

IV. La politica monetaria nelle economie industriali avanzate

Aspetti salienti

Durante il periodo sotto rassegna, in un contesto di moderate spinte inflazionistiche le maggiori economie hanno tenuto i tassi ufficiali su livelli molto bassi nell'intento di sostenere la ripresa. Nella prima parte del periodo, la Federal Reserve ha efficacemente affrontato il rischio di una disinflazione indesiderata. Essa ha mantenuto i tassi a breve ai minimi degli ultimi 46 anni e ha segnalato al tempo stesso ai mercati la sua intenzione di lasciarli inalterati per un periodo di tempo considerevole. Allorché la ripresa statunitense ha dato segni di maggior vigore, l'attenzione dei mercati si è rivolta in misura crescente alla strategia della Fed intesa ad aggiustare l'orientamento monetario in senso più neutrale. Anche nell'area dell'euro la politica monetaria è stata accomodante, sebbene la BCE abbia dovuto contemperare la necessità di sostenere un recupero ancora fragile con i timori per un'inflazione che si situava in prossimità del limite superiore della fascia di stabilità dei prezzi della banca centrale. Il considerevole apprezzamento dell'euro e le discrepanze nei risultati economici regionali hanno reso ancor più complessa la conduzione della politica monetaria. La Bank of Japan ha proseguito la propria politica di tasso di interesse zero e di allentamento quantitativo. Essendosi attenuate le pressioni deflazionistiche in Giappone, sarà necessario compiere ulteriori passi verso il ripristino di una più normale impostazione della politica monetaria, un processo che potrebbe comportare sfide inusuali.

Per contro, fra le economie industriali minori i fattori di preoccupazione per le autorità sono stati più differenziati. Alcune banche centrali hanno abbassato i tassi ufficiali per sostenere la crescita, mentre altre li hanno innalzati in risposta a pressioni della domanda interna e, in alcuni casi, ai rischi derivanti dall'emergere di squilibri finanziari.

La seconda parte del capitolo tratta due aspetti che hanno assunto crescente rilevanza nel periodo in esame. Una questione fondamentale per le principali banche centrali è rappresentata dal rischio che l'attuale indirizzo fortemente accomodante, pur avendo un chiaro impatto positivo sulla ripresa mondiale, possa divenire fonte di vulnerabilità nel più lungo periodo. La seconda importante problematica riguarda la comunicazione delle banche centrali con il pubblico. La sezione finale passa in rassegna i progressi compiuti nel migliorare le strategie di comunicazione ed evidenzia le sfide per il futuro.

Rassegna degli sviluppi

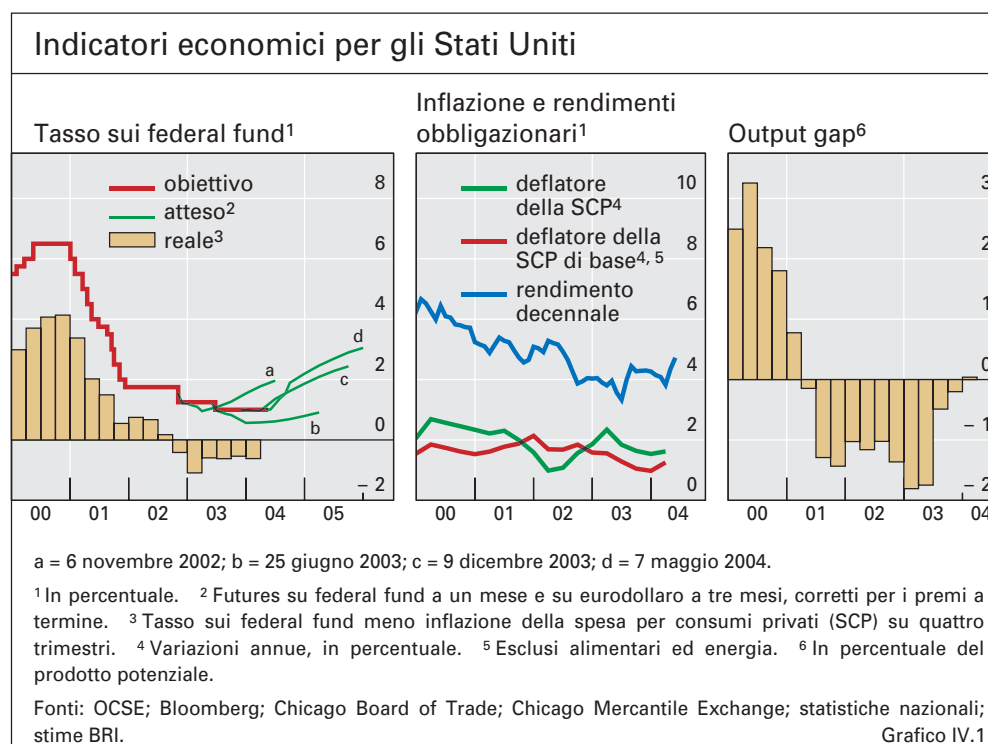
Stati Uniti

Lo scorso anno la Federal Reserve ha mantenuto un orientamento monetario decisamente accomodante, lasciando il tasso sui federal fund fermo all'1%. Il quadro economico era caratterizzato da un grado di sottoimpiego elevato, ma rapidamente calante, e da bassa inflazione. Data l'intenzione chiaramente espressa dalla Fed di mantenere basso il livello dei tassi per un periodo di tempo considerevole, il rendimento reale (*ex post*) dei federal fund ha continuato ad essere negativo (grafico IV.1). Con un tasso ufficiale reale ben al di sotto del livello neutrale di lungo periodo – uno scarto ulteriormente accresciuto dalle recenti tendenze della produttività – la Federal Reserve lasciava intendere che a un dato momento la politica monetaria avrebbe dovuto muovere verso un corso più neutrale. Una questione che si è posta alla Fed durante tutto il periodo in esame è stata quella di valutare se questo basso tasso ufficiale rimanesse appropriato alla luce delle condizioni economiche, o se non fosse invece opportuno dare inizio a una fase di inasprimento.

Un fattore fondamentale che ha influito sulle decisioni ufficiali nella prima parte del periodo è stato il rischio di un calo indesiderato dell'inflazione verso livelli deflazionistici. La percezione di tale rischio originava principalmente dalla concomitanza di una bassa inflazione effettiva e dei perduranti effetti postumi del brusco aggiustamento degli squilibri finanziari e reali creatisi nel precedente decennio. Tuttavia, essa era motivata altresì dai favorevoli sviluppi dal lato dell'offerta, in quanto gli ampi guadagni di produttività stavano notevolmente rallentando il riassorbimento del margine di capacità

Indirizzo decisamente accomodante della politica monetaria USA

Rischi di deflazione all'inizio del periodo



inutilizzata. La Federal Reserve ha espresso l'intenzione di impiegare la leva monetaria per contrastare aggressivamente questo pericolo di deflazione. Al tempo stesso, essa ha assicurato l'opinione pubblica – attraverso verbali delle riunioni del Federal Open Market Committee (FOMC), dichiarazioni di funzionari della Fed e documenti di studio – di disporre di abbondanti strumenti per fronteggiare questa minaccia, quand'anche fosse stata raggiunta la soglia zero dei tassi di interesse nominali.

Questo approccio incentrato su un basso tasso ufficiale a breve e su una strategia complementare di comunicazione si è dimostrato inoltre efficace nell'ancorare le aspettative di inflazione al disopra della zona deflazionistica e nel mantenere sotto controllo i tassi a lunga, promuovendo in tal modo un quadro economico favorevole a un'espansione della domanda aggregata. Il FOMC ha nondimeno ammesso i rischi di una crescita squilibrata in settori sensibili ai tassi di interesse e di sviluppi indesiderati nei prezzi delle attività qualora il contesto di bassi rendimenti si fosse protratto troppo a lungo. Nel periodo in esame, questi rischi sono stati giudicati accettabili.

La strategia di comunicazione della Federal Reserve, pur avendo avuto complessivamente successo nell'evitare le insidie di una potenziale deflazione, non è stata esente da problemi. Ad esempio, agli inizi del 2003 gli operatori hanno intravisto in talune dichiarazioni di funzionari della Fed persino la possibilità di ulteriori tagli del tasso ufficiale, e ciò ha determinato una flessione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine nella tarda primavera. In tali circostanze, la riduzione di 25 punti base del tasso ufficiale nel giugno 2003 ha deluso i mercati, contribuendo a una brusca correzione al rialzo lungo l'intera struttura dei rendimenti. Questo episodio ha accresciuto la consapevolezza – sia all'interno sia all'esterno della Federal Reserve – che la banca centrale avrebbe dovuto trovare il modo di trasmettere ancor più chiaramente i propri intendimenti di politica monetaria.

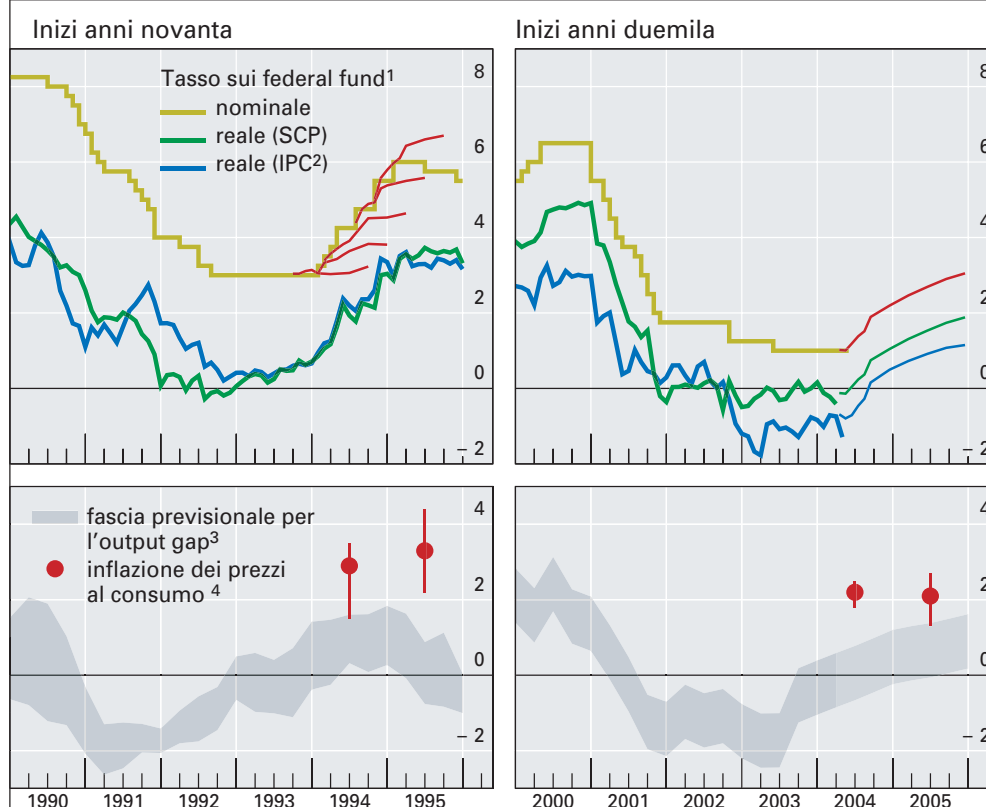
Naturalmente, con l'accelerarsi della ripresa la minaccia deflazionistica è svanita. In tale contesto hanno assunto preminenza i rischi di un rialzo dell'inflazione a breve termine derivanti dal deprezzamento del dollaro, dai forti rincari delle materie prime e dall'esuberanza del mercato delle abitazioni. Tali sviluppi hanno indotto i mercati a concentrare l'attenzione sui tempi e sui modi di una manovra al rialzo dei tassi ufficiali. La formulazione letterale dei comunicati stampa della Federal Reserve è stata oggetto di attento esame da parte del pubblico nel tentativo, forse indebito, di individuare chiavi di lettura da cui desumere per quanto tempo ancora i tassi ufficiali sarebbero rimasti fermi. Grande attenzione è stata dedicata alla frase che delineava un orientamento invariato "per un periodo di tempo considerevole". Nel gennaio 2004, quando la Federal Reserve si è invece espressa nel senso di "poter aspettare prima di abbandonare l'indirizzo accomodante", i rendimenti dei titoli del Tesoro sono dapprima saliti, e sono scesi i corsi azionari. In seguito, i mercati hanno ridimensionato la portata del cambio di formulazione, interpretandolo come una modifica di linguaggio piuttosto che come un diverso orientamento di base. A maggio il FOMC giudicava che l'indirizzo accomodante avrebbe potuto essere abbandonato a un ritmo "graduale", alimentando previsioni di un certo aumento dei tassi nel breve periodo.

Le dichiarazioni ufficiali rafforzano le aspettative di bassi tassi di interesse

Con il rinvigorirsi della ripresa l'attenzione si sposta sul ripristino di un corso neutrale

“Strategie di uscita” negli Stati Uniti

in percentuale



¹ Le linee sottili rappresentano i tassi attesi (si veda la nota 2 del grafico IV.1 per maggiori dettagli). Dal 2004, in base ai tassi futures del 7 maggio 2004 e, per quelli reali, tassi corretti per il deflatore della SCP dell'OCSE e con le previsioni per l'IPC rispettivamente. ² Serie statistiche dell'IPC (BLS). ³ Fascia di stime in tempo reale elaborate mediante filtro di Hodrick-Prescott e dati storici sul PIL per gli anni novanta. ⁴ Previsioni medie effettuate rispettivamente nel gennaio 1994 e nel maggio 2004. Le linee verticali rappresentano la fascia di previsione.

Fonti: Bureau of Labor Statistics (BLS); OCSE; Bloomberg; Chicago Board of Trade; Chicago Mercantile Exchange; © Consensus Economics; statistiche nazionali; stime BRI. Grafico IV.2

Un problema importante per la Federal Reserve era come mantenere un giusto equilibrio nelle aspettative del settore privato circa le future modifiche dei tassi ufficiali. Considerando gli elevati livelli di debito delle famiglie e delle imprese, gli ampi disavanzi correnti accumulati e il rapido insorgere di squilibri di bilancio, una repentina ascesa dei tassi a lungo termine avrebbe comportato il rischio di una maggiore volatilità e di iperreazioni dei mercati finanziari che avrebbero potuto complicare la transizione, mettendo a repentaglio in vario modo la ripresa. Da un lato, occorre evitare che il settore privato puntasse anzitempo su un rialzo dei tassi a lunga. Dall'altro, si doveva impedire che i mercati non tenessero il passo, consentendo l'accumulo di pressioni inflazionistiche, in quanto ciò avrebbe potuto richiedere in seguito un inasprimento brusco e forse destabilizzante. Queste circostanze hanno messo in risalto l'importanza per la Federal Reserve di preparare adeguatamente i mercati a future manovre dei tassi ufficiali al fine di scongiurare rialzi prematuri ovvero tardivi dei tassi a lungo termine.

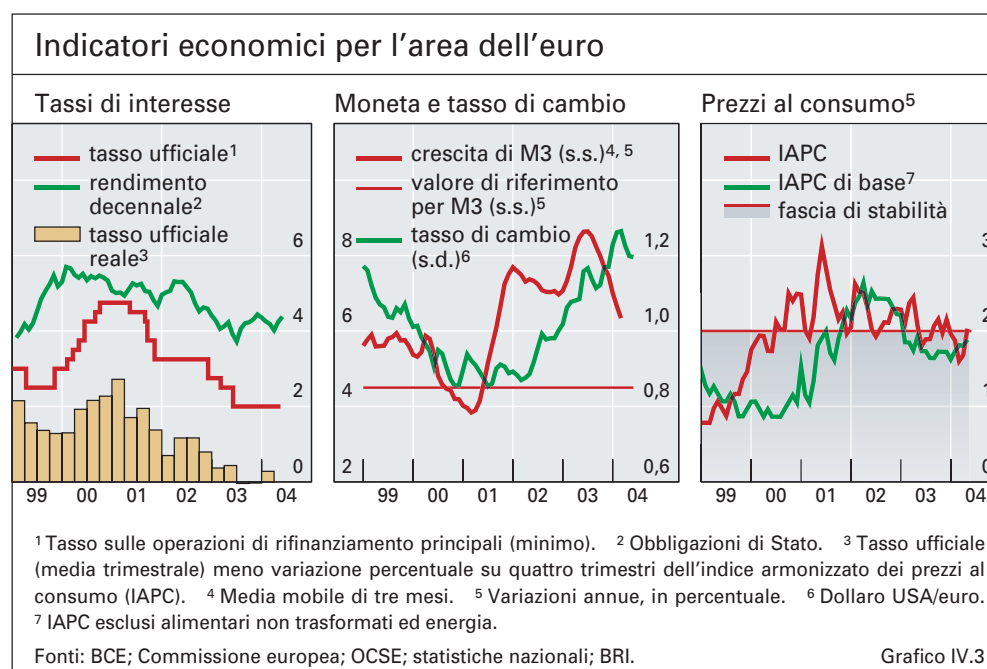
Parallelismi con il punto di svolta del ciclo di politica monetaria negli anni novanta

Per inquadrare questi rischi in una prospettiva storica, è utile porre a confronto la situazione recente con quella determinatasi alla fine del 1993 (grafico IV.2). Allora come oggi, la Federal Reserve perseguiva da un periodo di tempo considerevole una strategia di bassi tassi di interesse, che aveva portato il tasso ufficiale reale in prossimità dello zero. Una ragione alla base di quella strategia era la presenza di fattori finanziari che ostacolavano una rapida e solida ripresa. Tuttavia, alla fine del 1993 la ripresa era avviata, il sottoimpiego di capacità pareva esaurirsi e le previsioni di inflazione evidenziavano una tendenza ascendente. A partire dagli inizi del 1994 la Federal Reserve innalzò i tassi sette volte nell'arco di 12 mesi, nella misura di 25-75 punti base per volta, con un aumento cumulativo di 3 punti percentuali. Se in un primo momento le aspettative di mercato di futuri rialzi dei tassi erano risultate in ritardo sulla manovra effettiva della Federal Reserve, verso la fine del ciclo di politica monetaria esse sopravanzavano il livello di obiettivo finale. Il FOMC fu costretto ad arginare tali aspettative con un aggiustamento degli annunci sul "bias" e successive riduzioni dei tassi. Esistono ovviamente differenze tra questo episodio del passato e la situazione attuale. Anzitutto, nel presente ciclo i tassi di interesse reali sono più bassi, ed è quindi maggiore la necessità di aggiustamento rispetto all'esperienza precedente. Inoltre, le aspettative di inflazione sembrano essere più solidamente ancorate, e la Federal Reserve è divenuta molto più trasparente nel comunicare le decisioni prese e gli indirizzi di politica monetaria.

Area dell'euro

La politica monetaria è rimasta espansiva ...

Nel periodo sotto rassegna l'orientamento della politica monetaria ha continuato ad essere espansivo anche nell'area dell'euro, come indicano i bassi tassi di interesse reali e la forte crescita della moneta in senso ampio (grafico IV.3). Analogamente agli Stati Uniti, nei paesi dell'area i tassi nominali a breve si



situavano ai minimi del dopoguerra, contribuendo a deprimere i rendimenti dei titoli pubblici a lunga scadenza e i tassi swap a termine.

Dopo il taglio di 50 punti base apportato nel giugno 2003, il tasso ufficiale della BCE è rimasto invariato al 2% per il resto del periodo. Il principale fattore alla base dell'indirizzo accomodante era la fragilità della ripresa, giacché nelle maggiori economie dell'area la crescita si manteneva ben al di sotto della media. Una delle ragioni per cui la BCE si è astenuta da ulteriori tagli era la persistenza dell'inflazione in prossimità del limite superiore del 2% della fascia di stabilità dei prezzi. Gli incrementi di imposta e la crescita relativamente sostenuta dei costi unitari del lavoro, di riflesso a una certa inerzia nella dinamica delle retribuzioni e a modesti guadagni di produttività, sono stati i due fattori principali che hanno impedito all'inflazione di calare nella misura che ci si poteva attendere dato l'eccesso di offerta sul mercato del lavoro. Per giunta, non risultava che il forte apprezzamento dell'euro stesse esercitando significative pressioni al ribasso sull'inflazione.

La situazione dilemmatica in cui i responsabili delle politiche nell'area dell'euro si sono venuti a trovare durante il periodo in esame va vista alla luce dell'apprezzamento dell'euro, specie nei confronti del dollaro. Da un lato, con una ripresa in fase di stallo e una disoccupazione ingente la BCE veniva sollecitata a ridurre i tassi di interesse di fronte alla prospettiva di una perdita di competitività dovuta al rafforzamento della moneta, tanto più in quanto da molti la politica statunitense veniva giudicata più attiva nel sostenere la crescita. I tassi ufficiali nell'area dell'euro si situavano a livelli doppi rispetto a quelli statunitensi, e in ciò veniva individuata una causa della forza dell'euro nei confronti del dollaro. Dall'altro lato, la BCE doveva fronteggiare una situazione in cui entrambi i principali indicatori della strategia a due pilastri dell'Euro-sistema facevano apparire inopportuno un abbassamento del tasso ufficiale. Come già menzionato, l'inflazione – sia generale che di base – si manteneva in prossimità del limite superiore della fascia di stabilità dei prezzi, e la crescita di M3 continuava a muoversi ben al di sopra del valore di riferimento del 4,5%. Quanto all'euro, in linea generale la BCE considerava il suo rafforzamento come parte di un processo di correzione volto a ricondurre il valore della moneta entro i livelli storici normali; l'apprezzamento dell'euro non veniva quindi giudicato un rischio tale da richiedere un'ulteriore distensione monetaria.

La BCE ha dovuto inoltre affrontare il perdurante problema delle ampie disparità regionali. Un aspetto critico riguardava i differenziali inflazionistici tra le economie dell'area, specie perché la Germania era ormai prossima alla deflazione. Un altro era la sostenibilità dell'aumento del debito delle famiglie e l'accelerazione dei prezzi degli immobili residenziali limitata ad alcuni paesi dell'area (grafico IV.4). In risposta a tali problemi, la BCE ha ribadito la propria posizione secondo cui la manovra del tasso ufficiale per l'area nel suo insieme non avrebbe rappresentato un mezzo efficace per appianare gli squilibri regionali: il rialzo dei tassi di interesse nel tentativo di frenare l'inflazione o aumenti eccessivi dei prezzi delle abitazioni in una regione avrebbe rischiato di soffocare la ripresa in altre.

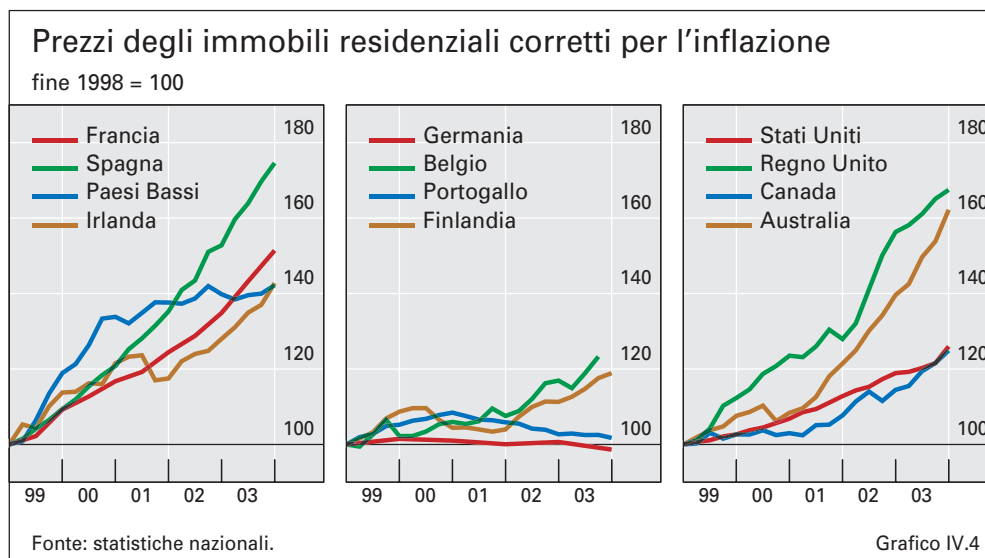
Ciò non significa che la politica monetaria della BCE non tenga conto dell'eventualità che si sviluppino squilibri finanziari. Come analizzato nel

... a causa dell'indebolimento della ripresa ...

... e di un'inflazione attestata in prossimità del limite superiore della fascia obiettivo

Il dilemma di politica monetaria accentuato dall'apprezzamento dell'euro

Permangono divari regionali



Gli indicatori quantitativi sono ancora motivo di preoccupazione

Capitolo IV della 73^a *Relazione annuale*, una possibile spiegazione del differente grado di attivismo mostrato dalla politica della BCE rispetto a quella della Federal Reserve risiede nella strategia a due pilastri della Banca centrale europea. L'eccessiva espansione degli aggregati monetari e creditizi è stata interpretata come un segnale di potenziali pressioni inflazionistiche o di un sottostante accumulo di squilibri finanziari e di altra natura, anche quando le misure dell'inflazione generale rimanevano relativamente contenute. Il fatto che dalla fine del 2001 la crescita di M3 abbia superato ampiamente il valore di riferimento è sintomatico di un tale rischio, e questa circostanza può aver impedito alla politica monetaria di essere ancor più attiva.

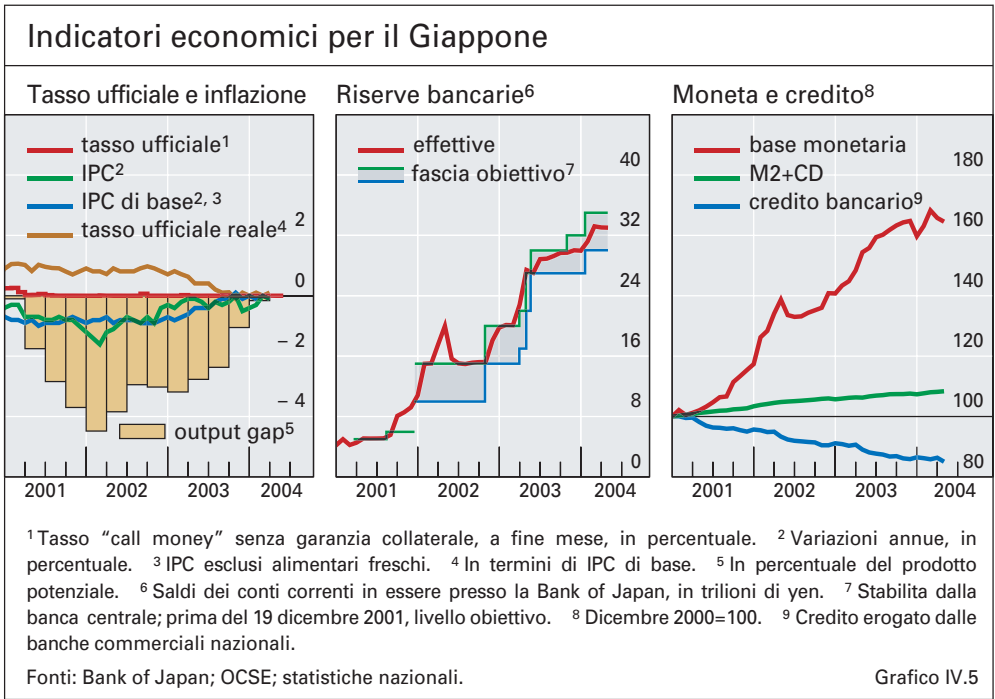
Giappone

La Bank of Japan continua ad applicare tattiche non convenzionali ...

La Bank of Japan ha continuato a far uso di tattiche monetarie non convenzionali nel perseguimento dei propri obiettivi di uscire dalla deflazione e favorire la ripresa economica. In presenza di un tasso overnight praticamente ancorato a zero, i rendimenti di mercato sia a breve che a lungo termine sono rimasti su livelli prossimi ai minimi storici. Poiché i tassi nominali a breve avevano toccato la soglia zero, la BoJ non era più in grado di ridurre direttamente i rendimenti reali *ex post*, che venivano quindi determinati dal tasso effettivo di deflazione. Tuttavia, grazie a una certa attenuazione delle pressioni deflazionistiche, nel periodo sotto rassegna i tassi di interesse reali sono leggermente calati verso il livello zero (grafico IV.5).

... e adotta un orientamento molto accomodante

La Bank of Japan ha integrato la politica di tasso di interesse con una strategia di allentamento quantitativo, aggiustando due volte verso l'alto la fascia obiettivo fissata per i saldi di conto corrente presso la banca centrale: nell'ottobre 2003 ha aumentato a ¥32 trilioni il limite superiore per fornire un più ampio margine di manovra; nel gennaio 2004 la fascia obiettivo è stata allargata e ulteriormente innalzata da circa ¥27-32 a 30-35 trilioni. In ottobre la BoJ ha anche colto l'opportunità per illustrare la propria "strategia di uscita" dall'allentamento quantitativo, dichiarando che questo sarebbe proseguito fino a quando l'IPC di base non fosse aumentato stabilmente (in



ragione annua) per alcuni mesi e fosse inoltre pronosticato un suo ulteriore incremento. Questa chiarificazione mirava a neutralizzare le congetture di una prematura cessazione dell'allentamento quantitativo, che si riteneva avessero contribuito alla volatilità dei tassi di interesse a lungo termine.

Come già osservato negli anni precedenti, la forte espansione della base monetaria non si è tradotta in un'apprezzabile accelerazione degli aggregati più ampi. M2 è aumentata solo di poco, mentre è calato nuovamente il volume del credito. La perdurante alterazione del meccanismo di trasmissione monetaria è tuttora una conseguenza dei danni subiti in passato dal sistema finanziario. La banca centrale giapponese ha in effetti compiuto ulteriori sforzi per potenziare tale meccanismo, acquistando azioni detenute da banche commerciali e promuovendo lo sviluppo di mercati alternativi per l'intermediazione finanziaria. A tale scopo, essa ha incrementato le proprie posizioni in "pecuniary trust" (ossia azioni acquistate presso istituzioni finanziarie) e titoli garantiti da attività: a maggio tali disponibilità ammontavano rispettivamente a ¥2 trilioni e 150 miliardi.

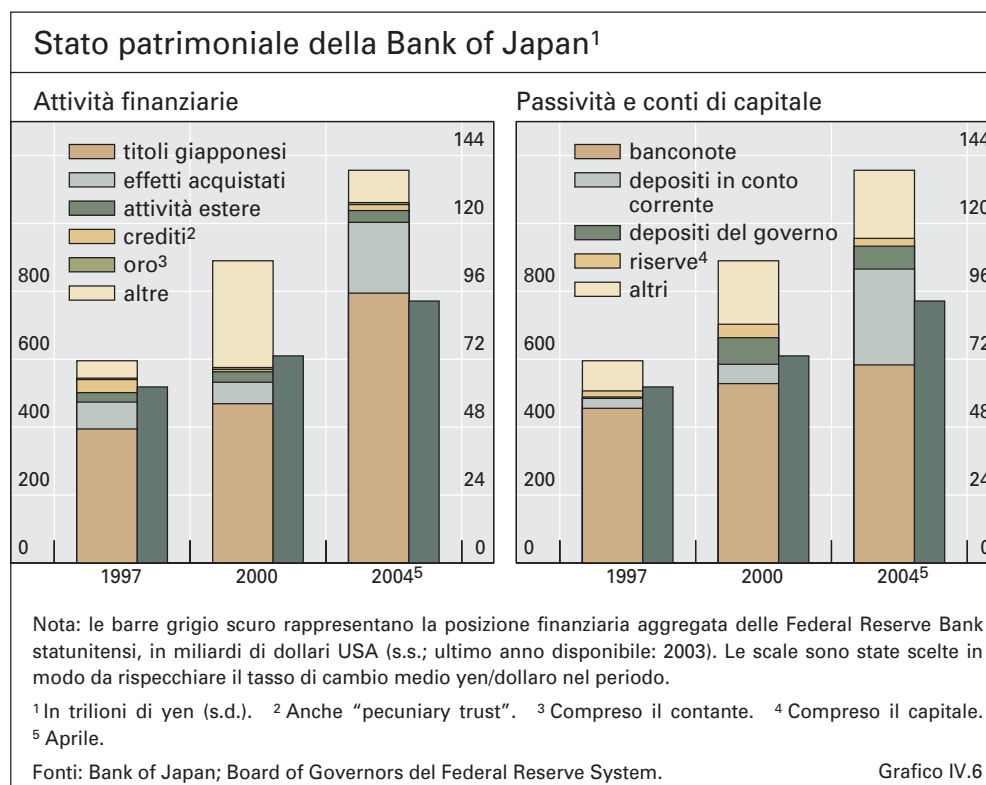
La comparsa dei primi segni di attenuazione delle pressioni deflazionistiche ha alimentato la speranza di un ritorno a condizioni monetarie più normali. Un aumento effettivo del livello dei prezzi, qualora dovesse concretizzarsi, contribuirebbe a rafforzare tali attese. Tuttavia, una piena normalizzazione presupporrebbe ulteriori progressi nel risanamento del sistema finanziario giapponese. Per il momento, vari fattori strutturali rappresentano ancora ostacoli significativi a un suo corretto funzionamento (Capitolo VII).

Un fattore che complica il ripristino di un più normale assetto di politica monetaria è rappresentato dal bilancio sovradilatato della banca centrale. Le sue dimensioni sono quasi raddoppiate, passando da ¥72 trilioni circa nel 1997 (equivalenti al 18% del PIL) a un valore prossimo a ¥140 trilioni

Il meccanismo di trasmissione continua ad essere alterato ...

... ma sono emersi alcuni segnali positivi

Persistono timori per le dimensioni del bilancio della banca centrale



nell'aprile 2004 (25% del PIL), in gran parte a seguito della politica di allentamento quantitativo, che prevedeva fra l'altro massicci acquisti di attività nazionali (grafico IV.6). Nel quadro di un ritorno a condizioni monetarie più normali, e in funzione delle circostanze, la banca centrale potrebbe trovarsi nella necessità di cedere titoli a reddito fisso a lungo termine. Ciò potrebbe incidere negativamente sulla sua posizione patrimoniale e fors'anche richiedere una ricapitalizzazione.

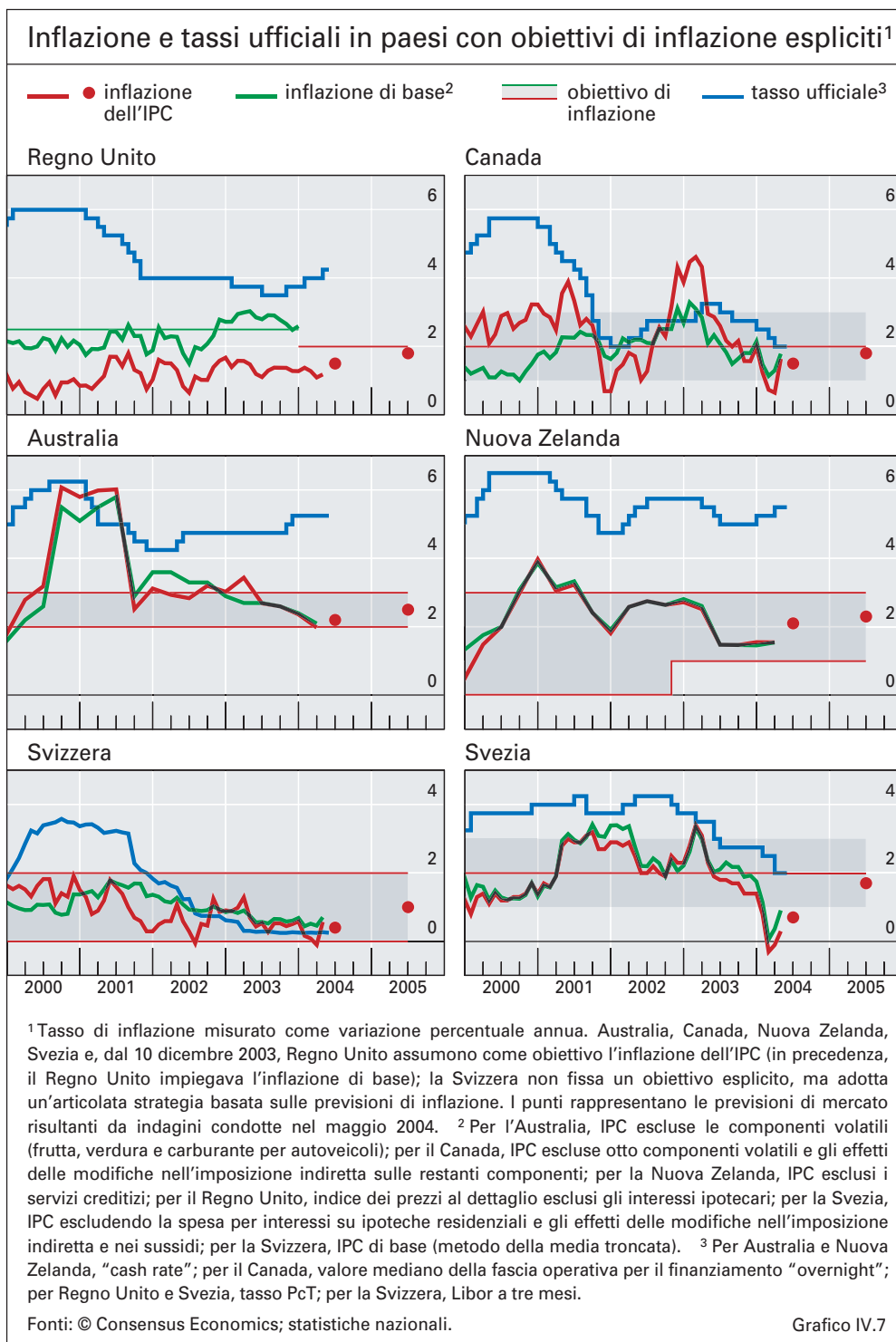
Paesi con obiettivi di inflazione

Nel periodo in esame le banche centrali dei paesi con espliciti obiettivi quantitativi di inflazione hanno seguito orientamenti divergenti: alcune hanno inasprito le condizioni monetarie, altre le hanno allentate. Tale asincronia del ciclo di politica monetaria tra questi paesi e le economie industriali maggiori si discosta dall'esperienza storica recente. Se all'inizio della decelerazione economica mondiale nel 2001 la maggior parte delle banche centrali aveva ridotto i tassi ufficiali, lo scorso anno la Bank of Canada e la Sveriges Riksbank hanno proceduto a un ulteriore allentamento, la Banca Nazionale Svizzera ha mantenuto i tassi su livelli già modesti, la Bank of England e le banche centrali di Australia e Nuova Zelanda hanno tutte innalzato i propri tassi ufficiali (grafico IV.7).

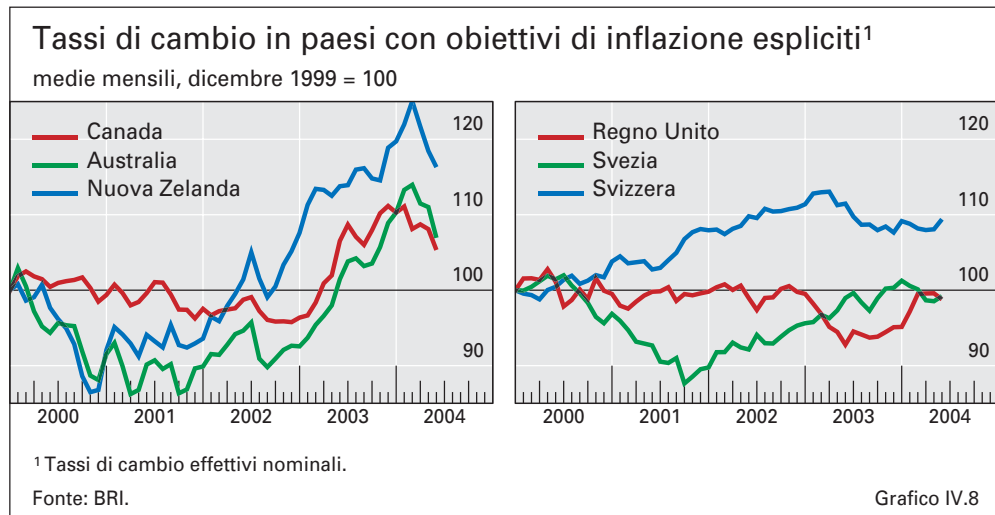
Canada, Svezia e Svizzera erano caratterizzati da un'inflazione a livelli pari o inferiori all'obiettivo, crescita della domanda interna ancora al disotto del potenziale e output gap negativo. In siffatto contesto, le banche centrali di tutti e tre i paesi hanno continuato a favorire condizioni monetarie di stimolo. Il calo dell'inflazione è stato particolarmente pronunciato e inatteso in Svezia,

Politiche differenziate nei paesi con obiettivi di inflazione

Canada, Svezia e Svizzera perseguono politiche monetarie di stimolo ...



dove si è addirittura tradotto in una flessione nel livello dei prezzi agli inizi del 2004. Di conseguenza, a partire dal marzo 2003 la Riksbank ha abbassato i tassi in cinque occasioni, per un totale di 175 punti base, cosicché i tassi reali a breve sono scesi fino a circa il 2% nel marzo 2004. In Canada e Svizzera un fattore chiave che ha condizionato il corso della politica è stato il tasso di cambio. L'apprezzamento del dollaro canadese (grafico IV.8), particolarmente nei confronti del dollaro USA, rappresentava un pericolo per la ripresa, dati gli stretti legami commerciali con gli Stati Uniti, e comportava il rischio



che l'inflazione scendesse al di sotto dell'obiettivo. Poiché si riteneva che il contestuale aumento dei prezzi delle materie prime non avesse dissipato del tutto tale minaccia, nel periodo sotto rassegna la Bank of Canada ha ridotto cinque volte il proprio tasso ufficiale. La Banca Nazionale Svizzera, a sua volta alle prese con un apprezzamento della moneta, ha abbassato il tasso ufficiale nella prima metà del 2003 ed è intervenuta direttamente sui mercati dei cambi. In assenza di segnali di consolidamento della ripresa e con un tasso di inflazione prossimo allo zero, l'orientamento accomodante della politica monetaria è stato mantenuto per il resto del periodo.

... mentre Australia, Nuova Zelanda e Regno Unito innalzano i tassi

Per contro, le banche centrali di Australia e Nuova Zelanda hanno innalzato i tassi ufficiali, nonostante il simultaneo apprezzamento del cambio, nel timore che la rapida crescita della domanda interna (e del prodotto) rafforzasse le spinte inflazionistiche. A fine 2003 l'output gap era tornato su valori positivi in Australia e si manteneva ampiamente positivo, per il terzo anno consecutivo, in Nuova Zelanda. Anche la Bank of England ha inasprito le condizioni monetarie in presenza di una crescita della domanda interna superiore alla media e del pericolo di un potenziale accumulo di squilibri finanziari, in particolare a causa della perdurante accelerazione nella crescita dei prezzi degli immobili residenziali e del debito delle famiglie. In realtà, è tutt'altro che chiaro quale impatto possano avere le connesse variazioni nei bilanci delle famiglie sulla spesa e sull'inflazione generale dei prezzi al consumo sia nel breve che nel lungo periodo. Tuttavia, data la prevalenza di mutui ipotecari a tasso variabile nel Regno Unito, è prevedibile che i potenziali problemi insiti in un accumulo del debito delle famiglie si accentuino nel caso di un rapido aumento dei tassi di interesse o di una caduta dei prezzi delle abitazioni.

I prezzi delle attività e i tassi di cambio rappresentano le principali fonti di rischio

L'esperienza di questi paesi nel periodo in esame – una combinazione di valute in apprezzamento, esuberante domanda interna, crescenti pressioni sulla capacità produttiva e aumento dei prezzi di alcune attività, in particolare degli immobili residenziali – mette in luce la difficoltà delle scelte cui i responsabili di piccole economie aperte hanno dovuto talora far fronte. Se la domanda interna cresce a un ritmo insostenibile e i prezzi immobiliari

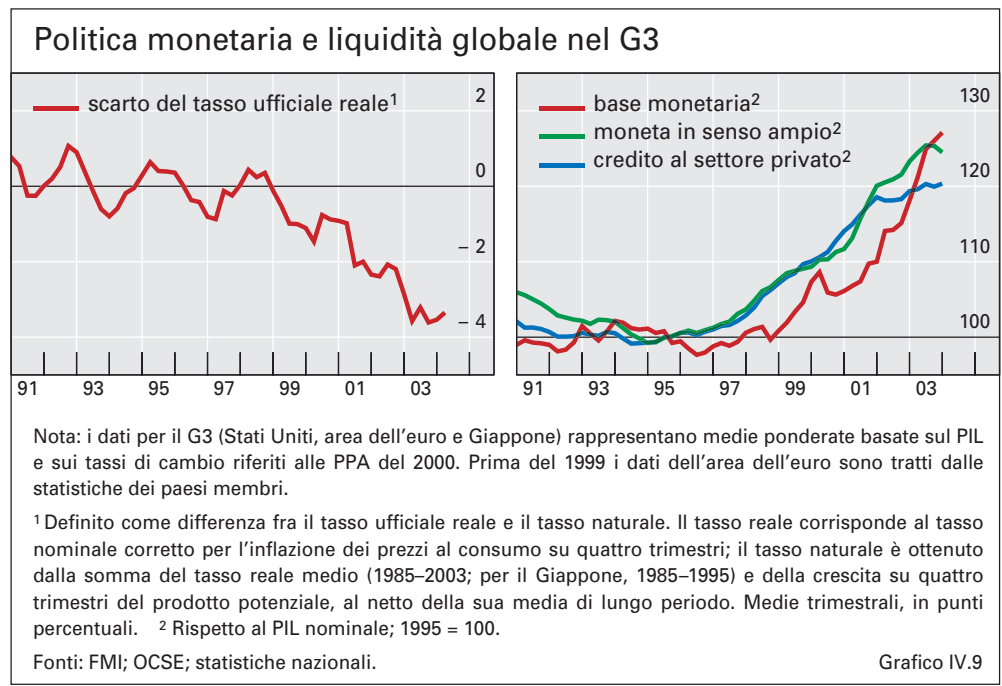
seguono un marcato trend ascendente, le autorità monetarie sarebbero normalmente indotte a innalzare i tassi per contrastare possibili pressioni inflazionistiche. Tuttavia, tale esigenza potrebbe ridursi sensibilmente ove l' apprezzamento del cambio contribuisse a tenere a bada le spinte inflazionistiche. Il problema è che, mantenendo più basso il livello dei tassi di interesse nel breve periodo, la politica monetaria potrebbe accentuare le spinte al rialzo sui prezzi delle attività, alimentando la formazione di squilibri finanziari nel più lungo periodo.

Liquidità globale: il ruolo della politica monetaria nel G3

L'indirizzo accomodante della politica monetaria nelle maggiori economie industriali – Stati Uniti, area dell'euro e Giappone – può comportare il rischio di un'eccessiva creazione di liquidità nei mercati finanziari mondiali. Si tratta di un aspetto difficile da valutare, se non altro perché è difficile dare un'esatta definizione macroeconomica della liquidità, e tanto più di "eccesso" di liquidità. Un dato di fatto è che i tassi nominali a breve nel G3 sono stati portati a livelli così bassi che il "gap" del tasso ufficiale reale (media ponderata) nel G3 – definito come differenza tra il tasso ufficiale reale e il tasso naturale di interesse coerente con la stabilità dei prezzi nel lungo periodo – è aumentato sensibilmente negli ultimi anni. Ciò trova conferma, in particolare, nel confronto con gli anni novanta (grafico IV.9). Nello stesso tempo, le misure quantitative dell'indirizzo di politica monetaria, quali l'offerta di moneta in senso stretto e ampio e il credito al settore privato, hanno parimenti registrato un forte incremento. Il quesito che si pone è fino a che punto le autorità monetarie debbano preoccuparsi di tali sviluppi.

Le politiche del G3 potrebbero dilatare la liquidità globale

Vi sono due tipi di rischio che possono dar adito a preoccupazione. Anzitutto, anche se l'inflazione è quiescente nel breve periodo, i bassissimi



tassi ufficiali potrebbero comunque acuire il pericolo di una sua accelerazione in futuro. Essi rischiano altresì di alimentare crescenti squilibri finanziari, i quali potrebbero poi risolversi in modo pregiudizievole per l'economia. La rapida espansione degli aggregati monetari e creditizi, i sempre maggiori prezzi delle attività e l'eccezionale compressione subita di recente dai differenziali di rendimento sono interpretabili come potenziali indicatori di tali rischi nelle economie del G3. In secondo luogo, questi sviluppi possono avere conseguenze indesiderate in altre aree, a causa del particolare ruolo internazionale svolto dalle monete del G3. Un'eccessiva creazione di liquidità nell'ambito del Gruppo potrebbe propagarsi alle economie esterne, accrescendo anche in queste ultime i rischi di un aumento dell'inflazione e di una dinamica insostenibile dei prezzi delle attività. Una possibile manifestazione di tale processo è il maggiore flusso di capitali privati verso quei paesi i cui tassi di cambio sono considerati redditizi, in quanto gli investitori cercano di lucrare i differenziali di interesse acquistando valute a più alto rendimento (Capitolo V). Questa categoria di flussi finanziari è stata particolarmente ampia nell'attuale configurazione dei tassi di interesse, poiché i bassi saggi nominali nel G3 hanno in parte indotto gli investitori a ricercare più alti rendimenti attraverso l'acquisto di attività in altri paesi. Durante il periodo sotto rassegna, tale comportamento trova riscontro nell'impennata dei flussi di capitali privati verso le economie emergenti (tabella III.2 a pagina 42).

I bassi tassi di interesse stimolano la ricerca di maggiori rendimenti

In ordine al problema della propagazione delle politiche monetarie del G3 al resto del mondo, riveste un ruolo centrale il regime di cambio. In un sistema di cambi prettamente flessibili la politica monetaria, in linea di principio, è una mera questione interna. Qualsiasi eccesso di stimolo monetario tenderebbe a manifestarsi in aggiustamenti del cambio nominale. Gli assetti internazionali vigenti, tuttavia, contrastano sostanzialmente con il modello standard dei regimi di cambio flessibili. Per certi versi, infatti, tali assetti sono assimilabili a un sistema di cambi fissi. Molte economie emergenti hanno scelto di intervenire sui mercati per mantenere i tassi di cambio rispetto alle valute del G3 entro una fascia relativamente ristretta. Le ragioni di tali interventi possono essere svariate: un interesse immediato a contrastare la volatilità del cambio; il desiderio di preservare la competitività esterna; la volontà di mitigare gli effetti dei movimenti del cambio su altri obiettivi interni, quali un'inflazione bassa e stabile, una crescita equilibrata e la stabilità finanziaria. Inoltre, l'accumulo di ingenti riserve internazionali da parte delle economie esterne al G3 determina un meccanismo di retroazione attraverso il quale le politiche di queste ultime possono influire sul Gruppo stesso. Nella maggior parte dei casi la contropartita di tali interventi è consistita in acquisti di attività in dollari, come titoli del Tesoro USA. Anche questo potrebbe aver contribuito ad abbassare i rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti, sebbene sia difficile avere riscontri empirici al riguardo (Capitolo VI). Naturalmente, a perseguire simili politiche non sono stati solo i paesi esterni al G3; altrettanto ha fatto il Giappone.

Trasmissione attraverso il canale del cambio

Le analogie fra gli attuali assetti valutari internazionali e precedenti regimi di cambio più formali, come il gold standard e il sistema di Bretton Woods, mostrano che da tali esperienze si possono trarre utili insegnamenti

Insegnamenti dall'esperienza del passato

per il presente. Il gold standard, ad esempio, ha funzionato bene fintantoché le principali economie seguivano politiche monetarie e di bilancio credibili, che erano sostanzialmente coerenti con la data costellazione dei cambi. Allorché emergevano squilibri, i flussi di oro riequilibravano il sistema o, alternativamente, le principali banche centrali aumentavano i crediti esteri per temperare i cicli economici. Tuttavia, entrambi i sistemi divennero vulnerabili a riallineamenti e finirono per crollare nel momento in cui i tassi di cambio non erano più in linea con le grandezze macroeconomiche fondamentali. In effetti, i connessi aggiustamenti nei prezzi interni del lavoro e dei beni necessari a preservare l'integrità dei sistemi vigenti furono giudicati troppo costosi.

Quali sono le principali implicazioni per la politica monetaria odierna? Se le banche centrali del G3 seguiranno ad attuare politiche monetarie espansive e altri paesi si mostreranno poco inclini ad accettare correzioni verso l'alto dei cambi nominali, le banche centrali di economie non appartenenti al G3 saranno indotte a perseguire un corso monetario più espansivo di quanto avrebbero fatto altrimenti. Ciò si esplicherebbe probabilmente in due modi diversi. Primo, le banche centrali potrebbero abbassare i tassi ufficiali; secondo, potrebbero effettuare interventi sterilizzati, come alcune di esse hanno già fatto. Pur contribuendo a contenere l'apprezzamento del cambio, tali azioni potrebbero non essere in grado di impedire un rialzo dell'inflazione o movimenti eccessivi dei prezzi delle attività nel medio periodo. Il dilemma che si pone alle autorità è se valga la pena correre simili rischi per beneficiare di una crescita più sostenuta a breve termine.

Implicazioni per la politica monetaria

Inoltre, qualora un rapido aumento della liquidità globale portasse alla formazione di squilibri finanziari in varie parti del mondo, la fragilità di molte posizioni finanziarie potrebbe acuirsi nel caso di un rialzo dei tassi a breve. In realtà, vi sono indicazioni secondo cui la recente erogazione di credito alle economie emergenti non sempre si è ispirata a criteri sufficientemente selettivi. Per fortuna, in confronto a episodi del passato queste economie hanno generalmente compiuto progressi nel rafforzare le infrastrutture finanziarie e le posizioni di liquidità. Purtroppo, l'aggiustamento potrebbe non essere del tutto indolore.

Vulnerabilità finanziarie

Vari aggiustamenti potrebbero attenuare la creazione di un'eccessiva liquidità globale, ove le sue implicazioni fossero giudicate importanti. Se l'onere dell'aggiustamento dovesse gravare sulle economie esterne al G3, queste dovrebbero accettare un apprezzamento delle loro valute o un'imposizione di controlli sui movimenti di capitali. Viceversa, se l'onere principale dovesse ricadere sui paesi del G3, si renderebbero necessarie politiche interne più restrittive. Un approccio più globale potrebbe semplicemente consistere nell'adozione, da parte sia delle economie del G3 sia di quelle esterne al Gruppo, di un credibile sistema internazionale di tassi di cambio determinati in modo più flessibile, come raccomandato di recente in occasione di una riunione dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali del G7. In pratica, tuttavia, ciò richiederebbe probabilmente una qualche forma di accordo anche sulle politiche macroeconomiche. I paesi asiatici, ad esempio, potrebbero essere riluttanti ad accettare un apprezzamento delle proprie

Potrebbero essere necessari aggiustamenti delle politiche monetarie

valute ove ritenessero che il disavanzo di bilancio e i bassi saggi di risparmio negli Stati Uniti fossero la causa prima dei molti preoccupanti squilibri.

La comunicazione nella politica monetaria

Una chiara comunicazione è essenziale per la politica monetaria

Nel periodo in esame è stata posta in maggior rilievo l'importanza che una chiara comunicazione riveste nella conduzione della politica monetaria. È ampiamente riconosciuto che una buona politica della comunicazione può rafforzare l'indipendenza istituzionale delle banche centrali, nonché accrescere l'efficacia della politica monetaria. Questo riconoscimento aiuta a comprendere perché nell'ultimo decennio vi sia stata la tendenza da parte delle banche centrali a ricercare un modo più chiaro di comunicare. È tuttavia evidente che non esiste un'opzione valida per tutti quando si tratta di concepire buone strategie di comunicazione. Le banche centrali sono soggette a vincoli differenti che condizionano il modo in cui possono formulare i loro messaggi. Tali vincoli continueranno probabilmente a condizionarle allorché decideranno di apportare cambiamenti alle loro strategie comunicative.

L'importanza di una buona comunicazione

Una buona comunicazione ...

Una chiara comunicazione svolge un ruolo chiave nel quadro istituzionale di una banca centrale in quanto rappresenta il mezzo attraverso il quale essa può attestare la propria trasparenza, responsabilizzazione e credibilità. Queste tre connotazioni sono fra loro correlate e, in situazioni ottimali, si rafforzano vicendevolmente.

... rafforza la trasparenza ...

Una maggiore trasparenza in politica monetaria può accrescere la responsabilizzazione e la credibilità di una banca centrale, riducendo l'incertezza in merito alle sue finalità, strategie e decisioni. Una chiara comunicazione è a sua volta essenziale per aumentare la trasparenza. È tuttavia importante notare che maggiore informazione non è necessariamente sinonimo di maggiore trasparenza; una sovrabbondanza di informazioni può talora trasmettere una falsa immagine di precisione o semplicemente disorientare i destinatari. Pertanto, il compito per le autorità monetarie consisterà nel decidere quali informazioni possano connotare meglio il loro punto di vista e quale sia il modo più idoneo di comunicarle al pubblico.

... la responsabilizzazione ...

Trasparenza e responsabilizzazione per il proprio operato vanno di pari passo: per essere responsabile una banca centrale deve spiegare chiaramente i contenuti e le ragioni del suo agire. Questo dovere di rendiconto ha un'importanza che trascende tuttavia il ristretto ambito della stabilizzazione dell'inflazione e del prodotto. Dato l'impatto – sia positivo sia negativo – che la politica monetaria può avere in termini di benessere economico, le banche centrali sono chiamate a rispondere del loro operato dinanzi al governo e all'opinione pubblica. Oltre a incoraggiare la fiducia nell'istituzione, ciò costituisce la naturale contropartita della sua autonomia operativa. La relazione positiva che intercorre tra indipendenza operativa della banca centrale e dinamiche dell'inflazione e del prodotto che promuovono un aumento del benessere economico trova inoltre conferma in studi precedenti.

Analogamente, una maggiore trasparenza può rafforzare la credibilità. In definitiva, le banche centrali acquisiscono credibilità promuovendo condizioni atte a conseguire i migliori risultati economici. Tuttavia, la credibilità può essere conquistata più rapidamente fornendo informazioni che consentano al pubblico di valutare la coerenza fra i programmi e la loro attuazione, nonché il nesso tra politiche e obiettivi della banca centrale.

... e la credibilità

Una comunicazione chiara può altresì accrescere l'efficacia della politica monetaria. Un importante insegnamento tratto dall'esperienza degli ultimi tre decenni è che le aspettative del settore privato hanno un impatto significativo sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Un saldo ancoraggio di tali aspettative, ad esempio, contribuisce a rendere l'economia più resistente all'urto di shock transitori dal lato dell'offerta e della domanda, riducendo la necessità di aggiustamenti in funzione anticiclica che, in un contesto meno trasparente, potrebbero accentuare la volatilità. Ciò significa che le banche centrali possono realizzare al meglio i loro obiettivi fissando livelli congrui dei tassi ufficiali a breve e cercando di agire sulle aspettative del pubblico in modo da rinsaldare l'orientamento della loro politica. Per contro, se l'operato della banca centrale viene frainteso dal settore privato, è poco probabile che la politica monetaria consegua appieno i risultati voluti.

Una chiara comunicazione aumenta l'efficacia della politica monetaria ...

... integrando i provvedimenti monetari ...

Uno dei modi in cui la banca centrale può contribuire a stabilizzare l'economia consiste nel ridurre l'incertezza degli operatori privati riguardo al suo quadro operativo. In passato, tuttavia, non era infrequente il caso in cui le banche centrali ravvisassero un vantaggio strategico nell'astenersi dal rendere note le loro decisioni e intenzioni. La segretezza era diffusamente praticata nella convinzione che gli interventi di politica monetaria sarebbero stati più efficaci se non fossero stati previsti dal pubblico. Con il tempo, questa deduzione ha ceduto il passo al convincimento che le azioni spiegate chiaramente all'opinione pubblica eliminano una fonte addizionale di incertezza nelle decisioni del settore privato. A questo cambiamento hanno contribuito, sul piano strutturale, il rapido sviluppo e la crescente importanza dei mercati finanziari nella trasmissione della politica monetaria, dato che i prezzi e i rendimenti delle attività sono altamente reattivi alle aspettative circa le misure di politica monetaria.

... e riducendo la volatilità macroeconomica

Sebbene sia opinione generale che i fatti contino più delle parole, in materia di comunicazione della politica monetaria si può dire che le parole possono pesare più dei fatti allorché la banca centrale gode della reputazione di mantenere ciò che promette. L'esperienza dello scorso anno offre un buon esempio dei vantaggi che possono derivare da una comunicazione più chiara. Le inquietudini suscitate dagli squilibri finanziari nel Regno Unito e in Australia hanno indotto i mercati a puntare al rialzo dei tassi a più lungo termine in anticipo sulla manovra monetaria perché le banche centrali avevano fatto comprendere i loro propositi. In un certo senso, i chiarimenti forniti sulle loro future intenzioni hanno assunto la valenza di un "inasprimento verbale": le aspettative del settore privato si sono tradotte in comportamenti anticipatori che hanno contribuito a un orientamento monetario più restrittivo di quanto sarebbe altrimenti avvenuto.

Tendenze verso una maggiore apertura

È aumentato il grado di apertura delle banche centrali ...

In generale le banche centrali hanno ormai raggiunto un notevole grado di apertura su gran parte delle materie attinenti alla politica monetaria. La tabella IV.1 fornisce un breve sommario delle attuali pratiche di comunicazione. A rischio di un'eccessiva semplificazione, tali pratiche possono essere suddivise in due ampie categorie: le une destinate a migliorare l'efficacia della politica monetaria, le altre a rafforzare la responsabilità verso il pubblico della banca centrale. La prima categoria può essere ulteriormente ripartita tra comunicazioni riguardanti, da un lato, le decisioni monetarie e, dall'altro, la valutazione delle condizioni economiche.

Come si può rilevare dalla tabella, esiste notevole uniformità tra le banche centrali su taluni elementi delle strategie per accrescere la trasparenza delle decisioni monetarie, come l'adozione di obiettivi strumentali espliciti a breve termine e l'annuncio pubblico delle decisioni (comunicati stampa). Inoltre, la maggior parte delle banche centrali divulga oggi con regolarità descrizioni dettagliate del proprio punto di vista in merito allo stato attuale

Informazioni fornite dalle banche centrali									
	G3			Regimi con obiettivi di inflazione					
	US	AE	JP	GB	CA	NZ	AU	SE	CH
Responsabilità									
Obiettivi quantitativi di inflazione ¹	No	Sì	No	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì
Relazioni a organi legislativi ²	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì
Provvedimenti adottati									
Annunci immediati	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì ³	Sì
Conferenze stampa	No	Sì	Sì	No	No	Sì	No	Sì	Sì ⁴
Comunicati stampa	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì
Verbali pubblicati ⁵	Sì	No	Sì	Sì	.	.	No	Sì	No
Dichiarazioni di voto pubblicate	Sì	No	Sì	Sì	.	.	No	Sì	No
Valutazioni economiche									
Relazioni di politica monetaria	S ⁶	M	M	T	T	T	T	T	T
Previsioni pubblicate	S	S	S	T	T	T	T	T	S
Stime quantitative dei rischi	No	No	No	Sì	No	No	No	Sì	No

AE = area dell'euro; AU = Australia; CA = Canada; CH = Svizzera; GB = Regno Unito; JP = Giappone; NZ = Nuova Zelanda; SE = Svezia; US = Stati Uniti. M = mensile; T = trimestrale; S = semestrale.

¹ BCE e Svizzera: definizione di stabilità dei prezzi; Regno Unito: obiettivo puntuale di inflazione; Canada e Svezia: obiettivo puntuale di inflazione con intervallo di tolleranza; Nuova Zelanda: fascia obiettivo di inflazione; Australia: fascia obiettivo per l'inflazione media a medio termine. ² Stati Uniti: relazioni/audizioni al Congresso; BCE: relazioni/audizioni a organi della UE; Giappone e Canada: relazioni/audizioni al Parlamento; Regno Unito: relazioni alla Commissione Tesoro; Nuova Zelanda: relazioni/udienze dinanzi a organi legislativi; Australia: relazioni al Parlamento/audizioni al Comitato della Camera dei Rappresentanti; Svezia: relazioni/udienze dinanzi al Parlamento (Commissione Finanze); Svizzera: nessuna prescrizione statutaria, ma relazioni periodiche alle commissioni parlamentari. ³ Comunicato stampa rilasciato il giorno successivo alla decisione del Consiglio esecutivo. ⁴ Dopo il riesame di politica monetaria di giugno e di dicembre. ⁵ Tempi di pubblicazione: Stati Uniti, da cinque a otto settimane; Giappone, un mese; Regno Unito, 13 giorni; Svezia, due settimane. ⁶ Il *Monetary Policy Report* è diffuso con cadenza semestrale; il *Beige Book* è pubblicato otto volte l'anno.

Fonte: banche centrali. Tabella IV.1

e prospettico dell'economia. Vi è tuttavia maggiore difformità nel grado di dettaglio e nei tempi delle spiegazioni fornite sulle scelte operative. Ad esempio, non tutte le banche centrali pubblicano i verbali delle loro riunioni e, tra quelle che lo fanno, i tempi di diffusione variano.

Valutazione dell'esperienza storica

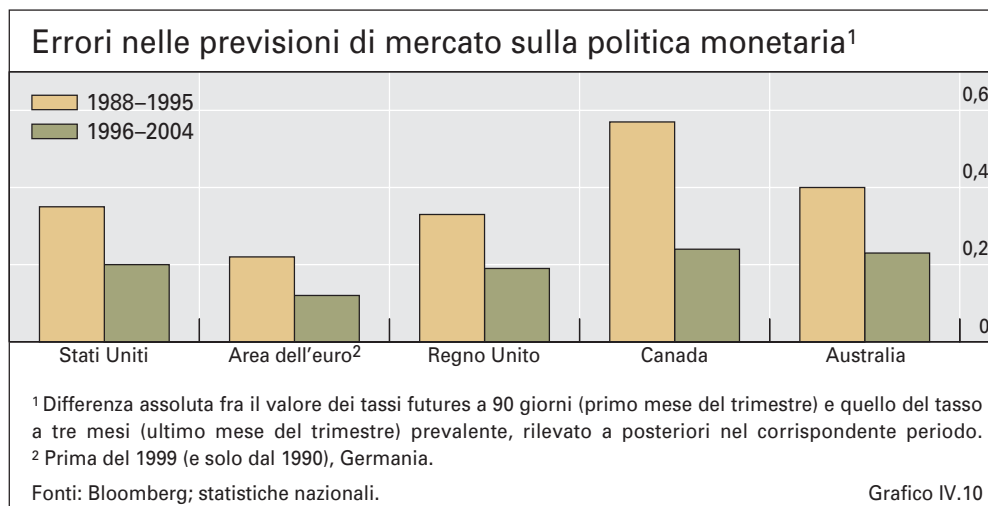
Nella misura in cui i cambiamenti intervenuti nelle politiche di comunicazione durante lo scorso decennio hanno reso più perspicui gli intendimenti della banca centrale, *ceteris paribus* dovrebbe essere ora aumentata la prevedibilità dei tassi ufficiali. Un'analisi dei fatti è sostanzialmente in linea con questo assunto.

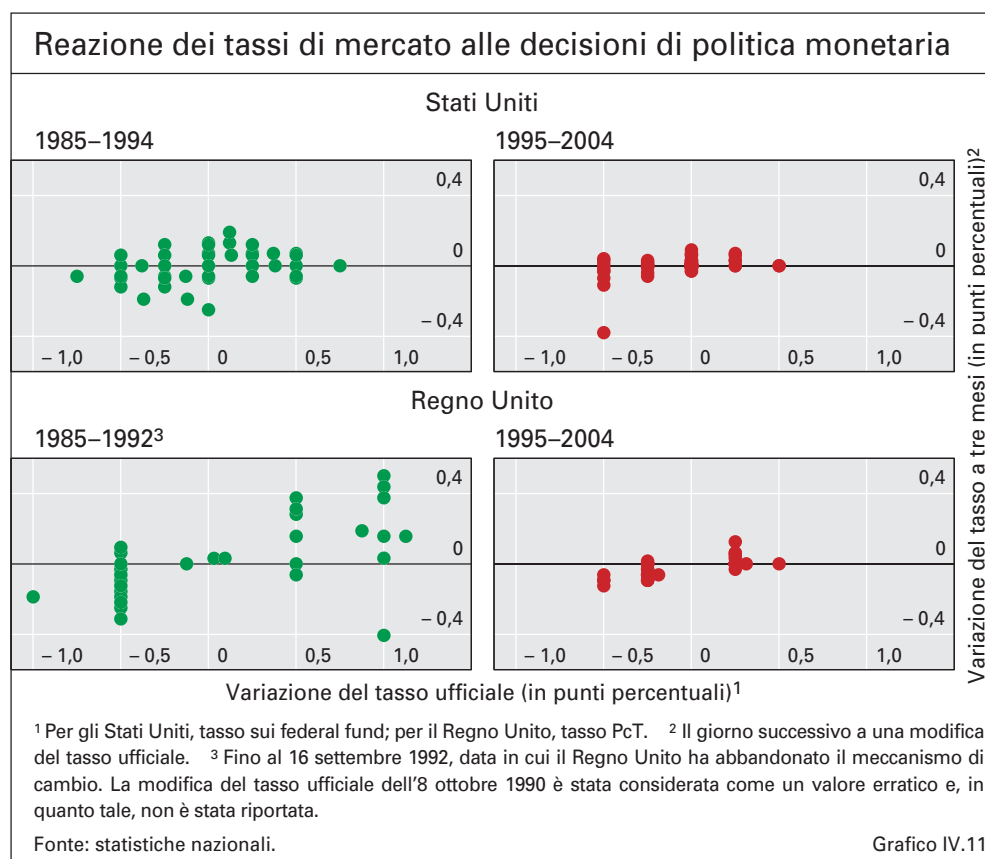
... ed è maggiore la prevedibilità della politica monetaria

In particolare, due elementi di riscontro confermano questa maggiore prevedibilità. Primo, dalla metà degli anni novanta gli errori di previsione dei tassi di interesse a breve sono mediamente diminuiti, come si può desumere dal tasso implicito sui mercati dei futures (grafico IV.10). Secondo, un'indicazione analoga emerge dalla reazione dei tassi di mercato in concomitanza con le decisioni ufficiali. Il grafico IV.11 mostra come la reazione dei tassi a tre mesi agli annunci di politica monetaria sia diminuita dal 1995, a riprova del fatto che le decisioni delle autorità erano state previste più puntualmente dai mercati.

Anche se la migliorata comunicazione ha accresciuto la prevedibilità delle azioni delle banche centrali, è importante riconoscere che le attuali strategie comunicative consentono un flusso di informazioni nei due sensi. Le banche centrali informano sulle misure di politica monetaria e sulle loro future intenzioni; la reazione del settore privato fornisce un riscontro sul modo in cui le informazioni ufficiali vengono recepite. In certa misura, il tratto distintivo di una buona politica della comunicazione è la sintonia che si instaura tra banca centrale e settore privato, una situazione questa atta a favorire un contesto propizio al conseguimento dei migliori risultati economici. Tuttavia, vi possono essere occasioni in cui i mercati finanziari segnalano alle autorità un divergente punto di vista sull'indirizzo della politica monetaria rispetto a quello delle stesse autorità. In situazioni critiche come queste, quando i mercati si discostano dal segnale inviato, può essere necessario che le banche centrali

La comunicazione è bidirezionale





intervengano per ricondurli sul sentiero voluto. Un richiamo pacato da parte di una banca centrale trasparente è ritenuto generalmente preferibile a una mossa drastica da parte di una banca centrale non trasparente. Naturalmente, in tali circostanze le autorità monetarie dovrebbero anche riflettere seriamente, chiedendosi se l'opinione dei mercati sull'orientamento appropriato per il futuro non sia più giusta della loro. In ciò consiste sostanzialmente la comunicazione bidirezionale.

Differenti strategie di comunicazione

Nonostante la generale propensione delle banche centrali a favore di una maggiore trasparenza in molti ambiti della politica monetaria, non deve sorprendere che nella pratica permangano notevoli differenze. La storia, il pubblico e le circostanze specifiche di ciascuna banca centrale contribuiscono a determinare la strategia di comunicazione più opportuna, non esistendo una formula valida in assoluto.

Anzitutto, per quelle banche centrali che vantano una lunga tradizione in base alla quale il pubblico può ragionevolmente desumere il quadro di politica monetaria e la probabile reazione a eventi economici, una comunicazione esplicita può non essere così importante come lo è per le banche centrali che operino in regimi meno consolidati. La lunga storia della Federal Reserve, e in particolare le azioni intraprese dal FOMC nell'ultimo decennio circa, forniscono abbondanti informazioni sul modo in cui la politica monetaria USA sarà condotta in prospettiva. Viceversa la BCE, in quanto istituzione recente, e le

Non esiste una strategia valida in assoluto ...

... a causa della storia ...

banche centrali dei paesi industriali minori con nuovi regimi basati su un obiettivo esplicito di inflazione avranno bisogno di fornire più ampie informazioni sul loro quadro operativo.

Inoltre, le esigenze di informazione variano a seconda dell'opinione pubblica. In parte ciò deriva dal fatto che il principale pubblico di riferimento è diverso da paese a paese. Per esempio, nei paesi in cui i mercati finanziari svolgono un ruolo relativamente importante nella trasmissione della politica monetaria (come gli Stati Uniti), le autorità dovranno preoccuparsi di assicurare che questi mercati abbiano agevole accesso a informazioni che possono avere notevole influenza sui prezzi delle attività. Per contro, nelle economie in cui l'intermediazione finanziaria è prevalentemente appannaggio delle banche, tali informazioni potrebbero non essere così essenziali. Le banche centrali dovranno concentrare piuttosto la loro attenzione sul pubblico in generale, che necessita di essere rassicurato sul loro impegno alla stabilità dei prezzi nel momento in cui è chiamato a prendere decisioni di più lungo periodo in materia di lavoro, risparmio e investimento.

Infine, la situazione congiunturale specifica di un dato paese può parimenti richiedere modalità di comunicazione diverse da quelle di altre banche centrali. Per esempio, la Bank of Japan ha reagito al contesto deflazionistico fornendo dettagliate informazioni sulle proprie misure non convenzionali di politica monetaria, nonché indicazioni su quando tali misure potranno presumibilmente essere revocate. Sebbene a un minor livello di dettaglio, la Federal Reserve lo scorso anno ha ritenuto necessario porre l'accento sulle strategie cui avrebbe fatto ricorso nell'eventualità di una deflazione indesiderata. In situazioni ancora diverse, la Bank of England – ad esempio – si è premurata di illustrare le proprie opzioni di politica monetaria in presenza di rialzi potenzialmente insostenibili dei prezzi degli immobili residenziali.

Problematiche inerenti alla comunicazione

Le banche centrali, come la loro storia insegna, si sforzano di migliorare costantemente le proprie strategie di comunicazione. Esse traggono anche utili insegnamenti da istituzioni omologhe, come mostra il passaggio di molte banche centrali a un sistema basato su obiettivi espliciti di inflazione. La ricerca di nuove modalità di comunicazione, così come il perfezionamento di quelle esistenti, è un presupposto essenziale per futuri progressi. Per quanto semplice ciò possa apparire in teoria, nella pratica esistono vari vincoli che condizionano le strategie di comunicazione delle banche centrali.

Anche se, in linea di principio, le banche centrali sono pronte a fornire maggiori informazioni al pubblico, vi possono essere valide ragioni pratiche per astenersi dal farlo. Prescindendo dalla divulgazione ovviamente inopportuna di informazioni riservate, che potrebbe avere un effetto inibente sul futuro flusso di simili informazioni alle autorità stesse, il miglioramento delle modalità di comunicazione non è esente da costi. Una comunicazione chiara richiede tempo, denaro e risorse della banca centrale. Se sottoposta a una rigorosa analisi costi-benefici, la divulgazione di talune informazioni potrebbe semplicemente rivelarsi troppo dispendiosa. Inoltre, le deliberazioni prese in

... del pubblico ...

... e delle
circostanze
specifiche

Ulteriori progressi
sono importanti ...

... ma possono
essere
dispendiosi ...

... mentre una
pubblicità eccessiva
potrebbe inibire il
dibattito

sede collegiale traggono grande beneficio da un dibattito ampio e franco, sul quale potrebbe influire negativamente una pubblicità eccessiva, come la radiodiffusione delle riunioni e la distribuzione completa dei verbali non appena disponibili. Del pari, una maggiore trasparenza sulle delibere, sui dettagli delle votazioni e su altre questioni potrebbe indurre i mezzi di comunicazione a drammatizzare le divergenze di opinione tra i policymaker, e ciò potrebbe a sua volta condurre a una politicizzazione del dibattito interno di politica monetaria. Tutti questi vincoli fanno sì che le banche centrali debbano considerare attentamente quale tipo di informazioni divulgare.

Limiti intrinseci ...

... posti dalla
imprecisione
del linguaggio ...

Un altro importante aspetto riguarda il modo migliore di trasmettere chiaramente al pubblico il messaggio voluto. Vi sono vari motivi per cui questo compito risulta così arduo. Anzitutto il linguaggio può essere impreciso e prestarsi a varie interpretazioni, specie se le autorità sentono la necessità di essere concise. Si considerino, ad esempio, i recenti cambiamenti introdotti nei comunicati stampa rilasciati dopo le riunioni del FOMC. A partire dalla metà del 1999 il Comitato aveva annunciato, accanto al tasso obiettivo, il "bias" che indicava quale avrebbe potuto essere l'eventuale scostamento dall'obiettivo nell'intervallo tra una riunione e l'altra. Tuttavia, il suo significato non era risultato del tutto chiaro ai mercati finanziari; di conseguenza, nel febbraio 2000 l'annuncio del "bias" era stato sostituito con quello della "bilancia dei rischi". Mediante tale annuncio si intendevano segnalare le proiezioni del FOMC per l'inflazione e il prodotto su un arco di tempo esteso oltre la successiva riunione del Comitato. Volendo trasmettere annunci stringati, quest'ultimo ha dovuto inoltre soppesare accuratamente le parole al fine di connotare nel modo migliore il suo punto di vista. L'esperienza maturata nel periodo sotto rassegna indica che modifiche anche lievi nelle dichiarazioni sulla "bilancia dei rischi" possono causare forti – e talora indesiderate – reazioni dei mercati. Una dichiarazione meno concisa, in cui venissero approfondite le condizioni alle quali verrebbero prese determinate misure di politica monetaria, potrebbe sembrare l'ovvia alternativa, ma ritarderebbe inevitabilmente i tempi della sua divulgazione al pubblico al termine di una riunione del FOMC. Inoltre, essa potrebbe accrescere in modo indebito la reattività dei mercati a incipienti sviluppi economici.

... dalla difficoltà di
descrivere tutte le
contingenze ...

Secondariamente, pur sforzandosi di essere chiare e prevedibili in situazioni normali, le banche centrali potrebbero ritenere non fattibile o non auspicabile una descrizione di tutte le possibili contingenze e dell'eventuale reazione di politica monetaria. Ciò origina sia dall'impossibilità di conoscere la natura esatta degli eventi finché non si verificano, sia dal timore che il prefigurare situazioni estreme possa inopportuno influenzare il pubblico e perturbare i mercati finanziari. Inoltre, le difficoltà possono nascere dall'eventualità che il pubblico non voglia o non possa assimilare analisi complesse e grandi quantità di informazioni.

... e dai potenziali
effetti contrastanti
per la credibilità

Infine, poiché il punto focale delle strategie di comunicazione è la credibilità, ci si può chiedere paradossalmente se non vi sia il rischio per le banche centrali di apparire troppo credibili. Queste ultime potrebbero diventare vittime di una sorta di "winner's curse": troppa credibilità potrebbe indurre il pubblico ad attribuire alle loro prese di posizione un peso maggiore di quanto

esse non vogliano. Questo problema potrebbe assumere particolare rilevanza nel caso in cui le autorità formulino commenti su esiti scarsamente probabili, di cui il pubblico ingigantisca poi la portata. In tali circostanze, un eccesso di informazioni potrebbe finire col compromettere la credibilità stessa della banca centrale. Del pari, se i mercati si limitano ad accettare la valutazione della banca centrale sul modo in cui la politica monetaria dovrebbe evolvere in futuro, la comunicazione bidirezionale potrebbe essere seriamente pregiudicata.

I benefici di una migliore comunicazione possono essere rilevanti; tuttavia, se la storia può essere di guida, il loro conseguimento richiederà certamente la ricerca di strategie accurate e prudenti, e non soluzioni improvvisate.