



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA
Economia e Management**

PROVA FINALE

**FORWARD GUIDANCE: TEORIA E CONFRONTO TRA FEDERAL
RESERVE E BANCA CENTRALE EUROPEA**

RELATORE:

CH.MO PROF. GIOVANNI CAGGIANO

**LAUREANDA: ANNA CHIOPRIS
MATRICOLA N. 1043520**

ANNO ACCADEMICO 2014 – 2015

Indice

Introduzione.....	4
Capitolo 1 – Un quadro generale delle politiche monetarie	6
1.1 – I limiti degli strumenti convenzionali	6
1.2 – Gli strumenti non convenzionali.....	7
Capitolo 2 – Forward Guidance tra gli strumenti non convenzionali	9
2.1 – Definire Forward Guidance	9
2.2 – Le tipologie di Forward Guidance	10
2.3 - Il linguaggio da utilizzare.....	13
2.4 – Altre caratteristiche da considerare.....	14
Capitolo 3 – Analisi dei canali di trasmissione di Forward Guidance	16
3.1 – Elementi critici degli annunci e relative conseguenze.....	16
3.2 – Effetto sul prezzo degli asset: parallelismo tra strumenti non convenzionali.....	18
3.3 – Dal prezzo degli asset all’economia reale.....	19
Capitolo 4 – Analisi degli effetti di Forward Guidance attraverso il modello XS – XD	22
4.1 – Un modello che tiene conto dell’intermediazione finanziaria	22
4.2 – Un modello che esplicita due diversi tassi di interesse.....	23
4.3 – Le dinamiche del modello XS-XD	23
Capitolo 5 – L’approccio della Federal Reserve	27
5.1 – Caratteristiche dell’approccio	27
5.2 – Analisi di date significative	28
Capitolo 6 – L’approccio della Banca Centrale Europea	35
6.1 – Caratteristiche dell’approccio	35
6.2 - Analisi di date significative	36
Capitolo 7 – Conclusioni	44
Bibliografia.....	46
Sitografia	49

Introduzione

A partire dalla crisi del 2008 si è potuto assistere alla crescita d'interesse attorno alle tematiche inerenti la politica monetaria, di cui sia economisti e professori che il pubblico meno specialistico sono stati protagonisti. La crisi ha infatti portato alla luce il ruolo fondamentale giocato dalle banche centrali di molti paesi nel campo delle politiche pubbliche, funzione evidente ancora oggi nelle operazioni messe in atto per risolvere i problemi creati dalla crisi globale. Insieme all'interesse si è però anche diffuso un generale criticismo a riguardo, che scaturisce dalla scarsa conoscenza degli strumenti posseduti dalla politica monetaria, dei loro limiti e della loro portata. L'ambiente in cui questa negli ultimi anni si è dovuta districare è stato difficile e ostile a causa soprattutto delle aspettative irragionevoli che si sono sviluppate attorno agli obiettivi che essa è in grado di raggiungere. Per esempio, vi è la diffusa opinione che sia sufficiente fissare un desiderato livello di tassi di interesse nominale come obiettivo, affinché questo venga effettivamente conseguito, con immediati aggiustamenti e adeguamenti di tutte le altre variabili economiche implicate. Ciò non solo è miope rispetto alle reali capacità della politica monetaria, ma esclude dall'analisi gli effetti di alcune variabili reali, sulle quali essa non ha alcun potere, né controllo specifico. Spesso, inoltre, gli effetti di alcune azioni risultano decisamente poco chiari, basti pensare come un generale innalzamento dei tassi di interesse, oltre a un più alto tasso di cui i creditori privati beneficeranno, implichi anche un più elevato tasso gravante sui mutuatari.

Portando a esempio la situazione vigente negli Stati Uniti nel 2013, il permanere di bassi tassi di interesse determinò un livello di equilibrio del tasso di interesse reale più basso di quello usuale, ma le ragioni erano estranee alla politica della Federal Reserve, in quanto i risparmiatori avevano ridotto la loro propensione al consumo a causa della crescente incertezza e preoccupazione di ridurre le spese. Ciò ha determinato una contrazione della domanda aggregata che ha inevitabilmente abbassato ulteriormente il livello dei tassi di interesse, contribuendo ad alimentare il disappunto dei risparmiatori che ottenevano percentuali sempre più basse sui loro risparmi (Woodford, 2013a). Apparentemente un livello più basso dei tassi di interesse dovrebbe implicare uno stimolo della domanda aggregata e un miglioramento dell'attività economica, ma la realtà dei fatti dimostra che il meccanismo non è così semplice. Pertanto, il livello di controversia che grava sulla politica monetaria può essere imputato alla presenza di conflitti di interesse tra gli attori economici e di aspettative oltre misura che hanno generato speranze fuori portata. Ammettere apertamente i limiti e le contraddizioni della politica monetaria può però essere molto rischioso, poiché l'evidenza dell'incapacità di stimolare ulteriormente la domanda aggregata si tradurrebbe facilmente in

un permanere di bassi salari e in un aumento della deflazione. D'altro canto, anche un'eccessiva sicurezza nei propri strumenti da parte delle banche centrali rischierebbe di sollevare le autorità di politica fiscale dalle loro responsabilità in termini di decisioni e conseguenze macroeconomiche. A questo punto, un adeguato compromesso è costituito da una buona conoscenza di quali sono gli strumenti a disposizione della politica monetaria, quali sono le loro criticità e in che modo possono essere fronteggiate.

Questo elaborato si propone di evidenziare i limiti di alcuni strumenti di politica monetaria definiti convenzionali e porre l'attenzione su uno strumento non convenzionale in particolare, quale Forward Guidance. Nella prima parte verrà indagata la dimensione teorica del fenomeno, proponendo una definizione e classificazione di esso, per poi studiarne la dinamica e gli effetti attraverso modelli quantitativi. Nella seconda parte si offre un confronto tra la Federal Reserve degli Stati Uniti e la Banca Centrale Europea, al fine mettere in luce le diverse forme di forward guidance attuate, ricercare le motivazioni all'origine e analizzare gli effetti sulla base dei dati relativi ai tassi di interesse presenti nelle banche dati delle due istituzioni.

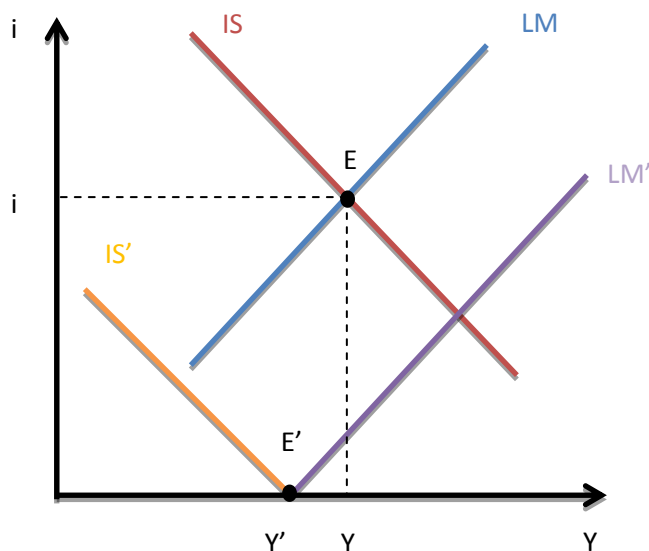
Capitolo 1 – Un quadro generale delle politiche monetarie

1.1 – I limiti degli strumenti convenzionali

Gli strumenti di politica monetaria si dividono principalmente in due grandi categorie: quelli ritenuti convenzionali e i cosiddetti strumenti non convenzionali.

Con politiche monetarie convenzionali si intendono quelle operazioni atte a porre un target sui tassi di interesse overnight, ovvero i tassi ai quali gli istituti bancari si prestano denaro tra di loro per una durata massima di ventiquattro ore per fronteggiare le necessità di liquidità nel mercato interbancario, e ad aggiustare l'offerta di moneta per raggiungere il dato target. Un alto tasso è indicatore di scarsa liquidità presente nel mercato. Esempi rappresentativi di questi tassi sono *Euribor*, il target di riferimento che indica il tasso di interesse medio delle transazioni finanziarie in Euro tra le principali banche europee e *Libor*, l'equivalente per il mercato interbancario londinese. I corrispondenti degli overnight per gli Stati Uniti sono i federal funds rates. Pertanto, da ciò si evince che l'obiettivo principale è quello di influenzare i tassi di interesse nominali a breve termine.

Normalmente dunque, la banca centrale non è coinvolta in operazioni di prestito al settore privato o al governo, né nell'acquisto di titoli di stato o debito di aziende. Stabilendo un tasso di interesse, la banca centrale determina di fatto il livello di liquidità presente sul mercato cercando di mantenere la stabilità dei prezzi almeno nel medio periodo. Nei decenni ciò è risultato sufficiente a fronteggiare alti e bassi dell'economia, stimolando la domanda e contenendo la pressione inflazionistica. Con la crisi del 2008 è però risultato evidente quanto tutto ciò non fosse più sufficiente per raggiungere determinati obiettivi. Caso estremo è la cosiddetta trappola della liquidità, situazione che vede i tassi di interesse nominale pari a zero e l'impossibilità da parte delle banche centrali di ridurlo ulteriormente (Blanchard, 2011).



Lo shock economico infatti può essere così potente da costringere le banche centrali a portare a zero i tassi di interesse nominali (Bini Smaghi, 2009). A quel livello qualunque ulteriore taglio risulta impraticabile e le politiche convenzionali sono insufficienti.

1.2 – Gli strumenti non convenzionali

Questo è il momento in cui entrano in gioco i cosiddetti strumenti di politica monetaria non convenzionale, i quali rispondono principalmente all'obiettivo di avere effetto sui tassi di interesse a lungo termine, guidando le aspettative, cambiando la composizione del bilancio della banca centrale o espandendone la dimensione. In realtà questi strumenti possono essere utilizzati anche quando il livello dei tassi di interesse si attesta sopra lo zero, se il processo di trasmissione della politica monetaria è significativamente indebolito e in questo contesto la banca centrale può agire sui tassi di interesse nominali a breve termine oppure direttamente sul processo di trasmissione (Bini Smaghi, 2009).

I più celebri strumenti non convenzionali sono il *quantitative easing* e il *credit easing*. Partendo dal primo, esso risponde all'obiettivo di influenzare i tassi di interesse a lungo termine attraverso l'acquisto di asset. Teoricamente si può procedere all'acquisto di qualunque tipo di asset, ma storicamente ci si è concentrati sull'acquisizione di titoli di stato a lungo termine dalle banche (Bini Smaghi, 2009). Ciò avviene non tramite la stampa di nuova moneta, quanto piuttosto emettendola in forma di riserve detenute dalle banche commerciali. Attraverso un'operazione di questo tipo il rendimento sui titoli di stato scende in parallelo a quello dei titoli emessi privatamente, in quanto i primi fungono da benchmark per prezzare il rischio sui secondi. Inoltre, se i tassi di interesse sui titoli a lungo termine crollano, gli investimenti a lungo termine vengono stimolati così come la domanda aggregata, poiché il rischio cala. Se lo scopo è assicurare propensione al credito da parte delle banche al settore privato, la banca centrale dovrebbe acquistare titoli da queste in modo da immettere liquidità nel settore che può venire usata per concedere prestiti. Le banche però possono anche decidere di trattenere questa liquidità all'interno del settore finanziario, rischio che può essere minimizzato solo operando al cosiddetto *zero lower bound*, quando ovvero i tassi sui depositi sono pari a zero e le banche non hanno interesse a trattenere la liquidità in eccesso. Pertanto, questa politica risulta efficace solo se le banche concedono prestiti al settore privato.

Passando ad analizzare il *credit easing*, si tratta di uno strumento volto a indirizzare liquidità a certi settori del mercato attraverso l'acquisto di specifici bond e securities. Bini Smaghi (2009) osserva come di fatto, l'acquisto di titoli privati non ha effetti diversi sull'offerta di

moneta o sulla base monetaria dall'acquisto di titoli governativi, ma in questo modo la banca centrale interagisce direttamente con il settore privato andando ad agire sul rischio di credito, come farebbe una qualsiasi banca commerciale. Ciò ovviamente deve essere pianificato con cura, in modo da non causare allocazioni distorsive in termini di industrie o regioni.

Vi sono poi delle forme indirette di quantitative/credit easing, che non implicano l'acquisto di asset, bensì perseguono l'aumento delle dimensioni del bilancio della banca centrale attraverso prestiti di maturities a più lunga scadenza alle banche dietro sottoscrizione di garanzie che includono asset i cui mercati sono temporaneamente danneggiati. Queste operazioni hanno effetti direttamente sulla yield curve; per esempio, se l'oggetto delle operazioni della banca centrale sono maturities a sei mesi, allora si genererà un effetto sul mercato interbancario dei titoli a sei mesi.

Infine, l'ultimo strumento non convenzionale è la cosiddetta *Forward Guidance*, tema sul quale si concentra questo scritto e che andremo a svolgere ed analizzare nei capitoli successivi.

Capitolo 2 – Forward Guidance tra gli strumenti non convenzionali

2.1 – Definire Forward Guidance

Tra gli strumenti di politica monetaria non convenzionale si annovera una sorta di sperimentazione politica apparsa sullo scenario economico a partire dalla riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) del dicembre 2008 e nota come *forward guidance*. Il FOMC è un organo facente capo alla Federal Reserve, che si occupa delle operazioni di mercato e insieme al Federal Reserve System, responsabile invece dei tassi di sconto e dei requisiti di riserva, controlla gli strumenti di politica monetaria. Il FOMC è composto da dodici membri, sette dei quali appartenenti al Federal Reserve System, uno rappresentato dal presidente della Federal Reserve Bank of New York e gli ultimi quattro a rotazione tra i presidenti delle altre undici Federal Reserve Banks del Paese¹. Tornando a parlare di forward guidance, essa può essere definita come un insieme di affermazioni fatte dalla banca centrale sulle previsioni per la futura politica monetaria che vanno ad aggiungersi a quelle inerenti alle decisioni intraprese per il breve periodo, con il fine ultimo di influenzare i tassi di interesse a lungo termine. Non si tratta di una politica che risulta efficace solo una volta raggiunto lo zero lower bound, ma la recente esperienza che ha visto la Fed trovarsi in questa situazione ha accresciuto la volontà e la necessità di sperimentare nuove forme, sempre più esplicite, di forward guidance. L'utilità di questo strumento si basa sulla convinzione che le aspettative della popolazione sulla politica monetaria che verrà attuata in futuro siano un aspetto critico da tenere in considerazione quando si osserva il modo in cui le decisioni di politica monetaria hanno effetto sull'economia, soprattutto se ci si trova nel caso di zero lower bound. I tassi di interesse a breve termine, come i federal funds rates per gli Stati Uniti, non sono di per sé molto importanti per decisioni economiche come il consumo, in assenza di cambiamenti nelle aspettative sui tassi futuri (Woodford, 2012). Dunque, più importante dei tassi vigenti al momento corrente, è il percorso futuro dei tassi di interesse a breve e soprattutto la sua anticipazione da parte degli attori economici. Un'aspettativa di un più alto reddito reale o di inflazione futuri spingono ad una maggiore spesa oggi e ad una crescita dei prezzi, ma il livello dei tassi di interesse nominali al momento corrente cresce e disincentiva la propensione al consumo, senza eliminarla completamente. Se invece i tassi di interesse nominali non cambiano, le attese di un più elevato reddito reale e più alta inflazione produrranno effetti in

¹ Per maggiori informazioni e approfondimenti si visiti il sito della Federal Reserve <<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/default.htm>>

maniera amplificata. Se ancora il livello dei tassi di interesse è dato rimanere tale per un certo periodo di tempo, il grado di amplificazione cresce in maniera esponenziale (Woodford, 2012). Pertanto, garantire una certa stabilità o un certo cammino per quanto riguarda alcune variabili è molto importante e quando per la banca centrale non risulta possibile ridurre ulteriormente il tasso di interesse nominale secondo gli strumenti convenzionali, è ancora possibile cambiare la comunicazione sui futuri movimenti del tasso. Quest'azione costituisce una dimensione nuova della politica monetaria, che storicamente non si era trovata coinvolta in operazioni comunicative, e deve perciò essere utilizzata con prudenza e attenzione, scegliendo fra le diverse tipologie esistenti quella che meglio permette di raggiungere l'obiettivo desiderato, senza distorcere le decisioni politiche successive.

Tre sono i motivi principali per cui è importante considerare ciò che effettivamente la banca centrale dice. Primo, la chiarezza, poiché nonostante le intenzioni della banca centrale possano apparire ovvie e logiche alle persone più vicine all'istituzione, ciò potrebbe non valere per il pubblico. In un contesto in cui il principale obiettivo è quello di influenzare le aspettative dei consumatori, la completa comprensione del futuro percorso dei tassi di interesse assume primaria importanza. A maggior ragione, l'effettiva comprensibilità degli annunci della banca centrale dovrebbe essere accertata nel caso in cui il comportamento prospettato si distacchi fortemente da quello avuto negli anni passati, quando dunque viene a mancare un precedente storico che potrebbe aiutare il pubblico a capire il corso futuro delle variabili. Seconda motivazione è il fatto che esprimere previsioni economiche pubblicamente facilita l'impegno della banca centrale a seguire un determinato percorso. Non si tratta di un mero rapporto di causa effetto, dove stante certe condizioni, le prospettive annunciate si avvereranno automaticamente, quanto piuttosto di un impegno da parte delle istituzioni a non ignorare quanto detto precedentemente e a tenerne conto anche a fronte di eventi inaspettati. Terzo ed ultimo, definire le proprie previsioni in maniera esplicita contribuisce a prevenire la volatilità dei mercati, svolgendo una sorta di funzione stabilizzatrice delle aspettative con conseguenti effetti sulle variabili in gioco. Se infatti un annuncio è in grado di convincere gli attori economici che una determinata situazione rimarrà tale per un certo periodo di tempo, le aspettative si stabilizzeranno e non cambieranno prima di un'ulteriore deliberazione, permettendo così di mantenere la stabilità.

2.2 – Le tipologie di Forward Guidance

Esistono molteplici classificazioni di forward guidance, date soprattutto dal fatto che la materia è ancora fortemente inesplorata e precise definizioni e catalogazioni ancora non sono presenti. È possibile dividere le diverse classificazioni di forward guidance in due macro-gruppi. Il primo lega le dichiarazioni sull'andamento dei tassi di interesse a target di altre variabili, siano esse quantitative o temporali. In questa classificazione ricadono le comunicazioni contenenti target per il tasso di inflazione o il livello di disoccupazione: l'annuncio prevede che i tassi vengano mantenuti ad un certo valore fino a quando non verrà raggiunto il target prefissato o fino a che il livello non scenderà al di sotto di un certo numero. Ad esempio, nel dicembre 2012, il FOMC si era ripromesso di mantenere i tassi di interesse al livello corrente almeno fino a che il valore della disoccupazione non fosse sceso al di sotto del 6.5% (Federal Reserve Press Release, 2012). Altro esempio è quello di indicazioni legate ad una variabile temporale, ovvero annunci in cui si afferma che il livello dei tassi di interesse rimarrà tale per un certo periodo di tempo o fino ad una certa data, espressa in maniera più o meno esplicita. Alcuni esempi sono caratterizzati da frasi come “for an extended period”, “at least through mid-2013” (Woodford, 2013c, p.30), che forniscono al pubblico un'indicazione temporale sulla politica intrapresa dalla banca centrale.

Seconda categoria è quella che invece riassume tutte le deliberazioni che prescindono dall'includere altre variabili come indicatori e si concentrano unicamente sulle previsioni del tasso di interesse, delineandone un percorso futuro. Esempio di questo tipo è il discorso della Banca Centrale Europea del 4 luglio 2013, in occasione del quale il presidente Mario Draghi annunciò semplicemente di mantenere invariati i tassi di interesse, senza in alcun modo legarli alle performance di altre variabili economiche (conferenza stampa BCE, luglio 2013).

Per entrambe le tipologie ci sono dei pro e dei contro. Il primo approccio è sostenuto dall'economista ed ex-membro del Federal Reserve System Frederic S. Mishkin, il quale, secondo quanto riportato dal professore della Columbia Michael Woodford in *“The Fed's Enhanced Communication Strategy: work in progress”*(2008), afferma che in passato l'attenzione era stata posta principalmente sulla definizione di previsioni dell'inflazione nel breve termine perché si riteneva fossero indicatori più significativi per il rischio della stabilità dei prezzi, ma si è poi passati a delle proiezioni di medio termine, in quanto più conformi al gradimento del pubblico. Infatti, questa tipologia sposa senz'altro le esigenze dei consumatori, i quali in questo modo hanno a disposizione informazioni su variabili più significative e cruciali ai fini del consumo, quali il tasso di inflazione o quello di disoccupazione. Più numerose sono le informazioni, maggiori sono gli indicatori messi a

disposizione del pubblico e più il livello di trasparenza percepita aumenta. Mishkin, inoltre, sostiene che le proiezioni di lungo periodo indichino livelli raggiungibili e sostenibili delle variabili relative piuttosto che obiettivi dell'istituzione, in quanto essa non può arbitrariamente scegliere un livello di attività economica sostenibile e conseguirlo, bensì deve proiettare un valore realistico e conseguibile sulla base delle condizioni economiche vigenti al momento dell'analisi. Ad ogni modo, questo valore svolge un ruolo bersaglio nella funzione di perdita da minimizzare, poiché la politica dovrebbe mirare a ridurre al minimo il tasso, dato il livello sostenibile. Attraverso i riferimenti a più variabili, non per forza con indicazioni precise, si persegue una maggiore stabilizzazione degli obiettivi e delle aspettative e soprattutto si evita la necessità di postulare un tasso di interesse che potrebbe essere difficile o irragionevole da mantenere in futuro, a fronte del cambiamento di alcune condizioni economiche. D'altro canto però, il buon fine di questa pratica dipende fortemente dalla credibilità degli annunci, da quanto il pubblico ritiene ragionevoli e realizzabili le indicazioni di forward guidance fornite dalle istituzioni. Inoltre, risulta utopistico pensare di mantenere una variabile sempre vicina al livello di target prefissato, o meglio, per farlo sarebbe necessario prendere in considerazione l'intero andamento futuro dei tassi di interesse. A questo proposito, Woodford nello scritto sopracitato propone come compromesso la definizione di intervalli di confidenza entro i quali far oscillare i valori delle variabili, piuttosto che fornire un rigido e intransigente target a cui convergere.

Per quanto riguarda le previsioni basate esclusivamente sui tassi di interesse, un sostenitore è Gürkaynak, economista turco alla Bilkent University, che insieme a Sack e Swanson (2005) dimostra come anche gli annunci sprovvisti di target inerenti ad altre variabili economiche possano influenzare le aspettative (Woodford, 2012). Un aspetto senz'altro positivo di quest'approccio è il fatto che in assenza di target non sia concretamente possibile trovarsi nell'imbarazzante posizione di dover giustificare un livello più elevato di quello che si era previsto per una data variabile. Di fatto, però si tratta di un processo particolarmente lungo e incerto, soprattutto se sprovvisto di impegni pubblici espliciti da parte dell'istituzione. Inoltre, un limite davanti al quale lo stesso Gürkaynak si arresta è il fatto che attraverso questo tipo di annunci non è possibile stabilire esattamente quale parte di essi muova le aspettative, e pertanto prevederne l'effetto risulta difficile.

2.3 - Il linguaggio da utilizzare

Ciò che apparentemente può sembrare semplice come una dichiarazione inerente alle previsioni economiche è in realtà frutto di un'accurata e studiata preparazione. Lo studio del linguaggio utilizzato è un elemento fondamentale della strategia. L'ex-governatore della Federal Reserve Alan Greenspan è famoso a questo proposito per l'opacità dei suoi discorsi, tanto che egli stesso nel 2007 affermò di aver creato un linguaggio particolare, denominato "Fedspeak", molto difficile da interpretare dai meno esperti. In questo modo egli era in grado di soddisfare la richiesta della stampa di commentare i meeting del FOMC, ma le sue parole non erano tali da causare una reazione eccessiva dei mercati, cosa che Greenspan voleva, appunto, evitare (Woodford, 2013b). Questo esempio serve a sottolineare il peso e l'influenza che hanno le parole sui mercati, motivo per cui esse devono essere misurate e pesate. Un esempio pratico è quello del FOMC meeting del 28 gennaio 2004, in occasione del quale il target per i federal funds rates non era previsto cambiare, bensì essere mantenuto allo stesso basso livello di giugno. In quell'occasione la frase di riferimento al mantenimento della politica accomodante era cambiata da "for a considerable period" a "the Committee believes it can be patient in removing policy accomodation" (Woodford, 2012, p.10). Sembra probabile che la sostanziale variazione nelle aspettative sui tassi, data la mancanza di cambiamenti nel target e nessuna sorpresa a riguardo, sia stata principalmente causata da questo cambiamento nel linguaggio, inteso come volontà di cominciare ad alzare il target dei funds rates prima di quanto ci si aspettasse. Le parole utilizzate con accortezza in questo genere di dichiarazioni vengono definite "code words" da Woodford (2008, p.6).

Un'altra questione sulla quale l'opinione risulta divisa è il grado di divulgazione che investe i discorsi. Esponenti come Greenspan ritengono che le istituzioni debbano rivelare il meno possibile riguardo alle previsioni economiche future, per non correre il rischio di stimolare eccessive reazioni dei mercati (Woodford, 2013b). Ciò che gli esperti e il pubblico generico dovrebbero tenere bene a mente è che le istituzioni non detengono la verità assoluta e sono pertanto soggetti ad errori. D'altro canto però risulta ovvio che questo tipo di politica non centri pienamente gli obiettivi di chiarezza e trasparenza che forward guidance tenta di perseguire. Inoltre, essendo gli annunci sempre e comunque oggetto di interpretazioni, dichiarazioni confuse sono più facilmente fraintendibili e causa di aspettative contrastanti con quelle perseguite dalla istituzioni. In questi casi, una politica di questo tipo è capace di creare danni maggiori della totale mancanza di informazioni presentate. Un altro schieramento invece non sposa l'idea del parlare "as little as possible" (Woodford, 2012). Ciò ovviamente non sfocia per forza in un'eccessiva esplicazione, ma semplicemente l'obiettivo principale è

quello di aumentare la chiarezza e la precisione degli annunci. Tra i sostenitori di quest'approccio ricordiamo Michael Woodford. Un atteggiamento così esplicito non è però privo di svantaggi. Se in generale è vero che un aumento delle informazioni private a disposizione degli attori economici e della relativa precisione fa crescere il welfare sociale, la crescita del numero dei segnali pubblici ha effetti ambigui (Woodford, 2005). In parole povere, se un soggetto dispone di un maggior numero di notizie riguardo un evento o una previsione, questo risulterà sicuramente avvantaggiato rispetto agli altri e sarà in grado di fare le sue scelte in maniera più consapevole, mentre quelli che continueranno ad avere a disposizione lo stesso numero di informazioni di prima saranno svantaggiati. L'effetto però non è lo stesso se il soggetto in questione non è l'unico che vede accrescere la propria conoscenza, ma si tratta di un evento generalizzato. In questo caso il risultato finale sarà appunto ambiguo. Da una parte infatti aumenta l'accuratezza con cui i soggetti coinvolti nel mercato valutano la situazione economica corrente, le cui conseguenze sono decisamente positive sull'equilibrio delle azioni, ma d'altro canto si riduce anche il peso delle informazioni private di ogni attore economico nella formazione della valutazione della situazione. Bisogna anche sottolineare il fatto che errori nelle dichiarazioni pubbliche influenzano tutti i soggetti in gioco, mentre l'errore in un'informazione privata non ha effetto in media, ma solo sul singolo (Woodford, 2005). Per tale motivo, questo risultato perverso richiede che gli annunci non siano neppure troppo accurati in riferimento agli indicatori delle variabili fondamentali in questione.

2.4 – Altre caratteristiche da considerare

Di grande importanza è anche il momento τ in cui la politica monetaria accomodante verrà abbandonata e i tassi di interesse cominceranno ad essere nuovamente rialzati. La scelta di questo istante è particolarmente delicata e non può permettersi di essere compromessa. Il suo valore non può essere arbitrariamente deciso, in quanto dipende dall'evoluzione e dal percorso di altre variabili economiche. Woodford (2012) ha indagato la delicatezza della scelta di τ e dell'annuncio accompagnatore. Se infatti la scelta di questo viene spostata avanti nel tempo, anche solo per questioni legate alla prudenza, e viene interpretata come un posticipo causato da un outlook economico ancora inaspettatamente troppo basso, la conseguenza sarà opposta rispetto a quanto ci si era auspicato. L'effetto sarà di contrazione della domanda anziché di stimolo, dato il mantenimento dei bassi tassi di interesse.

Un altro elemento critico è la conformità ad altri soggetti. In “*Central Bank’s Communication and policy effectiveness*” (2005) di Woodford, viene esplicitato il fatto che molti partecipanti al mercato pongano attenzione ad agire in maniera conforme ad altri individui. Riprendendo quanto detto in precedenza, ovvero che le istituzioni possono commettere errori e che questi influenzano in media tutto il pubblico se espressi nella forma di annunci pubblici, è chiaro che è sufficiente che un numero ristretto di individui cominci a comportarsi in maniera opposta rispetto a quanto auspicato dalle istituzioni, affinché questi abbiano influenza sul comportamento dell’intera popolazione con conseguenze prevedibilmente negative.

Infine, un ruolo importante è quello giocato dalla periodicità delle dichiarazioni. Annunci resi pubblici con una certa regolarità contribuiscono all’aumento della credibilità e favoriscono la comprensione degli intenti delle istituzioni da parte del pubblico. Inoltre, attraverso quest’incremento di trasparenza, la popolazione impara più facilmente ad anticipare le operazioni della banca centrale, il che gioca un ruolo fondamentale nella definizione delle aspettative. È interessante osservare come le decisioni cambino nel tempo al fine di mantenere l’impegno preso pubblicamente. Infatti, uno dei limiti della pubblicazione routinaria di dichiarazioni è che assumono senso e vengono credute solo se interpretate come impegni (Woodford, 2012). Inoltre, è necessario sottolineare il fatto che le divulgazioni al di fuori della regolare pubblicazione vengono solitamente viste come dichiarazioni di intenti e non come semplici visioni dello stato dell’economia al momento corrente. Questo tipo di interpretazioni risulta avere molto più peso sulle aspettative delle persone, in quanto preannunciano la volontà di perseguire un determinato obiettivo e lo sforzo che verrà compiuto per non abbandonare il target (Woodford, 2013c).

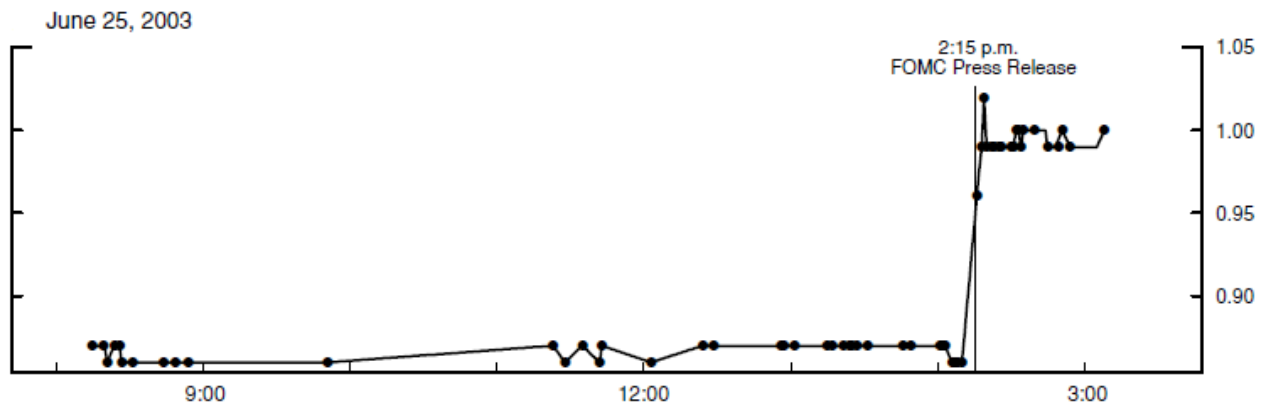
In generale una regola che andrebbe sempre applicata è quella della prudenza. Né una politica di dichiarazioni troppo esplicite, né al contrario annunci troppo succinti e confusi sono una buona strategia di forward guidance da adottare. Parallelamente, se da un lato la regolarità di pubblicazioni favorisce l’impegno e la chiarezza, ne svilisce il contenuto. E ancora, una politica di maggiore precisione delle dichiarazioni delle banche centrali è l’obiettivo perseguito dalle istituzioni, ma un’eccessiva esattezza nella definizione di alcune variabili o indicatori temporali potrebbe risultare controproducente.

Capitolo 3 – Analisi dei canali di trasmissione di Forward Guidance

3.1 – Elementi critici degli annunci e relative conseguenze

Date le premesse teoriche dei capitoli precedenti, cerchiamo di capire come funziona nella pratica forward guidance.

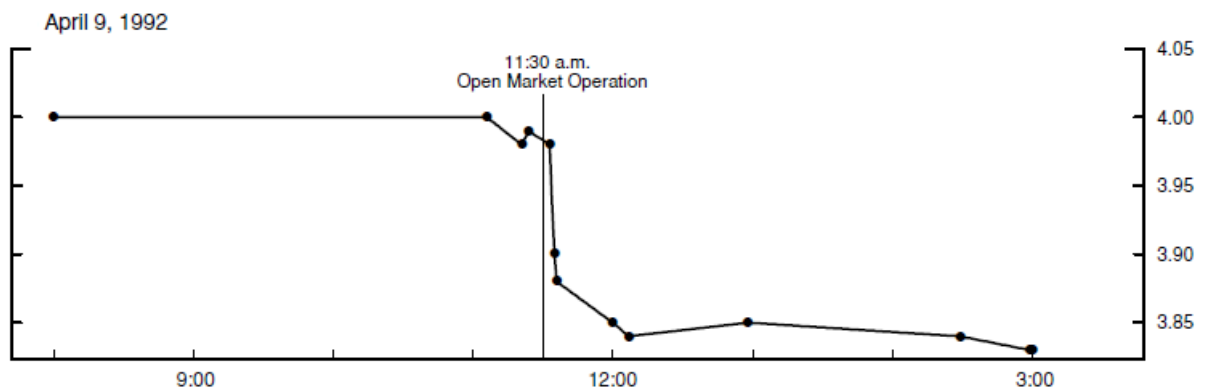
Gürkaynak, Sack e Swanson (2005) si sono chiesti se le azioni siano più efficaci delle parole degli annunci e la conclusione a cui gli autori giungono è negativa. Le affermazioni dei policymaker, le parole utilizzate e la tempistica accordata hanno un effetto accertato sui tassi di interesse. In particolare, viene scartata l'ipotesi che affermava l'esistenza di un unico elemento determinante e teorizzata la presenza di due fattori sottostanti la risposta dei prezzi degli asset alle dichiarazioni delle banche centrali, il *target factor* e il *path factor*. Il primo può essere riassunto come l'effetto di un cambiamento inatteso nel target corrente per i tassi di interesse a breve, mentre il secondo fa riferimento ad ogni altro aspetto degli annunci che muove i tassi di interesse futuri senza intaccare il livello corrente, quindi include qualsiasi informazione che abbia effetto sul cammino atteso della politica monetaria. Entrambi gli effetti sono strettamente collegati con un altro importante elemento, quello della sorpresa. Infatti, la letteratura si trova d'accordo sul dire che cambiamenti nella politica monetaria che risultano attesi dai mercati finanziari risultano avere meno o addirittura nessun effetto sui prezzi degli asset. A tale proposito, Gürkaynak *et al.* propongono tre esempi per rafforzare questa tesi. Analizzando tre date diverse in cui il grado con cui gli attori economici anticipano le azioni di politica monetaria annunciate dal FOMC ha effetto sui tassi di interesse. Nel primo caso si analizza la data del 25 giugno 2003, quando il FOMC annunciò di volere abbassare i tassi di interesse da 1.25% a 1%. Secondo la stampa, le aspettative parlavano di una politica accomodante che abbassasse i tassi ancor di più di quanto poi effettivamente fatto; il mancato rispetto delle aspettative fece sì che inizialmente i tassi di interesse schizzassero in alto per poi effettivamente assestarsi intorno all'1%, come si può osservare dal grafico sottostante.



2

Quest'esempio evidenzia come i mercati finanziari reagiscano alle azioni di politica monetaria in pochi minuti, ma soprattutto come l'effetto sorpresa non sempre vada necessariamente nella stessa direzione dell'azione prevista.

Il secondo esempio è datato 2 aprile 1992, quando il FOMC ridusse dal 4% al 3.75% il federal funds rate, senza però annunciarlo pubblicamente. Dal grafico relativo, emerge che i tassi rimasero stabili fino a poco prima dell'operazione di mercato aperto, mentre al momento dell'azione i mercati interpretarono correttamente il cambiamento di target facendo sì che i tassi si muovessero velocemente verso il nuovo livello.

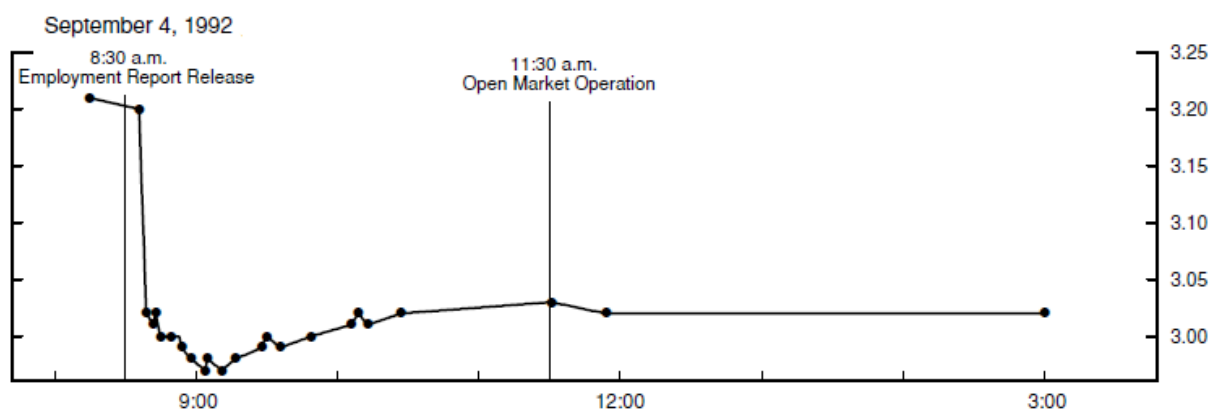


3

² Fonte del grafico: GÜRKAYNAK R. S., SACK B. and SWANSON E. T., 2005, "Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements", *International Journal of Central Banking*, May 2005, pp. 56-93.

^{3,4} Fonte dei grafici: GÜRKAYNAK R. S., SACK B. and SWANSON E. T., 2005, "Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements", *International Journal of Central Banking*, May 2005, pp. 56-93.

Infine, il 4 settembre 1992, sulla base di un tasso di occupazione particolarmente basso, gli investitori avevano rivisto al ribasso le loro aspettative sui tassi di interesse, determinando una brusca caduta dei federal funds rates. Il FOMC decise di tagliare il tasso da 3,25% a 3%, senza annunciarlo via stampa e facendo sì che i mercati ne venissero a conoscenza solo al momento dell'operazione. In questo caso però essa era stata completamente anticipata dagli attori economici, pertanto l'effetto sorpresa fu pari a zero.



4

3.2 – Effetto sul prezzo degli asset: parallelismo tra strumenti non convenzionali

Dopo aver passato in rassegna questi tre casi, pare evidente l'importante effetto degli annunci e delle relative anticipazioni sui tassi di interesse. Già Bowdler e Radia (2013) avevano formalizzato un modello che esplicitasse il meccanismo di trasmissione e i relativi canali di uno strumento di politica monetaria non convenzionale al prezzo degli asset, per poi passare agli effetti sull'economia reale. In quel caso lo strumento in questione era il quantitative easing, mentre in questa sede ci proponiamo di porre un altro soggetto al centro del nostro discorso, quale Forward Guidance. Bowdler e Radia avevano individuato tre canali di trasmissione denominati *portfolio rebalancing*, *signalling* e *liquidity*.

Nel primo caso gli autori assumevano che attraverso la creazione di base monetaria e successivo acquisto di asset dal settore privato, si determinasse un cambiamento nel portafoglio dei venditori, posto che questi ultimi non fossero indifferenti a detenere moneta o titoli. Un ulteriore modo di influenzare la composizione del portafoglio è, secondo Bowdler e Radia, quella di alterare l'ammontare aggregato di rischio nel mercato dei bond, in quanto il prezzo dei titoli è influenzato dai futuri movimenti dei tassi di interesse e se gli investitori ritengono che un bond sia particolarmente rischioso, richiederanno un premio alla scadenza

maggiore per compensarlo. Se la banca centrale acquista asset a lunga scadenza, riduce l'ammontare di rischio nel mercato (perché quelli a lunga scadenza sono più rischiosi di quelli a breve). Di conseguenza, scende anche la richiesta di compensazione in accordo con i tassi di interesse e il portfolio rebalancing avviene reinvestendo la liquidità disponibile in asset più rischiosi. Il processo ha termine quando i prezzi degli asset si sono aggiustati.

Il secondo canale è quello del signalling. Per definizione questo è il canale dove l'azione di forward guidance è maggiormente visibile, in quanto il primo obiettivo che si propone è quello di tenere ancorate le aspettative, cosa che coincide con uno degli scopi perseguibili con questo strumento. Fine ultimo è infatti quello di guidare le aspettative dei player economici attraverso gli annunci e le parole, come visto nei capitoli precedenti. In questo caso, informazioni sul percorso futuro dei tassi di interesse aiutano a mantenere la credibilità e tenere le aspettative ancorate ad un target (Cecioni, Ferrero, Secchi, 2011).

Infine, il terzo canale chiamato liquidity è in qualche modo legato alla seconda tipologia di portfolio rebalancing, in quanto prevede che gli investitori chiedano più alti ritorni sugli asset per compensare il potenziale rischio dato dall'assenza di acquirenti per gli asset che vogliono vendere. Se il volume del trading aumenta, cresce anche la liquidità nei mercati finanziari. L'acquisto di asset da parte della banca centrale fa aumentare il volume del trading e quindi può abbassare i premi di liquidità. Se infatti le affermazioni delle banche centrali risultano convincenti e i mercati si attendono un tasso di interesse costante per un certo periodo di tempo, non dovrebbero esserci segnali di rischio che facciano sì che i tassi si discostino dal target. Questo accade perché se la banca centrale si dimostra risoluta nel perseguire un obiettivo, specialmente attraverso annunci che assumono la connotazione di impegni pubblici, si diffonde la sicurezza secondo cui essa sarà disposta a qualunque azione pur di rispettare quanto detto e pertanto, anche nell'ipotesi in cui i mercati dovessero ritrovarsi sprovvisti di acquirenti per gli asset di cui gli investitori vogliono disfarsi, la banca centrale si imporrebbe come ultimo acquirente facendo crollare il rischio.

3.3 – Dal prezzo degli asset all'economia reale

Ci chiediamo ora quale sia l'effetto dei prezzi degli asset sull'economia reale, andando a indagare il comportamento di variabili come il costo di prendere a prestito, l'output, l'inflazione e il benessere in generale. Bowdler e Radia (2013), analizzando il meccanismo di trasmissione del quantitative easing nel loro paper, dimostrano come un maggiore prezzo

degli asset stimoli il consumo e l'investimento. Ciò avviene perché l'incremento di prezzo genera una diminuzione nel costo del capitale e ciò è evidente dalla formula sottostante.

$$r_e = \frac{Div}{P} + g_{Div} \quad ^5$$

Lo stesso avviene per le banche: se aumenta il prezzo degli asset, cala anche il costo del debito. Una riduzione dei costi di finanziamento, associato al crollo dei tassi risk-free, consente alle banche di ridurre il prezzo dei prestiti per imprese e famiglie. Un costo del capitale più basso implica un tasso inferiore a cui famiglie e imprese possono accedere ai finanziamenti e si determina dunque una maggior propensione a prendere denaro a prestito, e quindi consumare e investire. Inoltre, diminuendo il tasso di interesse, i risparmiatori sono incentivati a prestare il loro denaro anziché continuare a risparmiarlo. Infine, l'aumentare del prezzo degli asset, aumenta anche la ricchezza di coloro che li detengono. Nel loro scritto, Bowdler e Radia sottolineano come però al tempo il settore bancario fosse gravemente indebolito e i canali di trasmissione non funzionassero al meglio. Pertanto, i due studiosi hanno messo in evidenza come il quantitative easing possa ridurre il costo del capitale senza passare attraverso il settore bancario, e ciò precisamente avviene per opera della supply-chain, il cui l'effetto si basa sull'analisi di settori in cui piccole imprese sono collegate a grandi aziende e dove un aumento della domanda o un miglioramento del commercio di credito andrà a beneficio del settore in generale. Gli altri due canali attraverso cui il quantitative easing agisce sull'economia reale senza passare per il settore bancario sono il deprezzamento, che causa un aumento della competitività, e la trasmissione ai debitori delle cadute dei tassi privi di rischio e costi di finanziamento.

Con forward guidance l'effetto sulle variabili reali è ancora più intuitivo. Woodford (2005) sottolinea come l'abilità delle banche centrali di influenzare le decisioni di consumo sia criticamente dipendente da quella di influenzare le aspettative di mercato sul percorso futuro dei tassi di interesse overnight e non solamente il loro livello corrente. Infatti, maggiori informazioni il pubblico avrà a disposizione su ciò che la banca centrale ha intenzione di fare, maggiore sarà il grado di influenza delle aspettative e maggiore l'efficacia degli annunci. In parole povere, se gli annunci proiettano un tasso di interesse mantenuto basso per un certo periodo di tempo, ciò che i consumatori percepiscono è l'idea di un minore tasso di interesse che dovranno pagare e per cui un maggiore reddito futuro, il che stimola positivamente

⁵ Si veda BERK J., DEMARZO P., 2010, FINANZA AZIENDALE, seconda ed., Pearson

consumo e investimento. Dunque, anche senza passare attraverso il settore bancario, gli annunci hanno effetto sulle aspettative dei consumatori e sulle loro scelte, il che si riflette sull'output finale.

Per quanto riguarda il livello di inflazione invece, possiamo avvalerci della curva di Philips corretta per le aspettative:

$$\pi_t = \pi_t^e + (\mu + z) - \alpha u \quad 6$$

Ricordiamo che μ è il markup, z rappresenta tutte le altre variabili che influenzano la determinazione dei salari, u indica il tasso di disoccupazione e α è il coefficiente che lega tasso di inflazione e tasso di disoccupazione. Risulta evidente che le aspettative per l'inflazione hanno effetto direttamente sul tasso di inflazione stesso.

Date queste evidenze, è chiaro che le dichiarazioni delle banche centrali possono avere effetto su variabili reali senza passare per il settore bancario, ma l'effetto che hanno è più immediato ed intuitivo di quello che può avere il quantitative easing.

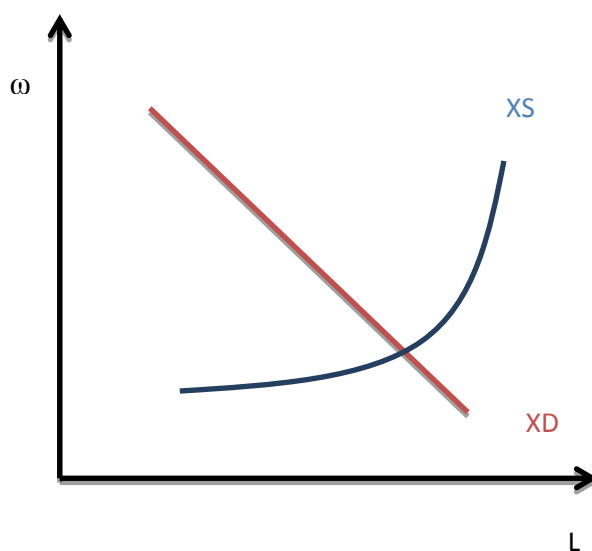
⁶ Si veda BLANCHARD O. J., AMIGHINI A., GIAVAZZI F., 2011, *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, Il Mulino

Capitolo 4 – Analisi degli effetti di Forward Guidance attraverso il modello XS – XD

4.1 – Un modello che tiene conto dell’intermediazione finanziaria

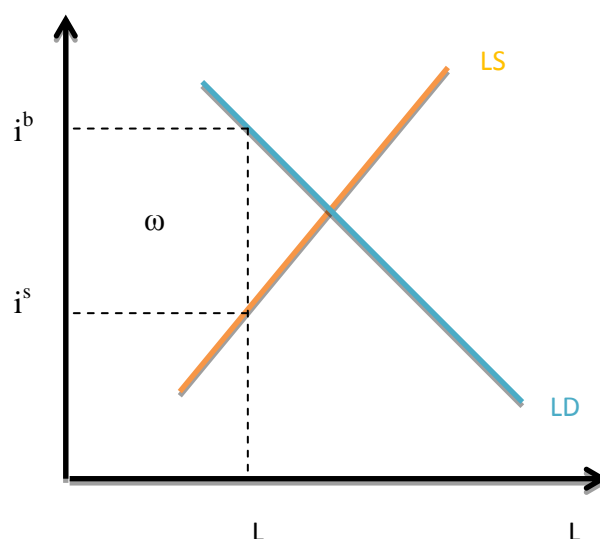
Passiamo ora ad analizzare gli effetti dell’azione di forward guidance. Il modello che ci proponiamo di usare viene denominato modello XS-XD, ed è stato presentato da Woodford in *“Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis”*(2010). Si tratta di un modello che include il ruolo delle banche commerciali come fonte di credito per quei privati che non hanno accesso al mercato dei capitali, quindi famiglie e piccole imprese. Chiaramente, la validità di questo modello dipende dal buon funzionamento dei canali del meccanismo di trasmissione che andremo ad osservare.

Il grafico pone sull’asse delle ordinate il volume di credit spread ω , ovvero il differenziale tra il tasso di interesse che i richiedenti prestito devono pagare alle banche sul prestito ottenuto, i^b , e i^s , il costo di finanziamento sostenuto dagli intermediari finanziari. Sull’asse delle ascisse c’è invece l’ammontare dei prestiti concessi, L . Le due curve che vengono definite sono XS, ovvero il volume di credit spread richiesto per indurre le istituzioni finanziarie a intermediare un certo ammontare di credito tra i risparmiatori e i richiedenti prestito, e XD, che indica il grado con cui i richiedenti prestito sono disposti a pagare tassi di interesse superiori a quelli effettivamente richiesti per indurre i detentori di risparmio a offrire i loro fondi.



4.2 – Un modello che esplicita due diversi tassi di interesse

Le due curve in questione sono però originate da un altro modello, sempre presentato da Woodford (2010), grazie al quale è possibile introdurre nella nostra analisi più di un unico tasso di interesse e quindi tenere conto di i^b e i^s . Quest'ultimo, oltre a identificare il costo di finanziamento che le banche devono sopportare, indica anche il tasso che i risparmiatori ricevono sul capitale prestato. La loro relazione emerge in maniera più evidente dal grafico LS-LD:



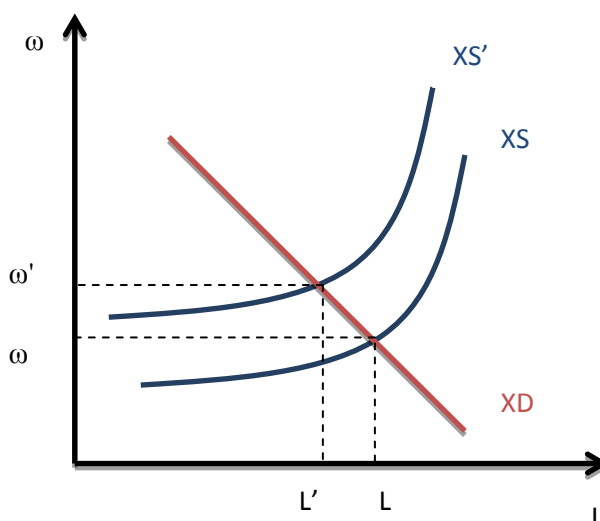
La differenza fra i due tassi di interesse è il credit spread ω , variabile che poi ritroviamo nel grafico XS-XD sull'asse delle ordinate. LS rappresenta l'offerta di finanziamento per gli intermediari da parte dei detentori privati di capitale ed LD la domanda, ma le due curve sono disegnate in funzione di due tassi di interesse diversi. L'equilibrio in questo caso può essere dato anche da un punto diverso dall'intersezione tra LS e LD, che determina un unico volume di intermediazione consistente per ogni ω tra i^b e i^s .

4.3 – Le dinamiche del modello XS-XD

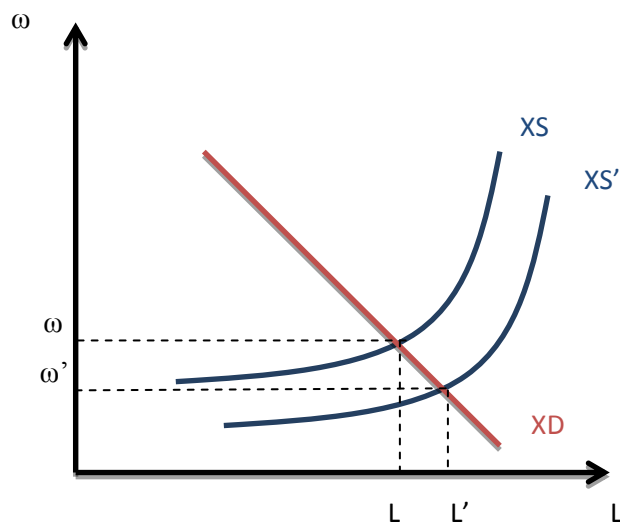
La relazione tra la quantità di credito intermediata e il credit spread ω è la curva XD, che rappresenta la domanda di intermediazione. Abbiamo già definito la curva XS, ma si noti la forma particolare che assume: come già detto in precedenza, si tratta dell'offerta di intermediazione, ma è anche il risultato della massimizzazione dei profitti da parte degli intermediari (Woodford, 2010). La forma tiene conto dei costi che l'intermediario finanziario sopporta per originare e offrire credito, nonché gestire i portafogli. Inoltre, XS dipende anche

dal limitato capitale di intermediazione o dal limitato capitale a disposizione di coloro che sono disposti ad acquistare il debito degli ultimi richiedenti prestito.

Ciò che è importante sottolineare è che le variazioni di XS , avvenute per cause esogene o endogene, causano degli effetti sulla domanda aggregata Y e quindi sull'attività economica e sull'inflazione. Una contrazione dell'offerta di intermediazione fa spostare la curva XS in alto verso sinistra, determinando un livello di equilibrio per cui il credito intermediato sarà inferiore e il livello di credit spread superiore. Un maggiore ω implica i^s inferiore e i^b superiore, o solamente uno dei due fermo tenendo l'altro fattore, pertanto i risparmiatori riceveranno meno interessi sui fondi prestati e i richiedenti prestito dovranno pagare tassi di interessi più elevati sui loro debiti. In assenza di cambiamenti nella politica monetaria, questa situazione non può portare ad altro che una contrazione della domanda aggregata (Woodford, 2010).



L'ovvia implicazione è che le politiche sui tassi di interesse dovrebbero tener conto dei cambiamenti nello spread. In condizioni di credit spread particolarmente alto, i tassi a breve dovrebbero essere più bassi di quelli scelti in altre situazioni. La sola e tradizionale policy rate non è una risposta sufficiente alla contrazione dell'offerta di credito, poiché una riduzione del tasso di interesse potrebbe contrastare il declino della domanda aggregata, ma non sarebbe una soluzione soddisfacente all'aumento del credit spread. Per ridurre il volume di quest'ultimo, spostando la curva XS in basso a destra nel grafico, ciò che serve è un aumento dell'offerta di credito agli intermediari da parte della banca centrale o dei creditori privati.



L'obiettivo è dunque quello di minimizzare il credit spread ω e farlo attraverso un aumento dell'offerta di credito da parte dei privati agli intermediari. Ipoteticamente, un creditore sarà maggiormente disposto a offrire credito se ritiene che il suo reddito in futuro aumenterà. Attraverso un annuncio delle istituzioni centrali riguardo al mantenimento di un basso livello dei tassi di interesse a lungo, i privati dovrebbero modificare le loro aspettative future e attendersi un più alto livello di reddito in futuro. Grazie a ciò, essi saranno più disposti a prestare denaro e metteranno in atto il meccanismo sopra descritto. Ovviamente tutto ciò dipende dall'abilità delle banche centrali di formulare un annuncio convincente, attraverso la scelta ponderata ed efficace delle parole e delle tempistiche da utilizzare nella dichiarazione. Se l'effetto finale è lo spostamento della curva XS in basso verso destra, con conseguente aumento del volume di credito intermediato (L) e diminuzione dello spread, il risultato sarà un aumento del livello di domanda aggregata (Y), del reddito e quindi dell'attività economica, obiettivo che si intendeva raggiungere. A questo punto, la critica che potrebbe essere mossa è che la diminuzione dello spread dovrebbe implicare una contrazione dell'offerta di credito da parte degli intermediari anziché un aumento, in quanto uno spread inferiore è dato da una diminuzione di i^b e/o da un aumento di i^s , ma entrambi i casi sono sfavorevoli agli occhi delle banche commerciali, le quali otterrebbero meno interessi pagati dai mutuatari sul credito offerto o più costi da sostenere per ottenere fondi dai creditori privati. La risposta consiste nel fatto che l'effetto dell'aumento del volume dei crediti intermediati da parte delle banche domina quello della diminuzione del credit spread, ovvero l'effetto positivo dato dall'aumento dei prestiti comporta un ammontare totale di interessi ricevuti dagli intermediari finanziari sui prestiti concessi che sovrasta la diminuzione causata dall'inferiore livello del tasso di interesse corrisposto per ogni valore del credito intermediato.

Dall'analisi sopra proposta si evince come in una situazione in cui un'azione di politica monetaria convenzionale, quale il taglio dei tassi di interesse, non risulta efficace, uno

strumento non convenzionale come la forward guidance sia invece capace di centrare l'obiettivo e stimolare positivamente l'attività economica. Come è stato spiegato nei capitoli precedenti, un annuncio contenente il messaggio desiderato non è sufficiente a guidare le aspettative nella direzione prescelta, pertanto le affermazioni devono essere curate nei dettagli, facendo uso delle diverse strategie di forward guidance conosciute dalle istituzioni centrali. In questo caso, rafforzare le proprie dichiarazioni indicando un target di output o inflazione che si desidera raggiungere potrebbe essere una decisione vincente, in quanto aiuterebbe a convincere il pubblico che i tassi di interesse non verranno rialzati fino a quando l'attività economica non realizzerà un risultato positivo.

Capitolo 5 – L’approccio della Federal Reserve

5.1 – Caratteristiche dell’approccio

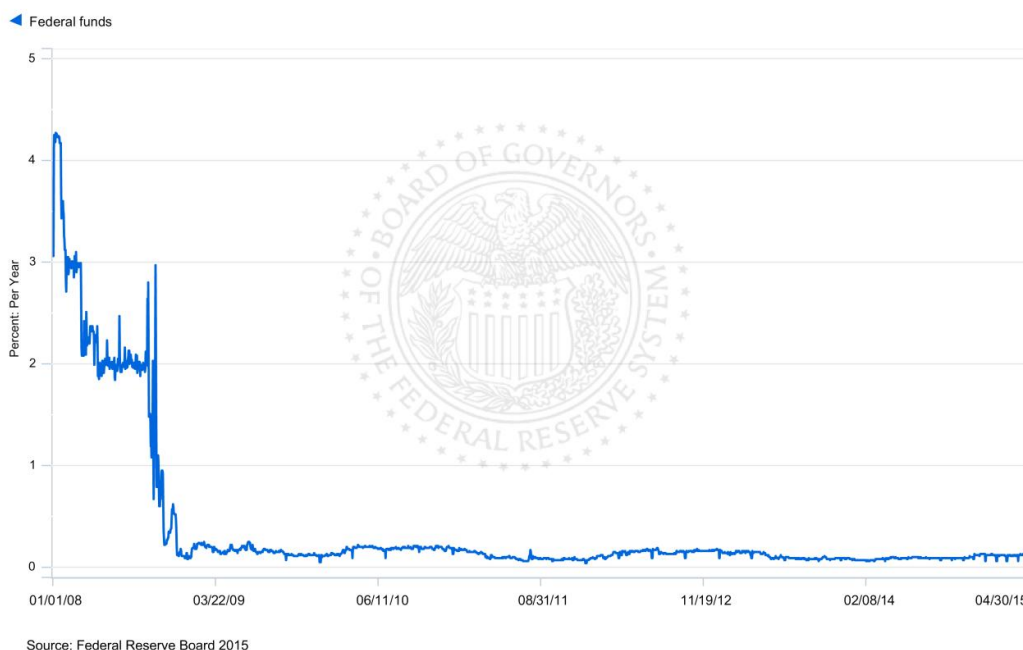
Come già evidenziato nel secondo capitolo, è possibile distinguere tra le tipologie di forward guidance due principali macro-gruppi, il primo facente riferimento a dichiarazioni che utilizzano riferimenti a variabili economiche diverse dal tasso di interesse nominale e ne indicano un target, e il secondo che invece prescinde da esse. La strategia messa in atto dagli organi della Fed al momento attuale può essere ricondotta alla prima tipologia di forward guidance, in quanto in diverse occasioni sono stati usati riferimenti a due precise variabili economiche, quali il livello di inflazione e il tasso di disoccupazione. In realtà il grado di chiarezza degli annunci della banca centrale statunitense e la precisione dei riferimenti sono cresciute negli anni. Inizialmente, infatti, la Federal Reserve era famosa per i suoi annunci criptici e il linguaggio opaco, denominato “Fedspeak”, utilizzato dal suo ex- governatore, Alan Greenspan. Ma partire dagli anni duemila, come ha notato Woodford (2013b), l’approccio della Fed a forward guidance è decisamente cambiato, cominciando con Greenspan, appunto, ma evidenziando i maggiori cambiamenti sotto la guida del suo successore Ben Bernanke. Già nel lontano 1994 la Fed iniziò a rendere pubblici i periodici aggiustamenti degli operating target sui federal funds rate e rilasciare affermazioni subito dopo i meeting del FOMC in cui i target venivano cambiati. Dagli anni duemila i pubblici annunci a seguito degli incontri cominciarono a essere rilasciati indipendentemente dai cambiamenti avvenuti sui target per i tassi overnight e dal 2007 viene pubblicato il “Survey of Economic Projections” quattro volte all’anno, ad accompagnare i verbali dei meeting e provvedere ad una più chiara spiegazione del pensiero alla base delle discussioni del FOMC. Infine, nel 2011 Ben Bernanke adottò la pratica di tenere una conferenza stampa quattro volte all’anno a seguito di ogni incontro del Comitato (Woodford, 2013b).

Oltre al livello di chiarezza che caratterizza gli annunci, negli anni è aumentata anche la propensione a fare affermazioni sulle previsioni per la politica monetaria futura. La Fed si è sempre dimostrata molto coraggiosa nelle sue dichiarazioni, introducendo di volta in volta novità nei suoi annunci, aumentando la precisione dei contenuti e spingendosi addirittura a ipotizzare momenti e contesti ideali per il ritiro della sua politica accomodante e conseguente rialzo dei tassi di interesse.

Di seguito verranno analizzati i verbali dei meeting di alcune date particolari che mettono in luce il cammino di crescita compiuto dalla Fed per quanto riguarda il suo approccio alle operazioni di forward guidance.

5.2 – Analisi di date significative

Il grafico sottostante è stato realizzato con i dati della Fed sui tassi di interesse overnight e ne registra l'andamento generale da gennaio 2008 ad aprile 2015. Dopo un'iniziale fase con tassi a livelli molto alti, addirittura superiori al 4%, a partire dalla seconda metà del 2008 i mercati cominciarono a registrare un costante declino del livello dei tassi, fino a raggiungere valori molto vicini allo zero a partire dalla fine dello stesso anno. Da quel momento in poi il livello si è mantenuto costantemente basso, senza registrare eccessiva volatilità.



7

La prima data da analizzare rimanda al meeting del FOMC del 15-16 dicembre 2008 ed è importante in quanto in quell'occasione venne raggiunto il livello minimo di tassi di interesse overnight registrato fino a quel momento. La tabella sottostante mostra i rilevamenti settimanali per i federal funds rates da gennaio a dicembre 2008, per mettere in luce gli effettivi valori dei tassi durante il primo periodo che prendiamo in analisi. Come si può notare, a inizio anno il valore dei tassi overnight era particolarmente alto, attestandosi intorno al 3%, con addirittura un picco del 4.24% raggiunto nella seconda metà di gennaio.

⁷ Il grafico è stato realizzato attraverso il Data Download Program del sito della Federal Reserve. Per maggiori informazioni, visitare il sito al seguente link: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/default.htm>. Fonte dei dati: <http://www.federalreserve.gov.htm>

Successivamente, a partire da marzo, il livello cominciò lentamente a scendere, con alcuni sporadici innalzamenti, per poi precipitare verso fine anno e raggiungere a dicembre il valore più basso mai avuto fino ad allora, 0.1%.

Federal Funds Rates Jan-Dec 2008⁸

Date	FFR	Date	FFR
02/01/2008	3.77	02/07/2008	2.08
09/01/2008	4.23	09/07/2008	1.95
16/01/2008	4.24	16/07/2008	2.01
23/01/2008	4	23/07/2008	1.99
30/01/2008	3.5	30/07/2008	2.08
06/02/2008	3.01	06/08/2008	2.02
13/02/2008	3	13/08/2008	1.99
20/02/2008	2.98	20/08/2008	2.02
27/02/2008	2.96	27/08/2008	1.99
05/03/2008	3	03/09/2008	1.96
12/03/2008	2.97	10/09/2008	1.99
19/03/2008	2.7	17/09/2008	2.25
26/03/2008	2.18	24/09/2008	1.54
02/04/2008	2.23	01/10/2008	1.32
09/04/2008	2.23	08/10/2008	1.59
16/04/2008	2.34	15/10/2008	0.96
23/04/2008	2.25	22/10/2008	0.69
30/04/2008	2.28	29/10/2008	0.82
07/05/2008	1.94	05/11/2008	0.24
14/05/2008	1.96	12/11/2008	0.28
21/05/2008	1.96	19/11/2008	0.36
28/05/2008	2.05	26/11/2008	0.56
04/06/2008	1.99	30/12/2008	0.49
11/06/2008	1.99	10/12/2008	0.13
18/06/2008	1.98	17/12/2008	0.15
25/06/2008	1.97	24/12/2008	0.11
		31/12/2008	0.1

⁸ Fonte dei dati: <http://www.federalreserve.gov.htm>

Da quel momento in poi i federal funds rates raggiunsero valori sempre più bassi, rompendo di volta in volta nuove frontiere dello zero lower bound, ma in quest'occasione era stata varcata una soglia critica a livello psicologico, poiché per la prima volta i tassi overnight si erano attestati al di sotto di un quarto di percentuale, per culminare con il raggiungimento dello 0.10%.

Dai verbali del meeting si evince che i membri del FOMC avevano rilevato i segnali di una significativa contrazione dell'attività economica nell'ultimo trimestre dell'anno, in particolare, il mercato del lavoro aveva subito un considerevole deterioramento negli ultime mesi, registrando una crescita del tasso di disoccupazione fino al 6.7%. Anche i mercati finanziari avevano sperimentato una battuta d'arresto, riportando una ritirata nel risk-taking, in parte dovuto proprio agli outlook più pessimistici per l'attività reale (Madigan, 2008). Dopo aver osservato l'andamento dell'economia, i membri del FOMC si chiesero come, date le circostanze di allora, si potesse supportare la ripresa economica e promuovere la stabilità dei prezzi. Livelli molto bassi dei federal funds rates avevano il potenziale di aiutare la domanda aggregata e l'attività economica, con costi in termini di funzionamento di certi mercati finanziari e istituzioni. Già nel meeting precedente, datato 28-29 ottobre 2008, il FOMC aveva abbassato il target dei federal funds rates attraverso un programma di acquisto di titoli, sfruttando il canale di portfolio rebalancing, e aveva reso noto come questa misura, coordinata con altre operazioni straordinarie di politica monetaria, avesse l'obiettivo di stimolare il ritorno ad una moderata crescita economica e promuoverne un livello sostenibile, insieme alla stabilità dei prezzi. Nel periodo intercorrente fra i due meeting, gli investitori avevano rivisto al ribasso le loro aspettative per il percorso futuro della politica monetaria, e per questo motivo la decisione di procedere ad un ulteriore programma di acquisto di securities per ridurre il livello dei federal funds rates non ebbe grossi effetti sulle aspettative, proprio perché il livello basso degli overnight era già stato anticipato e le affermazioni che accompagnarono quest'operazione erano in linea con le previsioni degli investitori (Madigan, 2008). Pertanto, con i livelli già bassi dei federal funds rates, il comitato pensò di concentrarsi su altri strumenti per impartire stimolo monetario, tra cui l'uso della comunicazione con il pubblico per informarlo riguardo le intenzioni delle istituzioni. "The Federal Open Market Committee seeks monetary and financial conditions that will foster price stability and promote sustainable growth in output. [...]The Federal Open Market Committee decided today to establish a target range for the federal funds rate of 0 to ¼ percent" (Madigan, 2008, p.10). Con queste parole i membri del FOMC stabilivano il target per i tassi overnight, permettendo così di "prezzare" i tassi di interesse sui titoli a più lunga scadenza in maniera consistente con il percorso futuro della politica monetaria. Infatti, in seguito all'annuncio, il

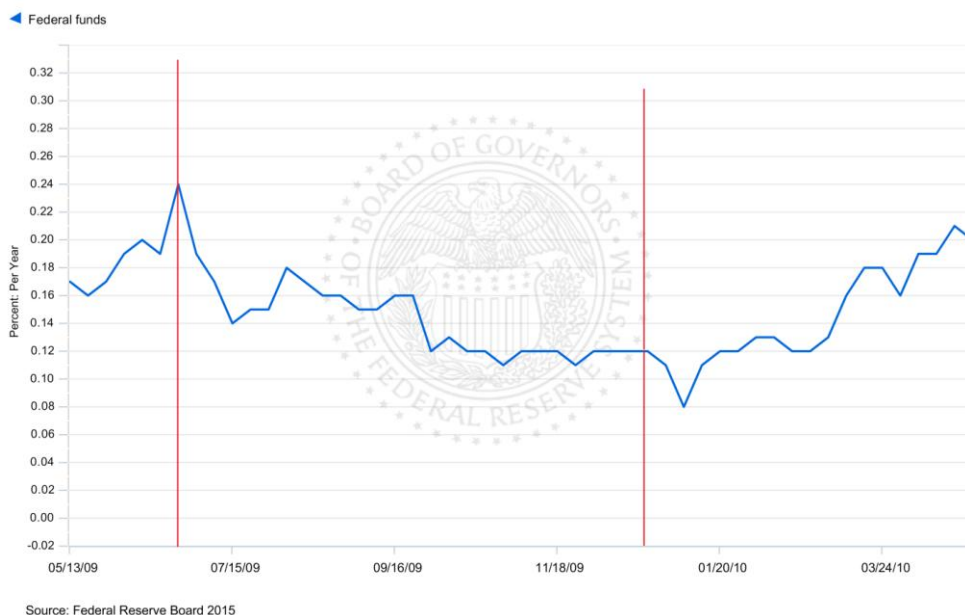
livello dei federal funds rates scese effettivamente di qualche percentuale, in accordo con l'obiettivo del FOMC, ma la caduta non fu brusca, specialmente se si tiene conto del fatto che in data 10/12/2008 il livello registrato era del 0.13%. Rispetto ai dati di fine novembre e inizio dicembre (rispettivamente, 0.56% e 0.49%), l'abbassamento è notevole, ma, come si è detto, i mercati avevano anticipato la mossa delle istituzioni e avevano incamerato il basso livello dei tassi overnight senza poi subire eccessivi shock in seguito alle dichiarazioni di metà dicembre.

FEDERAL RESERVE STATISTICAL RELEASE

H.15 (519) SELECTED INTEREST RATES
For use at 2:30 p.m. Eastern Time

Yields in percent per annum	December 22, 2008							
	2008 Dec	2008 Dec	2008 Dec	2008 Dec	2008 Dec	Week Dec	Ending Dec	2008 Nov
Instruments								
Federal funds (effective) 1 2 3	0.18	0.17	0.12	0.11	0.11	0.15	0.13	0.39

In quest'occasione non ci furono informazioni su altri indicatori economici, cosa su cui il FOMC ha discusso in seguito, sottolineandone l'importanza per annunci più chiari ed espliciti. Target per l'inflazione avrebbero meglio promosso i loro obiettivi di massima occupazione e stabilità dei prezzi.



10

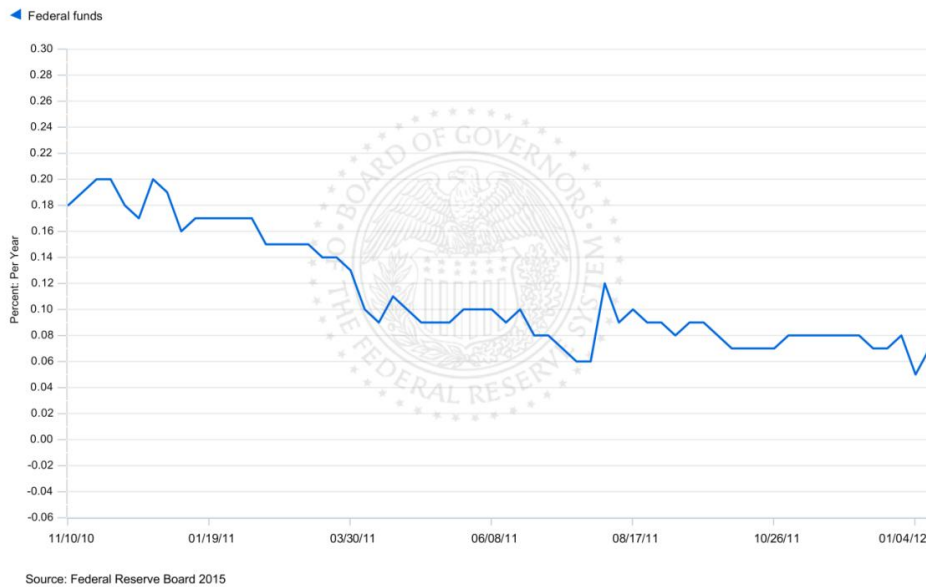
Altre due date significative sono il 24 giugno e il 23 dicembre 2009, entrambe segnalate nel grafico sovrastante tramite le linee rosse. Esse rappresentano due momenti critici, poiché a

⁹ Fonte dei dati: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/default.htm>

¹⁰ Il grafico è stato realizzato attraverso il Data Download Program del sito della Federal Reserve. Per maggiori informazioni, visitare il sito al seguente link: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/default.htm>. Fonte dati: <http://www.federalreserve.gov.htm>

partire da esse i livelli dei federal funds rates cominciarono a scendere. In occasione del meeting di giugno, i partecipanti avevano notato un miglioramento generale delle condizioni del mercato nei precedenti mesi, così come segnali di stabilizzazione del consumo dei privati, tanto che i federal funds rates erano cresciuti, ma pur sempre accompagnati da continue perdite sul mercato del lavoro, bassi livelli di ricchezza e strette al credito. Questi motivi, indicatori di un'economia non ancora solida e pronta a ripartire, fecero decidere al FOMC di mantenere il target per i federal funds rates tra lo 0 e il 0.15%. In questo caso, a differenza del meeting di dicembre 2008, le dichiarazioni furono più esplicite, tanto che i membri affermarono che “[...] economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period” (Madigan, 2009a). Il riferimento temporale al lungo periodo, seppur molto vago, ebbe come conseguenza il crollo del livello dei tassi overnight che prima dell'annuncio si attestavano intorno allo 0.24% e poi scesero toccando il punto più basso (0.14%) a metà luglio. Anche nell'incontro di dicembre il cambiamento di trend nel livello dei tassi overnight è imputabile a scelte del FOMC di mantenere un target basso per i federal funds rates in seguito ad un outlook per l'attività economica positivo, ma non troppo forte e solido.

Un'altra data interessante è quella del meeting del 9 agosto 2011, significativa non tanto per le conseguenze sul livello dei tassi di interesse, quanto piuttosto per la precisione accordata sulle indicazioni temporali fornite. Infatti, per la prima volta vennero date informazioni abbastanza specifiche sull'orizzonte temporale entro cui il target per i federal funds rates doveva essere mantenuto: “[...] at least through mid-2013.”(English, 2011). Questo annuncio scatenò il dissenso di alcuni membri del FOMC che avrebbero preferito continuare ad esprimersi in termini più vaghi come in precedenza, soprattutto per il rischio di fraintendimenti e la possibilità che il pubblico interpretasse il riferimento temporale come un suggerimento che la politica monetaria non sarebbe più stata contingente con l'evoluzione del risultato economico. A prescindere dalla condivisione di tale approccio, questa data segna un cambiamento importante nella politica della Fed sulla forward guidance. Nelle dichiarazioni aumentarono la chiarezza e la precisione dei riferimenti temporali, primo passo verso annunci sempre più espliciti e facilmente comprensibili anche dai non esperti.



11

In seguito alla dichiarazione i tassi overnight si mantennero su livelli bassi per molti mesi oscillando attorno allo 0.08%, per poi cominciare lentamente a risalire da inizio 2012. L’annuncio del meeting di dicembre 2012 risulta particolarmente interessante, in quanto non solo vennero confermati gli obiettivi di una politica monetaria accomodante e di un basso target per i federal funds rates, ma le dichiarazioni vennero rafforzate dalle parole secondo cui questa strategia sarebbe stata mantenuta fino a che il tasso di disoccupazione fosse stato al di sopra del 6.5%. Dunque non si trattò più di fornire un riferimento temporale più o meno preciso, bensì di avvalersi di altri indicatori economici, senza dunque fare previsioni sull’andamento dell’economia, quanto piuttosto di impegnarsi pubblicamente a perseguire una determinata politica monetaria fino a che i segnali di ripresa non fossero stati chiari ed inequivocabili. A ciò si aggiunse la previsione per il tasso di inflazione che a due anni dall’annuncio era atteso non essere superiore al 2,5%, avendo come obiettivo di lungo termine il 2%. Vennero per la prima volta citati riferimenti relativi a due variabili economiche diverse dai tassi di interesse overnight e, come già detto nei capitoli precedenti, fare riferimento ad altri indicatori economici aiuta il pubblico a comprendere meglio la situazione economica generale e il percorso futuro che le istituzioni monetarie intendono intraprendere. Informazioni sul tasso di disoccupazione e su quello di inflazione risultano anche più intuitivi e “vicini” ai consumatori privati e possono avere un effetto stimolante sul consumo maggiore di quello che si avrebbe con sole indicazioni inerenti ai tassi overnight. Inoltre, in quest’occasione i membri del FOMC si espressero anche riguardo al momento in cui la Fed

¹¹ Il grafico è stato realizzato attraverso il Data Download Program del sito della Federal Reserve. Per maggiori informazioni, visitare il sito al seguente link: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/default.htm>.
Fonte dati: <http://www.federalreserve.gov.htm>

avrebbe dovuto cominciare a rimuovere la sua politica monetaria accomodante, affermando che sarebbe stato intrapreso un approccio bilanciato e consistente con il massimo obiettivo del livello di occupazione e l'inflazione al 2% (English, 2012).

Da queste dichiarazioni risulta evidente come la policy disclosure della Federal Reserve non sposi l'idea di parlare il meno possibile messa in atto inizialmente dall'ex-governatore Greenspan. L'istituzione si è infatti mossa verso una sempre maggiore chiarezza e grado di esplicazione, fino ad includere riferimenti a variabili temporali ed economiche diverse dai tassi overnight. Altra caratteristica da osservare è il grado di regolarità con cui gli annunci vengono pubblicati, elemento che da un lato facilita la comprensione per il pubblico, ma indebolisce il contenuto, come già visto nei capitoli precedenti. Ciò che è importante tenere a mente è che le azioni non devono mai essere pregiudicate a causa di annunci troppo prematuri. D'altro canto però, questo tipo di approccio aiuta a rendere chiara la situazione e le intenzioni anche ai meno esperti, evitando incomprensioni e fraintendimenti, soprattutto in circostanze molto diverse dal passato, dove la possibilità di mal interpretare i segnali e gli annunci aumenta.

Capitolo 6 – L’approccio della Banca Centrale Europea

6.1 – Caratteristiche dell’approccio

A differenza della Fed, il percorso di sperimentazione di strategie di forward guidance della Bce è iniziato in ritardo e solo a partire dal 2013. La data ufficiale è il 4 luglio, giorno in cui il presidente Mario Draghi annunciò che i tassi di interesse sarebbero rimasti al livello vigente allora (EONIA intorno allo 0.08%), o anche più basso, per un esteso periodo di tempo (Draghi, Constâncio, 2013). Fu così che iniziò una nuova era sulla scia di quanto accadeva già da anni oltre l’Atlantico, ma la strategia di comunicazione messa in atto dalla Bce risulta diversa da quella della Fed, in quanto assume connotati più “narrativi” che quantitativi e, in generale, si differenzia sotto altri punti di vista. Nella fase iniziale le dichiarazioni della Banca Centrale Europea potevano essere annoverate all’interno del gruppo di annunci caratterizzati esclusivamente da indicazioni per i tassi di interesse, ma dopo l’evoluzione della strategia di comunicazione, gli annunci sono passati a far parte del secondo macro-gruppo, in quanto contenenti anche riferimenti ad altre variabili, temporali ed economiche, seppur meno precise di quelle utilizzate dalla Federal Reserve. Sono per la maggior parte presenti riferimenti temporali, piuttosto che ad altre variabili economiche, e le indicazioni sono sempre state molto vaghe, facendo uso di frasi come “per un esteso periodo di tempo” (Draghi, Constâncio, 2013), tanto che il presidente Draghi si è più volte trovato nella situazione di dover eludere richieste di maggior precisione da parte della stampa. Il grado di precisione è più basso rispetto a quello utilizzato dalla Federal Reserve nei suoi annunci; l’orizzonte temporale è più flessibile, senza una data finale predeterminata, né riferimenti specifici a un limite quantitativo, come sottolineato nell’ECB Monthly Bulletin di Aprile 2014.

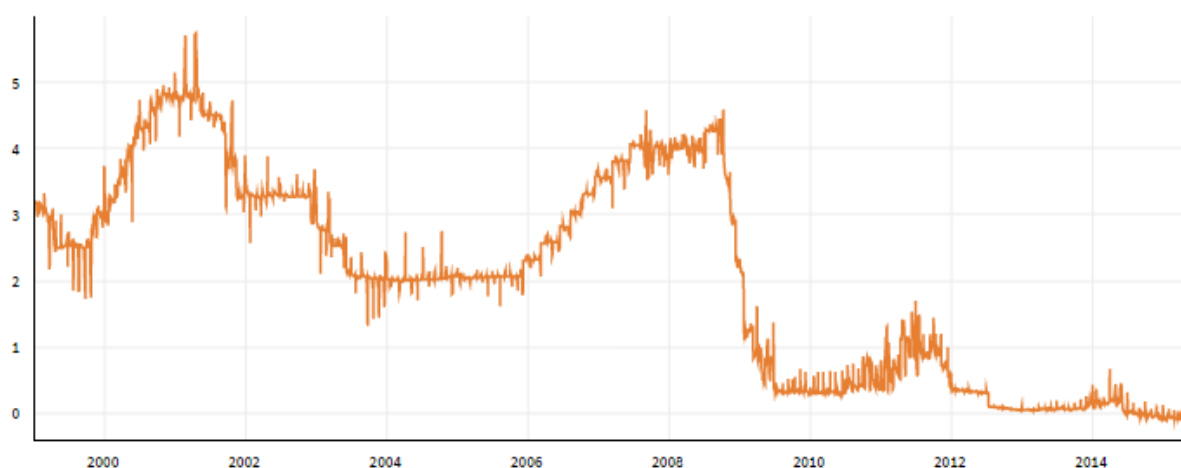
Un altro elemento di differenza con la Fed è l’utilizzo che viene fatto dei riferimenti ad altre variabili economiche. Se la banca centrale statunitense fornisce abbastanza liberamente informazioni sul tasso di disoccupazione e quello di inflazione desiderati, prendendo i livelli relativi come vincoli in base ai quali la politica monetaria sarà accomodante, la Bce preferisce non impegnarsi e limitarsi a fare previsioni e a fornire un obiettivo a lungo termine per il tasso di inflazione. Non vi sono indicatori particolari, quanto piuttosto un diversificato contesto macroeconomico all’interno del quale operare. Del tutto assenti sono i riferimenti a tassi di disoccupazione, scelta che può essere giustificata dal libero arbitrio del Consiglio Direttivo, ma anche dal fatto che a differenza degli Stati Uniti, l’Area Euro è un particolare aggregato di stati sovrani eterogenei e caratterizzati da mercati del lavoro molto differenti. Se tale

scostamento da un valore unitario è meno evidente nella scelta del tasso di inflazione di riferimento, ciò non vale per il tasso di disoccupazione. Come ha detto uno dei membri dell'Executive Board della Bce, Peter Praet, durante una conferenza tenutasi a marzo 2014, la comunicazione riguardo la politica monetaria non è mai un affare semplice, ma la comunicazione rivolta a popolazioni così diverse fra loro come quelle dell'Area Euro è addirittura più stimolante. Anche le indicazioni sui tassi di interesse risultano più vaghe nelle dichiarazioni della Bce, la quale fa generalmente riferimento ai "key ECB interest rates", senza mai specificare se si tratti di tassi overnight o ad altre durate a breve termine. Al contrario la Fed si è sempre pronunciata esplicitamente sul livello dei federal funds rates, senza comunque addentrarsi in differenziazioni più specifiche.

L'insieme delle pubblicazioni della Bce è ampio e variegato e si compone non solo di conferenze stampa, ma anche di pubblicazioni inerenti le decisioni del Consiglio Direttivo sulla politica monetaria e altre tematiche, discorsi tenuti dai membri degli organi, interviste e altro ancora. Sin dal 1991 viene pubblicato l'Annual Report che descrive le attività del Sistema Europeo delle Banche Centrali e riporta le decisioni di politica monetaria adottate durante l'anno precedente. Dal 2015, inoltre, è stato introdotto l'Economic Bulletin, che sostituisce il vecchio bollettino mensile e si tratta di un'analisi sugli sviluppi economici e monetari, includendo anche le discussioni dello staff della Bce sulle proiezioni macroeconomiche per l'Area Euro, e comprendente pure articoli e approfondimenti su varie tematiche.

6.2 - Analisi di date significative

Il grafico sottostante rappresenta l'andamento generale del tasso EONIA (Euro OverNight Index Average, il tasso Euribor overnight) dal 1999 ai giorni nostri e fornisce un'idea di quale percorso abbia seguito questa variabile e come si differenzi il livello dei tassi oggi da quello dei primi anni.



12

Le tabelle riportano invece i valori precisi assunti mensilmente dall'EONIA negli anni 2013 e 2014, e sono indicati sia i livelli di apertura e di chiusura, che il valore medio e gli estremi.

Tassi Eonia 2013	primo	ultimo	superiore	inferiore	medio
gennaio	0,131 %	0,080 %	0,131 %	0,062 %	0,072 %
febbraio	0,081 %	0,066 %	0,081 %	0,056 %	0,068 %
marzo	0,059 %	0,112 %	0,112 %	0,059 %	0,067 %
aprile	0,070 %	0,102 %	0,102 %	0,070 %	0,081 %
maggio	0,102 %	0,114 %	0,114 %	0,064 %	0,080 %
giugno	0,078 %	0,208 %	0,208 %	0,073 %	0,086 %
luglio	0,085 %	0,143 %	0,143 %	0,082 %	0,093 %
agosto	0,093 %	0,107 %	0,107 %	0,076 %	0,082 %
settembre	0,079 %	0,179 %	0,179 %	0,068 %	0,080 %
ottobre	0,080 %	0,228 %	0,228 %	0,078 %	0,093 %
novembre	0,092 %	0,277 %	0,277 %	0,070 %	0,103 %
dicembre	0,112 %	0,446 %	0,446 %	0,112 %	0,169 %

Tassi Eonia 2014	primo	ultimo	superiore	inferiore	medio
gennaio	0,152 %	0,228 %	0,359 %	0,096 %	0,196 %
febbraio	0,140 %	0,259 %	0,259 %	0,122 %	0,157 %
marzo	0,156 %	0,688 %	0,688 %	0,156 %	0,192 %
aprile	0,194 %	0,400 %	0,457 %	0,194 %	0,254 %
maggio	0,159 %	0,448 %	0,469 %	0,108 %	0,248 %
giugno	0,226 %	0,336 %	0,336 %	0,010 %	0,076 %
luglio	0,026 %	0,177 %	0,177 %	0,023 %	0,043 %
agosto	0,023 %	0,101 %	0,101 %	-0,004 %	0,018 %
settembre	-0,013 %	0,197 %	0,197 %	-0,024 %	0,007 %
ottobre	-0,032 %	0,082 %	0,082 %	-0,045 %	-0,004 %
novembre	-0,035 %	0,128 %	0,128 %	-0,042 %	-0,012 %
dicembre	-0,007 %	0,144 %	0,144 %	-0,085 %	-0,030 %

13

Rispetto all'andamento registrato nello stesso periodo per i federal funds rate, quello dei tassi overnight europei risulta più volatile, tanto da raggiungere massimi addirittura oltre il 4% e minimi persino negativi. Quest'osservazione anticipa il fatto che una variabile che la Banca

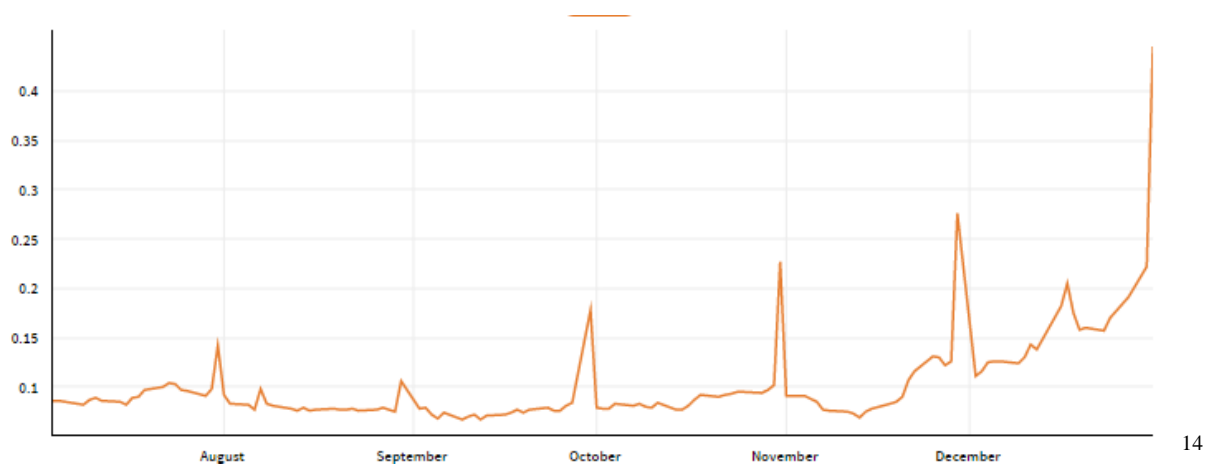
¹² Il grafico è stato realizzato attraverso il Data Download Program del sito di Quandl, disponibile al link: <https://www.quandl.com>.

Fonte dei dati: <https://www.quandl.com>

¹³ Fonte dei dati: <http://it.global-rates.com/tassi-di-interesse/eonia/eonia.aspx>

Centrale Europea ha dovuto maggiormente tenere sotto controllo e fronteggiare è proprio la volatilità dei tassi di interesse, fermo restando che gli altri principali obiettivi della strategia sono l'abbassamento del livello dei tassi di interesse a lungo termine e la stabilità dei prezzi.

La data del 4 luglio 2013 segnò una svolta importante nel comportamento della Banca Centrale Europea che per anni, con i predecessori di Draghi prima ed egli stesso poi, si era barricata dietro al muro del “we never pre-commit” (Draghi, Constâncio, 2012a), manifestando il preciso intento di non voler parlare apertamente della politica monetaria messa in atto, né tanto meno delle previsioni future. Prima di tale data, i tassi EONIA avevano sperimentato un brusco innalzamento (da 0,067% valore medio di marzo a allo 0,081 di aprile) per poi attestarsi su livelli più bassi. La decisione della Bce di cambiare strategia e cominciare a pronunciarsi sul percorso futuro della politica monetaria fu spinto proprio dalla volontà di fronteggiare la volatilità dei mercati, oltre che da quella di abbassare i tassi di interesse a lungo termine, date anche le prospettive formalizzate nei mesi precedenti che vedevano il trend della struttura dei tassi di interesse in crescendo e sempre più velocemente, come rilevato da Coeuré (2013). Lo stesso, inoltre, osserva che una precisa comunicazione riguardo all'orientamento della politica monetaria era necessaria per tutelare la nascente ripresa economica e quella dei mercati dei capitali dagli effetti della volatilità e dei livelli troppo bassi di alcune variabili economiche. La frase che destò maggior stupore e interesse fu quella pronunciata dal Presidente Draghi, che affermò “The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time” (Draghi, Constâncio, 2013). Per la prima volta il massimo esponente della Bce si spinse a rassicurare i mercati sulla tenuta del basso livello dei tassi di interesse e attraverso questa dichiarazione, la Banca Centrale, analogamente alla Fed, puntava ad abbassare il livello dei tassi di interesse a lungo termine, in modo da stimolare la domanda aggregata e l'attività economica. Altrettanto degne di nota sono altre affermazioni inerenti la strategia monetaria in generale; infatti il Presidente si spinse ad affermare “[...]our monetary policy stance will remain accommodative for as long as necessary”. Con tale manifestazione di intenti la Bce non fornì alcuna indicazione precisa sulla durata della sua strategia accomodante, ma disse quanto bastava per tranquillizzare gli attori economici e convincerli che si sarebbe adoperata per tener fede al suo impegno di fronteggiare la debolezza dell'attività economica e mantenere la stabilità dei prezzi.

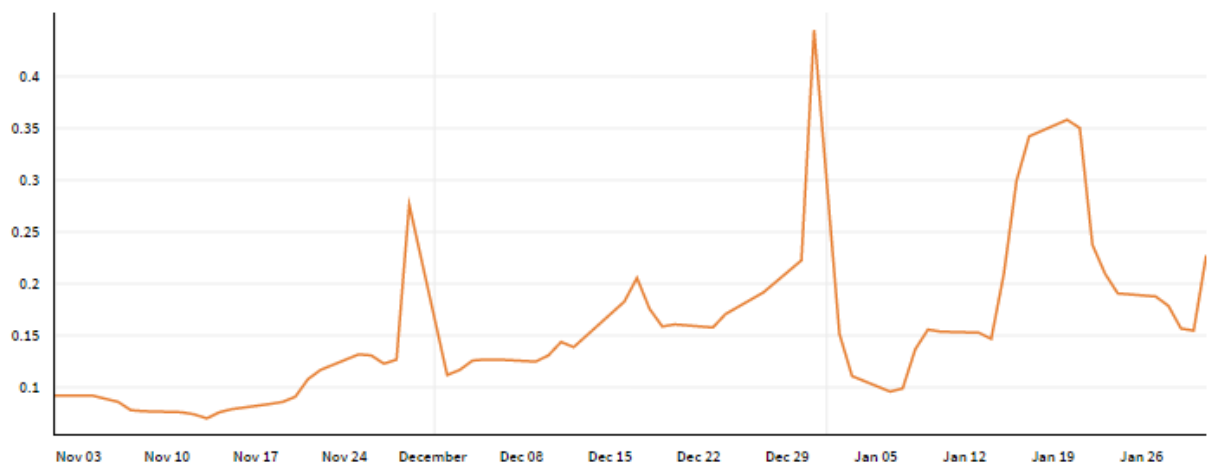


14

Come si evince dal grafico soprastante, la Bce con il suo annuncio riuscì a rassicurare i mercati e mantenere contenuta la volatilità dei tassi per diversi mesi e solo verso la fine dell'anno si poté osservare un rialzo dei valori. Dopo il picco raggiunto a giugno (EONIA 0,208%), i massimi scesero bruscamente (0,143% di luglio; 0,107% di agosto), ma si rialzarono progressivamente da ottobre in poi. Per quanto riguarda i valori medi mensili, partendo da giugno, mese in cui si registrò il valore più alto dell'anno (0,093%), la discesa di agosto e settembre fu meno marcata, ma il trend riportò una crescita sempre a partire da ottobre che si concluse solo a maggio 2014, dove si ebbe il valore massimo dei due anni considerati.

Seconda data da analizzare è il 7 novembre 2013, quando, in occasione della conferenza stampa della Bce, il presidente Draghi si fece più esplicito nei suoi pronunciamenti, annunciando l'intenzione di abbassare il livello dei tassi di interesse al 0.25%, con la frase "[...]we decided to lower the interest rate on the main refinancing operations of the Eurosystem by 25 basis points to 0.25%" (Draghi, 2013a) e confermando la strategia di forward guidance intrapresa a luglio e le aspettative di tassi di interesse bassi per un esteso periodo di tempo.

¹⁴ Il grafico è stato realizzato attraverso il database di Quandl, disponibile al link: <https://www.quandl.com>.
Fonte dei dati: <https://www.quandl.com>



15

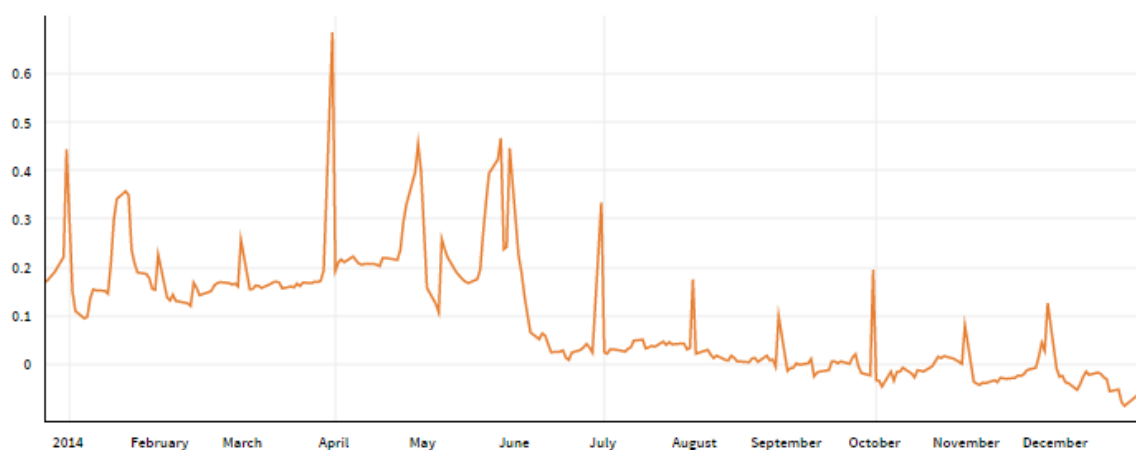
Nelle settimane precedenti la volatilità dei mercati non aveva raggiunto livelli preoccupanti, ma un'ulteriore assicurazione sulle intenzioni della Bce era necessaria, proprio per far fronte al precoce rialzo dei tassi registrato ad ottobre. Il Presidente nel suo discorso introduttivo alla conferenza stampa fece esplicito riferimento alla strategia intrapresa a luglio, dicendo “These decisions are in line with our forward guidance of July 2013”. Attraverso quest'indicazione, già utilizzata nel meeting precedente, la Bce non solo confermò il suo impegno, ma ribadì esplicitamente l'utilizzo dello strumento di forward guidance dissipando così ogni dubbio sulla sua posizione a riguardo. Le dichiarazioni però non risultarono molto efficaci, riuscirono a contenere la volatilità e ad abbassare i tassi di interesse per alcune settimane, ma nell'ultima parte dell'anno il trend dei tassi overnight si dimostrò tendenzialmente crescente. È probabile che in un contesto economico sottoposto a forti shock, la forward guidance messa in atto dalla Bce non risultò sufficiente a mantenere ancorate le aspettative degli attori economici a bassi livelli di tassi di interesse a fronte di prospettive di crescita del GDP reale (Draghi, 2013b). Infatti, la proiezione di crescita dell'attività economica e dei redditi comporta aspettative di tassi di interesse in aumento, le quali devono essere mitigate dalle istanze degli organismi centrali attraverso le strategie di comunicazione più efficaci.

Di fatto, solo a gennaio 2014 la strategia di forward guidance diede qualche segnale di maggior sicurezza e imposizione attraverso le affermazioni “we remain determined to maintain the high degree of monetary accommodation and to take further decisive action if required” (Draghi, 2014a). Con queste parole la Bce dimostrò la sua disponibilità e determinazione a compiere qualunque azione per mantenere una politica monetaria accomodante. Tali propositi furono ribaditi alla conferenza stampa successiva del 6 febbraio 2014, specificando che la strategia di politica monetaria in corso sarebbe stata mantenuta fino

¹⁵ Il grafico è stato realizzato attraverso il database di Quandl, disponibile al link: <https://www.quandl.com>.
Fonte dei dati: <https://www.quandl.com>.

al momento necessario, al fine di supportare il graduale risanamento dell'economia dell'Area Euro.

Dopo un brusco innalzamento dei tassi tra marzo e maggio (valori massimi 0,688%; 0,457%; 0,469%), durante la conferenza stampa dell'8 maggio 2014 non solo si affermò la volontà di mantenere il target per i tassi di interesse al livello prefissato, ma anche quella di monitorare gli sviluppi economici e i mercati finanziari, sostenendo un alto grado di politica monetaria accomodante e agendo repentinamente in questa direzione qualora fosse risultato necessario. Queste dichiarazioni più forti abbassarono progressivamente il livello dei tassi di interesse e aiutarono a contenere la volatilità dei mercati finanziari, come risulta evidente dal grafico sottostante. Effettivamente i massimi scesero a 0,336% a giugno e addirittura 0,177% a luglio.



16

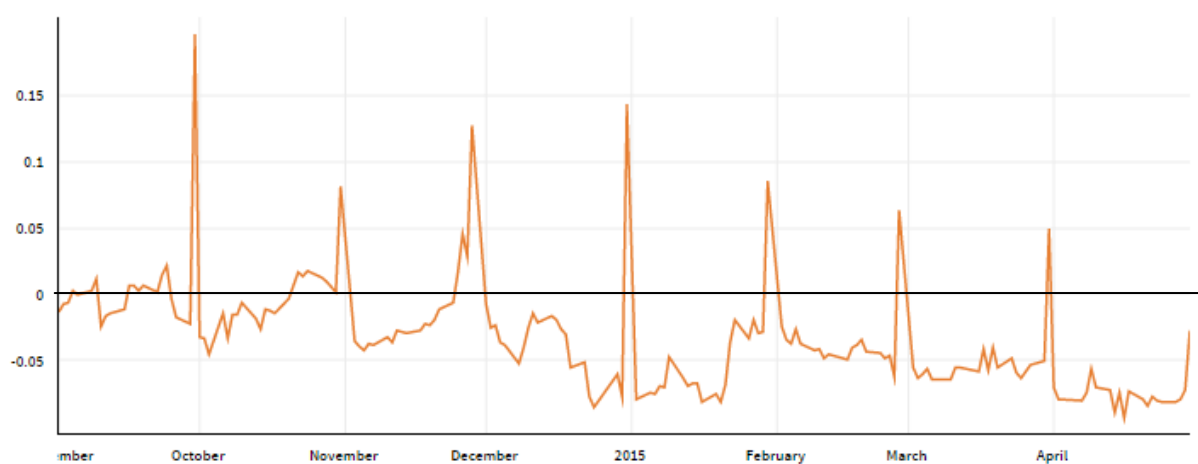
Altra data significativa è quella della conferenza stampa del 4 settembre 2014, data in cui la Bce decise di abbassare il livello dei tassi di interesse sui depositi e di portarlo addirittura a livelli negativi del -0.20%. La notizia si accompagnava a quella dell'avvio di un nuovo programma di acquisto di asset, con l'obiettivo di facilitare nuovi flussi di credito all'economia da parte delle istituzioni finanziarie. La decisione fu presa per contrastare i livelli di inflazione troppo bassi registrati nei mesi precedenti, considerevolmente inferiori al 2% per un prolungato periodo di tempo. L'operazione in questione non ebbe alcun effetto negativo diretto sui risparmi, in quanto furono unicamente le banche che depositavano denaro su determinati conti presso la Bce a dover versare un interesse. Come indicato sul sito della Banca Centrale Europea, le banche commerciali in queste situazioni potrebbero ovviamente decidere in autonomia di ridurre i tassi di interesse applicati ai risparmiatori, ma allo stesso tempo per i consumatori e le imprese sarebbe più conveniente contrarre prestiti, cosa che offre stimolo all'attività economica.

¹⁶ Il grafico è stato realizzato attraverso il database di Quandl, disponibile al link: <https://www.quandl.com>.
Fonte dei dati: <https://www.quandl.com>.

La tabella e il grafico sottostante mostrano il livello negativo dei tassi EONIA registrato da inizio 2015 ai giorni attuali.

Tassi Eonia 2015	primo	ultimo	superiore	inferiore	medio
gennaio	-0,079 %	0,086 %	0,086 %	-0,081 %	-0,051 %
febbraio	-0,024 %	0,064 %	0,064 %	-0,062 %	-0,036 %
marzo	-0,055 %	0,050 %	0,050 %	-0,064 %	-0,050 %
aprile	-0,070 %	-0,027 %	-0,027 %	-0,093 %	-0,075 %
maggio	-0,084 %	-0,143 %	-0,084 %	-0,143 %	-0,099 %
giugno	-	-	-	-	-
luglio	-	-	-	-	-
agosto	-	-	-	-	-
settembre	-	-	-	-	-
ottobre	-	-	-	-	-
novembre	-	-	-	-	-
dicembre	-	-	-	-	-

17



18

È importante sottolineare che in quest'occasione si riscontrò il primo riferimento temporale preciso che accompagnava un annuncio della Bce: "Interventions under these programmes will start in October 2014" (Draghi, 2014d). Le misure di questo programma avevano l'obiettivo di supportare l'azione di forward guidance intrapresa nei mesi precedenti, nonché migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria attraverso il canale di portfolio rebalancing.

Da settembre 2014 ad oggi i tassi di interesse si sono mantenuti a livelli eccezionalmente bassi, sempre con gli obiettivi da parte della Bce di stimolare la concessione di credito e l'attività economica, nonché contenere la volatilità e mantenere la stabilità dei prezzi. La

¹⁷ Fonte dei dati: <http://it.global-rates.com/tassi-di-interesse/eonia/eonia.aspx>

¹⁸ Il grafico è stato realizzato attraverso il database di Quandl, disponibile al link <https://www.quandl.com>. Fonte dei dati: <https://www.quandl.com>.

strategia di forward guidance utilizzata è stata sempre orientata ad onorare gli impegni presi in precedenza, confermando di volta in volta il valore dei tassi scelto per supportare la ripresa economica. In alcune occasioni l'efficacia della strategia di forward guidance è risultata limitata, riuscendo a contenere la volatilità dei mercati solo per alcune settimane, ma ciò è principalmente imputabile al fatto che lo strumento monetario in questione è di uso solo recente. Il percorso intrapreso dalla Bce è ancora in fase di sperimentazione e l'istituzione deve probabilmente ancora trovare la sua precisa posizione fra gli approcci possibili.

Capitolo 7 – Conclusioni

Le due istituzioni centrali protagoniste di questo confronto hanno adottato negli anni strategie di forward guidance e tempistiche diverse, differenziandosi anche per quanto riguarda gli obiettivi perseguiti. Ciò che emerge dall'analisi è che la Fed ha agito per ottenere e mantenere sia la stabilizzazione dei prezzi, che quella dell'attività economica in generale. Essa si è dimostrata maggiormente intraprendente nel suo percorso, manifestando più propensione alla sperimentazione di nuove forme di comunicazione e formulando annunci sempre più espliciti. L'utilizzo di vincoli quantitativi per variabili di interesse, come tasso di inflazione e di disoccupazione, sono serviti per rendere le promesse più difficili da rompere (Yates, 2013), ma anche per amplificare la potenza degli annunci. L'evidenza dei dati ha dimostrato come l'uso dello strumento monetario in questione si sia rivelato fondamentale per fronteggiare la crisi che ha investito gli Stati Uniti dal 2008 in poi. Il passo successivo che la Fed ha compiuto rispetto alla Bce si è tramutato anche nel fornire indicazioni sul momento in cui l'istituzione avrebbe cominciato a ritirare la sua politica accomodante. Come teorizzato nei capitoli precedenti, non sono stati dati riferimenti troppo precisi, proprio per non pregiudicare il buon esito di quest'ultima fase a causa di annunci troppo frettolosi e irruenti. Ad ogni modo, esprimersi anche su operazioni così delicate segnala la positività del cammino percorso fino a quel punto. L'indicazione del momento in cui i tassi di interesse inizieranno a rialzarsi è indice di una Banca Centrale solida e sicura di sé, le cui analisi hanno già riscontrato elementi di solidità e sostenibilità dell'attività economica, che può ora essere perseguita senza l'aiuto di una politica monetaria accomodante.

Per quanto riguarda la Banca Centrale Europea, essa si è invece incamminata timidamente su questa nuova strada dopo averla evitata per anni e altrettanto cautamente si è messa in gioco. In questo caso, l'obiettivo dell'istituzione è la stabilizzazione dei prezzi, come espressamente citato nell'art. 2 del Protocollo sullo Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea (Official Journal n. C326). Forse è ancora troppo presto per decretare l'effettiva efficacia dello strumento monetario in questione, ma è certo che senza la messa in atto di strategie di forward guidance i mercati finanziari avrebbero registrato maggiore volatilità di quanta effettivamente osservata dal 2013 in poi. Inoltre, l'incertezza sulla politica monetaria è diminuita in modo deciso, cosa che rappresenta un risultato assolutamente positivo e dimostra come forward guidance abbia avuto un effetto stabilizzatore sulle aspettative. La comunicazione ha anche aiutato a tenere fermamente ancorate alcune variabili economiche del mercato monetario nell'Area Euro a livelli considerati più appropriati, date le previsioni precedenti. In generale, il ruolo di forward guidance in Europa è stato fondamentale

per supportare, sostenere e tutelare la ripresa economica ancora debole e soggetta agli effetti degli shock (Coeuré, 2013). Ciò che i dati hanno evidenziato è che l'utilità della comunicazione è aumentata in occasioni di momenti difficili e travagliati, ma insieme all'intensità sono cresciuti anche i benefici riscontrabili (Praet, 2014).

Per concludere, è fondamentale ribadire che la Banca Centrale Europea e la Federal Reserve americana non detengono una conoscenza onnicomprensiva, né possiedono migliori abilità di previsione dell'andamento di variabili economiche. Le loro strategie di comunicazione si basano sulla visione che queste istituzioni hanno del contesto economico in cui sono inserite ed operano, ma l'efficacia dei loro annunci dipende dalla credibilità del comunicatore e il loro effetto sull'economia reale dalle aspettative degli attori economici. In ogni caso, come afferma Praet nel suo discorso alla conferenza "*The ECB and Its Watchers XV*", la comunicazione non sarà mai un sostituto dell'azione.

Le istituzioni centrali stanno sviluppando nuove strategie comunicative e ne incrementeranno l'efficacia in futuro, ma l'attenzione attorno questo nuovo strumento di politica monetaria deve rimanere alta. Sebbene attualmente i consumatori sorbiscono queste strategie in maniera perlopiù incosciente e inconsapevole, in futuro potrebbero raffinare le loro tecniche di ascolto diventando molto meno sensibili e più assuefatti all'effetto di questi annunci. Gli attori economici potrebbero rendersi pienamente conto del ruolo delle loro aspettative sul risultato economico, comprendere l'uso che la politica monetaria ne fa e perdere sensibilità a fronte di dichiarazioni delle istituzioni, o addirittura rendere il meccanismo psicologico alla base ancora più contorto, essendo loro stessi spettatori e contemporaneamente attori. Le banche centrali dovranno pertanto dimostrarsi all'altezza di fronteggiare anche queste nuove sfide, la cui chiave probabilmente risiede in studi sempre più approfonditi sulla tematica della forward guidance.

Bibliografia

ANON., 2014. The ECB's forward guidance, *ECB Monthly Bulletin*. April 2014, pp. 65-73.

BERK, J., DEMARZO, P., 2010. *Finanza Aziendale*, seconda ed., Pearson.

BINI SMAGHI, L., 2009. Conventional and unconventional monetary policy, *conference at International Centre for Monetary and Banking Studies (ICMB)*. Geneve, 28/04/2009.

BLANCHARD, O. J., AMIGHINI, A., GIAVAZZI, F., 2011. *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, Il Mulino.

BOWDLER, C., RADIA, A., 2012. Unconventional monetary policy: the assessment, *Oxford Review of Economic Policy*, 28, Number 4, 2012, pp. 603-621.

CECIONI, M., FERRERO, G. e SECCHI, A., 2011. Unconventional monetary policy in theory and in practice, occasional papers by Banca d'Italia, number 102, September 2011.

COEURÉ, B., 2013. Speech before the *Money Marketeers Club of New York*. New York, 26/09/2013.

DRAGHI, M., CONSTÂNCIO, V., 2012a. Introductory statement to *the European Central Bank Press Conference*. Frankfurt am Main, 06/06/2012.

DRAGHI, M., CONSTÂNCIO, V., 2012b. Introductory statement to *the European Central Bank Press Conference*. Frankfurt am Main, 06/12/2012.

DRAGHI, M., CONSTÂNCIO, V., 2013. Introductory statement to *the European Central Bank Press Conference*. Frankfurt am Main, 04/07/2013.

DRAGHI, M., 2013a. Introductory statement to *the European Central Bank Press Conference*. Frankfurt am Main, 07/11/2013.

DRAGHI, M., 2013b. Introductory statement to *the European Central Bank Press Conference*. Frankfurt am Main, 05/12/2013.

DRAGHI, M., 2014a. Introductory statement to *the European Central Bank Press Conference*. Frankfurt am Main, 09/01/2014.

DRAGHI, M., 2014b. Introductory statement to *the European Central Bank Press Conference*. Frankfurt am Main, 06/02/2014.

DRAGHI, M., 2014c. Introductory statement to *the European Central Bank Press Conference*. Frankfurt am Main, 08/05/2014.

DRAGHI, M., 2014d. Introductory statement to *the European Central Bank Press Conference*. Frankfurt am Main, 04/09/2014.

ENGLISH, W. B., 2011. Minutes of the Federal Open Market Committee, 09/08/2011.

ENGLISH, W. B., 2012. Minutes of the Federal Open Market Committee, 11-12/12/2012.

GÜRKAYNAK, R. S., SACK, B. and SWANSON, E. T., 2005. Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements, *International Journal of Central Banking*, May 2005, pp. 56-93.

MADIGAN, B. F., 2008. Minutes of the Federal Open Market Committee, 15-16/12/2008.

MADIGAN, B. F., 2009a. Minutes of the Federal Open Market Committee, 23-24/12/2009.

MADIGAN, B. F., 2009b. Minutes of the Federal Open Market Committee, 15-16/12/2009.

MISHKIN, F. S., 2007. The Federal Reserve's Enhanced Communication Strategy and the Science of Monetary Policy, *conference to the Undergraduate Economics Association, Massachusetts Institute of Technology*. Cambridge, Massachusetts, 29/11/2007.

OFFICIAL JOURNAL N. C326, 26/10/2012, p. 230

PRAET, P., 2014. Speech at the conference *The ECB and Its Watchers XV*. Frankfurt am Main, 12/03/2014.

- WOODFORD, M., 2005. Central-Bank Communication and Policy Effectiveness, presented at *FRB Kansas City symposium on The Greenspan Era: lessons for the future*. Jackson Hole, Wyoming, 16/09/2005.
- WOODFORD, M., 2008. The Fed's Enhanced Communication Strategy: Work in Progress, remarks prepared for the *NABE session on "Recent and Prospective Developments in Monetary Policy Transparency and Communications," ASSA Meeting*. New Orleans, 05/01/2008.
- WOODFORD, M., 2010. Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis, *Journal of Economic Perspectives*, Fall 2010.
- WOODFORD, M., 2012. Methods of Policy Accomodation at the Interest-Rate Lower Bound, presented at the *Jackson Hole symposium*. August 2012.
- WOODFORD, M., 2013a. The Limits of Monetary Policy, speech at the *conference "The New Bank of Israel"*. Gerusalemme, 08/06/2013.
- WOODFORD, M., 2013b. Fedspeak: Does It Matter How Central Bankers Explain Themselves?, university lecture delivered at Columbia University. 22/04/2013.
- WOODFORD, M., 2013c. Forward Guidance by Inflation-Targeting Central Banks, *conference "Two decades of Inflation Targeting"*. Stockholm, 03/06/2013.
- YATES, T., 2013. Delphic or Odyssean?. *The Economist*, July, 25.

Sitografia

ANON., 2014. *Banca Centrale Europea*, Sito Web. Disponibile su:

<<https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html>> [Data di accesso: 30/04/2015]

ANON., 2013. *Conferenza stampa BCE, 4 luglio 2013*. Disponibile su:

<<https://europeancentralbank.wordpress.com/2013/07/04/conferenza-stampa-4-luglio-2013/>>

[Data di accesso: 30/04/2015]

ANON., 2012. *Federal Reserve Press Release, December 12, 2012*. Disponibile su:

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm>> [Data di

accesso: 12/04/2015]

ANON., 2014. *Federal Reserve Web Site*. Disponibile su:

<<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/default.htm>> [Data di accesso: 12/04/2014]

ANON, 2015. *Quandl Web Site*. Disponibile su: < <https://www.quandl.com> > [Data di

accesso: 13/05/2015]

ANON., 2014. Sito *global rates.com*. Disponibile su <[http://it.global-rates.com/tassi-di-](http://it.global-rates.com/tassi-di-interesse/eonia/eonia.aspx)

[interesse/eonia/eonia.aspx](http://it.global-rates.com/tassi-di-interesse/eonia/eonia.aspx)> [Data di accesso: 11/05/2015]