partire dal 2008, l'iniziativa avrebbe obbligato la BNS ad acquistare dell'oro supplementare per un totale di circa 68,8 miliardi di franchi<sup>4</sup>. Al prezzo del giugno 2014, essa avrebbe accumulato delle riserve d'oro per un valore di oltre 100 miliardi di franchi, senza nessuna possibilità di rivendita. A titolo di confronto: nel giugno 2008, prima degli interventi dettati dalla crisi, la somma totale del bilancio della BNS ha raggiunto i 117 miliardi di franchi, ossia poco più di questa cifra. In altre parole, le prescrizioni dell'iniziativa sull'oro impedirebbero alla BNS di riportare la somma di bilancio al livello precedente la crisi. E sottinteso che alla banca nazionale servono anche altri attivi, come dei dollari e degli euro, per gestire correttamente la propria politica monetaria.

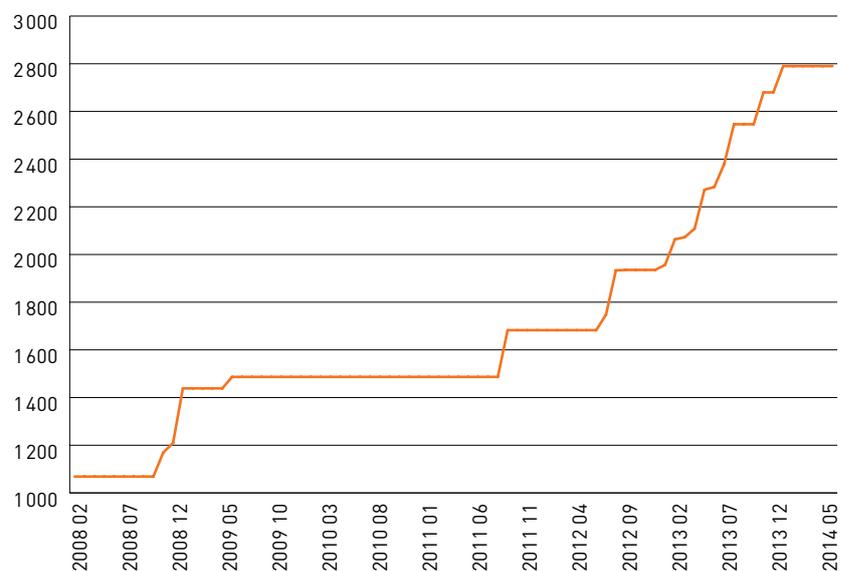
Il valore contabile elevato dell'oro si riflette anche nelle riserve fisiche necessarie in teoria. Il valore equivalente sarebbe, sotto l'effetto dell'iniziativa sull'oro, stato moltiplicato per due volte e mezzo in cinque anni, passando da circa 1087 a 2790 tonnellate (cf. figura 3). La Banca nazionale svizzera avrebbe così dovuto detenere degli stock di oro più importanti rispetto al momento dell'abrogazione ufficiale del legame tra il franco svizzero e l'oro nell'anno 2000 (prima della vendita delle quantità di oro eccedentarie secondo criteri di politica monetaria). Le riserve d'oro della Banca nazionale si avvicinavano ai tempi alle 2500 tonnellate.

### Grafico 3

► Le riserve d'oro attuali della BNS sarebbero maggiori rispetto ai tempi della parità-oro.

### Evoluzione il 2008 sotto il delle riserve d'oro dopo regime dell'iniziativa

In tonnellate



Fonte: SNB, Thomson Reuters Datastream (prezzo dell'oro), calcoli di economiesuisse.

► Il prezzo dell'oro è particolarmente volatile.

### Oro con un forte potenziale di perdita

In caso d'accettazione dell'iniziativa, l'oro diventerebbe una forma d'investimento molto più importante per la Banca nazionale e maggiore sarebbe l'impatto delle variazioni di prezzo dell'oro sull'utile realizzato dalla BNS e dunque la sua distribuzione alla Confederazione e ai cantoni. Se l'oro è ritenuto una categoria d'investimento stabile, il suo prezzo è sottoposto a variazioni piuttosto pronunciate, come dimostra l'evoluzione del corso dell'oro nell'arco degli scorsi trent'anni.

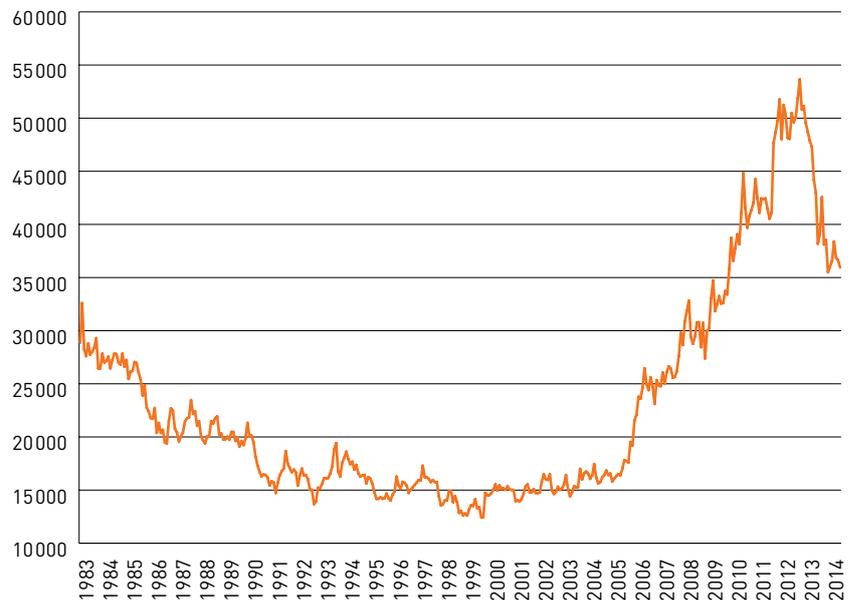
<sup>4</sup> Valori nominali, vale a dire senza tener conto dell'evoluzione dei prezzi al consumo.

**Grafico 4**

► Quale investimento, l'oro è relativamente volatile.

**Evoluzione del prezzo dell'oro dopo il 1983**

In franchi svizzeri per chilogrammo, valore nominale



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

► Nel 2013 la Banca nazionale ha contabilizzato una perdita di 15 miliardi di franchi sulle sue riserve d'oro.

L'evoluzione del prezzo dell'oro pesa già fortemente sull'evoluzione dell'utile della BNS. La diminuzione del corso dell'oro le ha fatto perdere l'anno scorso 15 miliardi di franchi e non ha permesso una distribuzione di utili alla Confederazione e ai cantoni. L'iniziativa sull'oro rafforzerebbe evidentemente questo rischio. A causa del carattere inalienabile delle riserve, le nostre autorità monetarie sarebbero ancora più soggette alle fluttuazioni del prezzo dell'oro.

In virtù dell'iniziativa sull'oro, la BNS potrebbe essere costretta ad aumentare le sue riserve d'oro in un momento inopportuno, quando il corso dell'oro aumenta o è eccessivo. Questo sarebbe stato il caso tra il 2008 e il 2014. È evidentemente impossibile pronosticare la futura evoluzione del prezzo dell'oro, ma sarebbe bastata una diminuzione al suo livello medio dopo l'abrogazione ufficiale del legame tra il franco svizzero e l'oro nel 2000 (28'417 franchi al chilo) affinché, nella situazione attuale, gli acquisti di metallo giallo imposti dall'iniziativa sull'oro avessero generato una perdita di circa 20 miliardi di franchi.

Al contrario, una diminuzione del corso dell'oro fa diminuire il suo valore di bilancio. La BNS dovrebbe procedere ad acquisti supplementari di oro per raggiungere la soglia richiesta del 20%.

**Nessun tasso di cambio minimo con l'iniziativa sull'oro**

La simulazione svela i problemi ai quali il sistema andrebbe incontro con l'accettazione dell'iniziativa sull'oro. L'iniziativa sarebbe un grande ostacolo nelle situazioni che richiedono un intervento rapido e deciso di politica monetaria. Ogni azione necessaria per introdurre un tasso di cambio minimo potrebbe unicamente essere realizzata se, nel contempo, la BNS acquistasse enormi quantità di metallo giallo. Ma siccome queste ultime non potrebbero in seguito essere rivendute, l'oro diventerebbe non solo un grande rischio, ma la BNS si troverebbe impossibilitata a riportare la sua politica monetaria ad un livello normale.

► Numerose incertezze per le imprese d'esportazione svizzere.

Se fosse stata sottoposta al regime dell'iniziativa, è molto probabile che la Banca nazionale non sarebbe mai ricorsa alla misura del tasso di cambio minimo. Le parti interessate e gli esperti sono concordi nell'affermare che il tasso di cambio minimo ha permesso di evitare il peggio per le nostre industrie d'esportazione e ha reinstaurato l'indispensabile certezza di pianificazione per le imprese. Più paura che male dunque per la nostra economia nazionale, grazie all'intervento decisivo della BNS.

► La diversificazione geografica delle riserve d'oro può rivelarsi opportuna in caso di crisi.

## Opportuna una diversificazione delle riserve

L'esigenza dell'iniziativa per quanto concerne il deposito dell'oro in Svizzera non dipende direttamente dalla politica monetaria. Attualmente, un po' meno di un terzo delle riserve d'oro della Banca nazionale svizzera si trovano all'estero, presso banche centrali partner. Di queste 300 tonnellate all'incirca, 200 sono depositate presso la Banca d'Inghilterra e 100 presso la Banca centrale del Canada. Questa diversificazione geografica ha dei vantaggi e degli inconvenienti, poiché essa comporta da una parte il "delegare" del potere, ma dall'altra permette anche una diversificazione dei rischi. In particolare in caso di crisi, la Banca nazionale può così disporre le proprie riserve d'oro su varie piazze borsistiche e venderle rapidamente in caso di necessità. Anche se simili scenari sono fortunatamente piuttosto improbabili, questa possibilità ha tutta la sua ragione d'essere per le eventuali situazioni urgenti.

## Conclusione: tutto ciò che luccica non è oro

Secondo l'attuale art. 99, cpv. 3 della Costituzione federale, una parte delle riserve monetarie costituite dalla Banca nazionale svizzera deve essere composta da oro. Dal punto di vista della politica nazionale, questa disposizione è giustificata poiché si tratta anche delle riserve urgenti per i periodi di crisi. Per contro, sul piano della politica monetaria, il metallo giallo ha da tempo perso il suo ruolo determinante. E sembra essere proprio questa la spina nel fianco. I responsabili dell'iniziativa popolare "Salvate l'oro della Svizzera" vogliono che questo metallo prezioso svolga nuovamente un ruolo più importante nella politica monetaria e nel contempo interferiscono sulla vendita delle riserve eccedentarie.

► L'iniziativa sull'oro minaccia la capacità d'azione della BNS e, a lungo termine, la stabilità dei prezzi.

L'iniziativa sull'oro non modifica in nessun caso il sistema di politica monetaria del nostro paese né ristabilisce le riserve d'oro vendute. Essa limiterebbe tuttavia considerevolmente il margine di manovra della BNS e la sua indipendenza. La recente crisi finanziaria e le sue conseguenze hanno mostrato quanto sia importante che la BNS abbia in ogni momento la possibilità di agire in materia di politica monetaria. La doppia restrizione tuttavia, con la quota minima e l'inalienabilità, rende tutto questo impossibile. L'iniziativa comprometterebbe dunque precisamente ciò che intende proteggere: la stabilità dei prezzi e il benessere economico della Svizzera.

### Informazioni:

rudolf.minsch@economiesuisse.ch  
fabian.schnell@economiesuisse.ch

### Impressum

economiesuisse, Federazione delle imprese svizzere  
Hegibachstrasse 47, Casella postale, CH-8032 Zurigo  
www.economiesuisse.ch