

IV. La politica monetaria nelle economie industriali avanzate

Aspetti salienti

Nel periodo sotto rassegna la politica monetaria delle economie industriali avanzate ha dovuto far fronte a due sfide contrapposte. Da un lato, le tensioni nei mercati finanziari minacciavano di propagarsi all'economia reale attraverso le più severe condizioni creditizie e un'erosione del clima di fiducia. A parità di altre condizioni, ciò avrebbe richiesto una riduzione dei tassi di interesse per contrastare l'impatto frenante sulla domanda aggregata. Dall'altro, le pressioni inflazionistiche originate dai crescenti prezzi delle materie prime, insieme all'elevato utilizzo della capacità produttiva e alle condizioni tese nei mercati del lavoro di molte economie rischiavano di alimentare aspettative di inflazione nel più lungo periodo, e quindi sollecitavano una politica monetaria più restrittiva.

Il diverso modo in cui queste sfide si sono manifestate a livello di paesi e regioni spiega, almeno in parte, le differenti reazioni delle banche centrali (tabella IV.1). Negli Stati Uniti la debolezza del settore immobiliare e le connesse perturbazioni finanziarie offuscavano pesantemente le prospettive di crescita. La Federal Reserve ha reagito con vigore, abbassando a più riprese il tasso obiettivo sui *federal fund*, dal 5,25% del settembre 2007 al 2% dell'aprile 2008. In altre regioni, dove l'impatto delle turbolenze finanziarie era meno pronunciato, è stata la dinamica dell'inflazione a determinare maggiormente la politica monetaria; le banche centrali di Australia, Norvegia, Nuova Zelanda e Svezia hanno quindi continuato a inasprire le condizioni monetarie. Un altro gruppo di banche centrali, invece, ha seguito un percorso intermedio. La BCE ha mantenuto i tassi ufficiali costanti al 4% durante tutto il periodo, nonostante l'inflazione abbia raggiunto il livello più alto dall'introduzione dell'euro nel 1999, e anche la Bank of Japan ha lasciato i tassi invariati allo 0,5%. Viceversa, la Bank of Canada e la Bank of England li hanno accresciuti nel luglio 2007, per poi ridurli nei mesi successivi e nella prima parte del 2008.

La manovra dei tassi di interesse costituisce solo uno degli strumenti con cui le banche centrali hanno reagito alle tensioni nei mercati finanziari. Ancor prima che le turbolenze inducessero a modificare i tassi ufficiali, diverse banche centrali avevano regolato le proprie operazioni in modo da mantenere i tassi di riferimento in prossimità degli obiettivi e da fornire finanziamenti ai mercati in cui la liquidità si era prosciugata. Le varie tipologie di operazioni poste in essere e le considerazioni che ne sono state alla base saranno analizzate nell'ultima sezione del capitolo. La prima sezione presenta invece una panoramica degli interventi di politica monetaria attuati dalle diverse banche centrali, inquadrandoli nei rispettivi contesti, e la seconda considera gli aspetti connessi con le politiche di comunicazione delle banche centrali.

Sviluppi di politica monetaria

La situazione a metà 2007

Politiche monetarie orientate in senso restrittivo

Verso la metà del 2007 le banche centrali stavano operando per rimuovere il considerevole accomodamento monetario determinato nel corso del decennio e dirigersi verso una posizione restrittiva. Le corrispondenti manovre di politica monetaria intervenivano tuttavia in tempi diversi, a seconda delle condizioni congiunturali delle singole economie.

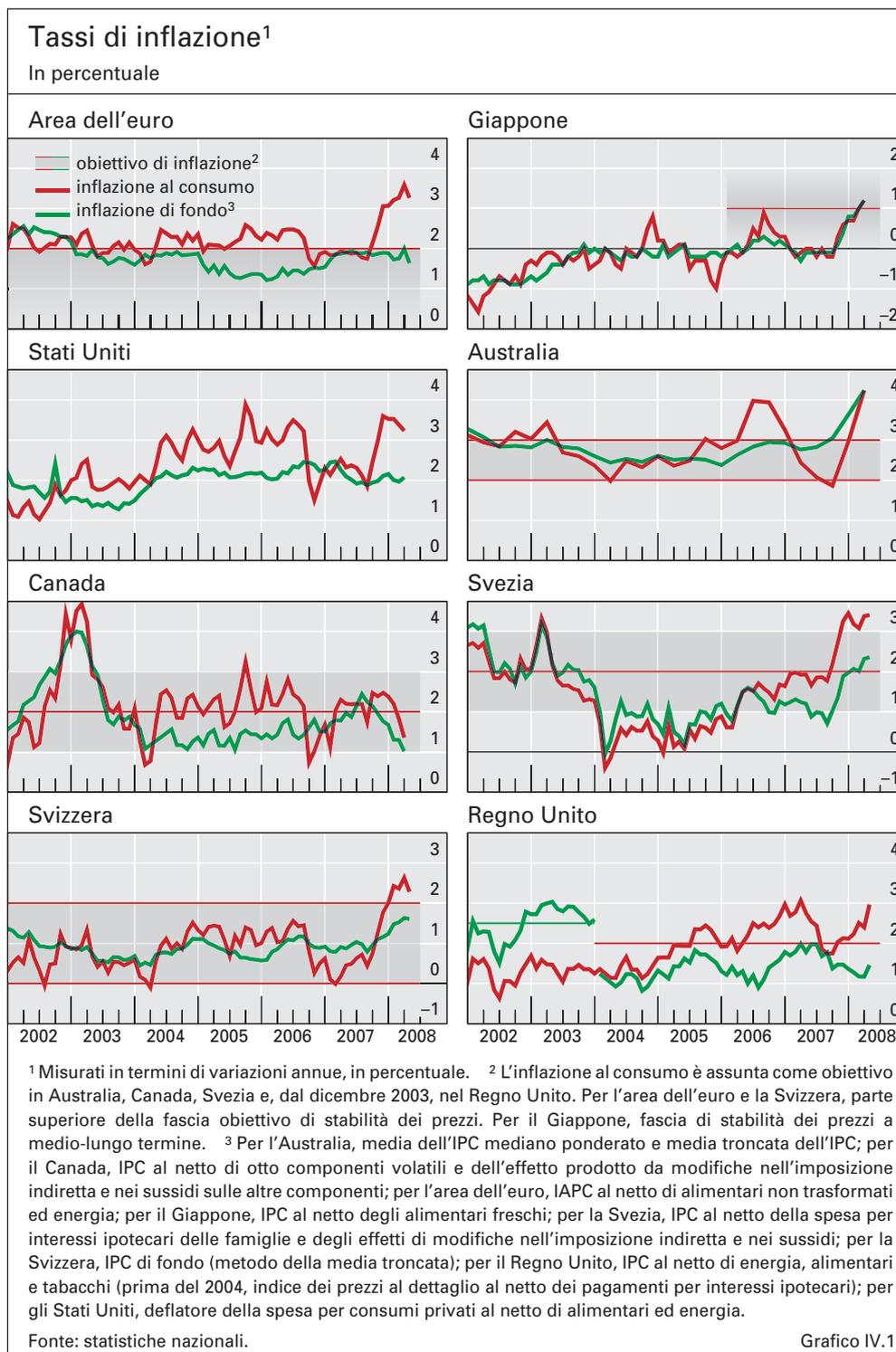
Crescita superiore al potenziale e pressioni inflazionistiche ...

Nella maggior parte dei paesi la crescita del prodotto veniva giudicata superiore al potenziale di lungo periodo, anche se in alcuni casi si prevedeva una sua moderazione (Capitolo II). I tassi di inflazione erano perlopiù calati dai massimi raggiunti in precedenza nell'anno (grafico IV.1), ma per il secondo semestre si attendeva una ripresa della loro dinamica ascendente.

| Tassi ufficiali e proiezioni sulla crescita del PIL e sull'inflazione | | | | | | |
|---|----------------------------------|--------------------------|------------|---|--------------------------|------------|
| Tassi ufficiali ¹ | Effettivi | | | Attesi ² per giugno 2008 al: | | |
| | 29 giugno 2007 | 16 maggio 2008 | Variazione | 29 giugno 2007 | 16 maggio 2008 | Variazione |
| Banca centrale europea | 4,00 | 4,00 | 0,00 | 4,50 | 4,00 | -0,50 |
| Bank of Japan | 0,50 | 0,50 | 0,00 | 1,00 | 0,50 | -0,50 |
| Federal Reserve | 5,25 | 2,00 | -3,25 | 6,00 | 2,00 | -4,00 |
| Reserve Bank of Australia | 6,25 | 7,25 | 1,00 | 6,75 | 7,25 | 0,50 |
| Bank of Canada | 4,25 | 3,00 | -1,25 | 5,25 | 2,75 | -2,50 |
| Norges Bank | 4,50 | 5,50 | 1,00 | 5,75 | 5,50 | -0,25 |
| Reserve Bank of New Zealand | 8,00 | 8,25 | 0,25 | 8,00 | 8,25 | 0,25 |
| Bank of England | 5,50 | 5,00 | -0,50 | 6,00 | 5,00 | -1,00 |
| Sveriges Riksbank | 3,50 | 4,25 | 0,75 | 4,25 | 4,25 | 0,00 |
| Banca nazionale svizzera | 2,50 | 2,75 | 0,25 | 3,00 | 2,75 | -0,25 |
| Proiezioni su crescita e inflazione ³ | PIL in termini reali nel 2008 a: | | | Inflazione nel 2008 a: | | |
| | Metà 2007 | Maggio 2008 ⁴ | Variazione | Metà 2007 | Maggio 2008 ⁴ | Variazione |
| Banca centrale europea | 1,8-2,8 | 1,3-2,1 | -0,60 | 1,4-2,6 | 2,6-3,2 | 0,90 |
| Bank of Japan | 2,0-2,3 | 1,4-1,6 | -0,65 | 0,8-1,0 | 2,4-2,8 | 1,70 |
| Federal Reserve | 2,5-3,0 | 0,0-1,5 | -2,00 | 1,75-2,0 | 1,9-2,5 | 0,33 |
| Reserve Bank of Australia | 4,25 | 2,25 | -2,00 | 2,5-3,0 | 4,50 | 1,75 |
| Bank of Canada | 2,50 | 1,40 | -1,10 | 2,10 | 1,80 | -0,30 |
| Norges Bank | 3,75 | 3,50 | -0,25 | 3,50 | 3,00 | -0,50 |
| Reserve Bank of New Zealand | 3,10 | 3,00 | -0,10 | 2,20 | 3,40 | 1,20 |
| Bank of England ⁵ | 2,54 | 1,29 | -1,25 | 2,06 | 3,77 | 1,71 |
| Sveriges Riksbank | 3,00 | 2,60 | -0,40 | 2,30 | 3,50 | 1,20 |
| Banca nazionale svizzera | ... | 1,5-2,0 | ... | 1,50 | 2,00 | 0,50 |

¹ Per la BCE, tasso minimo di offerta delle operazioni di rifinanziamento principali; per la Bank of Japan, tasso obiettivo non garantito; per la Federal Reserve, tasso obiettivo sui *federal fund*; per la Reserve Bank of Australia, *cash rate* obiettivo; per la Bank of Canada, tasso *overnight* obiettivo; per la Reserve Bank of New Zealand, *cash rate* ufficiale; per la Norges Bank, tasso sui depositi a vista; per la Sveriges Riksbank, tasso sulle operazioni pronti contro termine; per la Banca nazionale svizzera, punto centrale della fascia obiettivo per il Libor a tre mesi; per la Bank of England, *Bank rate*. ² Pubblicati da JPMorgan Chase. ³ Pubblicate dalle banche centrali. ⁴ O ultimo dato disponibile. ⁵ Punto centrale della fascia previsionale.

Fonti: banche centrali; JPMorgan Chase. Tabella IV.1

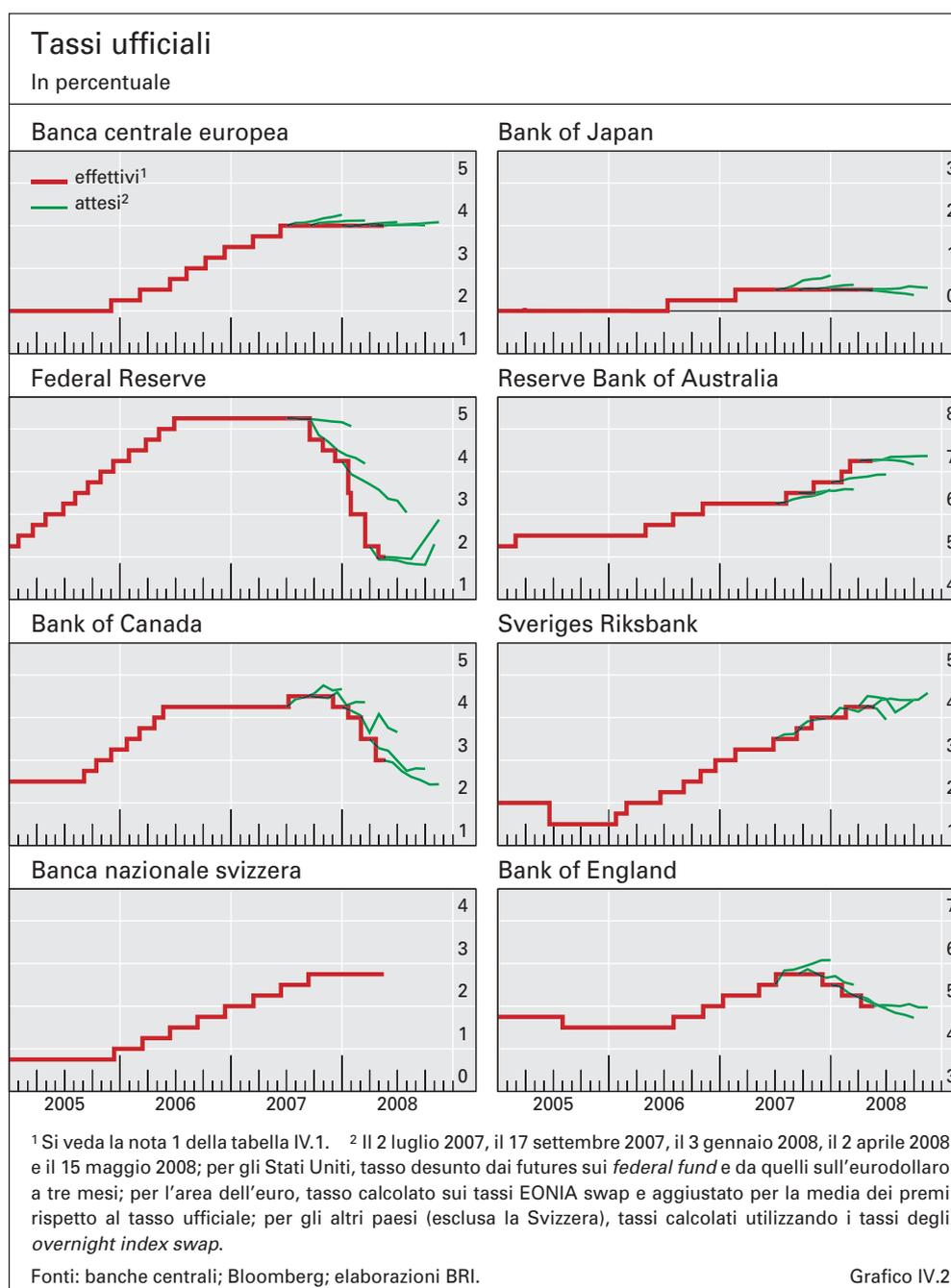


Ad alimentare i timori di pressioni inflazionistiche contribuivano i livelli generalmente alti di utilizzo della capacità e le condizioni tese dei mercati del lavoro, dopo un prolungato periodo di crescita superiore al potenziale in diversi paesi.

Anche i rapidi ritmi di espansione sia della moneta sia del credito segnalavano possibili rischi di inflazione. Nell'area dell'euro l'aggregato monetario ampio M3 era aumentato a un tasso annualizzato del 12% nel primo semestre

... unitamente a una rapida espansione della moneta e del credito ...

2007 e continuava ad accelerare. Per contro, i crescenti tassi di interesse a breve termine avevano rallentato l'espansione di M1 e contribuito probabilmente a stabilizzare la dinamica del credito al settore privato, che si attestava pur sempre su valori a due cifre. Nel quadro della strategia della BCE, che assegna un ruolo rilevante agli aggregati monetari, l'impennata di M3 era indizio di rischi al rialzo per l'inflazione nel medio termine, giacché le ricomposizioni di portafoglio e altri fattori specifici spiegavano solo in parte tale espansione monetaria. Altre economie registravano parimenti ritmi elevati di crescita della moneta e del credito: in Australia, ad esempio, nel primo semestre 2007 il credito alle imprese era salito a un tasso annuo del 22%, il più alto dagli ultimi anni ottanta.



In risposta alla crescita sostenuta e alle pressioni inflazionistiche, tra giugno e gli inizi di agosto 2007 i tassi ufficiali sono stati innalzati in tutte le economie considerate (grafico IV.2), a eccezione di Stati Uniti e Giappone dove il contesto economico era diverso. Ciò nonostante, l'orientamento della politica monetaria veniva considerato ancora accomodante nella maggior parte dei paesi. In effetti, diverse banche centrali, tra cui la Bank of Canada, la Sveriges Riksbank e la Banca nazionale svizzera, non escludevano ulteriori rialzi dei tassi qualora permanessero pressioni inflazionistiche.

... inducono una politica monetaria più restrittiva nella maggior parte delle economie

Negli Stati Uniti la Federal Reserve aveva portato il tasso obiettivo sui *federal fund* dall'1 al 5,25% tra giugno 2004 e giugno 2006, mantenendo successivamente invariati i tassi nonostante il deteriorarsi delle prospettive economiche. In seguito alla flessione dell'attività nel settore edilizio, durante il primo semestre 2007 la crescita era scesa al disotto del potenziale stimato dalla banca centrale. L'inflazione di fondo si era mossa al rialzo per gran parte del 2006 e agli inizi del 2007, ma era poi diminuita leggermente verso la metà dell'anno. Nelle previsioni della Federal Reserve essa avrebbe dovuto rallentare ulteriormente nei trimestri seguenti con l'indebolirsi dell'economia e il pieno esplicarsi a livello di sistema degli effetti dei precedenti rialzi dei tassi di interesse. La crescita si sarebbe invece riportata sui livelli medi di lungo periodo nel 2008 grazie alla stabilizzazione del mercato immobiliare.

Tassi ufficiali stabili negli Stati Uniti ...

L'economia giapponese era cresciuta a un ritmo considerato di poco superiore al potenziale nella prima metà del 2007, senza che ciò si fosse ancora tradotto in un passaggio duraturo a tassi di inflazione positivi. In quel periodo i prezzi al consumo erano rimasti sostanzialmente invariati, malgrado il lieve aumento di quelli alla produzione. La Bank of Japan ha pertanto mantenuto il tasso ufficiale al livello nominale ancora estremamente basso dello 0,5%, pur indicando che i tassi erano destinati a salire qualora la crescita economica avesse dato luogo a un incremento dei prezzi.

... e in Giappone

La politica monetaria durante la turbolenza

Nel secondo semestre 2007 la gestione della politica monetaria si è fatta più complessa. Le condizioni sui mercati finanziari sono peggiorate sensibilmente a metà agosto (Capitolo VI), quando i problemi si sono estesi dal segmento dei titoli garantiti da attività al mercato monetario interbancario. Verso la fine dell'anno i prezzi delle materie prime hanno subito incrementi maggiori del previsto che hanno aumentato fortemente l'inflazione nella maggior parte dei paesi, con possibili ricadute sulle aspettative inflazionistiche a più lungo termine.

Le perturbazioni nei mercati finanziari e i forti rincari delle materie prime ...

Di conseguenza, le banche centrali si sono trovate di fronte a un difficile *trade-off*. Una rapida e significativa riduzione dei tassi avrebbe potuto rafforzare la fiducia nei mercati finanziari e nell'economia in generale ed evitare in tal modo che i problemi del settore finanziario si trasmettessero a più ampi settori economici. Tuttavia, un allentamento eccessivo in un contesto di inflazione elevata rischiava di minare la fiducia del pubblico nel rigore dell'impegno alla stabilità dei prezzi da parte della banca centrale, con il pericolo di disancorare le aspettative inflazionistiche di più lungo periodo. A sua volta, ciò avrebbe reso necessarie nuove manovre restrittive, con costi

... pongono un difficile *trade-off*

potenzialmente ancor più alti per l'economia. In alternativa, si potevano mantenere i tassi invariati o persino aumentarli per indurre un rallentamento dell'economia, così da compensare l'impatto sull'inflazione e sulle connesse aspettative esercitato dai rincari delle materie prime. Ovviamente, un simile approccio rischiava di aggravare le già fragili condizioni finanziarie e di provocare un rallentamento dell'economia maggiore di quanto occorresse per ricondurre l'inflazione entro la fascia prescelta. Il *trade-off* tra le due alternative era ulteriormente complicato dal fatto che la durata delle turbolenze finanziarie e le loro possibili ripercussioni sull'economia reale non erano facilmente valutabili in tempo reale.

Iniziale
atteggiamento
attendista ...

In un primo momento, non essendo chiaro fino a quando sarebbe durata la turbolenza e in che misura avrebbe gravato sull'economia reale per il tramite delle più rigide condizioni creditizie nel settore non finanziario o della perdita di fiducia, le banche centrali hanno preferito attendere che fossero disponibili ulteriori informazioni prima di modificare l'orientamento della politica monetaria. Per esempio, la Reserve Bank of Australia ha lasciato invariato il *cash rate* al 6,5% dopo la riunione del Board agli inizi di settembre, anche se alcuni dei suoi membri erano convinti della necessità di un nuovo inasprimento per evitare che il perdurante vigore dell'attività economica sospingesse l'inflazione al di sopra dell'obiettivo. Nel complesso, il Board ha concluso che le più rigide condizioni finanziarie avrebbero agito da freno sull'inflazione indipendentemente da variazioni del tasso ufficiale, rendendo di fatto superflua qualsiasi manovra monetaria. Analogamente, il Consiglio direttivo della BCE non ha modificato i tassi di riferimento nella riunione del 6 settembre. Pur rilevando i rischi per la stabilità dei prezzi, la BCE riteneva che fossero necessarie maggiori informazioni prima di trarre nuove conclusioni di politica monetaria. La Bank of Japan, dal canto suo, nelle dichiarazioni a conclusione della riunione di agosto individuava nelle ampie oscillazioni dei mercati finanziari una ragione per procrastinare un eventuale inasprimento monetario.

Successivamente, è divenuto chiaro che la turbolenza nei mercati finanziari non si sarebbe esaurita in breve tempo e avrebbe avuto conseguenze rilevanti, con cui le autorità monetarie avrebbero dovuto fare i conti. Nello stesso tempo, i forti rialzi dei prezzi degli alimentari e dell'energia avevano spinto verso la fine dell'anno i tassi di inflazione su livelli decisamente più alti del previsto. A prima vista, le banche centrali delle economie industriali avanzate sembrano aver affrontato queste due problematiche in modo alquanto diverso.

... seguito da un
allentamento in
alcuni paesi ...

Alcune autorità monetarie, in particolare la Federal Reserve, hanno ridotto drasticamente i tassi ufficiali nell'intento di contenere l'impatto delle turbolenze sull'economia. Il Federal Open Market Committee (FOMC) ha abbassato il tasso obiettivo sui *federal fund* di 1 punto percentuale nella seconda metà del 2007 e di ulteriori 2¼ punti agli inizi del 2008, quando era ormai evidente che l'attività economica stava rallentando più di quanto anticipato. La Bank of England ha inizialmente lasciato i tassi invariati, ma dal dicembre 2007 in poi li ha ridotti di complessivi 75 punti base in seguito al deteriorarsi delle prospettive economiche. La crescita ha subito un rallentamento anche in

Canada, dove l'effetto di stimolo impartito dai crescenti prezzi delle materie prime è stato ampiamente neutralizzato dal forte apprezzamento del cambio. La Bank of Canada ha pertanto abbassato complessivamente l'obiettivo per il tasso *overnight* di 1½ punti percentuali tra dicembre 2007 e aprile 2008.

Altre banche centrali hanno ritoccato verso l'alto i tassi ufficiali alla luce delle persistenti spinte inflazionistiche. Ad esempio, la Reserve Bank of Australia, la Norges Bank e la Sveriges Riksbank li hanno innalzati di 75 punti base tra settembre 2007 e aprile 2008. In tutti e tre i paesi il prolungato periodo di espansione economica aveva condotto ad alti livelli di utilizzo della capacità e a tensioni sui mercati del lavoro, con conseguenti pressioni sui prezzi interni, in aggiunta a quelle provenienti dal rincaro dei generi alimentari e dell'energia.

Anche la Svizzera ha fatto registrare tassi di crescita sostenuti e una inflazione in ascesa. A differenza di altre banche centrali, la Banca nazionale svizzera non esprime l'indirizzo monetario in termini di tassi *overnight* bensì cerca di manovrare il Libor a tre mesi entro una fascia predeterminata. L'aumento degli spread a termine sul mercato monetario a metà agosto e nei mesi successivi aveva determinato un ampio scarto tra i tassi sulle operazioni pronti contro termine settimanali della banca centrale e il tasso ufficiale. Di conseguenza, tra la fine di agosto e i primi di settembre il Libor a tre mesi era salito su livelli nettamente superiori al valore mediano del 2,5% della fascia obiettivo. Nella riunione del 13 settembre, il Consiglio della Banca nazionale svizzera ha deciso di innalzare la fascia obiettivo di 25 punti base, a 2,25-3,25%, allineandola ai tassi già osservati nel mercato. A tal fine, considerati i più alti premi a termine, la banca ha ridotto in misura sostanziale i tassi sulle sue operazioni Pct.

In altre economie, segnatamente nell'area dell'euro e in Giappone, i tassi ufficiali non sono stati modificati. Nonostante le pressioni inflazionistiche, la BCE ha deciso di sospendere nuovi rialzi, in considerazione dell'indebolimento dell'economia e dell'apprezzamento dell'euro. Tuttavia, essa ha ribadito più volte che non avrebbe tollerato effetti di secondo impatto indotti da un'impennata dell'inflazione. Analogamente, la Bank of Japan si è astenuta dall'innalzare i tassi verso la fine del 2007 a causa dei crescenti rischi per la crescita. Il Policy Board ha comunque riaffermato l'intenzione di aumentare i tassi nel momento in cui la deflazione fosse stata chiaramente debellata e l'economia avesse imboccato un sentiero di crescita sostenibile.

Differenti condizioni economiche o differenti approcci di politica monetaria?

Le differenze riscontrate tra paesi e aree valutarie nella dinamica dei tassi ufficiali durante la seconda metà del 2007 e agli inizi del 2008 rispecchiano in varia misura quelle esistenti nel contesto economico, nell'intensità delle tensioni finanziarie e nelle strategie delle banche centrali per fronteggiare scenari a costi elevati e bassa probabilità.

Sebbene in tutte le economie siano stati palesi l'indebolimento della domanda mondiale e il rincaro delle materie prime, il loro impatto effettivo è stato assai diverso a seconda dei paesi. Ad esempio, i crescenti prezzi delle materie prime hanno stimolato l'attività economica nei paesi produttori,

... ma da aumenti dei tassi ufficiali in altri

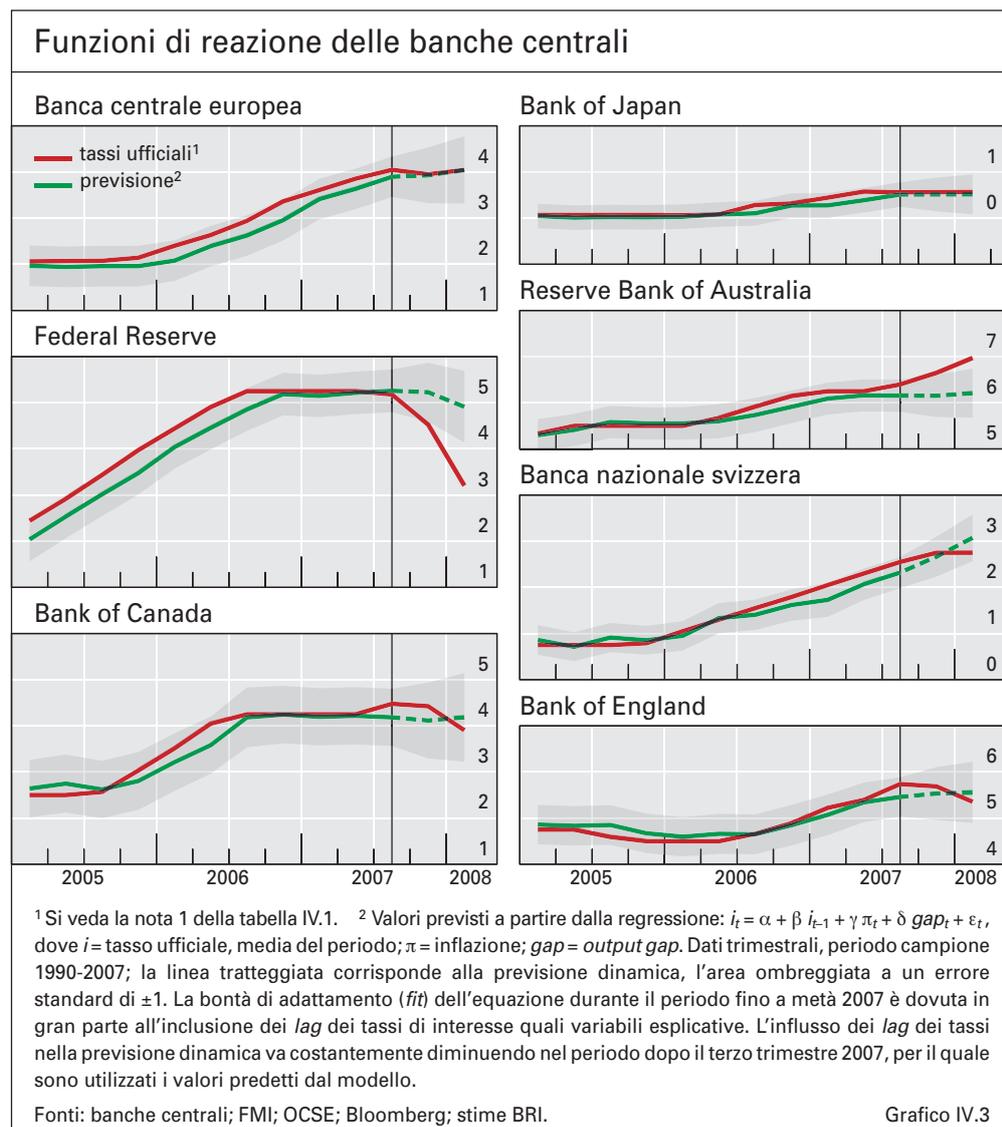
La Svizzera, un caso a sé stante

Tassi ufficiali invariati nell'area dell'euro e in Giappone

La diversa impostazione della politica monetaria nei singoli paesi ...

come Australia, Canada, Norvegia e Nuova Zelanda, ed esercitato un effetto frenante altrove. Analogamente, il loro impatto sull'inflazione è dipeso dai movimenti del cambio, dal grado di utilizzo della capacità e da altri fattori.

Le stime delle loro funzioni di reazione indicano che, salvo alcune eccezioni, nella seconda metà del 2007 e agli inizi del 2008 le banche centrali hanno reagito alle mutate condizioni economiche in modo pressoché analogo agli anni precedenti. Le previsioni dinamiche basate su un'equazione semplice che rapporta i tassi ufficiali all'*output gap* e all'inflazione, nonché ai tassi ritardati (per tener conto della loro inerzia), sono in grado di spiegare relativamente bene la dinamica dei tassi ufficiali di area dell'euro, Canada, Giappone, Regno Unito e Svizzera (grafico IV.3). Le stime evidenziano che il comportamento di queste banche centrali non si discosta molto da quello del passato. Per contro, la Reserve Bank of Australia e la Federal Reserve hanno rispettivamente aumentato e ridotto i tassi ufficiali più di quanto desumibile dalle loro precedenti risposte a cambiamenti nei livelli dell'*output gap* e dell'inflazione. Nel caso di queste banche centrali, un elemento non presente



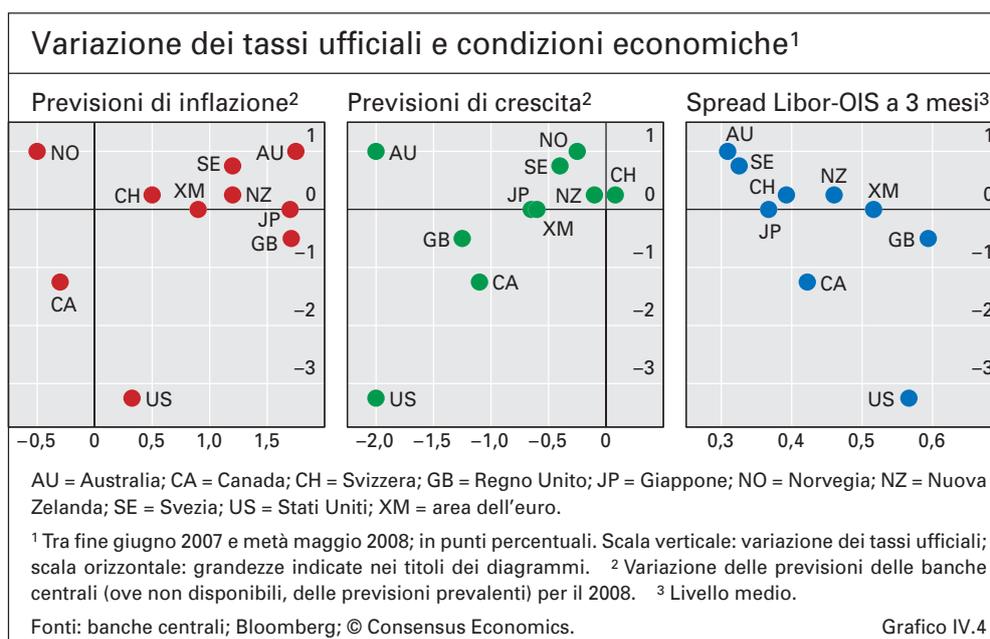
nelle equazioni – forse una variazione delle prospettive economiche non evidenziata dai dati correnti sull'*output gap* e sull'inflazione – sembrerebbe aver influenzato la politica monetaria in modo decisivo.

I mutamenti nelle condizioni economiche relative paiono avere una qualche valenza esplicativa riguardo alla differente condotta adottata dalle autorità monetarie (grafico IV.4). La maggioranza delle banche centrali i cui tassi ufficiali sono aumentati o rimasti invariati ha corretto verso l'alto le proprie previsioni di inflazione più di quanto abbiano fatto le banche centrali che hanno ridotto i tassi. Del pari, maggiori revisioni al ribasso delle proiezioni di crescita si sono generalmente accompagnate a un grado relativamente più elevato di allentamento monetario. I risultati al riguardo non sono peraltro univoci. In particolare, sebbene la Reserve Bank of Australia abbia corretto drasticamente verso il basso le previsioni di crescita e la Norges Bank abbia ridotto quelle per l'inflazione, entrambe hanno nondimeno aumentato i tassi ufficiali. In parte, ciò può rispecchiare una certa endogeneità, laddove le correzioni delle previsioni possono derivare dal rallentamento indotto dai più alti tassi ufficiali.

Un'altra ragione all'origine delle differenti risposte di politica monetaria va ricercata nella diversa intensità con cui i paesi sono stati investiti dalle turbolenze nei mercati finanziari. Considerando il differenziale medio tra il Libor a tre mesi e l'*overnight index swap* (OIS) di pari scadenza in una determinata moneta come misura della gravità delle turbolenze, sembra esservi una stretta correlazione tra le modifiche dei tassi ufficiali e l'entità delle perturbazioni nei mercati monetari. Ad esempio, i mercati monetari di Australia e Svezia hanno risentito meno della turbolenza rispetto a quelli del dollaro USA e della sterlina. Ciò concorda con il fatto che la Reserve Bank of Australia e la Riksbank hanno aumentato i tassi ufficiali mentre la Federal Reserve e la Bank of England li hanno ridotti. La correlazione tra la portata della turbolenza e l'allentamento relativo della politica monetaria regge anche dopo aver

... rispecchia le differenze esistenti nelle condizioni economiche ...

... nella portata dei disordini provocati dalle turbolenze finanziarie ...



tenuto conto delle revisioni apportate alle previsioni di crescita e inflazione (non riportato nei grafici).

... e nella
valutazione dei
rischi

La constatazione che la misura assunta per le tensioni nel mercato monetario ha una certa capacità esplicativa delle modifiche dei tassi di interesse anche considerando le correzioni delle previsioni potrebbe indicare che le banche centrali hanno altresì reagito alle percezioni di rischio associate a queste previsioni. Sebbene tutte le banche centrali considerino in qualche misura i rischi concernenti le loro previsioni all'atto di prendere decisioni di politica monetaria, l'esatta natura dei rischi considerati nel periodo in esame e gli effetti da essi esercitati sulle scelte monetarie sono stati assai diversi tra le singole istituzioni. Mentre alcune hanno posto l'enfasi sulla necessità di evitare nell'immediato futuro il pericolo di un grave rallentamento, altre si sono preoccupate maggiormente delle implicazioni di un allentamento monetario per la futura evoluzione macroeconomica.

La Federal Reserve
gestisce il rischio
macroeconomico

Tra le banche centrali delle maggiori economie industriali avanzate, la Federal Reserve rientra forse più chiaramente nella categoria di quelle per le quali era particolarmente importante scongiurare il pericolo di un grave rallentamento. Questo approccio incentrato sulla gestione del rischio è stato un importante fattore all'origine delle riduzioni dei tassi effettuate dalla Federal Reserve nel periodo in esame, come è stato più volte sottolineato nei verbali delle riunioni del FOMC e nelle dichiarazioni dei suoi membri.

Le "due
prospettive" della
Bank of Japan
evidenziano i rischi
nel più lungo
periodo

I responsabili della Bank of Japan sono stati probabilmente i più espliciti nell'evidenziare le possibili implicazioni di più lungo periodo delle scelte di politica monetaria. La seconda delle "due prospettive" che compongono il quadro di analisi per le decisioni della Bank of Japan è incentrata sui rischi per l'evoluzione economica oltre l'orizzonte di due anni. Verso la fine del 2007 il Policy Board era giunto alla conclusione che la seconda prospettiva, di per sé, segnalava l'opportunità di una politica più restrittiva sussistendo il rischio di sovraindebitamento e di un eccesso di investimenti fissi nel caso in cui gli operatori si fossero convinti che i tassi sarebbero rimasti bassi per un periodo di tempo prolungato. Tuttavia, a marzo 2008 almeno un membro del Policy Board riteneva che la seconda prospettiva evidenziava rischi al ribasso per la crescita e l'inflazione, e quindi l'opportunità di allentare la politica per evitare la ricomparsa della deflazione.

Le altre banche centrali sembrano per la maggior parte aver attribuito minor rilievo al rischio di esiti estremi. Nondimeno, anch'esse hanno dovuto temperare i timori di un aumento maggiore del previsto dell'inflazione, e quindi di un possibile disancoraggio delle aspettative inflazionistiche, con il rischio di un rallentamento dell'attività economica più grave di quanto pronosticato.

Differenze nei
mandati delle
banche centrali

Le condizioni economiche correnti e prospettive, così come i rischi insiti nelle previsioni, rappresentano indubbiamente importanti fattori alla base delle decisioni di politica monetaria, ma anche la diversità delle convinzioni sul modo di operare dell'economia e quella relativa alla natura dei mandati sembrano esercitare un certo influsso. Ad esempio, il duplice mandato della Federal Reserve, che attribuisce pari rilievo al prodotto e all'inflazione, sembrerebbe postulare un allentamento maggiore in risposta alle turbolenze

rispetto a un mandato che non preveda l'obbligo esplicito di sostenere la crescita. D'altra parte, la scelta della BCE di mantenere invariati i tassi nonostante la decelerazione dell'attività economica è coerente con la priorità attribuita nel suo mandato al conseguimento della stabilità dei prezzi.

Evoluzione della comunicazione delle banche centrali

L'incertezza causata dalle turbolenze finanziarie e dalle loro ripercussioni sull'economia mondiale ha creato non pochi problemi per le strategie di comunicazione delle banche centrali. In particolare, le autorità monetarie hanno dovuto fare in modo che l'indirizzo monetario meno restrittivo non venisse interpretato come un segnale di una minore determinazione nel loro impegno antinflazionistico o della decisione di intervenire in soccorso delle banche. Oltre a ciò, esse dovevano essere consapevoli del fatto che le loro stesse comunicazioni potevano influire sull'evoluzione delle turbolenze finanziarie, che dipendeva in maniera cruciale dalla fiducia degli operatori. La presente sezione passa anzitutto in rassegna alcune modifiche generali intervenute nella politica di comunicazione di un certo numero di banche centrali nel 2007 e si concentra successivamente sulle comunicazioni relative all'offerta di liquidità durante le turbolenze.

Sfide per le strategie di comunicazione

Cambiamenti nella comunicazione della politica monetaria

Nell'anno in esame diverse banche centrali hanno modificato le loro strategie di comunicazione nell'intento di accrescere la comprensione da parte del pubblico delle riflessioni che sono state alla base delle loro scelte di politica monetaria, proseguendo la tendenza ormai in atto da decenni verso una maggiore trasparenza.

Nel maggio 2007, prima ancora che emergessero tensioni nel mercato monetario, la Sveriges Riksbank aveva annunciato l'intenzione di fornire maggiori dettagli sulla logica sottesa alle sue scelte. Essa avrebbe tenuto una conferenza stampa al termine di ciascuna riunione di politica monetaria – non solo in occasione di una modifica dei tassi di interesse o della pubblicazione del rapporto di politica monetaria, come in passato – e avrebbe indicato nei verbali a quali membri del Board erano attribuibili le osservazioni avanzate durante la riunione. Solo pochi mesi prima, in febbraio, la Riksbank aveva deciso di pubblicare le proiezioni del Board sulla dinamica futura dei tassi ufficiali (si veda la 77^a *Relazione annuale*). Nel quadro della sua nuova strategia di comunicazione la banca centrale svedese ha anche deciso di non fornire più indicazioni sulle future manovre dei tassi in occasione di discorsi e comunicati stampa rilasciati al di fuori delle riunioni programmate, in quanto riteneva che le nuove modalità informative le avrebbero rese superflue. Tuttavia, quest'ultima innovazione è stata in parte abbandonata nel maggio 2008, sulla scorta delle reazioni pervenute dal mercato. Pur senza ripristinare la prassi di preannunciare le future mosse di politica monetaria, la banca centrale ha deciso che sarebbe stato utile commentare gli sviluppi economici e i dati più recenti illustrando il modo in cui influiscono sulle sue previsioni.

Modifiche nella politica di comunicazione della Riksbank ...

... della Federal Reserve ...

Due altre importanti modifiche agli schemi di comunicazione, quelle della Federal Reserve e della Reserve Bank of Australia, erano già state avviate molto prima che scoppiassero le tensioni finanziarie. Elemento centrale della nuova strategia di comunicazione della Federal Reserve, annunciata a metà novembre 2007, era la diffusione quattro volte l'anno (anziché due) delle proiezioni economiche predisposte indipendentemente da ciascun membro del FOMC, sempre in base all'ipotesi di politica monetaria "appropriata". La Federal Reserve avrebbe pubblicato l'intervallo e la tendenza centrale di queste previsioni, insieme ad alcune spiegazioni della logica sottostante. L'orizzonte previsionale è stato inoltre esteso a tre anni civili in modo da informare il pubblico sulla valutazione dei membri del FOMC riguardo all'evoluzione a lungo termine dell'economia USA. In particolare, l'estensione poteva fornire un'idea più chiara del livello dell'inflazione che i partecipanti del FOMC giudicavano coerente con il duplice obiettivo di conseguire il massimo impiego e la stabilità dei prezzi. Di fatto, l'intervallo dell'1,6-1,9% per l'inflazione misurata sul deflatore dei consumi privati nel 2010, indicato dalla tendenza centrale delle previsioni di ottobre, era ampiamente in linea con le ipotesi precedentemente formulate dagli operatori circa l'obiettivo di inflazione del FOMC.

... e della Reserve Bank of Australia

La nuova strategia di comunicazione della Reserve Bank of Australia, resa nota nel dicembre 2007, introduceva la pubblicazione di una spiegazione delle decisioni sui tassi, anche in assenza di una modifica di questi ultimi, e quella dei verbali delle riunioni di politica monetaria del Board. Fino a quel momento, la Reserve Bank si era astenuta dal delucidare le decisioni che non modificavano i tassi, poiché spesso (ma non sempre) ciò significava che non vi era nulla di nuovo da comunicare. Alla luce dell'esperienza di altri paesi, tuttavia, essa ha concluso che i vantaggi derivanti dalla diffusione di comunicazioni anche in assenza di cambiamenti avrebbero superato i corrispondenti rischi.

Minori indicazioni sulle decisioni monetarie a venire

L'accresciuta incertezza circa le prospettive per l'inflazione e la crescita economica nel periodo in esame ha indotto inoltre alcune importanti banche centrali a introdurre talune modifiche nella tattica di comunicazione adottata. Man mano che l'incertezza aumentava, era divenuto più difficile o meno auspicabile per le banche centrali fornire indicazioni sulle decisioni future in materia di tassi di interesse. Ad esempio, nella riunione del settembre 2007 il Consiglio direttivo della BCE non ha modificato i tassi, sebbene nella conferenza stampa seguita alla riunione del mese precedente il Presidente avesse parlato della necessità di "vigilare con molta attenzione". L'impiego di questa espressione aveva immancabilmente preannunciato ciascuno degli aumenti dei tassi ufficiali dal 2005 in poi. Negli Stati Uniti la Federal Reserve ha cessato di fornire una valutazione esplicita della bilancia dei rischi nelle comunicazioni seguite alla riunione del FOMC del dicembre 2007 a causa dell'elevato grado di incertezza insito nelle previsioni economiche, e si è astenuta dal farlo anche nelle dichiarazioni rilasciate al termine delle riunioni successive.

Comunicazione nelle crisi finanziarie

Rassicurazione del pubblico ...

Come già avvenuto in crisi precedenti, la prima azione intrapresa da diverse banche centrali nella recente fase di turbolenza è consistita nel far sapere

al pubblico che le autorità monetarie stavano seguendo attentamente la situazione e avrebbero preso misure adeguate. Dichiarazioni in questo senso sono state ad esempio rilasciate dalla BCE e dalla Bank of Canada il 9 agosto. Simili comunicazioni possono rivelarsi più utili dell'effettiva erogazione di fondi se servono a convincere gli operatori che la situazione è sotto controllo.

I comunicati congiunti rilasciati da alcune banche centrali nel dicembre 2007, in marzo e maggio 2008 hanno suscitato reazioni positive, sebbene di breve durata, da parte del mercato. Oltre a specificare le misure che le singole banche centrali intendevano adottare, essi ne attestavano la volontà e la capacità di porre in atto un'azione coordinata in risposta alla turbolenza finanziaria. In periodi di crisi finanziaria uno dei problemi per la comunicazione delle banche centrali origina dalla possibilità che il pubblico interpreti le iniziative straordinarie come indizio che la situazione in un dato paese sia più grave di quanto temuto. Rilasciando comunicazioni congiunte, le banche centrali potrebbero aver ridotto questo rischio di "segnalazione negativa", dal momento che le azioni concertate non fanno riferimento alle condizioni di una specifica area monetaria.

... mediante comunicati congiunti

La comunicazione delle banche centrali era anche motivata, in parte, dall'esigenza di illustrare al pubblico le procedure operative adottate, specie in caso di innovazioni. Un'altra difficoltà è stata quella di convincere l'opinione pubblica che gli interventi straordinari di liquidità non rappresentavano di per sé una modifica dell'orientamento monetario. Del resto, tutte le banche centrali coinvolte si sono premurate di tenere distinte le decisioni di tasso di interesse dalle misure destinate a redistribuire le riserve e a migliorare la liquidità del mercato, oggetto della prossima sezione.

Spiegazione delle operazioni delle banche centrali

Operazioni delle banche centrali in risposta alle turbolenze finanziarie

In risposta alle perturbazioni finanziarie scoppiate nell'agosto 2007, le operazioni di politica monetaria delle banche centrali sono state oggetto di adeguamenti di natura straordinaria e senza precedenti (tabella IV.2). Quando verso la metà del mese le tensioni si sono propagate al mercato monetario interbancario, la domanda di riserve della banca centrale nelle economie coinvolte è divenuta più instabile e meno prevedibile. Ciò ha reso molto più difficile per le banche centrali perseguire un dato orientamento monetario mediante le operazioni di mercato aperto e quelle di finanziamento tradizionali su iniziativa delle controparti, che rappresentano i principali strumenti per l'attuazione ordinaria della politica monetaria. Sono inoltre aumentate le tensioni nei mercati interbancari a termine, che occupano un ruolo centrale nel sistema finanziario e nel meccanismo di trasmissione monetaria, allorché gli investitori sono divenuti riluttanti a collocare fondi, se non a brevissimo termine, nei mercati monetari non garantiti. Da ultimo, la liquidità si è deteriorata in molti mercati garantiti, compreso nel marzo 2008 quello delle operazioni pronti contro termine a breve denominate in dollari, rendendo difficile per le istituzioni finanziarie posizioni che si erano ormai trasformate in attività altamente illiquide. Tutti questi sviluppi richiedevano un intervento della banca centrale, e in certa misura vi si prestavano. Questa sezione

La turbolenza rende necessari adeguamenti delle operazioni

| Misure adottate durante le turbolenze finanziarie | | | | | | | |
|--|-----|-----|-----|-----|-----|----------------|----------------|
| | BCE | BoJ | Fed | RBA | BoC | BNS | BoE |
| Regolazione puntuale straordinaria (per frequenza e/o condizioni) | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Operazioni straordinarie di mercato aperto a lungo termine | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Costituzione anticipata (<i>front-loading</i>) delle riserve nel periodo di mantenimento | ✓ | | | • | • | ✓ | |
| Modifica delle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti | | | ✓ | | | | |
| Ampliamento della gamma di attività stanziabili a garanzia | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ ¹ | ✓ |
| Modifica degli obblighi di riserva/dei saldi obiettivo delle banche | | | | • | • | | ✓ |
| Ampliamento della gamma di controparti ammesse | | | ✓ | | | | ✓ ² |
| Aumento o introduzione delle operazioni di prestito titoli | | | ✓ | | | | ✓ |

BCE = Banca centrale europea; BoJ = Bank of Japan; Fed = Federal Reserve; RBA = Reserve Bank of Australia; BoC = Bank of Canada; BNS = Banca nazionale svizzera; BoE = Bank of England. ✓ = sì; spazio vuoto = no; • = non applicabile.

¹ Provvedimento entrato in vigore il 1° ottobre, ma non collegato alle turbolenze finanziarie.
² Unicamente nel caso di quattro aste di finanziamento a termine annunciate nel settembre 2007, per le quali non è stata tuttavia presentata alcuna offerta.

Fonte: banche centrali. Tabella IV.2

esamina in sequenza gli adeguamenti apportati dalle banche centrali alle operazioni di gestione delle riserve nell'intento di tenere sotto controllo i tassi *overnight*, le misure adottate per rimpiazzare le fonti di finanziamento deteriorate e talune questioni sollevate dalla risposta delle banche centrali alle turbolenze.

Gestione delle riserve

Come analizzato nel Capitolo VII, le perturbazioni finanziarie hanno fortemente accresciuto l'incertezza delle banche riguardo sia al fabbisogno futuro di fondi, sia alla capacità di soddisfare tempestivamente eventuali esigenze in una situazione di illiquidità del mercato monetario. Pertanto, le banche sono divenute molto più caute nella gestione della liquidità, il che ha influito sulla domanda di riserve della banca centrale rendendola più volatile e meno prevedibile.

Le banche centrali attuano la politica monetaria mediante regolari operazioni di mercato a breve destinate a mantenere l'offerta di riserve (depositi delle banche presso l'istituto di emissione) in prossimità del livello richiesto dalle banche, così da assicurare che i tassi di riferimento di mercato non si discostino troppo dai valori obiettivo. Allorché l'instabilità della

Instabilità della
domanda di
riserve ...

domanda di riserve ha reso più difficile prevedere con accuratezza l'offerta necessaria, le banche centrali hanno apportato aggiustamenti compensativi alle operazioni di distribuzione delle riserve. La Reserve Bank of Australia, la Bank of Canada, la BCE, la Bank of Japan, la Banca nazionale svizzera, la Federal Reserve e, da settembre, la Bank of England hanno effettuato operazioni di mercato sia al di fuori del calendario programmato sia per importi superiori al consueto, in aggiunta ad altre misure tese a equilibrare la domanda e l'offerta di riserve della banca centrale al tasso ufficiale. Per esempio, all'inizio delle turbolenze la BCE e la Federal Reserve hanno modificato le proprie operazioni per far fronte alle brusche spinte al rialzo sui tassi *overnight* in un contesto di profonda incertezza circa la domanda di riserve. Nella sua prima operazione in risposta alle tensioni, condotta il 9 agosto, la BCE ha adottato l'insolito provvedimento di soddisfare l'intera domanda al tasso ufficiale del 4%. Il giorno successivo la Federal Reserve ha tenuto tre aste separate di Pct *overnight*, di cui l'ultima nel primo pomeriggio, ben oltre il suo normale orario operativo.

... fronteggiata mediante operazioni più frequenti e di importo maggiore

Nella maggior parte dei casi le banche centrali non hanno immesso un quantitativo di riserve superiore a quello necessario per mantenere i tassi di riferimento in prossimità di quelli ufficiali. In tutte le regioni colpite in misura significativa dalle turbolenze la domanda delle banche di disponibilità di *strumenti liquidi* a titolo precauzionale è aumentata, ma la misura in cui questo aumento complessivo si è tradotto in un'accresciuta domanda di *saldi presso la banca centrale* è dipesa, nella fattispecie, dal costo opportunità di tali saldi. Negli Stati Uniti, dove i conti di riserva sono infruttiferi, e nell'area dell'euro, dove i depositi eccedenti l'obbligo di riserva sono remunerati a 100 punti base al disotto del tasso ufficiale, la domanda di riserve della banca centrale non ha registrato un apprezzabile aumento, e le iniezioni di liquidità sono state quasi sempre riassorbite abbastanza rapidamente. La principale eccezione si è verificata nel periodo di mantenimento di inizio agosto negli Stati Uniti, durante il quale per alcuni giorni le riserve non sono state assorbite e il tasso sui *federal fund* si è mediamente collocato ben al disotto del tasso ufficiale. Per contro, presso la Bank of England, dove le consistenze dei conti di riserva vengono prestabilite dalle singole banche in anticipo e sono remunerate al tasso ufficiale, i saldi sono sensibilmente aumentati a partire dal periodo di mantenimento di settembre. Nel caso della Reserve Bank of Australia e della Bank of Canada, i cui interessi sui depositi sono inferiori di soli 25 punti base al tasso ufficiale, le consistenze sono salite, ma solo in misura marginale.

Ruolo della remunerazione dei conti di riserva

Quasi tutte le banche centrali dispongono di canali di rifinanziamento con cui, su richiesta delle banche, erogano prestiti garantiti a un tasso superiore a quello ufficiale. Tali operazioni trovano impiego per finalità diverse. Esse sono ad esempio utilizzate in appoggio alle operazioni di mercato aperto nella conduzione della politica monetaria. Con l'attivazione della linea di credito vengono immesse riserve addizionali su richiesta, e quindi il saggio sui prestiti tende a fissare un massimale per il tasso interbancario *overnight*. In altri casi, esse permettono di erogare fondi a istituzioni con problemi specifici di gestione dei conti presso la banca centrale, oppure di fornire liquidità

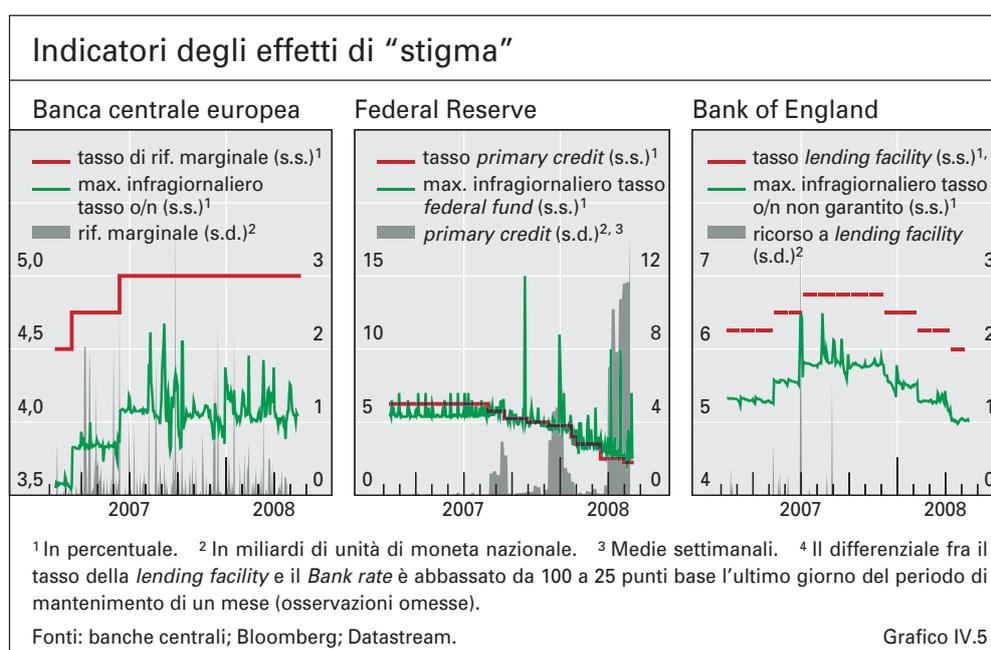
Il ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti a sostegno della liquidità ...

a istituzioni temporaneamente incapaci di reperire fondi ma comunque in condizioni solide. Un'ultima funzione, tipicamente assoluta tramite operazioni distinte, è quella di stanziare i mezzi necessari per venire incontro a istituzioni in difficoltà.

Di fatto, solo la Federal Reserve ha allentato le condizioni del suo schema di rifinanziamento (la *primary credit facility*) in risposta alle turbolenze, riducendo lo spread tra il tasso di interesse ivi applicato – il “saggio di sconto” – e il tasso ufficiale da 100 a 50 punti base in agosto, e quindi a 25 punti nel marzo 2008. Essa ha inoltre esteso la scadenza ammessa dei prestiti da *overnight* a trenta giorni, e poi ancora a novanta giorni. Queste modifiche miravano a rassicurare le banche sui costi e sulla disponibilità di finanziamento. Il restringimento dello spread doveva servire a ridurre la possibilità che una stretta transitoria nel mercato interbancario sospingesse verso l'alto il tasso sui *federal fund*, mentre l'allungamento della scadenza consentita rendeva questi prestiti maggiormente assimilabili al credito nel mercato monetario a termine, divenuto sempre più scarso.

Tuttavia, l'efficacia degli schemi di rifinanziamento della Federal Reserve, sia nello stabilire un massimale ai tassi *overnight* sia nell'attenuare le pressioni nel mercato monetario a termine, è risultata notevolmente menomata dalla riluttanza delle banche a farvi ricorso. Anche se le informazioni sui singoli prestiti concessi attraverso lo sportello di sconto non sono rese note al pubblico, le banche temevano verosimilmente che un eventuale loro ricorso a questo canale di rifinanziamento si sarebbe venuto a sapere, e sarebbe stato interpretato come un segnale di difficoltà finanziarie. In talune occasioni, le banche hanno preferito presentare richieste di prestiti interbancari *overnight* e depositi in eurodollari a trenta giorni a tassi che superavano di vari punti percentuali il saggio di sconto (grafico IV.5). Anche nel Regno Unito sono stati riferiti casi di transazioni bilaterali fra banche a tassi elevati, specie dopo che, in settembre, l'istituto di finanziamento ipotecario Northern Rock, in difficoltà,

... è ostacolato dall'effetto di “stigma”



ha beneficiato della concessione di credito di ultima istanza (Capitolo VII). Per contro, questo effetto di “stigma” si è avvertito meno nell’area dell’euro, forse perché il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale della BCE non è tradizionalmente considerato un evento eccezionale. In effetti, nell’area dell’euro non sembrano esservi state transazioni interbancarie negoziate a tassi più elevati.

Sostituzione di fonti di finanziamento deteriorate

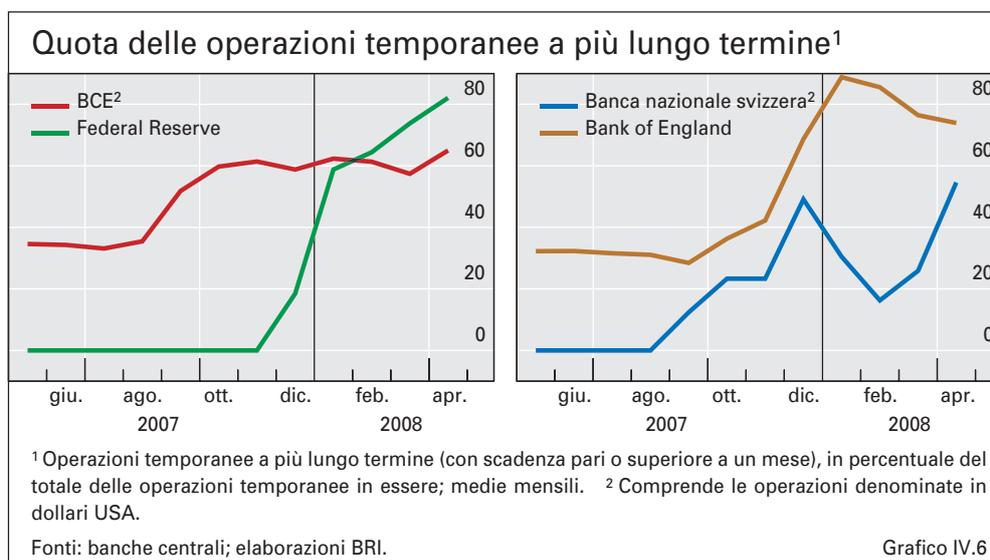
In parte, le misure adottate per mantenere i tassi *overnight* prossimi ai valori di obiettivo erano concepite non solo per l’attuazione dell’orientamento monetario ma anche per affrontare la carenza relativa di offerta nei mercati monetari a termine. Si è ritenuto che le istituzioni finanziarie sarebbero state più inclini a erogare fondi a termine se convinte di potersi rifinanziare a tassi ragionevoli sul mercato *overnight*. Inoltre, la domanda di finanziamenti a termine sarebbe stata meno aggressiva se le banche avessero considerato i fondi *overnight* come una fonte alternativa affidabile.

Con l’evolversi della turbolenza, tuttavia, gli sforzi delle banche centrali per alleviare le tensioni nei mercati monetari a termine si sono piuttosto concentrati sull’offerta diretta di finanziamenti a termine. Per esempio, la BCE e la Banca nazionale svizzera hanno condotto operazioni supplementari di rifinanziamento a tre mesi con inizio rispettivamente in agosto e settembre, e la BCE ha introdotto aste a sei mesi in aprile. A partire da dicembre la Bank of England ha offerto aste a tre mesi per volumi maggiori del consueto e la Federal Reserve ha erogato prestiti a un mese a istituzioni finanziariamente solide nel quadro del nuovo schema di rifinanziamento a termine, la Term Auction Facility (TAF). Queste operazioni hanno aumentato sensibilmente la quota delle transazioni a più lungo termine (prestiti e PcT) sul totale delle operazioni di finanziamento temporanee condotte presso tali banche centrali (grafico IV.6).

Le operazioni delle banche centrali hanno ripristinato il controllo sui tassi di riferimento e contribuito ad allentare le pressioni nei mercati monetari a

Le pressioni sui mercati monetari a termine ...

... inducono il passaggio a operazioni con scadenza più lunga ...



... e la modifica
delle garanzie
stanzabili

termine soprattutto affrontando il problema dell'insoddisfacente distribuzione di riserve risultante dal ridotto funzionamento del mercato interbancario. In taluni casi le banche centrali hanno ampliato la gamma delle garanzie stanzabili e delle controparti ammesse alle transazioni, consentendo agli operatori di rifinanziare strumenti i cui mercati erano fortemente perturbati. In agosto la Bank of Canada ha deciso di accettare per un certo periodo a garanzia delle sue operazioni di mercato tutti i titoli già ammessi alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti. In settembre e ottobre la Reserve Bank of Australia ha esteso l'elenco di garanzie stanzabili per le operazioni periodiche e i PcT *overnight* a un più ampio ventaglio di strumenti bancari, nonché ai titoli assistiti da ipoteche residenziali e alle *asset-backed commercial paper*. A partire da settembre la Bank of England ha lanciato la prima di quattro aste speciali a tre mesi accettando una più ampia gamma di garanzie e di controparti, mentre in dicembre ha ampliato anche il ventaglio di garanzie stanzabili per le regolari operazioni a tre mesi. Sempre in dicembre, nel quadro della TAF la Federal Reserve ha offerto finanziamenti a prezzi di mercato a istituzioni di deposito contro le stesse garanzie ammesse allo sportello di sconto, in tal modo ampliando notevolmente la gamma di controparti e di garanzie idonee rispetto alle altre sue operazioni di mercato aperto.

Iniziative
internazionali
congiunte nel
dicembre 2007 ...

La TAF rappresenta una delle molte iniziative prese dalle banche centrali di cinque aree monetarie (Bank of Canada, BCE, Banca nazionale svizzera, Federal Reserve e Bank of England) dopo la dichiarazione congiunta del 12 dicembre. Un'altra iniziativa è stata l'istituzione di linee di swap in valuta tra la Federal Reserve, da un lato, e la BCE e la Banca nazionale svizzera, dall'altro. Queste due ultime banche centrali hanno impiegato le linee per finanziare nelle rispettive giurisdizioni le aste periodiche di fondi a termine in dollari. Le operazioni hanno consentito alle banche dell'area dell'euro e della Svizzera di soddisfare il proprio fabbisogno di fondi in dollari, il cui reperimento era divenuto più difficile a causa delle tensioni nel mercato degli swap valutari (Capitolo V). Il desiderio delle banche europee di assicurarsi finanziamenti in dollari nelle fasi iniziali delle sessioni di contrattazione USA aveva provocato forti pressioni al rialzo sui tassi *overnight* nelle ore mattutine, complicando la conduzione della politica monetaria da parte della Federal Reserve. Dopo l'avvio delle aste in dollari le pressioni si sono temporaneamente attenuate. Le aste delle banche centrali europee di fondi a termine in dollari, proseguite per tutto gennaio, sono state sospese in febbraio quando le condizioni di mercato sono parse migliorare.

... e nuovamente
nel marzo 2008

Tuttavia, la tregua ha avuto breve durata. A metà marzo, di fronte al nuovo peggioramento delle condizioni nei mercati finanziari, le banche centrali hanno adottato una serie di misure aggiuntive per rifinanziare le attività illiquide detenute dalle istituzioni finanziarie. La Federal Reserve ha accresciuto sensibilmente l'ammontare dei finanziamenti nel quadro della TAF e ha allungato la scadenza massima dei PcT da due settimane a un mese. Inoltre, le stesse banche centrali che avevano preso misure coordinate in dicembre hanno annunciato congiuntamente nuovi provvedimenti. Le linee transatlantiche di swap sono state incrementate, e sono riprese le aste di finanziamenti in dollari da parte della BCE e della Banca nazionale svizzera.

Inoltre, la Federal Reserve ha posto in essere una nuova linea di credito, la Term Securities Lending Facility (TSLF) che consentiva ai *primary dealer* (una ventina di grandi intermediari mobiliari partecipanti alle operazioni di mercato aperto) di mutuare titoli del Tesoro presso la Federal Reserve Bank di New York in contropartita di strumenti meno liquidi, tra cui alcuni titoli privati con merito di credito elevato garantiti da ipoteche, non stanziabili nelle operazioni di mercato aperto.

Nei giorni seguenti, per la prima volta dagli anni trenta, la Federal Reserve, avvalendosi delle sue prerogative, ha erogato fondi a istituzioni diverse da quelle di deposito. Per prima cosa, il 14 marzo ha fornito finanziamenti per facilitare l'acquisizione della banca di investimento Bear Stearns, sull'orlo del fallimento, da parte di JPMorgan Chase. Successivamente, domenica 16 marzo ha istituito lo sportello Primary Dealer Credit Facility (PDCF), che eroga ai *primary dealer* prestiti *overnight* al saggio di sconto a fronte di una varietà di titoli pubblici e privati con alto rating. Tale strumento doveva servire a rendere più agevole per questi intermediari l'offerta di finanziamenti (mediante PcT) agli operatori nei mercati dei prodotti cartolarizzati. Se con la TAF si era esteso un tipo di operazione di mercato aperto alle istituzioni con accesso allo sportello di sconto, con la PDCF si estendeva l'accesso alle operazioni di prestito attivabili su iniziativa delle controparti alle istituzioni partecipanti alle operazioni di mercato aperto. Di conseguenza, con i due nuovi schemi il quadro operativo della Federal Reserve si è spostato verso l'offerta di operazioni sia di mercato sia attivabili su iniziativa delle controparti alla stessa, ampia gamma di istituzioni e in contropartita di un insieme più uniforme di garanzie.

La Fed eroga fondi a istituzioni diverse da quelle di deposito

A metà aprile anche la Bank of England ha introdotto uno schema di swap in titoli nel tentativo di migliorare le condizioni di liquidità delle banche gravate da un eccesso di attività ormai illiquide. Specificamente, la Banca ha istituito lo Special Liquidity Scheme, facilitazione mediante la quale le banche possono scambiare attività di qualità primaria ma temporaneamente illiquide contro buoni del Tesoro britannico. Gli swap sono attivabili in qualsiasi momento nell'ambito di uno sportello di sei mesi e con scadenze fino a tre anni. Agli inizi di maggio è poi stato rilasciato un nuovo comunicato congiunto delle maggiori banche centrali. Le dimensioni delle linee transatlantiche di swap e delle connesse aste in dollari sono state ulteriormente incrementate, e la Federal Reserve ha esteso ad altri *asset-backed securities* con alto rating l'elenco dei titoli ammessi alla TSLF.

La Bank of England introduce operazioni di swap in titoli

Al momento è difficile giudicare l'efficacia delle operazioni intraprese dalle autorità monetarie in risposta alle turbolenze finanziarie. Le banche centrali sono state in grado di contenere l'aumento della volatilità dei tassi di mercato di riferimento malgrado la minore prevedibilità della domanda di riserve e la ridotta efficacia di alcuni schemi di finanziamento nel fissare un massimale per i tassi di interesse. Nondimeno, i differenziali sui mercati monetari a termine restano storicamente molto elevati anche tenendo conto di una qualche correzione verso l'alto rispetto a livelli che si potevano considerare indebitamente bassi prima della turbolenza. Parte della lievitazione degli spread è indubbiamente riconducibile ai timori per il rischio di controparte, che non possono essere alleviati su vasta scala dall'intervento delle banche

centrali. Tuttavia, i differenziali a termine sono rimasti elevati anche quando gli spread creditizi per le istituzioni finanziarie si sono ridotti. Ciò sta a indicare che le preoccupazioni per la liquidità non sono state del tutto dissipate nonostante le operazioni senza precedenti poste in essere dalle banche centrali.

Questioni sollevate dalla risposta delle banche centrali alle turbolenze finanziarie

Gli interventi comportano costi ...

Nel valutare l'opportunità di intervenire per fronteggiare una crisi finanziaria le banche centrali si trovano di fronte a un dilemma, giacché gli interventi comportano non solo benefici ma anche oneri. Questi ultimi comprendono costi finanziari veri e propri, come quelli sostenuti nel fornire a posteriori garanzie a istituzioni o investitori. Altri costi, verosimilmente più importanti nel lungo periodo, sono quelli relativi al *moral hazard* (o azzardo morale) associato agli interventi: ossia la possibilità che gli operatori, nella convinzione che le banche centrali interverranno in loro soccorso, assumano rischi addizionali, facendo così aumentare la probabilità e gli eventuali costi di interventi futuri.

L'entità del *moral hazard* e dei costi finanziari varia a seconda del tipo di intervento delle banche centrali. Tra le iniziative prese durante le turbolenze, la meno rischiosa sotto il profilo del *moral hazard* è molto probabilmente quella che ha introdotto una gestione più attiva delle riserve nel quadro degli schemi preesistenti, al fine di mantenere i tassi di riferimento di mercato in linea con i livelli di obiettivo. L'estensione delle garanzie e delle controparti idonee implica forse un grado relativamente maggiore di *moral hazard* e taluni rischi finanziari, anche se il primo dovrebbe esser stato in linea di massima attenuato dal fatto che le operazioni in questione sono state perlopiù condotte sotto forma di transazioni di mercato a prezzi determinati in asta. Quanto ai rischi finanziari, sebbene l'insieme degli strumenti dati in garanzia alle banche centrali sia diventato leggermente più rischioso e meno liquido, è probabile che l'eventuale aumento dei rischi per le banche centrali sia stato modesto, anche in considerazione dei maggiori scarti applicati alle attività più rischiose e meno liquide al momento di determinare l'ammontare di credito che la banca centrale era disposta ad accordare in contropartita. Il maggior rischio di azzardo morale è probabilmente associato ai prestiti concessi per il salvataggio di istituzioni in difficoltà. Di norma, in tali circostanze la banca centrale, pur consentendo all'istituzione di rimanere in vita, cerca di addossare i maggiori oneri possibili agli azionisti, ai creditori e al management. Inevitabilmente, tuttavia, i costi per gli azionisti e i creditori sono minori di quelli che si sarebbero determinati nell'eventualità di un dissesto incontrollato.

... nonché benefici ...

Il principale beneficio degli interventi è che hanno il potenziale di scongiurare o mitigare una crisi finanziaria imminente. Le crisi finanziarie possono comportare una riduzione della disponibilità di credito e un deterioramento della fiducia delle imprese e delle famiglie. Il conseguente calo dell'attività economica, dell'occupazione e della ricchezza riduce sensibilmente il benessere sociale. La quantificazione di questo beneficio richiede una valutazione non soltanto degli eventuali costi che si potrebbero evitare, ma anche della probabilità che le strategie di intervento si rivelino efficaci.

Un altro beneficio derivante da taluni tipi di intervento delle banche centrali per arginare una crisi finanziaria è che essi possono ridurre la probabilità di dover ricorrere in un secondo tempo ad altri tipi di azioni che comporterebbero rischi di *moral hazard* e costi finanziari ancor maggiori. Ad esempio, misure precoci e aggressive per iniettare liquidità mediante transazioni di mercato potrebbero far venire meno l'esigenza di offrire prestiti di emergenza in seguito.

... compresa la possibilità di evitare interventi più costosi in futuro

Calcolare con esattezza in tempo reale i probabili costi e benefici di un particolare intervento in risposta a uno scenario spesso in rapida evoluzione potrebbe non essere possibile. In definitiva, ogni decisione richiederà una buona dose di discernimento. Ciò nonostante, la definizione preliminare degli obiettivi e la ponderazione dei costi e dei benefici prospettici degli interventi costituiscono importanti passi preparatori che possono servire a strutturare e agevolare anche il più spedito processo decisionale.

Difficile soppesare costi e benefici in tempo reale ...

Le recenti misure volte a promuovere l'ordinato funzionamento dei mercati monetari a termine e dei PcT potrebbero generare la convinzione che le banche centrali siano disposte a intervenire in futuro a sostegno di altri mercati o istituzioni in presenza di tensioni analoghe. Una siffatta convinzione rischia di amplificare ulteriormente il *moral hazard*. La chiarezza da parte delle banche centrali nella presentazione al pubblico degli obiettivi e dei principi che intendono seguire nell'affrontare le turbative nei mercati finanziari potrebbe contribuire a limitare il rischio di una simile deriva. Di pari utilità sarebbe la predisposizione di strategie di uscita dagli interventi di natura straordinaria.

... ma una chiara indicazione degli obiettivi potrebbe contenere il rischio di derive

È indubbio che la prossima crisi finanziaria avrà caratteristiche impreviste e richiederà da parte delle banche centrali risposte che non possono essere preparate in anticipo. Pertanto, non sarà probabilmente possibile configurare schemi operativi che contemplino una gamma completa di dispositivi di emergenza. In parte, l'efficace gestione delle crisi finanziarie dipenderà dalla misura in cui le banche centrali riusciranno a preservare la loro capacità di innovazione. A questo riguardo, il mantenimento di stretti contatti con gli operatori di mercato, l'esistenza di buoni canali di comunicazione con altre autorità finanziarie e banche centrali, e la disponibilità di personale bene informato sono tutti elementi importanti per assicurare che le informazioni su nuove situazioni possano essere raccolte, condivise e interpretate in tempi rapidi.

Ogni risposta richiederà capacità di innovazione