

Politica monetaria, aspettative e mercati finanziari

Intervento di Mario Draghi, Governatore della Banca d'Italia
pronunciato alla Whitaker Lecture della Banca Centrale – Dublino

Dublino, 18 luglio 2008

Il modo in cui le banche centrali sono in grado di motivare le proprie decisioni e comunicarle con chiarezza, completezza ed efficacia costituisce un aspetto importante della conduzione della politica monetaria. La questione non è nuova, ma gli sviluppi recenti hanno sollevato problemi di policy nuovi e pressanti.

La comunicazione della politica monetaria è divenuta un compito ancora più impegnativo nell'attuale contesto di crescenti pressioni inflazionistiche, prospettive economiche incerte e fragilità dei mercati finanziari. Politiche monetarie espansive adottate nel passato, unitamente alle serie tensioni strutturali nel mercato del petrolio, possono aver avuto un ruolo nelle attuali difficoltà.

La mia intenzione oggi è, innanzitutto, quella di passare in rassegna l'evoluzione della comunicazione delle banche centrali in una prospettiva di lungo termine ed esaminare i benefici della trasparenza, in particolare per l'area dell'euro. Illustrerò poi le implicazioni dei due aspetti cruciali della politica monetaria che dobbiamo affrontare nell'attuale congiuntura: l'interazione tra politica monetaria, aspettative inflazionistiche e l'impetuosa ascesa dei prezzi petroliferi, da un lato, e le sfide poste alla comunicazione e alla trasparenza dalle turbolenze del mercato finanziario, dall'altro.

1. Verso una migliore comunicazione da parte delle banche centrali: una prospettiva storica

Fino alla seconda metà degli anni ottanta, era opinione corrente che le decisioni di politica monetaria, per essere efficaci, non dovevano essere comunicate in anticipo. Un linguaggio opaco e involuto era considerato appropriato. Oggi, quel modo di pensare è superato, e la franchezza e la chiarezza nella comunicazione delle banche centrali sono considerate un obbligo.

Il cambiamento è stato radicale. Forse l'evento chiave è stata l'evoluzione verso una chiara definizione dei fini della politica monetaria, che ebbe inizio negli anni settanta allorché un certo numero di banche centrali adottò espliciti obiettivi monetari.

La consapevolezza dell'importanza del *commitment* della politica monetaria e di una buona comunicazione nel contenere le pressioni inflazionistiche è stato un ingrediente essenziale di tale strategia. Come sosteneva Paolo Baffi quando era Governatore della Banca d'Italia, con l'avvento degli obiettivi monetari "le azioni delle banche centrali non sono più racchiuse nel silenzio, e forse non lo saranno mai più. Mentre nel passato il silenzio era considerato una garanzia di indipendenza, oggi quest'ultima si consegue rendendo esplicito conto del proprio operato."¹

¹ Banca d'Italia, *Relazione annuale per il 1978, 1979*, pag. 158.

Tale tendenza continuò con l'adozione diffusa di obiettivi quantitativi per la stabilità dei prezzi, introducendo, in un certo numero di Paesi, uno specifico obiettivo di inflazione. Uno studio della Bank of England ha rilevato che, verso la fine degli anni novanta, 83 banche centrali, su 94 esaminate, avevano un obiettivo definito per il tasso di cambio, per l'offerta di moneta, o per l'inflazione.²

Le autorità monetarie producono e divulgano una gran quantità di informazioni: la maggior parte delle banche centrali pubblicano proiezioni macroeconomiche e specificano i modelli su cui queste si basano. Ad esempio, la BCE pubblica le proiezioni preparate dallo staff dell'Eurosistema o dal suo stesso staff quattro volte l'anno. La Federal Reserve pubblica le previsioni macroeconomiche del Federal Open Market Committee ormai da 30 anni; recentemente, ha esteso l'orizzonte previsivo e ha aumentato la frequenza delle previsioni.

Le informazioni sono anche diventate più tempestive. Le banche centrali ora informano il pubblico non appena una decisione viene presa, in conferenze stampa oppure diffondendo i verbali delle riunioni. La BCE pubblica le motivazioni delle decisioni del Consiglio Direttivo il giorno stesso della riunione sulla politica monetaria; in un'apposita conferenza stampa il Presidente fornisce poi ulteriori chiarimenti. Solo pochi anni fa la situazione era assai diversa. Ad esempio, fino al 1994 la Federal Reserve non divulgava le decisioni sul tasso d'interesse, che gli investitori dovevano dedurre dalle operazioni di mercato aperto.

Nei propri resoconti, la maggior parte delle banche centrali predispone dei commenti sulle prospettive della politica futura, con diverse modalità. Alcune offrono solo una guida qualitativa. Dal 2000 al 2003 la Fed forniva indicazioni sul "balance of risk"; la BCE, quando lo ritiene appropriato, dà dei segnali attraverso i propri canali di comunicazione. Altre banche centrali si sono spinte più in là, accompagnando le proprie proiezioni macroeconomiche con un'esplicita previsione dell'andamento futuro dei tassi di interesse ufficiali.

La trasparenza degli obiettivi, delle strategie, delle analisi e delle decisioni non solo assicura la legittimazione democratica delle autorità monetarie indipendenti; aumenta la capacità delle banche centrali di raggiungere gli obiettivi finali, plasmando le aspettative di coloro che fissano i prezzi e diminuendo i costi da sostenere, in termini di attività economica, per mantenere sotto controllo l'inflazione. Essa migliora anche l'efficacia della politica monetaria. Le banche centrali controllano direttamente i tassi d'interesse a brevissimo termine, ma gran parte delle decisioni nell'economia sono influenzate dai tassi a lungo termine, che a loro volta dipendono dalle aspettative sull'andamento futuro della politica monetaria. Come ha osservato Michael Woodford, "non solo le aspettative di politica monetaria

² Fry, M., D. Julius, L. Mahadeva, S. Roger and G. Sterne, "Key issues in the choice of monetary policy framework", in L. Mahadeva and G. Sterne (eds.), *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, Routledge, London, 2000, pp. 1-216.

sono importanti, ma, almeno nelle condizioni attuali, ben poco altro è importante.”³

Nell’area dell’euro, la necessità di una chiara comunicazione è ancora maggiore per via dell’ambiente multilingue e multiculturale. Un’interpretazione coerente delle decisioni della BCE da parte dei vari operatori nazionali richiede di stabilire dei termini di riferimento comuni, nonché il loro adattamento agli specifici contesti nazionali. Le banche centrali nazionali svolgono un ruolo chiave.

Tuttavia, non dobbiamo giungere alla conclusione che esista oggi un paradigma comune che copre ogni aspetto della comunicazione di una banca centrale. In effetti, non è ancora emerso un consenso tra gli accademici o tra i banchieri centrali circa la strategia di comunicazione ideale. Per quanto concerne la prassi di pubblicare gli andamenti previsti dei tassi d’interesse, ad esempio, alcuni studi citano il rischio che il settore privato dia troppo peso alle informazioni della banca centrale, non investendo abbastanza, di conseguenza, in proprie analisi indipendenti.⁴

Una ricerca effettuata dalla Banca d’Italia mostra che quando le banche centrali pubblicano le loro previsioni per l’andamento futuro dei tassi d’interesse, i partecipanti al mercato comprendono bene le informazioni ivi contenute. Peraltro, le banche centrali sembrano comunicare in maniera efficace anche quando esse divulgano soltanto informazioni qualitative.⁵

L’esistenza di differenti punti di vista non deve sorprendere, poiché la “best practice” dipende in parte dall’ambiente istituzionale, culturale ed economico e quindi le banche centrali devono adottare differenti strategie di comunicazione. Ad esempio, fino ad ora soltanto Paesi di dimensione relativamente piccola sembrano seguire la prassi di pubblicare l’andamento previsto dei tassi ufficiali, probabilmente perché la stretta dipendenza di queste economie dalle condizioni esterne può rendere più semplice comunicare al pubblico la natura condizionale delle loro proiezioni. Come ha recentemente precisato Lucas Papademos, non esiste un’unica ricetta per ogni dettaglio,⁶ anche se una buona comunicazione è attualmente una componente essenziale dello strumentario di ogni banca centrale.⁷

³ M. Woodford, *Interest and Prices*, Princeton University Press, 2003.

⁴ Si veda J. D. Morris and H. S. Shin, “Social Value of Public Information”, 2002, *The American Economic Review*, e, sulla rilevanza empirica del tema, L. E. Svensson, “Social Value of Public Information is actually pro transparency”, 2005, *NBER working paper* 11537.

⁵ G. Ferrero e A. Secchi, “The Announcement of Future Policy Intentions”, 2008, Banca d’Italia, *Working Paper Series*, di prossima pubblicazione.

⁶ L. Papademos, “Monetary policy communication and effectiveness”, intervento all’Annual Meeting of the Allied Social Science Associations, New Orleans, 5 gennaio 2008.

⁷ A. S. Blinder, “Talking about Monetary Policy: The Virtues (and Vices) of Central Bank Communication”, presentato al 7th BIS Annual Conference, Lucerna, 26-27 giugno 2008.

2. Comunicazione della Banca centrale, aspettative di inflazione e prezzi delle materie prime

I profondi cambiamenti che ho appena descritto e i loro perduranti effetti sulla dinamica dell'inflazione devono essere tenuti in considerazione nel valutare l'azione di politica monetaria nella presente congiuntura, nella quale l'inflazione dell'area dell'euro, trainata principalmente dai prezzi del petrolio e degli alimentari, ha raggiunto il 4 per cento, un livello mai registrato dai primi anni novanta.

Negli ultimi due decenni, le innovazioni nella formulazione della politica monetaria e nella sua comunicazione hanno contribuito a ridurre il livello e la volatilità dell'inflazione, mentre allo stesso tempo i bassi tassi di interesse reali hanno stimolato l'occupazione e la crescita. Le aspettative di inflazione sono meglio ancorate oggi che nei decenni trascorsi, come emerge sia dalle indagini campionarie sia dagli indicatori del mercato finanziario. Inoltre, le aspettative a lungo termine appaiono più saldamente ancorate nei paesi in cui l'obiettivo di politica monetaria è definito con maggiore chiarezza. Ad esempio nell'area dell'euro – dove la stabilità dei prezzi è chiaramente e quantitativamente definita – vi è evidenza che le notizie macroeconomiche incidono sulle aspettative di inflazione a breve termine, mentre altrove esse incidono anche su quelle a lungo termine⁸.

Restano aperte alcune questioni relative al legame esistente tra la politica monetaria, le aspettative di inflazione e l'inflazione effettiva⁹. Sarebbe utile disporre di maggiori informazioni sulle modalità con cui le aspettative aggregate di inflazione incidono sulla formazione dei prezzi a livello microeconomico. Inoltre, mentre disponiamo di varie misure delle aspettative di inflazione delle famiglie, degli economisti e dei mercati finanziari, le informazioni sono ancora limitate proprio sulle aspettative di quei soggetti che fissano i prezzi (come le imprese).

In ogni caso, il *trade-off* a breve termine tra inflazione e stabilizzazione dell'attività economica sembra essere notevolmente migliorato. La comunicazione è stata certamente fondamentale. Tuttavia, una strategia di comunicazione efficace richiede che la banca centrale sia credibile, e ciò a sua volta significa che alle parole devono corrispondere i fatti.

Il nostro successo fino ad oggi nel controllo delle aspettative di inflazione dipende in modo cruciale dalle lezioni che abbiamo appreso dagli shock al prezzo del petrolio degli anni settanta. Le banche centrali devono ora evitare gli errori che furono fatti allora da numerosi paesi. In realtà, l'esperienza degli shock petroliferi degli anni recenti fornisce una palese dimostrazione dei benefici di una politica monetaria credibile, anche nella congiuntura attuale.

⁸ M.J. Beechey, B.IK. Johannsen e A. Levin, *Are Long-run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area than in the United States?*, CEPR Discussion Paper n.6536, 2007.

⁹ Si veda ad esempio B.S. Bernanke (2008), *Outstanding Issues in the Analysis of Inflation*, discorso alla 53ª Conferenza Economica Annuale della Federal Reserve Bank di Boston a Chatham, Massachusetts.

Vi è ampia evidenza a livello internazionale che gli effetti negativi degli shock petroliferi sull'economia sono oggi molto meno severi che trent'anni fa.

Questo risultato riflette indubbiamente le modifiche strutturali dell'economia, quali la maggiore efficienza energetica della produzione e del consumo e mercati del lavoro più flessibili. L'evidenza empirica indica anche, tuttavia, che la maggiore credibilità e la migliorata trasparenza della politica monetaria sono state fondamentali nel ridurre l'impatto degli shock petroliferi sull'inflazione.

La nostra ricerca mostra che anche in passato tale impatto era minore nei paesi in cui la banca centrale aveva adottato un impegno chiaro per la stabilità dei prezzi e godeva di elevata credibilità. Ad esempio, le stime indicano che negli anni settanta e ottanta esso era circa sei volte minore in Germania che in Italia. E in Italia la trasmissione all'inflazione degli *shock* del prezzo del petrolio è ulteriormente diminuita a partire dal 1999, grazie alla credibilità della strategia monetaria dell'Eurosistema. Risultati recenti, inoltre, confermano che il diminuito impatto degli *shock* del prezzo del petrolio sull'inflazione e sulla produzione è dovuto in parte all'accresciuta consapevolezza degli investitori circa l'orientamento anti-inflazionistico delle autorità monetarie o, in altri termini, alla credibilità delle banche centrali¹⁰.

Tali considerazioni sono alla base della recente decisione del Consiglio direttivo della BCE. Secondo le nostre previsioni l'aumento dell'inflazione è temporaneo, ma esso appare oggi più persistente di quanto ci aspettavamo alcuni mesi fa. Mentre nei mesi scorsi gli *spillover* erano stati modesti e l'inflazione di fondo era rimasta contenuta, recentemente i rischi sono aumentati. Vi sono segni di accelerazione dei costi interni di produzione; anche le misure delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine indicano la presenza di tensioni.

È stato per affrontare l'accresciuto rischio di effetti di *second round* sulle retribuzioni e sulla fissazione dei prezzi interni e per riaffermare il proprio impegno a ripristinare la stabilità dei prezzi che il Consiglio direttivo ha deciso il 3 luglio di aumentare i tassi di interesse di riferimento al 4,25 per cento. La credibilità non può essere data per scontata, come se fosse acquisita una volta per sempre. Una manovra tempestiva, che permetta il mantenimento delle aspettative di inflazione sotto controllo, è certamente preferibile alle tardive, violente correzioni operate in molti paesi decenni addietro. Vi è qualche indicazione che, nei giorni successivi al rialzo dei tassi, le misure delle aspettative di inflazione derivare dai mercati finanziari hanno smesso di crescere.

Le autorità monetarie in tutto il mondo devono tenere ben presenti queste lezioni del passato. Le politiche monetarie espansionistiche a livello mondiale possono aver accentuato le tensioni strutturali sul mercato del petrolio. Vari paesi emergenti registrano attualmente un'inflazione rapida e

¹⁰ Si veda O. Blanchard e J. Galí, op. cit.

crescente. In parte ciò riflette l'incidenza significativa degli alimentari nei rispettivi indici dei prezzi al consumo, ma in molti casi deriva anche dalle condizioni monetarie accomodanti dovute a fattori quali la rapida crescita degli aggregati monetari e creditizi e la scelta del regime di cambio. Tali andamenti stanno avendo un impatto sull'inflazione a livello globale e richiedono adeguate misure di policy. La credibilità della politica monetaria deve essere preservata nei paesi avanzati e perseguita nei paesi emergenti; deve aumentare la consapevolezza del rischio insito nell'aumento dell'inflazione.

3. Lezioni delle turbolenze sui mercati finanziari

Anche l'importanza del legame tra politica monetaria, comunicazione e mercati finanziari è aumentata.

I mercati finanziari stanno diventando sempre più efficienti e completi; la trasmissione degli impulsi della politica monetaria all'economia è più veloce e dipende maggiormente dal modo in cui i mercati finanziari percepiscono le decisioni della banca centrale. Le variazioni effettive e previste dei tassi ufficiali sono ora rapidamente trasmesse a una più ampia gamma di attività finanziarie e da queste ai consumi e agli investimenti. La gestione delle aspettative è essenziale, poiché la diffusione di informazioni che divergono dalle opinioni del mercato può aumentare la volatilità e, in casi estremi, portare alla liquidazione di grandi posizioni con effetti potenzialmente destabilizzanti sulla liquidità dei mercati e sui prezzi delle attività.

In questo contesto, la turbolenza finanziaria ha sollevato nuove questioni per le autorità monetarie. È ora più difficile prevedere gli andamenti economici e valutare gli effetti delle decisioni di politica monetaria e della loro comunicazione sui mercati, sulle aspettative e, in ultima analisi, sull'economia reale.

Le conseguenze dei recenti eventi per la regolamentazione prudenziale e per la vigilanza finanziaria sono state esaminate dal rapporto del Financial Stability Forum "Rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari". Non mi soffermerò su questi argomenti oggi; vorrei invece concentrare l'attenzione sulle lezioni più direttamente connesse alla formulazione e alla comunicazione della politica monetaria.

Una *prima lezione* riguarda il ruolo delle autorità monetarie nel segnalare i rischi per la stabilità finanziaria. Le banche centrali indipendenti, con la loro solida reputazione, le loro elevate capacità tecniche, la loro prospettiva a medio-lungo termine sono nella posizione ideale per valutare i rischi sistemici che emergono dai mercati finanziari e comunicarli in modo credibile al pubblico. Tuttavia, sembra che i mercati non abbiano prestato sufficiente attenzione ai nostri avvertimenti, in questa crisi come negli episodi del passato.

Per molti di noi, la crisi dello scorso anno non è stata una sorpresa. Nel giugno 2007, in un discorso presso la Banca centrale di Argentina, io stesso espressi la preoccupazione che il rischio di uno shock ampio, conseguente a una riduzione generalizzata della propensione al rischio, era aumentato. Avvertii che se i primi movimenti dei prezzi avessero indotto preoccupazioni per il rischio di controparte, ciò avrebbe potuto facilmente generare erosioni di liquidità più profonde e generalizzate e porre rischi sistemici¹¹. Altre banche centrali e istituzioni internazionali avevano pronunciato, anche in precedenza, simili avvertimenti¹².

Perché i mercati si fidano delle banche centrali in materia di politica economica, mentre sembrano ignorare i segnali lanciati ripetutamente dalle autorità monetarie in materia di stabilità finanziaria? Naturalmente una possibilità, strettamente correlata alla psicologia umana, è che dopo un prolungato periodo di condizioni economiche favorevoli gli investitori possono diventare eccessivamente ottimisti e sottostimare i rischi.

È tuttavia possibile che, come accade per la politica monetaria, una comunicazione efficace richieda che le parole siano seguite dai fatti. Un tale obiettivo può richiedere mutamenti di ampio respiro della regolamentazione e delle prassi di vigilanza nonché delle responsabilità della banca centrale.

La turbolenza finanziaria ha dimostrato che il coordinamento a livello internazionale è fondamentale allo scopo di rendere più trasparenti le istituzioni private ed evitare gli effetti potenzialmente destabilizzanti degli incentivi perversi che prevalgono in alcuni segmenti del sistema finanziario.

Per quanto riguarda le banche centrali, è stato sostenuto che, se queste devono essere credibili quando esprimono valutazioni in tema di rischi finanziari come lo sono per la politica monetaria, devono essere coinvolte più da vicino nel compito di assicurare la stabilità finanziaria; in alcuni casi questo può voler dire rafforzare le loro competenze statutarie¹³. Occorrerebbe inoltre valutare attentamente se gli strumenti attualmente disponibili alle banche centrali per mantenere la stabilità finanziaria – per esempio attenuando la natura prociclica dei mercati finanziari – sono adeguati a questo importante obiettivo, e se è possibile superare le resistenze economiche e politiche ad un ampliamento del ruolo delle banche centrali nella difesa della stabilità finanziaria.

Preservare la stabilità finanziaria può avere implicazioni anche per la conduzione della politica monetaria: il legame tra politica monetaria e stabilità finanziaria pone una sfida ai banchieri centrali.

¹¹ M. Draghi, *Monetary policy and New Financial Instruments*, Buenos Aires, 4 giugno 2007.

¹² Si veda, ad esempio, il comunicato stampa del 17° incontro del Financial Stability Forum a Francoforte, 29 marzo 2007.

¹³ Si veda, ad esempio, il Rapporto del Comitato Paulson sulla Regolamentazione del mercato dei capitali.

Dobbiamo seriamente riconsiderare il punto di vista, piuttosto diffuso fino a tempi recenti, secondo cui la politica monetaria deve svolgere un ruolo passivo di fronte all'accumularsi di squilibri finanziari e intervenire soltanto dopo un crollo, iniettando liquidità per evitare il diffondersi dell'instabilità a livello macroeconomico (si tratta della posizione nota come “mopping up after the event”). Dobbiamo valutare se e fino a che punto i nostri strumenti di politica monetaria possano essere utilizzati per contrastare l'accumularsi di squilibri finanziari (“lean against the wind”) ed evitare che si creino incentivi distorti e che gli investitori percepiscano un *bias* espansivo, asimmetrico, nella politica monetaria.

Naturalmente, in quest'area è molto difficile definire con precisione cosa sia uno squilibrio eccessivo e definire una strategia di politica monetaria in grado di limitare i rischi di scompensi finanziari e di crisi, assicurando, al tempo stesso, il mantenimento della stabilità dei prezzi. Dobbiamo probabilmente evitare di chiedere troppo alla politica monetaria; tuttavia, non possiamo ignorare che tassi di interesse eccessivamente bassi e una eccessiva espansione della liquidità e del credito possono influenzare l'industria finanziaria ed incoraggiare un comportamento rischioso da parte degli investitori. Ciò comporta che gli andamenti monetari e creditizi devono avere un'importanza centrale nella comunicazione della nostra strategia¹⁴. La turbolenza finanziaria ha confermato che l'enfasi data dalla BCE agli andamenti della moneta e del credito è appropriata.

La seconda lezione che abbiamo tratto dalla crisi è che, perché siano colti appieno tutti i benefici della trasparenza delle banche centrali, il settore finanziario nel suo complesso – istituzioni finanziarie, strumenti finanziari e comportamenti del mercato – deve essere anch'esso trasparente.

In primo luogo, è fondamentale avere una chiara percezione delle condizioni finanziarie ai fini delle decisioni di *policy*, poiché variabili come il grado di leva finanziaria del settore privato, la distribuzione del debito tra gli operatori e la propensione al rischio delle banche influenzano la trasmissione della politica monetaria.

Inoltre, quando gli strumenti finanziari sono molto complessi, i bilanci delle istituzioni finanziarie possono essere così opachi che i soggetti esterni – banche centrali, autorità di vigilanza e persino gli azionisti – possono non riuscire a percepire il reale grado di rischio insito nel sistema, reagendo quindi in maniera tardiva agli squilibri finanziari. E' persino possibile che una maggiore prevedibilità delle azioni delle banche centrali in merito all'andamento dei tassi di riferimento o alle loro reazioni in caso di crisi, se accompagnata agli incentivi perversi al rischio che prevalgono in alcuni segmenti del sistema finanziario, possa incoraggiare la propensione al rischio da parte degli investitori privati.

¹⁴ Si vedano le considerazioni svolte da O. Issing, “*In search of monetary stability: the evolution of monetary policy*”, *paper* presentato alla 7a conferenza annuale della BRI, Giugno 2008.

Per arrivare a soluzioni di *first best* e migliorare la stabilità del sistema, i progressi nella trasparenza da parte delle banche centrali devono essere accompagnati da azioni di regolamentazione e di vigilanza volte a rendere meno opaca l'industria dei servizi finanziari. C'è urgente bisogno di un maggiore livello di trasparenza in questo settore, non solo per migliorare la solidità del sistema finanziario mondiale ma anche per assicurare che la *stance* della politica monetaria sia coerente con la stabilità dei prezzi e con la stabilità finanziaria.

Il rapporto del Financial Stability Forum incoraggia le istituzioni finanziarie ad aumentare il loro grado di trasparenza già nelle loro relazioni semestrali per il 2008 e a migliorare i reporting standard per i veicoli fuori bilancio. Anche le agenzie di rating svolgono un ruolo cruciale in questo contesto e il Rapporto del Financial Stability Forum ha indicato varie soluzioni per migliorare la loro performance.

La terza lezione che abbiamo appreso dalle turbolenze finanziarie è che quando si generano tensioni e i mercati diventano illiquidi, le banche centrali devono spiegare come intendono agire per mantenere la stabilità dei prezzi preservando allo stesso momento condizioni ordinate nei mercati finanziari. Questo problema può sorgere in particolare nel mercato monetario, il cui funzionamento è fondamentale per la liquidità dei mercati finanziari in generale.

In tempi di grande incertezza, la politica monetaria deve esser percepita come una forza stabilizzatrice che fornisce un solido ancoraggio alle aspettative di inflazione. Quando ci sono tensioni sul mercato monetario, distinguere tra l'offerta di liquidità e le ragioni che sottendono la fissazione dei tassi di riferimento, cosa semplice in circostanze normali, diventa più complesso ma rimane comunque fondamentale. Da un lato, le azioni necessarie a ristabilire la liquidità del mercato possono rendere meno chiari i segnali di politica monetaria; dall'altro, decisioni sui tassi di interesse potrebbero essere percepiti come la rivelazione di informazioni non note al mercato, e quindi esacerbare le tensioni.

In queste circostanze, è importante assicurarsi che una più attiva gestione della liquidità da parte della banca centrale, necessaria ad allentare le tensioni nel mercato monetario, non venga percepita come un segnale di un minore impegno a mantenere la stabilità dei prezzi.

Durante le recenti turbolenze finanziarie, le azioni di politica monetaria e le comunicazioni dell'Eurosistema hanno distinto in maniera chiara tra le operazioni necessarie a sostenere il mercato monetario e le vere e proprie decisioni di politica monetaria. A partire dall'agosto 2007, l'Eurosistema ha ripetutamente iniettato fondi nel mercato monetario attraverso operazioni di rifinanziamento principale e operazioni a più lungo termine, al fine di rispondere alle richieste di liquidità delle banche. Queste operazioni sono state accompagnate da comunicazioni tempestive – attraverso comunicati stampa o altri canali – per assicurare i mercati che la BCE è pronta a tutti i

necessari interventi per garantire un ordinato funzionamento del mercato interbancario e ridurre la volatilità dei tassi a brevissimo termine. Al tempo stesso, il Consiglio ha ribadito la propria determinazione nell'assicurare che i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine non si materializzassero e che le aspettative di inflazione restassero in linea con questo obiettivo.

Questi eventi hanno dimostrato che le banche centrali, ed in particolare la BCE, hanno gli strumenti adatti a gestire questi problemi. Gli interventi sono stati efficaci nell'evitare turbative di mercato, anche se sulle scadenze più lunghe del mercato monetario è emerso un premio al rischio sostanziale. La turbolenza ha anche dimostrato che in casi di tensione le banche centrali devono essere pronte a potenziare la comunicazione con i mercati e ad adattare le proprie procedure operative, prendendo decisioni innovative quando necessario.

Gli eventi recenti hanno sollevato nuove questioni in merito all'architettura di queste operazioni e alla loro presentazione al mercato. Prima di tutto, le banche centrali devono valutare fino a che punto si devono spingere nel progettare nuovi strumenti per fornire liquidità. In particolare, a quali condizioni le istituzioni che non raccolgono depositi dal pubblico devono essere ammesse ad operazioni di rifinanziamento?

Un altro problema è se - e in quale misura - gli strumenti operativi che sono necessari in situazioni di emergenza devono essere resi noti al mercato in anticipo o addirittura utilizzati in situazioni normali. Per rispondere, è necessario valutare il *trade-off* tra una maggiore trasparenza - che renderebbe le controparti delle banche centrali più familiari con le procedure non standardizzate, facilitando così il loro utilizzo in caso di necessità - e il pericolo di esacerbare il *moral hazard*, incoraggiando ulteriormente la propensione al rischio.

Un ulteriore aspetto sul quale riflettere è l'identificazione delle misure che possono rendere meno probabile il ricorso a tali strumenti. Per esempio, le esperienze recenti hanno reso evidente che le caratteristiche degli schemi di assicurazione dei depositi sono cruciali per contenere il rischio di corse agli sportelli e di crisi di liquidità.

Il ruolo della comunicazione e i benefici di una piena trasparenza sono infine fondamentali in caso di crisi. Come hanno mostrato gli eventi dell'anno passato, la diffusione da parte della banca centrale delle informazioni in merito a interventi a supporto di singole istituzioni può far scattare comportamenti imitativi ed esacerbare i problemi di liquidità. È la nostra comunicazione che può determinare se al ricorso a questi finanziamenti da parte delle singole istituzioni viene associato discredito o una maggiore fiducia.

La necessità di giungere a una valutazione condivisa su questi problemi è particolarmente pressante. Le banche centrali devono intensificare la cooperazione nella prevenzione delle crisi di liquidità, anche al fine di

assicurare parità di condizioni tra gli operatori. Restano essenziali una comunicazione efficace, un monitoraggio comune degli andamenti del mercato e il coordinamento delle iniziative necessarie per fornire fondi a lungo termine.