



Dipartimento di Scienze Politiche
Cattedra di Monetary and Financial Economics

Dalla *sfinge* Alan Greenspan al
whatever it takes di Mario Draghi

Come la crisi economica ha cambiato lo stile di comunicazione
dei banchieri centrali

RELATORE

Prof. Marco Magnani

CANDIDATO

Davide Annarumma

Matr. 625882

CORRELATORE

Prof. Alfredo Macchiati

ANNO ACCADEMICO 2015/2016

Indice

Introduzione	3
Capitolo I: Crisi economica e interventi delle banche centrali	11
Definizione del periodo (2007 - 2015) e sintesi dei momenti chiave	12
Interventi principali delle banche centrali	22
Capitolo II: Fondamenti teorici per verificare l'efficacia della comunicazione	32
Interrogativi aperti: le aree da approfondire	48
Capitolo III: Cambiamento della comunicazione delle banche centrali	50
Capitolo IV: Whatever it takes	75
Un intervento necessario	76
Analisi delle parole utilizzate nel discorso	79
Analisi degli effetti di breve periodo	86
Analisi degli effetti di lungo periodo	89
Confronto Fed versus ECB	91
Capitolo V: Analisi dei modelli di comunicazione	96
Analisi dei modelli di comunicazione: collegiale o presidenziale – con consenso o con opinioni dissenzianti	97
Disamina di vantaggi e svantaggi delle diverse strategie di comunicazione	101
Conclusioni	105
Bibliografia	110
Ringraziamenti	117

A mia madre e mio padre

Introduzione

*There have been three great inventions since the beginning of time: fire, the wheel and central banking*¹

Will Rogers, comico americano

Se assumiamo che la battuta di Will Rogers abbia qualche fondamento di verità, e consideriamo che sulle prime due invenzioni sia stato già scritto tutto il possibile, c'è ancora molto da dire sulle banche centrali. Spesso poco conosciuti, i banchieri centrali oggi stanno diventando sempre più famosi per i loro interventi relativi alla crisi economica iniziata nel 2007. Se in passato le loro dichiarazioni necessitavano quasi di un “vocabolario” per essere decifrate, come nel caso di Alan Greenspan, celebre per il suo modo criptico di parlare, oggi il mondo intero attende con molto interesse gli appuntamenti in cui i governatori si trovano a parlare davanti alle telecamere. Talvolta il messaggio può essere espresso in termini più semplici. In un'intervista del settembre 2007, l'allora presidente della Banca Centrale Europea (BCE) Jean-Claude Trichet paragonò la banca centrale ad un ospedale dicendo: “Una banca centrale ha un reparto di terapia intensiva dove ogni tanto vengono curate le persone vittime di incidenti stradali, un posto dove viene effettuata un'angioplastica o applicato un by-pass [...] ma queste attività - anche se cruciali per il funzionamento del sistema - rappresentano solo una minima parte della sua missione. Le banche centrali sono per lo più formate da un esercito di medici che osservano le radiografie e sono impegnati in semplici consulti”². La precedente affermazione, con un paragone che può essere compreso da tutti, ci fa anche capire come i banchieri centrali vedano il loro operato: un monitoraggio costante dell'economia, sempre pronti a intervenire ove ce ne sia bisogno.

La crisi del 2007, per la sua particolare gravità, ha impattato in maniera considerevole in tutti i campi dell'economia classica e molti studiosi, ad un decennio dal suo inizio, analizzano ancora le cause e le motivazioni che hanno portato a quella che è stata definita “la seconda grande recessione”. La politica monetaria, cioè la politica che governa il mercato della moneta,

¹ “Ci sono state tre grandi invenzioni dall'inizio della storia: il fuoco, la ruota e le banche centrali”

² Internazionale, *I banchieri centrali più potenti*, n.1155, 27 maggio 2016

è stata chiamata in causa per contribuire a trovare una soluzione alla crisi, sebbene essa da sola non riesca a risolvere tutti i problemi che si sono concretizzati. I banchieri centrali si sono trovati per questo motivo sotto i riflettori, con una platea sempre più ampia ad ascoltare le loro decisioni: è per questo motivo che parallelamente alle loro scelte operative, quasi ovunque hanno iniziato una riflessione sulle loro strategie di comunicazione utilizzate per eliminare l'incertezza che la crisi aveva generato. Così, nei vari *board* e *governing council* i banchieri centrali si sono dovuti occupare non più soltanto di proiezioni macroeconomiche e di livelli di inflazione, ma di comunicazione in senso stretto. Il motivo per cui hanno fatto ciò è perchè le decisioni che vengono prese hanno efficacia solo se vengono comunicate nel modo giusto.

La comunicazione ha rivestito e riveste tutt'ora un ruolo importante nella realizzazione della politica monetaria. Le banche centrali grazie alle loro decisioni riescono ad influenzare direttamente il tasso d'interesse, solitamente quello *overnight* (relativo alle operazioni che si compiono nell'arco di una notte), ma vorrebbero avere maggiore capacità operativa e riuscire ad influenzare i tassi e le aspettative di lungo periodo in maniera più precisa. Per questo motivo, una comunicazione efficace e trasparente ricopre un ruolo di importanza primaria nelle moderne strategie di politica monetaria. Ma la comunicazione, per quanto chiara possa essere, non basta da sola: è necessario che chi comunica sia degno di fiducia, e che annunci delle politiche credibili e di sicura realizzazione. Bisogna considerare inoltre anche la modalità con cui viene effettuata la comunicazione, dal momento che le diverse banche centrali non hanno la medesima struttura e possono rivolgersi agli stakeholder in maniera individuale o collegiale. Rappresentare le differenti opinioni emerse in sede collegiale può aiutare a comprendere meglio tutti gli elementi che vengono analizzati al momento di prendere una decisione, ma allo stesso tempo può tradursi in un'eccessiva dispersione della comunicazione. Per quest'ultimo motivo, spesso i banchieri centrali si rivolgono al mercato "a voci unificate".

Il mondo accademico specializzato si interroga da alcuni anni sul fatto che possa esistere una strategia di comunicazione perfetta. Senza alcun dubbio è una domanda a cui è difficile rispondere, dal momento che coinvolge ambiti diversi tra loro: comunicazione, economia, ma anche psicologia e statistica. Se la comunicazione è una materia complessa in tempi "normali", con la crisi finanziaria del 2007 ci si è trovati di fronte a nuovi imprevisti e domande. Così, è diventato fondamentale per le banche riuscire a tranquillizzare i mercati, ad ancorare le aspettative degli operatori economici e del pubblico in generale. Hanno fatto ciò cercando di

essere più prevedibili, permettendo ai mercati finanziari di anticipare le decisioni di politica monetaria, e riducendo l'incertezza.

L'evoluzione del ruolo delle banche centrali durante gli ultimi anni, le crescenti sfide date dalla crisi economica iniziata nel 2007 e le mutate condizioni storiche e politiche hanno profondamente modificato le strategie di comunicazione delle banche centrali. Queste istituzioni oggi sono chiamate a comunicare in modo trasparente e comprensibile i loro obiettivi, le modalità in cui intendono realizzarli, e le analisi che effettuano ad un pubblico vasto, composto da esperti del settore e privati cittadini, che modificano le loro aspettative sulla base dei dati diffusi. Per questo motivo, la tematica della comunicazione delle banche centrali sta riscuotendo un crescente interesse a livello accademico, ma il rapporto tra la comunicazione e l'effetto di quest'ultima sui mercati non è sempre lineare. Vista la complessità dello scenario attuale, e considerando la grande interdipendenza dei sistemi economici, è facile capire come mai i banchieri centrali, al momento delle loro comunicazioni, cerchino di essere quanto più chiari e sintetici possibile nelle loro espressioni, conservando comunque la conoscenza esclusiva di tutti i dati su cui vengono costruite le analisi economiche, e i parametri utilizzati per le previsioni.

La comunicazione è senza dubbio una materia complessa e affascinante allo stesso tempo. Nel caso specifico delle banche centrali, il livello di complessità aumenta esponenzialmente, in quanto qualsiasi frase o singola parola può influenzare i mercati e le aspettative degli agenti economici. Dunque, l'effetto è che chi si trova nella posizione di dover materialmente effettuare la comunicazione (sia esso un singolo individuo come un governatore, o un consiglio nel suo insieme), deve accuratamente scegliere la tempistica e il vocabolario con cui si esprime. Le culture nazionali, gli aspetti tradizionali e le peculiarità di ogni individuo pesano in modo significativo nelle strategie comunicative; è inoltre giusto ricordare che ci si rivolge innegabilmente ad un pubblico sempre più ampio, che potrebbe non avere le giuste conoscenze in ambito tecnico. Di conseguenza, ciascuna banca centrale ha elaborato la sua tecnica comunicativa, diffondendo i suoi documenti a cadenza mensile, trimestrale o annuale.

Chi è il soggetto che comunica? Le banche centrali, o meglio, i banchieri centrali.

Le banche centrali, dal momento della loro istituzione, hanno ricoperto un ruolo fondamentale nell'economia degli Stati. Inizialmente costituite per garantire l'emissione di banconote e monete, antica prerogativa regia, hanno successivamente ricoperto altre funzioni

fondamentali, quali la garanzia del sistema dei pagamenti e la gestione della politica monetaria. Oggi queste istituzioni continuano ad esistere, sebbene la loro natura sia cambiata col tempo. Ad esempio, nel caso delle banche centrali europee, c'è stato un progressivo trasferimento di molte delle loro competenze in ambito di politica monetaria in senso stretto ad autorità sovranazionali, prima tra tutte la BCE. Molte altre continuano a mantenere la loro autorità, come la Bank of England (BoE), la Federal Reserve of America (Fed) e la Bank of Japan (BoJ). L'indipendenza dal potere politico e dal governo è inoltre un requisito fondamentale per permettere alle banche centrali di operare senza perdere la loro credibilità nei mercati. L'indipendenza inoltre le rende meno soggette a influenze politiche che potrebbero sfruttare le politiche monetarie per ottenere vantaggi di breve termine, a scapito di una stabilità di lungo periodo. Per questo motivo, le banche centrali si sono dotate negli ultimi anni di strumenti di *accountability* che permettono loro di rispondere nella maniera migliore, alle sempre crescenti richieste di trasparenza da parte degli operatori economici.

Per quanto riguarda invece l'aspetto della responsabilità nei confronti della cittadinanza, è giusto ricordare che le banche centrali sono indipendenti, e i loro governatori non sono soggetti a elezioni da parte dei cittadini, ma vengono in genere designati dai governi nazionali, ove non vi sia un parere negativo da parte degli organismi di gestione della stessa banca. Questo aspetto è particolarmente delicato, e l'indipendenza dal potere politico è stata sempre più sovente ricordata dai governatori di svariate banche centrali, con una duplice motivazione: "difendersi" dall'ingerenza talvolta eccessiva del potere politico e, dimostrare assoluta autonomia nel momento dell'attuazione delle scelte di politica monetaria. Negli ultimi anni è accaduto sempre più spesso che i banchieri centrali dovessero rimarcare questa autonomia. Va però ricordato che la politica monetaria non può risolvere una crisi da sola ma, come insegna la macroeconomia classica, riesce a dare risultati tangibili soltanto in presenza di politiche fiscali che procedano nella stessa direzione. Le politiche fiscali sono però ad esclusiva competenza dei governi nazionali, creando di fatto un dualismo che, in mancanza di coordinazione fra le istituzioni, può essere un ostacolo al raggiungimento degli obiettivi. Anche in questo caso la comunicazione gioca un ruolo importante, e l'equilibrio da mantenere è più delicato: si tratta di viaggiare nella stessa direzione, mantenendo ciascuno la propria indipendenza.

Gli obiettivi delle banche centrali possono essere molteplici. La stabilità dei prezzi è presente in tutti i mandati, e ciò si traduce nel mantenimento di un livello di inflazione che non sia né troppo basso da rallentare l'economia, né troppo alto da portare ad una situazione di

iperinflazione. Ulteriori possibili obiettivi sono la riduzione della disoccupazione, la promozione della crescita economica del paese, e il supporto attivo degli investimenti tramite la riduzione dei tassi di interesse.

Quali sono i canali di trasmissione della politica monetaria? Principalmente, le banche centrali operano modificando i tassi di interesse ufficiali, con influenza diretta sui tassi del mercato interbancario e indiretta sui tassi di interesse decisi dalle banche per le loro operazioni. Il secondo canale consiste nell'influenzare le aspettative degli operatori economici, cambiando così i tassi di interesse del medio-lungo periodo. Inoltre, la banca centrale può anche "guidare" le aspettative di inflazione futura, e se dispone di un'elevata credibilità, riesce ad ancorarle. Il terzo canale è quello che, grazie alle aspettative, impatta sui prezzi degli asset, facendoli aumentare o diminuire. Conseguentemente, anche le decisioni riguardo risparmi e investimenti possono variare, con effetti sulla domanda aggregata e quindi sulla crescita economica. Infine, l'ultimo canale è quello bancario, dove con la variazione del tasso di interesse, si riesce a modificare la quantità di denaro che viene erogato ai consumatori sotto forma di prestito.

La comunicazione può essere fatta rientrare in uno dei canali tradizionali della politica monetaria. Si tratta infatti della cosiddetta *forward guidance*, che permette di influenzare le aspettative degli operatori economici, e di conseguenza, avere effetti tangibili sul mercato della moneta. È irrealistico pensare che quando la banca centrale effettua le sue decisioni, lo faccia presentando direttamente il risultato delle operazioni al grande pubblico senza motivarle. Così, è logico pensare che la comunicazione in senso lato sia legata a doppio filo a tutti i canali della politica monetaria, e ciò giustifica la crescente attenzione riservata a questo ambito. Se prima le banche centrali dedicavano pochissimo spazio alle strategie comunicative, oggi questo fenomeno è diventato di fondamentale importanza, vista l'enorme diffusione dei dati in tempo reale e il numero sempre crescente di soggetti che si trovano investiti direttamente dalle decisioni operate dai governatori.

Lo scopo di questo lavoro è quello di illustrare in maniera esaustiva le principali caratteristiche della comunicazione delle banche centrali durante gli anni della crisi economica. Verranno analizzati discorsi ed interviste in modo da evidenziare i diversi stili comunicativi e gli effetti che le parole dei banchieri centrali hanno avuto sui mercati e nell'influenzare le aspettative degli operatori economici. L'intervallo di tempo analizzato permetterà di effettuare

una comparazione non soltanto tra diverse banche, ma anche tra i diversi manager che si sono alternati alla guida degli istituti.

La tematica che è oggetto del lavoro è stata affrontata in diverse sedi con pubblicazioni scientifiche che hanno cercato di costruire modelli econometrici che analizzassero l'impatto della comunicazione sui mercati azionari. L'obiettivo di quest'opera è differente, in quanto si cerca di osservare in ottica comparativa il cambiamento degli stili comunicativi delle principali banche centrali, in un periodo temporale che non è stato mai analizzato (le pubblicazioni più recenti di cui si ha notizia si fermano al 2008); si tratta inoltre della prima pubblicazione esistente in materia interamente redatta in lingua italiana.

Verranno comparate le principali banche centrali (BCE, Fed, BoE e BoJ), sebbene le loro storie siano molto diverse. I documenti che vengono pubblicati a cadenza regolare variano in maniera significativa: a partire dalle *minutes* o verbali, fino alle conferenze stampa e relative trascrizioni *verbatim*. Oltre a queste, verranno anche utilizzate interviste rilasciate dai banchieri centrali in particolari momenti storici, così come saranno analizzati gli interventi da loro realizzati all'interno di consessi internazionali quali l'*ECB Forum on Central Banking* o l'*Economic Policy Symposium*, organizzato dalla Federal Reserve Bank di Kansas City.

Le domande a cui questo lavoro prova a dare risposta sono: con la crisi economica come si è evoluta la comunicazione delle banche centrali? Esistono dunque delle differenze nella comunicazione dei banchieri centrali che governano le più importanti istituzioni economiche mondiali, o tutti tendono a comunicare allo stesso modo? La spiegazione che si prova a dare riflette in gran parte una serie di fattori che sono notevolmente cambiati negli ultimi anni.

Sinteticamente, possiamo osservare come nel mondo di oggi la fiducia nel sistema bancario e finanziario internazionale è in declino, e molti lamentano uno scarso controllo sulle operazioni che hanno portato alla diffusione internazionale della crisi da parte delle autorità che avrebbero dovuto vigilare e delle banche centrali. Sono però due i fattori che giocano un ruolo importante in questa vicenda: la possibilità per qualsiasi cittadino di essere costantemente informato di tutto ciò che succede nel mondo, e al tempo stesso, di acquisire informazioni più o meno approfondite nell'arco di pochissimo tempo grazie alla rete internet, e il desiderio dei cittadini del mondo di prendere parte attiva nei processi decisionali che hanno un riscontro sulla loro vita. Questi due fattori possono essere considerati come due concause che hanno portato al cambiamento delle strategie comunicative delle banche centrali. Basta considerare che, se nel

periodo precedente alla crisi economica le decisioni in termini di cambiamento di tasso di interesse venivano solamente riportate dalla stampa economica specializzata, adesso ogni riunione degli organi decisionali delle banche centrali viene diffusa in maniera capillare. Questo aspetto, che può apparire marginale, ha avuto una notevole influenza sullo stile comunicativo: dal momento che la platea dei destinatari si è ampliata, e non tutti posseggono le conoscenze necessarie per comprendere a pieno il linguaggio tecnico, in genere la comunicazione è diventata più asciutta, semplice e diretta. Emblematico è il caso della BCE, che nel suo canale *Youtube*³ ha inserito alcuni video a fumetti che spiegano in un linguaggio comprensibile a tutti alcuni concetti economici fondamentali quali l'inflazione, la stabilità dei prezzi e l'Eurosistema in generale; sul suo sito web sono anche presenti alcuni giochi educativi per mettere alla prova delle nozioni teoriche. Il tentativo è quindi di espandere la base di soggetti a cui ci si rivolge, fornendo loro nozioni di base per comprendere meglio le condizioni in cui la Banca si trova ad operare, i suoi obiettivi e il suo funzionamento.

Nel primo capitolo di questo lavoro viene presentato il contesto storico in cui è stata operata la comparazione. L'intervallo di tempo analizzato è quello che va dal 2007 al 2015, coincidente con la cosiddetta "seconda recessione". L'analisi è divisa in due sezioni: la prima descrive rapidamente i più importanti eventi della crisi economica, dalla sua genesi nel mercato dei mutui subprime statunitensi, fino ad arrivare alla crisi dei debiti sovrani europei e alla deflazione recente. Nella seconda sezione vengono descritti, dal punto di vista strettamente storico, gli interventi che le maggiori banche centrali hanno realizzato per cercare di porre rimedio a quanto stava accadendo.

Il secondo capitolo si concentra invece sull'analisi dei modelli analitici e statistici per verificare l'efficacia della comunicazione delle banche centrali. Dopo una rapida rassegna dei diversi metodi utilizzati, si discute dei risultati a cui questi modelli sono pervenuti, accennando alle aree dove è necessaria ulteriore ricerca, come è stato evidenziato da alcuni studi della BCE.

Il terzo capitolo costituisce la parte centrale del lavoro: viene realizzata un'analisi contenutistica degli interventi descritti nella seconda sezione del primo capitolo, ponendo maggiore attenzione ai discorsi e alle comunicazioni che i governatori della BCE e della Fed hanno rilasciato nel periodo di crisi.

³ Il canale Youtube ECB euro, contiene al suo interno una sezione dedicate ai video educativi tradotti in diverse lingue. <https://www.youtube.com/playlist?list=PL1C5ECFEE8E907181>

Il quarto capitolo si concentra su un oramai famoso discorso di Mario Draghi del luglio 2012, passato alla storia come “Whatever it takes”. Viene analizzato il particolare momento storico, e si discutono le cause che hanno portato il governatore a pronunciare quelle parole. È poi presentato il discorso nel suo complesso e i suoi effetti di breve periodo, tra cui la fine delle massicce speculazioni nell’Eurozona, tracciando successivamente un bilancio a quattro anni da quel momento, per analizzare gli effetti di medio-lungo periodo. Infine, nell’ultima parte del capitolo viene realizzata una comparazione dal punto di vista stilistico e comunicativo tra i governatori che si sono alternati al comando della BCE e della Fed: Jean-Claude Trichet e Mario Draghi nel primo caso, e Ben Bernanke e Janet Yellen nel secondo.

Nel quinto capitolo vengono proposti alcuni suggerimenti relativi alle politiche che le banche centrali perseguono nel campo della comunicazione, analizzando i due principali modelli che esistono oggi: comunicazione collegiale o presidenziale, e con consenso o con opinioni dissenzianti.

Al termine, le conclusioni riassumono in maniera sintetica tutti i dati che sono emersi dalla ricerca, descrivendo i cambiamenti della comunicazione delle banche centrali durante la crisi economica.

Capitolo I: Crisi economica e interventi delle banche centrali

*If these things were so large, how come everyone missed them?*⁴

Regina Elisabetta II del Regno Unito, alla London School of Economics, luglio 2009

Il periodo analizzato è quello coincidente con la crisi economica, dal suo inizio fino agli ultimi recenti sviluppi, partendo da alcune delle cause scatenanti, quali il periodo di *deregulation* del 1980 e la mancanza di un'adeguata supervisione governativa. L'arco di tempo dal 2007 al 2015 è diviso nei periodi convenzionalmente riconosciuti: crisi dei mutui subprime, crisi finanziaria statunitense e nazionalizzazione di alcune delle più grandi banche d'affari, allargamento della crisi e coinvolgimento dei debiti sovrani europei, periodo di inflazione bassa e duratura. È inoltre descritto l'allargamento della crisi ai Paesi europei come Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia, che più di altri hanno affrontato gli effetti negativi della crisi dei debiti sovrani, gli effetti negativi dati dallo spread. Nella parte conclusiva è presente un rimando alle riforme della governance dell'Unione Economica e Monetaria europea, insieme con le misure messe a punto per migliorare il controllo sul debito pubblico dei Paesi europei e il nuovo trattato stipulato.

Sono analizzati gli interventi più importanti realizzati dalle banche centrali prese in esame dal lavoro (BCE, Fed, BoE, BoJ) nel periodo di tempo della seconda grande recessione costituiscono l'inizio della seconda sezione. È stata continua la diminuzione dei tassi di interesse da parte di tutte le istituzioni e altre manovre non convenzionali sono state realizzate. Nello specifico, sono poi descritti i programmi LTROs e TLTROs, OMT e QE della BCE, il QE ed il conseguente *tapering* della Fed e il QQE e le riforme del governo di Shinzo Abe in Giappone.

⁴ "Se queste cose erano così grandi, come è possibile che nessuno le abbia viste?"

Definizione del periodo (2007 - 2015) e sintesi dei momenti chiave

Il periodo temporale che viene analizzato in questo lavoro corrisponde agli anni della crisi economica, poi conosciuta come “seconda grande recessione”. Le cause di questa crisi vanno ricercate in una concomitanza di diversi fattori che si erano sedimentati nel tempo. La *deregulation* degli anni’80 aveva portato al cambiamento di moltissime regole in campo economico e finanziario, secondo il motto “meno società, più individuo” lanciato dal presidente degli Stati Uniti Ronald Reagan. In seguito, sotto l’amministrazione del presidente Clinton nel 1999 viene abrogato il *Glass-Steagall Act* del 1933 eliminando la separazione fra banche commerciali e d’investimento, autorizzando la nascita di grossi gruppi finanziari. Questo favorisce il moltiplicarsi di nuovi strumenti finanziari, quali *Credit default swap* e titoli *derivati*. Vi sono stati poi fattori esterni, come l’andamento del prezzo del petrolio, che dalla seconda metà degli anni novanta aveva iniziato a salire vertiginosamente fino ad arrivare alla quota storica di 100 dollari al barile nel gennaio 2008, a causa dell’incremento della domanda da parte delle economie emergenti. All’aumento del prezzo dell’energia si aggiungono anche ulteriori incrementi di altre *commodities*, quali grano e cereali, che minacciano la crescita delle economie meno sviluppate. L’aumento dei prezzi delle materie prime si traduce così nell’aumento dei costi finali dei beni di consumo, e conseguentemente in un aumento generalizzato dei prezzi.

Dopo la seconda metà del 2000, dunque, sussistevano una serie di condizioni che contemporaneamente minacciavano l’economia globalizzata. Per affrontare un’analisi accurata di questo periodo temporale è necessario suddividerlo in alcune fasi differenti, partendo dal 2007, anno in cui i primi effetti della crisi dei mutui subprime si manifestano negli Stati Uniti d’America. Secondo vari analisti ed esperti, questa è stata la vera e propria scintilla che ha innescato la recessione, con effetti negativi che si sono nel tempo propagati a livello mondiale. I prezzi delle strutture residenziali statunitensi avevano cominciato a calare drasticamente, facendo di fatto scoppiare la “bolla” speculativa immobiliare. Contemporaneamente, a causa degli alti tassi di interesse sui mutui per abitazione, molti possessori diventarono insolventi e nei casi peggiori, abbandonavano le abitazioni senza più pagare i mutui. L’effetto cumulativo dei mancati introiti derivanti dai mutui si ripercuote così sulla struttura finanziaria di molte banche statunitensi che incominciavano a registrare perdite notevoli. Una delle più grandi banche d’affari, *Leman Brothers*, dichiarava bancarotta il 15 settembre 2008 e nello stesso

periodo anche altri istituti quali *Goldman Sachs* e *Morgan Stanley* versavano in cattive acque, e si parlava addirittura di un possibile aiuto statale per evitare il fallimento di queste banche. Le conseguenze di questi avvenimenti possono essere osservate analizzando gli andamenti dei principali indici borsistici mondiali, che erano tornati in media ai valori raggiunti alla fine degli anni '90.

Il drastico calo in borsa, diffuso a livello mondiale, ha portato le principali banche centrali ad agire come prestatori di ultima istanza (la Fed in modo particolare, visto il maggior coinvolgimento dell'economia statunitense) con interventi di aiuto miranti ad invertire la situazione negativa degli istituti di credito interessati. Gli eventi più importanti attuati dalle banche centrali sono analizzati nella sezione successiva.

Il Fondo Monetario Internazionale (FMI), stima in 4100 miliardi di dollari⁵ le perdite patite dal sistema bancario mondiale a causa della crisi dei mutui subprime. Questa cifra riesce a dare un'idea immediata della gravità della crisi finanziaria e allo stesso tempo delle difficoltà che i governi e le banche centrali hanno affrontato per arginare quest'emorragia.

Dal punto di vista delle responsabilità, è stata spesso sottolineata la mancanza di un'efficiente supervisione governativa sugli operati delle istituzioni maggiormente coinvolte. Ci sono notevoli critiche nei confronti dei mediatori creditizi, accusati di aver portato i debitori a sottoscrivere prestiti che non potevano ripagare, verso gli agenti immobiliari che hanno gonfiato il valore degli immobili, e verso gli investitori di borsa che hanno "scommesso" sui titoli derivati senza curarsi di capire cosa fosse messo a garanzia e se i mutui potessero essere effettivamente ripagati. Il canale bancario ha agito trasmettendo la crisi da un sistema all'altro, portando così ad un allargamento globale degli effetti.

Dopo la prima fase, dal 2008 in poi, gli effetti della crisi si sono propagati a livello mondiale. Come già accennato, tutti i principali mercati persero migliaia di punti (a titolo esemplificativo l'S&P500 di Wall Street perse il 25% tra settembre e ottobre 2008), ed è stata quasi immediata la contrazione del credito concesso dagli istituti bancari. Gli effetti si manifestano subito in Europa, dove le banche avevano accumulato titoli che si erano via via svalutati fino a non valere più nulla, incidendo in maniera fortemente negativa sui bilanci. La prima banca toccata dalla crisi, l'inglese *Northern Rock*, è diventata poi simbolo del contagio

⁵ International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, aprile 2009

della crisi statunitense in Europa. La banca anglosassone, specializzata in mutui immobiliari, dal momento che non poteva più rifornirsi presso il mercato interbancario a causa degli alti tassi richiesti, è stata costretta ad annunciare che non sarebbe stata più in grado di ripagare i suoi clienti. Questo annuncio ha generato una vera e propria *bank run*, corsa agli sportelli, dei correntisti che temevano di perdere il danaro depositato. La Bank of England sarà chiamata in causa per la realizzazione di alcuni interventi, che verranno descritti in modo dettagliato nella sezione successiva.

Per quanto riguarda il resto dell'Europa continentale, altri istituti quali i belgi *Dexia* e *Fortis*, l'olandese *ING Direct* e la francese *Crédit Agricole* hanno richiesto un intervento statale per la loro ricapitalizzazione, portando a parziali nazionalizzazioni dei gruppi bancari. Questi eventi hanno avuto una immediata ripercussione sull'economia reale: infatti, dalla seconda metà del 2008 si è potuto osservare da una parte un aumento dell'inflazione a causa del sopracitato aumento dei prezzi delle *commodities*, primo tra tutti il petrolio; dall'altra il manifestarsi della recessione economica, diretta conseguenza della crisi finanziaria.

Se si osserva il risultato raggiunto dalle economie emergenti all'inizio dello stesso periodo, si nota come la crisi finanziaria ha solo lievemente impattato sui loro risultati. Il contagio è però stato rapido, facendo diminuire di circa il 2% la crescita del PIL in diversi paesi (Cina, India, Brasile) a fine 2008, in virtù della riduzione delle importazioni degli Stati Uniti d'America e dei paesi europei, che arrivarono a registrare una riduzione della loro complessiva produzione industriale del 3%.

Uno dei paesi simbolo di questa crisi fu l'Islanda, che si è trovata a fronteggiare il fallimento simultaneo di diversi istituti di credito insieme ad un forte aumento della disoccupazione, trovandosi costretta a richiedere l'intervento del FMI. Altri paesi sono stati poi contagiati: ad esempio, tra settembre e ottobre 2008 il Giappone ha visto il suo PIL ridursi del 3% circa.

Nel 2009 la crisi era ormai conclamata, e mostrava i suoi effetti a livello globale. Questo momento è stato paragonato immediatamente alla recessione del 1929, vista l'enorme contrazione della domanda aggregata e l'aumento vertiginoso della disoccupazione. Tra i paesi europei, i più colpiti sono stati Irlanda, Grecia, Spagna, Italia e Portogallo, che hanno visto diminuire il loro prodotto interno lordo di oltre il 2%. Uno dei canali più interessati dalla crisi è stato quello creditizio, dal momento che la generalizzata mancanza di fiducia fra le banche e tra le banche e gli Stati colpiti ha ridotto drasticamente l'ammontare dei crediti concessi

all'economia reale. Anche l'export ha registrato una brusca riduzione, contribuendo insieme all'impennata dei prezzi del petrolio e di altre materie prime. Le banche centrali iniziarono dunque una serie di misure volte a ridurre i tassi d'interesse, arrivando anche a mettere in atto operazioni non convenzionali. Nel secondo trimestre del 2009 però i mercati azionari registravano dei miglioramenti, illudendo gli operatori che il peggio era passato; il PIL statunitense aveva recuperato alcuni punti percentuali e grazie a delle manovre fortemente espansive volute dall'amministrazione Obama, il livello della disoccupazione non era peggiorato. L'Eurozona sembrava seguire quest'andamento generale, e la recessione subiva una battuta d'arresto senza però evidenziare alcun miglioramento sostanziale.

Le economie del sud-est asiatico riuscivano a recuperare i punti che avevano inizialmente perso negli anni precedenti e la Cina, prima fra tutte, limita le conseguenze negative, arrivando ad una crescita dell'8,7%. Nel 2010 si registrava una crescita del PIL mondiale di circa il 5%, con una ripresa stabile nei paesi sviluppati, sebbene nei singoli paesi i segnali non fossero particolarmente incoraggianti. Il 2011 continua sulla falsariga di quanto accaduto nell'anno precedente, ci si illudeva dunque che la ripresa era possibile, sebbene non procedeva ai ritmi che ci si aspettava. Nel 2012 c'è stato un allentamento generalizzato delle tensioni economiche, eppure la ripresa continuava ad essere debole con stime di crescita future poco incoraggianti. Gli Stati Uniti avevano evitato di ricadere nella recessione grazie alla continuità delle politiche a supporto dell'economia reale. In Europa invece si verificano due tipi di effetti opposti: da un lato, i paesi più "fiscalmente responsabili" vengono premiati dai mercati ed è riconosciuto ai loro titoli di stato un rendimento inferiore, permettendogli di finanziarsi a costi bassissimi (la Germania prima fra tutti, diventa un simbolo del cosiddetto "volo verso la qualità"); dall'altro, altri Stati quali Italia, Portogallo, Spagna, Grecia e Irlanda scontano tassi d'interesse maggiori a causa della loro minore stabilità politica ed economica. Convenzionalmente, questa parte della crisi è conosciuta come "crisi dei debiti sovrani", in quanto coinvolge direttamente i titoli di debito pubblico degli stati membri. In Europa, il termine che più ha preoccupato i governanti durante questo frangente temporale è stato *spread*. Per *spread* si intende il differenziale di rendimento dei tassi di interesse di un titolo di Stato rispetto al rendimento del un titolo di Stato di un paese più affidabile utilizzato come *benchmark* o termine di paragone; il termine di paragone in Europa era il *Bund* tedesco, considerato molto solido dagli investitori. Il differenziale indirettamente riflette la valutazione del paese che gli investitori danno in momento in cui i titoli di stato sono venduti all'asta: di conseguenza, se gli

operatori ritengono che uno stato sia più esposto al rischio di performance economiche negative o addirittura che possa fallire, chiederanno una remunerazione più alta per investire il loro danaro, dal momento che c'è rischio che non vengano rimborsati. È facile dunque intuire perché questo frangente della crisi è passato alla storia come “crisi dei debiti sovrani”: i paesi maggiormente esposti, o che come l'Italia avevano già una quota imponente di debito pubblico, vedevano aumentare ulteriormente la propria massa debitoria creando così un circolo vizioso che rendeva il finanziamento molto costoso. Per cercare di porre un rimedio a questa situazione, la Commissione Europea, la BCE e il FMI si costituivano nella cosiddetta *troika*, triumvirato, per realizzare piani di salvataggio finanziario per gli Stati Membri che rischiavano l'insolvenza. La realizzazione di questi piani però era subordinata all'accettazione da parte dei governi interessati, di misure restrittive in termini di politiche di bilancio sui conti pubblici, aumento di imposte e riduzione della spesa pubblica. Queste manovre sono state fortemente criticate e alcuni studiosi hanno ipotizzato che le misure di *austerità* abbiano poi portato ad un aggravamento della situazione di recessione.

La crisi greca si inserisce nella cornice più ampia della crisi dei debiti sovrani europei. Se durante la prima parte del 2009 la Grecia aveva subito relativamente pochi effetti negativi, quando il presidente Papandreou rese noto che il deficit avrebbe raggiunto più del 13% del PIL, le conseguenze furono molto diverse rispetto alle previsioni. A causa di un occultamento fraudolento da parte dell'amministrazione precedente, il governo di Atene si trovava a non poter rispettare le regole europee di sostenibilità del deficit (rapporto deficit/PIL non superiore al 3%) dando inizio ad una serie di eventi a catena. Alcune agenzie, tra cui *Standard & Poor's*, avevano declassato il rating dei titoli di stato greci a BBB+ e successivamente a BB+, per la crescente possibilità di default della Grecia. A causa di questo taglio dei rating, il governo in carica dovette varare misure volte a contenere la spesa pubblica e a tagliare finanziamenti ad alcuni settori dell'economia, mettendo il presidente Papandreou nella difficile situazione di dover giustificare queste decisioni alla propria popolazione. Per quanto riguarda il versante europeo, una approfondita investigazione circa le reali condizioni economiche del Paese aveva reso poco credibile la promessa del presidente di un rientro ai parametri stabiliti entro quattro anni. Per questo motivo la *troika* era stata chiamata ad intervenire anche per far fronte alle emergenze di liquidità del settore bancario greco. I programmi di aiuto sono stati diversi, il primo nel marzo 2010, il secondo nel febbraio 2012 con l'aiuto dell'*European Financial Stability Facility* (EFSF), mentre il terzo è stato varato nel luglio 2015. A marzo 2012 lo spread dei titoli di stato

greci con il *Bund* tedesco toccò il valore record del 4860 punti base. Gli interventi da parte della BCE e dell'EFSF verranno analizzati successivamente.

Anche altre nazioni europee sono state colpite in modo particolare durante la crisi dei debiti sovrani. Un caso che viene spesso ricordato è quello dell'Irlanda. Questo Paese tra la fine degli anni '90 e durante tutto il primo decennio degli anni 2000, grazie ad alcune politiche di riduzione delle tasse sulle imprese e di stimolo agli investimenti, aveva attirato una grande massa di capitali stranieri, riuscendo a mantenere la disoccupazione molto bassa, attorno al 4%⁶ e una crescita a ritmi costanti: per questo motivo l'Irlanda è stata soprannominata "Tigre celtica". Dal 2002 questo trend si era invertito, poiché la produttività del lavoro non aumentava più come negli anni precedenti, l'inflazione era alta e la crescita si legava inesorabilmente al mercato immobiliare. Gli aumenti salariali incidevano sulla competitività e il Paese continuava le sue politiche espansive in materia di spesa pubblica; questi fattori portavano così alla formazione di una bolla nel settore immobiliare, foraggiata dalle stesse banche irlandesi che avevano espanso i loro bilanci in maniera sconsiderata. Nel 2007 la bolla immobiliare era giunta al suo culmine per poi scoppiare l'anno successivo, le entrate fiscali diminuivano e le banche, a causa delle perdite nei loro bilanci, erano meno disponibili a concedere prestiti sul mercato interbancario, fondamentale per l'economia irlandese. A quel punto il governo è stato costretto ad intervenire, ricapitalizzando le banche esposte con danaro pubblico, creando così dubbi sull'effettiva sostenibilità delle manovre. Il debito sovrano era però aumentato in maniera notevole, con i tassi di interesse sui titoli di stato che raggiungono il 9% nel 2010; dal momento che si trovava quasi tagliato fuori dal mercato internazionale, il governo irlandese è stato costretto a richiedere un pacchetto di aiuti finanziari alla *troika*.

Un altro Paese europeo a patire particolarmente la crisi è stato il Portogallo. Tra il 2007 e il 2009 le più importanti banche del Paese avevano accumulato molti debiti a causa di investimenti eccessivamente rischiosi e di speculazioni. Nel 2010, alcune di queste istituzioni avevano annunciato che non era più possibile per loro acquistare titoli di stato, creando di fatto una diminuzione improvvisa della liquidità del Portogallo. Nell'estate dello stesso anno le agenzie avevano tagliato il rating dei titoli sovrani portoghesi. A settembre, il governo annunciava alcune misure di riduzione della spesa pubblica per far fronte all'aumento del deficit

⁶ Commissione Europea, Rappresentanza in Irlanda *Ireland's economic crisis: how did it happen and what is being done about it?* - http://ec.europa.eu/ireland/key-eu-policy-areas/economy/irelands-economic-crisis/index_en.htm

che nell'anno precedente aveva superato il 9%. Nel 2011, il governo veniva costretto a richiedere l'intervento di BCE, FMI e Commissione Europea per un pacchetto di aiuti di 78 miliardi di euro; a causa delle misure di contenimento la disoccupazione ha raggiunto il 15%. La nazione però riesce a riguadagnare l'accesso ai mercati nell'autunno 2012, dal momento che i tassi d'interesse sui titoli di stato erano ritornati a livelli normali. Il Portogallo ha ripagato negli anni successivi il suo programma di aiuti, riuscendo a far diminuire il rapporto debito/PIL e il suo deficit, sebbene la disoccupazione rimanga ancora a livelli critici.

Anche la Spagna è stata interessata dalla crisi. Tra la fine degli anni '90 e il primo decennio del 2000, il mercato aveva registrato un incremento dei prezzi delle case di oltre il 200%, innescando la bolla del settore immobiliare. Nello stesso periodo temporale il settore edilizio era cresciuto in maniera esponenziale, poiché, per far fronte alla crescente domanda, erano state costruite moltissime abitazioni sia per le famiglie spagnole, sia per gli stranieri. Le banche erano concedevano mutui per l'acquisto di abitazioni dal momento che i prezzi erano in costante ascesa; venivano inoltre stanziati imponenti finanziamenti per la realizzazione di infrastrutture, quali gli "aeroporti fantasma", aeroporti di piccole città dell'entroterra. Nel 2008 la bolla immobiliare scoppia e la situazione cambia drasticamente: l'inflazione, che aveva toccato la vetta del 5%, si era ridotta tanto rapidamente da far pensare ad una possibile deflazione. Il settore bancario spagnolo veniva investito dallo scoppio della bolla, principalmente a causa dell'esposizione che gli istituti di credito avevano nel mercato dei mutui. Soprattutto banche di media e piccola dimensione, nello specifico le *Cajas* (Casse regionali), avevano investito molto nel settore immobiliare. Nel maggio 2012 le agenzie iniziavano a tagliare i rating di alcune di queste banche e il governo veniva costretto ad intervenire, arrivando fino alla nazionalizzazione degli istituti più in crisi. Nel novembre dello stesso anno, il governo spagnolo iniziava la ristrutturazione delle banche coinvolte, come stabilito dal piano approvato dalla Commissione Europea. La Spagna, a causa di questa crisi, ha visto aumentare di molto la disoccupazione, anche a causa dei tagli alla spesa pubblica necessari per trovare i fondi richiesti per la ristrutturazione del sistema bancario. La disoccupazione giovanile rimane tuttora molto alta, è inoltre nettamente aumentato il rapporto debito pubblico/PIL (99,6%).

L'allargamento della crisi all'Italia avviene nel 2008 e mostrò i suoi effetti l'anno successivo. Nel 2009 infatti, il tasso di crescita del PIL italiano ha toccato -3%, raggiungendo il peggior risultato della storia recente della Repubblica. Anche il rapporto debito/PIL, che nel 2006 era sceso sotto la soglia del 100%, aveva ripreso la sua risalita, arrivando a oltrepassare il

110% nel 2009. A questi due dati si aggiunge la scarsa credibilità politica dei governi italiani, e la poca stabilità che il sistema aveva in quegli anni; per questo motivo l'Italia era ritenuta un paese "pericoloso" per la stabilità dell'Eurozona. Questi tre fattori aumentavano la sfiducia da parte degli investitori esteri, che avevano ridotto la domanda dei titoli di stato italiani, con un conseguente aumento dei tassi di interesse. Dal 2008 era diventata visibile la differenza delle curve di rendimento fra i titoli italiani e tedeschi, e lo spread era arrivato alla quota record di 500 punti base a novembre 2011. L'Italia ha subito un declassamento del suo rating da parte dell'agenzia *Standard & Poor's* in due momenti successivi, insieme ad altri Stati membri. Il governo presieduto da Mario Monti si trova costretto a una manovra finanziaria finalizzata al raggiungimento del pareggio di bilancio e per normalizzare la situazione, in modo da recuperare l'accesso ai mercati. La manovra viene poi attuata all'inizio del 2012, con un costo complessivo di 20 miliardi di euro. Lo spread, a parte una momentanea risalita, ha iniziato a diminuire gradualmente, facendo così calare i costi dell'indebitamento italiano. Contestualmente, la BCE aveva lanciato il suo programma di *Long term refinancing operations* (LTRO), operazioni con scadenza compresa tra tre mesi e tre anni, che dovevano servire a garantire al sistema bancario dei finanziamenti a tassi agevolati, in modo da ottenere maggiore liquidità da trasferire all'economia reale.

Le istituzioni europee si erano trovate costrette dalla crisi simultanea di molti stati membri a intraprendere azioni che potessero tamponare le esternalità negative. Veniva deciso così di andare in direzione di una regolamentazione più attenta, in modo tale da evitare un ulteriore contagio di altri attori. Per questo motivo, a ridosso della crisi dei debiti sovrani, si è assistito ad una grande riforma dei meccanismi di governo dell'unione monetaria e dell'Unione Europea in senso lato. Queste riforme però hanno ottenuto soltanto una parte degli effetti per cui erano state ideate, dal momento che nella stragrande maggioranza dei casi, sono sempre state realizzate secondo una logica correttiva e non preventiva, quando i problemi già si erano manifestati.

A metà dicembre 2011 la Commissione Europea propone il cosiddetto *Six Pack*, composto da cinque regolamenti e una direttiva, con l'obiettivo di influire sulla politica fiscale e sugli squilibri macroeconomici. Gli obiettivi che le istituzioni europee si erano prefissati erano: mantenere il deficit pubblico inferiore al parametro del 3%; avere un debito pubblico sostenibile nel lungo periodo e tenere gli squilibri macroeconomici sotto controllo. Vengono inserite così nuove regole, tra cui la riduzione di un 5% annuo dello scarto fra il parametro del

60% del rapporto debito/PIL e il debito pubblico eccedente. Nel gennaio 2012 i paesi UE stipulano il *Treaty on Stability, Coordination and Governance* (meglio noto come *Fiscal Compact*) che inserisce dei meccanismi automatici di aggiustamento, oltre a fornire nuovi parametri circa l'equilibrio strutturale del bilancio pubblico. Inoltre, comporta l'obbligo per i Paesi aderenti di inserire il pareggio di bilancio nel sistema legale al più alto livello possibile, ad esempio con una modifica costituzionale. A maggio 2013 viene approvato anche il nuovo *Two Pack*, due regolamenti atti a rafforzare la sorveglianza economica e del bilancio. In aggiunta, questi due regolamenti inserivano uno stadio di monitoraggio ulteriore per gli stati membri che erano sotto procedura di deficit eccessivo (EDP) o di squilibrio eccessivo (EIP), così come un rafforzamento della sorveglianza per gli Stati membri che affrontavano tensioni nei mercati finanziari o erano costretti a ricorrere ai programmi di aiuto (come per Irlanda, Grecia e Portogallo).

Dal punto di vista dell'economia reale, dall'ultimo trimestre del 2011 fino al primo del 2013, l'Eurozona ha registrato una crescita negativa del PIL per sei semestri, entrando di fatto in recessione (si definisce recessione infatti, la crescita negativa del PIL per almeno due trimestri consecutivi). La recessione è stata di entità diverse e particolarmente accentuata nei paesi periferici, a cui venivano domandate riforme istituzionali che potevano aumentare la produttività, ma che rimanessero coerenti con gli impegni in termini di bilancio assunti con il *Six Pack* e il *Two Pack*.

L'Eurozona, a seguito della recessione che a lungo si è trascinata, è successivamente entrata in una nuova fase della crisi, sperimentando una lunga e persistente stagnazione. Questo rallentamento è dovuto a diverse cause: la ripresa è stata infatti debole, gravata anche dalla disoccupazione persistente in diversi Paesi periferici e dalla scarsa capacità delle aziende di rifinanziarsi utilizzando il canale bancario. Il fattore che più ha influito, e ancora oggi continua ad essere uno dei maggiori problemi di questo periodo post-crisi è la persistente deflazione. Tenendo conto del mandato BCE infatti, l'inflazione dell'Eurozona deve essere mantenuta "al di sotto, ma prossima, al 2%" nel medio termine. L'inflazione è costantemente al di sotto di questa soglia da metà 2013, e si è gradualmente avvicinata allo 0, valore considerato deflazione. Questa particolare situazione, aggravata ulteriormente dall'abbassamento graduale dei prezzi dell'energia, in particolare per il crollo del petrolio e di altre materie prime, ha fatto sì che i governatori delle banche centrali realizzassero interventi di politica monetaria espansiva per risollevare l'inflazione e portarla vicino ai livelli considerati sicuri. Questo è un problema

ancora persistente nell'Eurozona, e tutte le strategie messe in atto fino a questo momento sembrano non aver avuto effetti significativi. Bisogna però considerare che l'inflazione è un *lagging indicator*, e dunque qualsiasi effetto apprezzabile viene osservato soltanto nel medio periodo.

Interventi principali delle banche centrali

Nel periodo precedente alla crisi del 2006, il *Board* della Fed e il suo *Federal Open Market Committee* (FOMC) avevano mantenuto il tasso di interesse molto alto. Nel 2001 infatti era superiore al 6%, ma era diminuito nel primo quinquennio degli anni 2000 fino a raggiungere un livello inferiore al 2% (per contrastare gli effetti negativi della bolla delle *dot-com* prima e degli attentati dell'11 settembre 2001 poi), per crescere nuovamente fino al 5,25 % nel 2006⁷. Il 17 agosto 2007, c'è stato un primo annuncio⁸ che prendeva atto delle “deteriorate condizioni dei mercati finanziari”, e il FOMC prese l'impegno di monitorare attentamente gli sviluppi della situazione. Nello stesso giorno, rispondendo alla richiesta pervenuta da alcuni governatori delle diverse Fed statunitensi, il Board aveva deciso di iniziare la diminuzione dei tassi di interesse⁹, proseguendola poi a settembre¹⁰. La costante diminuzione si era protratta poi per tutto il resto del 2007 con successivi sei tagli, arrivando a portare il tasso al 2% ad aprile 2008¹¹. Nello stesso mese, il tasso di interesse della BCE era al 5% così come quello della BoE. È dunque evidente che in quel periodo, le banche centrali europee consideravano la crisi economica ristretta soltanto agli Stati Uniti; la riduzione graduale inizierà soltanto nel tardo autunno del 2008 per entrambi gli istituti. Nel marzo 2008, la Fed dà il via al suo programma di assistenza mirato a singole istituzioni. La banca d'affari *Bear Sterns* aveva richiesto un prestito di 25 miliardi di dollari dalla banca centrale per far fronte ad una crisi di liquidità. Nonostante il precedente parere favorevole, la Fed è poi ritornata sui suoi passi, aggiungendo come condizione necessaria la creazione di una società *ad hoc* che acquistasse 30 miliardi in asset della *Bear Sterns*. Il 16 marzo, la banca *J.P. Morgan Chase & Co.*, con il consenso della Fed, comprava la banca rivale anche per evitare la vendita di massa di circa 210 miliardi di *mortgage-backed securities* (MBS, titoli garantiti da mutui sottostanti) detenuti da *Bear Sterns*. Ulteriori programmi di aiuto venivano realizzati per *AIG* e *Citigroup Inc.* Nell'estate del 2008, la Fed approva un nuovo schema di regole¹² relativo al mercato dei mutui, in modo da proibire quell'insieme di pratiche che avevano danneggiato i consumatori durante la prima fase della crisi. La nuova regolamentazione infatti, secondo il governatore della Fed, “proteggeva i consumatori da atti o

⁷ <http://www.Federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>

⁸ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20070817b.htm>

⁹ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20070817c.htm>

¹⁰ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20070918a.htm>.

¹¹ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080430a.htm>

¹² <https://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20080714a.htm>

pratiche ingannevoli e sleali nel mercato dei mutui, rendendo però disponibile il credito a istituzioni qualificate, e promuovendo la sostenibile proprietà della casa”¹³.

Nell’ottobre 2008, il governo statunitense elabora il *Troubled Asset Relief Program* (TARP), un programma designato per l’acquisto da parte del governo dei cosiddetti *toxic assets* che avevano contribuito in maniera profonda alla crisi iniziata nel 2006. Questo programma, che aveva lo scopo di consolidare il settore finanziario americano, si è concluso nel 2014 utilizzando 426,4 miliardi di dollari. Sebbene questo intervento non sia stato realizzato dalla Fed, ha molto contribuito nella ristrutturazione del sistema finanziario americano, facendo in modo che gli interventi realizzati dalla banca centrale avessero maggior effetto.

Il 25 novembre 2008¹⁴, la Fed annunciava l’inizio del suo programma di acquisto di *mortgage-backed securities* di alcune compagnie quali *Freddie Mac* e *Fannie Mae*, per un importo complessivo di 600 miliardi di dollari. Questo intervento è poi diventato noto come *Quantitative Easing 1* (QE1), o alleggerimento quantitativo. Questa particolare politica monetaria non convenzionale, diventata celebre poi negli anni, è attuabile dalle banche centrali quando il tasso di interesse è già stato abbassato, ed è vicino allo zero (situazione di *zero lower bound*). In questo caso, la banca centrale acquista sul mercato una quantità predeterminata di titoli, o altri asset finanziari da istituzioni private. L’obiettivo di una tale politica è quello di facilitare, attraverso il canale bancario, l’attività di prestito delle istituzioni creditizie e successivamente un aumento dell’offerta di moneta nell’economia reale. Le banche centrali inoltre possono acquistare titoli più rischiosi, contribuendo così al positivo *deleveraging* dei bilanci delle istituzioni creditizie. La presenza di un tale programma permette inoltre alle banche centrali di influire sulla rischiosità, e di converso sui tassi di interesse, dei titoli che vengono ceduti a garanzia dell’intervento, riducendone la quantità sul mercato e di fatto aumentando i prezzi di questi asset. Per quanto riguarda la Fed, essa aveva nel suo bilancio tra i 700 e gli 800 miliardi in titoli di stato, e grazie all’espansione ottenuta dal QE1, si stima che nel marzo 2009 il bilancio avesse raggiunto 1,75 trilioni di dollari, toccando il picco di 2,1 trilioni di dollari nel giugno 2010. La Fed ha interrotto il programma per alcuni mesi, rassicurata dalle migliorate condizioni economiche, salvo poi dover riprendere il programma nell’agosto

¹³ [The proposed final rules are intended] to protect consumers from unfair or deceptive acts and practices in mortgage lending, while keeping credit available to qualified borrowers and supporting sustainable homeownership Ibidem

¹⁴ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125b.htm>

2010, fissando il limite massimo di asset da detenere in 2,05 trilioni. Per mantenere questo limite massimo, la Fed ha iniziato ad acquistare mensilmente 30 miliardi di dollari in titoli di stato a scadenza compresa tra due e dieci anni.

A novembre 2010¹⁵, la Fed annuncia un secondo programma di *quantitative easing*, conosciuto poi come QE2. L'operazione prevedeva l'acquisto di 600 miliardi in titoli di stato americani entro il secondo quadrimestre del 2011, al ritmo di 75 miliardi al mese. Contestualmente, il tasso di interesse veniva mantenuto a 0,25%, ed era preannunciato che questo livello sarebbe stato mantenuto basso per un periodo di tempo esteso. Il 13 settembre 2012¹⁶ il FOMC rende nota un'ulteriore espansione del programma, dando origine al QE3. Questa terza versione prevedeva un programma d'acquisto di titoli per 40 miliardi al mese, senza alcun limite di tempo, con la previsione che i tassi sarebbero rimasti vicino allo zero fino al 2015.

Il 19 giugno 2013¹⁷, il governatore della Fed Ben Bernanke sancisce l'inizio di una operazione chiamata *tapering*, ossia il rallentamento nel ritmo di riacquisto degli asset sul mercato. Questa operazione non era stata accompagnata da un rialzo dei tassi di interesse dal momento che, sebbene i dati suggerissero una ripresa, il miglioramento registrato sul mercato del lavoro non era ancora sufficiente per ridurre gli stimoli monetari. La Fed rendeva nota la riduzione degli acquisti da 85 a 65 miliardi di dollari, implicitamente suggerendo che il tasso di interesse sarebbe aumentato quando contemporaneamente l'inflazione avesse raggiunto il 2% e la disoccupazione il 6.5%. A causa dei repentini movimenti del mercato, il 18 settembre¹⁸, la Fed sospende il *tapering*, per poi decidere di riprenderlo nel febbraio 2014.

Per quanto riguarda la Bank of England, uno dei primi interventi realizzati per far fronte alla crisi è stato il programma di aiuti per la banca *Northern Rock*, particolarmente esposta a causa del grosso ammontare di *mortgage-backed securities* nel suo bilancio. La Bank of England, assolvendo al suo ruolo di prestatore di ultima istanza, ha fornito liquidità all'istituzione poichè non riusciva ad ottenere l'accesso al mercato. Il programma di aiuti era iniziato il 14 settembre 2007 e una delle prime reazioni è stata un immediato *bank run*, una vera e propria corsa agli sportelli da parte dei correntisti. Alcuni giorni più tardi, il *Chancellor of the*

¹⁵ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm>

¹⁶ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>

¹⁷ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20130619a.htm>

¹⁸ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20130918a.htm>

Exchequer Alistair Darling annuncia¹⁹ l'impegno a garantire i depositi bancari della *Northern Rock* da parte della BoE e del governo inglese. Dal momento che nemmeno questo intervento era riuscito a evitare il collasso, la banca è stata costretta a richiedere ulteriori aiuti. A gennaio 2008 infatti, la BoE aveva prestato 26 miliardi di sterline alla banca per far fronte alla crisi di liquidità. Il 17 febbraio del 2008 *Northern Rock* veniva nazionalizzata²⁰ da parte del governo britannico. Nella seconda metà del 2008 anche la banca *Bradford & Bingley* è stata parzialmente nazionalizzata, utilizzando uno schema di aiuti simile a quello del febbraio dello stesso anno. Nell'ottobre 2008, la *HBOS* è stata costretta a richiedere supporto dalla BoE sotto forma di *Emergency Liquidity Assistance* (ELA), un programma di assistenza della banca centrale per istituti che versano in situazione di mancanza di liquidità. L'ELA²¹ ha stanziato 24,5 miliardi di sterline per *HBOS*, e la settimana successiva la *Royal Bank of Scotland* ne ha beneficiato per 29,4 miliardi. Le banche in questione risarcirono il prestito tra dicembre 2008 e gennaio 2009. Secondo il report²² pubblicato dalla *Financial Conduct Authority* e dalla *Prudential Regulation Authority* della BoE, il fallimento di *HBOS* si deve ad una serie di fattori: illiquidità, insolvenza, mancanza di esperienza del *Board*, strategie poco attente ad un bilanciamento tra rischio e ritorno e una crescita incontrollata del bilancio. La banca è stata acquisita dalla *Lloyds TSB*, che nell'anno successivo ha subito anch'essa una crisi di liquidità, costringendo il governo ad intervenire con l'acquisto del 43% delle quote del gruppo, fino ad ottenere il 65% al termine del 2009.

Il *Monetary Policy Committee* (MPC) è il comitato responsabile delle scelte di politica monetaria all'interno della BoE. Nel marzo 2009, il comitato aveva deciso l'abbassamento del tasso di interesse a 0,5%, continuando la dinamica iniziata l'anno precedente, in cui aveva raggiunto il 5,25%²³. Poiché il calo dei tassi di interesse da solo non era riuscito a migliorare la situazione economica, la BoE ha dato inizio ad un QE ispirandosi a quello realizzato dalla Fed. Da marzo a ottobre del 2009 la banca aveva acquistato circa 175 miliardi di sterline in asset, principalmente buoni del tesoro britannici; il limite venne innalzato a 200 miliardi nel novembre 2009. Il programma è stato periodicamente rivisto, aumentando la capacità del programma di 50 miliardi nelle successive riunioni, arrivando a 375 miliardi di sterline nel luglio 2012.

¹⁹ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6999615.stm>

²⁰ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7249575.stm>

²¹ <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/news/2012/cr1plenderleith.pdf>

²² <http://www.bankofengland.co.uk/pru/Documents/publications/reports/hbos.pdf>

²³ <http://www.bankofengland.co.uk/boeapps/iadb/Repo.asp>

Contestualmente, il MPC decise che non avrebbe acquistato più del 70% di ogni singola emissione di debito britannico, per fare in modo da non sovraccaricare la banca e non incentivare l'azzardo morale.

In Europa, la Banca Centrale Europea è l'ente responsabile delle scelte di politica monetaria. Questa istituzione ha risposto in maniera differente nei vari momenti della crisi economica, modificando la sua strategia ogni volta che fosse richiesto, per meglio rispondere alle mutate condizioni dei mercati. Inizialmente, nell'agosto 2007²⁴, la BCE ha autorizzato le banche a richiedere tutta la liquidità di cui necessitavano, al tasso di interesse *overnight* e contro collaterale: in totale sono stati prelevati 95 miliardi di euro. Nei mesi successivi, sono state attuate operazioni di rifinanziamento marginale con scadenza a tre e sei mesi, per far fronte alla richiesta di liquidità delle banche; contestualmente la BCE riduceva il tasso di interesse di 25 punti base, arrivando a 4,25% nel luglio 2008. Il trend è poi proseguito con una diminuzione di 50 punti base nell'ottobre successivo, realizzando una manovra di concerto con le altre principali banche centrali. Il tasso di interesse era così giunto all'1% nel maggio 2009. La BCE ha modificato il suo sistema d'asta, in modo che si potesse ottenere l'aggiudicazione piena delle somme di danaro a tasso fisso, invece che a tasso variabile. Sono stati inoltre ampliati il numero e le specie dei titoli che potevano essere offerti come collaterale per le operazioni di rifinanziamento e venne annunciata l'intenzione di ampliare il numero e la tipologia di operazioni di rifinanziamento a sei mesi. Il 7 maggio 2009²⁵ viene annunciato il programma di *Long Term Refinancing Operations* (LTROs), consistente in tre operazioni di rifinanziamento ad aggiudicazione piena dell'importo richiesto, con tasso fisso e scadenza ad un anno. Le operazioni venivano attuate contemporaneamente a quelle già preesistenti, senza che queste ultime venissero influenzate in alcun modo. L'importo delle LTROs ha contribuito all'espansione del bilancio della BCE in modo considerevole. Il 6 luglio 2009 la BCE ha dato il via inoltre al suo programma di acquisto di titoli privati per 60 miliardi di euro, in modo da ridurre i rischi e i tassi di interesse che le aziende private dovevano pagare per collocare i titoli. A fine 2009, viste le migliorate condizioni economiche, il *Governing Council* della BCE ha annunciato la graduale sospensione dei programmi, in quanto una politica monetaria eccessivamente espansiva avrebbe potuto portare danni all'economia europea. Questa decisione veniva presa nel momento di calma coincidente con l'arrivo di notizie riguardanti una possibile

²⁴ https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201010en_pp59-74en.pdf

²⁵ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090507_2.en.html

ripresa dell'economia statunitense. Non è però durata molto, in quanto le tensioni sono riemerse all'inizio del 2010, con l'aumento dello *spread* tra i titoli di stato di alcuni Paesi periferici e la Germania, in concomitanza con l'inizio della crisi dei debiti sovrani. Di conseguenza, il 9 maggio 2010²⁶ viene ideato un nuovo programma, chiamato *Securities Markets Programme* (SMP), caratterizzato da una serie di interventi per acquistare debito pubblico e privato nel mercato secondario dell'Eurozona per garantire liquidità al sistema e ristabilire i canali di trasmissione della politica monetaria. Le operazioni venivano attentamente "sterilizzate" così da evitare cambiamenti nell'orientamento e negli effetti della politica monetaria, con operazioni contrarie che riassorbissero la liquidità iniettata nel sistema. Sono state poi riprese alcune strategie che erano state sospese, come la procedura ad asta a tasso fisso e aggiudicazione piena per le LTROs e gli *swap* con la Fed.

Tra il 2010 e il 2012, a causa della crisi dei debiti sovrani europei, la Commissione Europea si trovò costretta a creare dei programmi di aiuto personalizzati per il Portogallo, l'Irlanda e la Grecia. Il primo organismo è stato lo *European Financial Stabilization Mechanism* (EFSM) che ha garantito 60 miliardi di euro in totale. Vengono poi istituiti lo *European Financial Stability Facility* (EFSF), soppiantato poi nel 2012 dallo *European Stability Mechanism* (ESM), un'organizzazione intergovernativa che ha lo scopo di sovvenzionare i paesi europei in caso di crisi come quelle avvenute in Grecia, Irlanda e Portogallo. Inoltre, nel novembre 2011 Mario Draghi venne nominato Presidente della BCE dopo Jean-Claude Trichet.

L'8 dicembre 2011²⁷ il *Governing Council* ha autorizzato un'altra serie di LTROs, con scadenza a 36 mesi a tasso fisso, con la possibilità di ripagare il prestito in anticipo dopo un anno dal ricevimento. La manovra ebbe un impatto considerevole: quasi 1000 miliardi vengono stanziati nelle due operazioni di rifinanziamento a lungo termine e la stragrande maggioranza degli istituti che ne avevano beneficiato hanno ripagato il prestito alla data di scadenza anticipata. Il coefficiente di riserva obbligatoria, cioè la percentuale che le banche commerciali devono detenere presso la BCE, veniva temporaneamente ridotto dal 2 all'1%. Il tasso d'interesse viene portato a 0,75% nel luglio 2012²⁸ e nello stesso mese il governatore Draghi pronuncia il famoso discorso²⁹ alla *Global Investment Conference* di Londra, dove assicura che

²⁶ https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_12420100520en00080009.pdf

²⁷ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html

²⁸ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120705.en.html>

²⁹ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

la banca centrale avrebbe fatto “qualsiasi cosa fosse necessaria per garantire la stabilità dell’euro”. A questo discorso in particolare sarà dedicato il Capitolo IV del presente lavoro.

Nell’agosto successivo viene annunciata la decisione, da parte del Consiglio Direttivo, di dare il via alle *Outright Monetary Transactions* (OMT), operazioni che hanno permesso di recuperare e salvaguardare il canale di trasmissione della politica monetaria dell’Eurozona, e calmare l’agitazione dei mercati che aveva portato a dei repentini innalzamenti dei tassi di interesse. Le OMT permettevano alla BCE di acquistare direttamente, sui mercati secondari, titoli pubblici dei Paesi dell’area dell’Euro con vita residua compresa tra gli 1 e i 3 anni. Per beneficiare del programma, gli Stati membri in difficoltà dovevano sottostare alla cosiddetta “clausola di condizionalità”, la quale imponeva che i richiedenti fossero già inseriti nel programma di aiuti elaborato dal Consiglio Europeo del giugno 2012; sebbene risultava come una “credibile minaccia”, gli speculatori non sono stati effettivamente disposti a provare la robustezza di questa clausola di condizionalità e l’instabilità finanziaria dell’area è diminuita di conseguenza. In Germania, un gruppo di studiosi tedeschi ha fatto ricorso alla Corte Costituzionale per verificare la legittimità del programma OMT.

Nel settembre 2012 la Commissione Europea ha dato via al processo di formazione dell’unione bancaria, dopo l’appello³⁰ del governatore Draghi al Parlamento Europeo nell’aprile dello stesso anno e l’incontro dei capi di stato dell’Eurozona del 28-29 giugno. È stata annunciata la creazione del *Single Supervisory Mechanism* (SSM) o Meccanismo Unico di Vigilanza, che dava alla BCE il ruolo di garante e supervisore diretto di oltre 120 istituti bancari ritenuti particolarmente importanti. Grazie alla collaborazione mista con le autorità nazionali, la BCE ha così la sua autorità su oltre 6000 banche dell’Eurozona. La BCE ha acquisito inoltre la capacità di realizzare degli *stress test*, delle simulazioni di crisi per verificare la capacità di reazioni degli istituti e la loro resistenza in caso di attacchi speculativi. La Commissione, nel luglio 2013 ha poi introdotto il secondo pilastro dell’unione bancaria chiamato *Single Resolution Mechanism* (SRM) o Meccanismo Unico di Risoluzione, firmato da 26 Stati membri e reso operativo nel 2014. Lo SRM si occupa di ristrutturare le banche che già beneficiano del controllo del SSM in caso di crisi, grazie a diversi strumenti, per alleggerire l’impatto delle crisi bancarie sui conti pubblici degli Stati membri. È stato infine introdotto il *Single Resolution Board* (SRB) il 1 gennaio 2015, con il compito di preparare i piani di salvataggio per gli istituti

³⁰ <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120425.en.html>

di credito che ne avessero bisogno, così come per quelli sotto l'autorità del SSM, e di decidere eventualmente il set di strumenti da utilizzare in caso di crisi. Il tutto è completato dal *Single Rulebook* o Codice Unico Europeo³¹, costituito dall'insieme di atti giuridici che gli istituti finanziari dell'Unione Europea devono rispettare. Il Codice Unico è stato varato nelle conclusioni del Consiglio Europeo del 18 e 19 giugno 2009.

Il 5 giugno 2014³² il *Governing Council* della BCE discute dell'introduzione di altre misure per migliorare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Queste nuove operazioni sono state realizzate a cadenza trimestrale, con scadenza a due anni e tasso di interesse fisso. Chiamate *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTRO), il loro obiettivo era di aumentare i prestiti offerti all'economia reale, tramite prestiti diretti alle banche che avevano concesso più finanziamenti nell'anno precedente. Sebbene l'importo disponibile fosse di 400 miliardi di euro, gli istituti ne hanno richiesti circa 210, utilizzando i fondi per ripagare le precedenti operazioni LTRO.

Ad ottobre 2014³³, la BCE segna l'inizio di un programma molto simile a quello realizzato dalla Fed e dalla BoE. Il varo permetteva alla Banca di acquistare obbligazioni garantite, *Asset-backed securities* (ABS, ossia obbligazioni emesse a fronte di operazioni di cartolarizzazione, garantite dagli attivi sottostanti), altre obbligazioni private e titoli del debito pubblico sul mercato secondario. Il programma non ha avuto purtroppo il successo sperato per una serie di fattori: spiccano fra questi la poca liquidità del segmento degli ABS europei e l'emissione delle obbligazioni private unicamente da imprese dei paesi cosiddetti "centrali". A cavallo tra 2014 e 2015 si registrano però alcuni importanti cambiamenti, come il calo drastico dei prezzi dell'energia, il deprezzamento dell'euro e la decisione da parte della Corte Costituzionale tedesca sulla legittimità del programma OMT, con parere favorevole.

Il 22 gennaio 2015³⁴, la BCE sancisce l'inizio del suo programma di QE, che sarebbe entrato in azione a marzo. Il QE era più imponente rispetto alle manovre precedenti: la dimensione totale era di circa 1000 miliardi di euro, con un periodo di attuazione di almeno 19 mesi, sebbene avesse una vera e propria "scadenza aperta" dal momento che si sarebbe concluso al raggiungimento del tasso di inflazione vicino ma inferiore al 2%. Il meccanismo di

³¹ <http://www.consilium.europa.eu/it/policies/banking-union/single-rulebook/>

³² https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_1.en.html

³³ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002_1.en.html

³⁴ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.it.html

trasmissione è differente dagli altri programmi LTRO e TLTRO e gli effetti positivi sull'economia reale erano solo di tipo indiretto: il deprezzamento dell'euro è stato l'effetto principale. Dall'attivazione del QE, l'Eurozona è rimasta in una condizione di persistente e durevole deflazione, che nemmeno le politiche monetarie non convenzionali sembrano riuscire a disinnescare.

In Giappone, la crisi globale ha colpito il paese nel 2008 facendolo entrare in recessione. La Bank of Japan aveva già iniziato nel decennio precedente un primo programma di QE, di fatto il primo al mondo. Il Giappone infatti soffriva a causa di una crescita molto bassa unita ad una persistente deflazione, e questi due fattori avevano originato il cosiddetto “decennio perduto”, ovvero un periodo di tempo iniziato nel 1990 dove molti dei risultati economici raggiunti grazie al miracolo post-bellico erano andati perduti. Il QE venne utilizzato infatti dal 2001 al 2006³⁵, ma non è riuscito a migliorare la bassa inflazione del Giappone, che entrò in un circolo vizioso di declino dei prezzi, caduta dei salari, stagnazione dei consumi e ulteriore declino dei prezzi. La crisi ha contribuito ad accentuare la situazione di recessione e nell'ultimo periodo del 2008 la crescita toccò il -3,2%. La BoJ ha deciso dunque di attuare delle misure di politica monetaria che potessero far fronte alla situazione. La prima è la riduzione dei tassi di interesse, che passano dallo 0,75% del febbraio 2007, allo 0,3% del dicembre 2008³⁶. Sono stati decisi anche l'ampliamento del programma di acquisto di titoli di stato giapponesi, fino a raggiungere 16,8 trilioni di yen l'anno³⁷ e i titoli che potevano essere utilizzati come collaterali per le operazioni di prestito. Parallelamente, si facilita anche il finanziamento delle imprese in difficoltà, in modo da garantire loro l'accesso al credito. Il 30 ottobre 2009³⁸, la BoJ decide di continuare ad utilizzare gli strumenti temporanei precedentemente ideati per garantire la stabilità dei mercati, cercando di impattare sul canale bancario. Dall'aprile 2010, la Banca ha continuato a provvedere ampia liquidità al sistema giapponese, sebbene non ci sia stato alcun effetto apprezzabile sull'inflazione.

A partire dal febbraio 2013, il primo ministro giapponese Shinzo Abe ha dato il via ad una serie di politiche economiche che hanno preso il nome di *Abenomics*, fondate su tre “freccie”, con il duplice obiettivo di uscire dalla deflazione e far ripartire l'economia. La prima

³⁵ https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2016/data/ko160523a1.pdf

³⁶ https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2008/k081219.pdf

³⁷ *Ibidem*

³⁸ https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2009/k091030.pdf

delle tre frecce è appunto dedicata alla politica monetaria e ha l'obiettivo di fermare la deflazione e rendere più facile la diminuzione del debito pubblico (in Giappone, il rapporto debito/PIL è di oltre il 240%, sebbene la maggior parte sia detenuto dalle famiglie giapponesi). Le altre due frecce riguardano la politica fiscale e la strategia di crescita di lungo periodo. Lo strumento utilizzato per rivitalizzare la politica monetaria, a partire da aprile 2013, fu il *Quantitative and Qualitative Easing* (QQE), differente dal precedente QE per entità e obiettivo. Il QQE è composto da due elementi: il primo è l'impegno della BoJ al raggiungimento dell'obiettivo di inflazione, fissato al 2%, in due anni di tempo, mantenendo però la possibilità di continuare il programma qualora i due anni non bastassero. Il secondo elemento è la riduzione della pressione sui tassi di interesse dei titoli di stato giapponesi. In aggiunta, il piano originale prevedeva l'acquisto di 50 trilioni di yen all'anno in titoli di stato giapponesi, più ulteriori 10-20 trilioni in titoli privati. Nell'ottobre 2014, l'ammontare globale venne innalzato a 80 trilioni di yen annui.

Nel gennaio 2016, la BoJ ha ulteriormente potenziato il programma di QQE. È stato ridefinito "QQE con tasso di interesse negativo", e ha l'obiettivo di esercitare una maggiore pressione verso il basso sulla curva dei tassi di interesse dei titoli di stato, mantenendo un tasso negativo sui depositi e continuando l'acquisto di titoli di stato. Nell'elaborazione della strategia, la BoJ si è ispirata a decisioni simili intraprese dalla BCE. Uno degli effetti immediati di questo programma è stata la riduzione dello 0,7% dei tassi di interesse sui titoli di stato, così come un aumento dei prestiti richiesti dalle istituzioni creditizie alla BoJ. Il programma di QQE con tasso negativo sembra inoltre aver ridotto la disoccupazione dello 0,5%, portando il tasso al 3%, ritenuto di disoccupazione naturale. L'inflazione però stenta a risalire, sebbene secondo la BoJ le imprese abbiano mantenuto la loro intenzione di aumentare i prezzi di alcuni beni, rompendo finalmente il circolo vizioso che si era creato in precedenza.

Capitolo II: Fondamenti teorici per verificare l'efficacia della comunicazione

*Just as I want pilots on the planes that I fly, when it comes to monetary policy, I want to think that there is someone with sound judgement at the controls*³⁹

Martin Feldstein, economista

Dodici pubblicazioni che hanno trattato il tema della comunicazione delle banche centrali formano il fondamento teorico del presente lavoro. I documenti pubblicati dal 2004 al 2012 sono state realizzate da banche centrali e da centri ricerca. Gran parte di queste pubblicazioni si concentrano sul legame tra comunicazione e mercati finanziari, cercando di analizzare il legame di causalità tra i due campi dal punto di vista quantitativo. Viene data particolare importanza alla tematica della trasparenza, osservando come una maggiore o minore “apertura” della banca centrale al grande pubblico possa portare effetti differenti. Sono inoltre analizzati alcuni discorsi tramite l'utilizzo di appositi software appositi, mediante la creazione di indici numerici per assegnare un valore alle parole utilizzate in base del loro significato. In tal modo, è possibile assegnare valori ad espressioni ricorrenti che intendono un allentamento o un restringimento della politica monetaria. Al termine dell'analisi di ogni singolo documento, viene rapidamente descritto quanto è stato trovato e gli effetti che ogni singola ricerca ha dimostrato.

La sezione conclusiva presenta una serie di aree dove è ancora necessaria ulteriore ricerca e alcuni dei quesiti a cui non è stata ancora trovata una soluzione, quali ad esempio, il rapporto tra comunicazione delle banche centrali e grande pubblico o l'impatto della comunicazione sui modelli di welfare.

³⁹ “Così come voglio che ci siano piloti sull'aereo dove volo, quando si tratta di politica monetaria, voglio pensare che c'è qualcuno con buon senso al comando.”

Diversi studiosi, già prima della crisi economica, avevano provato ad analizzare dal punto di vista statistico ed econometrico l'impatto della comunicazione delle banche centrali. Si tratta di un nuovo campo e pertanto il mondo accademico ancora non è riuscito ad esprimersi in maniera univoca rispetto a questo fenomeno. Non si ha alcun dubbio però nell'affermare che la comunicazione imprime un effetto sugli operatori economici e sui mercati.

Gli approcci sono diversi e portano a conclusioni differenti, investigando di volta in volta fattori e caratteristiche che contribuiscono nella comunicazione delle banche centrali. Pertanto, in questo capitolo vengono brevemente descritti alcuni dei più importanti studi realizzati fra il 2004 e il 2012. In maniera sintetica vengono enumerate le ipotesi di partenza e le conclusioni di ciascuna ricerca, formando così le fondamenta teoriche che sono la base di tutto il lavoro successivo. Nella parte conclusiva si evidenziano inoltre le aree dove è necessaria ulteriore ricerca e le domande a cui non è stata ancora trovata una risposta.

Paper n 1 "Look who's talking: ECB Communication during the first years of EMU", agosto 2004⁴⁰

Viene effettuata una comparazione della comunicazione tra la BCE e la *Bundesbank* tedesca durante il periodo dei primi anni dell'unione economica e monetaria, concentrandosi sui vari interventi rilasciati dai banchieri centrali. Due sono gli aspetti che vengono investigati: la diversità o contraddittorietà delle dichiarazioni dei governatori rispetto a quelle dei loro colleghi e l'evoluzione della comunicazione della BCE nel tempo nel periodo di tempo analizzato, che va dal gennaio 1999 al maggio 2002. Dal punto di vista teorico, una comunicazione chiara e coerente ha grande importanza: riesce ad ancorare le aspettative dell'inflazione di lungo periodo, può essere utilizzata per ridurre l'incertezza degli operatori economici e migliora la percezione della banca centrale, in termini di trasparenza e *accountability*. Nel caso della comunicazione della BCE, inizialmente i mercati finanziari e talvolta alcuni economisti non riuscivano bene a comprendere la strategia dell'istituzione e non ritenevano la BCE l'istituzione più trasparente al mondo. In aggiunta, le dichiarazioni ufficiali erano a volte considerate conflittuali, fino ad arrivare nel 1999 ad un accordo che impegnava i

⁴⁰ David-Jan Jansen, Jakob De Haan *Look who's talking: ECB Communication during the first years of EMU*, CESifo Working Paper No. 1263, agosto 2004

ministri delle finanze dell'Eurozona e i banchieri centrali a mantenere limitato il numero delle loro affermazioni riguardo le loro previsioni sul tasso di cambio.

Sono state raccolte le dichiarazioni ufficiali della BCE, dei banchieri centrali nazionali dei paesi europei e della *Bundesbank*, avvenute nel periodo di tempo sopraccitato e riportate da *Bloomberg*. Le dichiarazioni dei vari soggetti sono poi state divise in due categorie in base al tema trattato: politica monetaria ed Euro. I risultati, una volta analizzati dal punto di vista statistico, evidenziano alcune tendenze. La prima riguarda i risultati di gruppo, dove gli esponenti della *Bundesbank* sono stati più chiari nelle loro dichiarazioni, rispetto agli omologhi della BCE, che hanno preferito dichiarazioni "neutrali" in più del 40% dei casi. A livello individuale invece spicca Jean-Claude Trichet (all'epoca non ancora governatore della BCE), che risulta essere il più bilanciato nelle sue esternazioni, preferendo dichiarazioni "neutrali" nella maggioranza dei casi. Per quanto riguarda il numero medio degli interventi, a livello aggregato non si è registrata alcuna riduzione nel periodo di tempo considerato e questo ha anche attestato che non c'è stata nessuna diminuzione di importanza dei banchieri centrali nazionali europei una volta attuata la politica monetaria comune. In conclusione, è provato che la comunicazione nei primi anni di vita della BCE sia stata contraddittoria, ma meno equivoca quando concerneva l'andamento futuro del tasso di interesse. Sono anche state utilizzate diverse strategie di comunicazione in prossimità degli incontri del *Governing Council* della BCE, ma soltanto i partecipanti all' *Executive Board* tendevano a non comunicare prima dei meeting.

Paper n 2 "Does it pay to watch Central Bankers' lips? The information content of ECB wording", settembre 2005⁴¹

L'analisi è incentrata sul contenuto informativo delle conferenze stampa che la BCE organizza mensilmente al termine delle riunioni del *Governing Council*. Tipicamente, il governatore legge un messaggio riassuntivo della riunione e risponde ad alcune domande dei giornalisti. Un algoritmo è stato utilizzato per sintetizzare e schematizzare il processo di apprendimento degli osservatori delle decisioni della BCE; le parole dei singoli comunicati sono state poi inserite all'interno di un apposito indice che categorizza le espressioni sulla base dell'intenzione del *Council* di aumentare, diminuire o lasciare invariato il tasso di interesse. Si

⁴¹ Friedrich Heinemann, Katrin Ullrich, *Does it Pay to Watch Central Bankers' Lips? The Information Content of ECB Wording*, ZEW Discussion Papers, No. 05-70, settembre 2005

approfondisce in questo modo il legame fra la comunicazione e il futuro orientamento della politica monetaria. Vengono posti due interrogativi: il primo riguarda la razionalità degli osservatori, e se un semplice algoritmo possa prevedere tutti i loro comportamenti. Il secondo riguarda il contenuto delle dichiarazioni, e se quest'ultimo offre informazioni aggiuntive rispetto ai soli dati economici per meglio spiegare le decisioni dalle banche centrali.

L'indice è stato costruito inserendo i termini utilizzati durante le conferenze stampa. Il primo passo è composto dall'identificazione di potenziali parole-chiave, ponderate per una variabile che muta in base alla lunghezza del discorso introduttivo precedente alle conferenze stampa, poichè la decisione di cambiare il tasso di interesse richiede un maggior numero di parole rispetto a quando viene lasciato invariato. Uno dei primi risultati è che si fa ricorso a determinate parole (*vigilant, risks to price stability/inflation, second round effects, favourable outlook for growth*) ogniqualvolta viene deciso di aumentare il tasso di interesse e altre (*appropriate, in line, consistent with price stability*) in periodi di maggiore stabilità. Gli agenti economici hanno impiegato i primi due anni di esistenza della BCE per capire le parole-chiave e successivamente aumentare la loro capacità predittiva, in modo da comprendere le decisioni future dalle parole utilizzate.

In conclusione, la risposta al titolo del paper è affermativa e l'algoritmo utilizzato riesce a dare buoni risultati, sebbene l'indicatore costruito non ha la capacità di "leggere fra le righe" dei discorsi. Per quanto riguarda il secondo quesito posto all'inizio, si consiglia agli agenti economici di porre sempre attenzione alle dichiarazioni, ma di utilizzare in modo complementare all'ascolto delle conferenze stampa altri modelli di previsione più rigorosi.

Paper n 3 "How should central banks communicate", novembre 2005⁴²

Viene effettuata un'analisi comparata tra la comunicazione di BCE, Fed e BoE a partire dal 1999 fino al 2004. La prima differenza che viene individuata è sulla tipologia di comunicazione, che viene categorizzata in individualistica o collegiale: la Fed impiega la prima, mentre la BCE e la BoE la seconda. Si riflette inoltre sulla effettiva capacità comunicativa di questi istituti ed in particolare sulla loro capacità di rendere le decisioni di politica monetaria

⁴² Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher *How should central banks communicate*, ECB Working Paper No. 557, novembre 2005

maggiormente prevedibili per gli agenti economici per ridurre l'incertezza nei mercati. Ci si domanda quali siano gli elementi più efficaci della comunicazione ponendosi alcuni quesiti: se la dispersione nella comunicazione (che riflette il grado di disaccordo interno fra i membri dei comitati, la divergenza di questi ultimi con le dichiarazioni espresse dai comitati) possa influenzare la prevedibilità delle scelte future in campo monetario; se la frequenza o il contenuto informativo delle dichiarazioni abbia effetto nella riduzione dell'incertezza e se vi siano altri fattori, come dati macroeconomici o altre fonti, che abbiano effetto diretto nell'aumentare l'incertezza.

Per analizzare la dispersione nella comunicazione sono stati presi in considerazione tutti gli annunci rilasciati, sia dai singoli governatori che sotto forma di dichiarazioni collegiali, le interviste e gli articoli che sono state recuperati tramite il servizio *Reuters News*. È stata effettuata poi una ricerca dei singoli termini all'interno degli articoli selezionati e le parole sono poi state classificate in base al loro significato (ad esempio, se suggeriscono un allentamento o un irrigidimento della politica monetaria, o se le previsioni economiche indicano un aumento o diminuzione del PIL). La classificazione viene effettuata assegnando alle parole un valore: +1 se indica un intervento restrittivo, 0 se la politica rimane invariata e -1 se indica un'espansione monetaria. La maggioranza degli articoli riguarda la Fed e la BCE, probabilmente a causa del maggior numero di persone all'interno dei comitati; un'altra differenza è l'ammontare di interventi neutrali da parte della BoE e della BCE.

Per quanto riguarda il grado di dispersione, ancora una volta il FOMC risulta quello con il risultato più alto, quasi il doppio di quello registrato dagli altri due istituti. Questo a riprova del fatto che la Fed utilizza una strategia di comunicazione individualistica ed è possibile per i membri del comitato esprimere la loro opinione dissenziente, a differenza della BCE e della BoE, che comunicano invece in maniera collegiale. È inoltre provato che la dispersione aumenti il grado di imprevedibilità delle decisioni da parte dei mercati, generando incertezza. Ulteriore importante risultato è che la dispersione della comunicazione riguardo le previsioni economiche. La Fed, sebbene raggiunga un punteggio più alto per la comunicazione individualistica, riesce ad aumentare la prevedibilità delle future decisioni in termine di tasso di interesse e politica monetaria. Questo risultato è però valido soltanto per l'istituzione americana. Inoltre, ha un ruolo importante anche la frequenza con cui vengono rilasciate le dichiarazioni: maggiore comunicazione nel periodo di tempo fra due incontri dei comitati riesce ad aiutare i mercati nella previsione delle decisioni future. Comunicare la diversità di vedute

dei singoli membri non sembra effettivamente aiutare gli agenti economici nelle loro previsioni, sebbene tale strategia aiuti quando si discute dello stato attuale dell'economia.

Paper n 4 "Do financial markets react to Bank of England communication?", dicembre 2005⁴³

È analizzato l'effetto delle comunicazioni della BoE sui mercati, nello specifico se e come questi ultimi reagiscano alle diverse modalità di comunicazione dell'istituto. Per meglio comprendere il legame esistente tra comunicazione e mercati, viene testato l'impatto delle dichiarazioni relative alla variabilità del tasso di interesse, selezionando dati infra-giornalieri come riferimento. L'ipotesi di partenza è che la volatilità aumenti come conseguenza delle comunicazioni ufficiali. Osservando la varianza dei prezzi delle azioni, è più semplice comprendere come i mercati reagiscano ad una comunicazione che li sorprenda. Utilizzando i dati giornalieri e infra-giornalieri è più semplice isolare l'effetto delle singole comunicazioni sul mercato dei titoli a breve termine denominati in sterline.

Dimostrare il legame causa-effetto comunque non è semplice per diversi motivi. In primo luogo, i prezzi delle azioni sono influenzati da molti fattori e la comunicazione delle banche centrali è solo uno di questi. Inoltre, non esiste ad oggi un modo universalmente riconosciuto per quantificare la forza delle dichiarazioni del MPC e di conseguenza è complesso realizzare paragoni con altre dichiarazioni. Come terzo punto, non esistono modi per quantificare oggettivamente che tipo di misure gli investitori si aspettino prima delle dichiarazioni. La metodologia utilizzata è un controllo sulla varianza, comparando ad esempio i cinque minuti successivi alla diffusione delle *Minutes* del MPC rispetto allo stesso periodo di tempo, ma negli altri giorni del mese in cui questo non accade.

I risultati sembrano confermare l'ipotesi iniziale; la volatilità è aumentata molto soprattutto a seguito di determinati incontri il cui esito era stato poco prevedibile e il rilascio delle *Minutes* e degli *Inflation Report* a seguito di questi ha avuto un grande impatto sulle aspettative degli operatori economici, che si sono trovati a cambiare le loro previsioni in maniera repentina. L'effetto più forte si è registrato sui tassi di interesse dei titoli di stato a breve scadenza denominati in sterline, che potrebbero riflettere le aspettative di un cambio della politica

⁴³ Rachel Reeves, Michael Sawicki *Do financial markets react to Bank of England communication?*, External MPC Unit Discussion Paper No. 15, dicembre 2005

monetaria nel breve periodo. Per quanto riguarda invece i documenti che riescono ad influenzare di più i mercati, le *Minutes* e gli *Inflation Report* sono quelli che riescono ad ottenere una più forte reazione e ciò suggerisce che queste forme di comunicazione collegiale contengano delle informazioni che sono più rilevanti per comprendere le decisioni a breve termine del MPC.

Paper n 5 “The impact of ECB monetary policy decisions and communication on the yield curve”, luglio 2006⁴⁴

Si analizzano gli effetti che la comunicazione della BCE riesce ad avere sulla curva dei tassi di interesse e sui mercati in generale, provando a costruire alcuni indicatori multidimensionali che siano in grado di elaborare informazioni relative a diversi periodi temporali e che classifichino le notizie relative alla politica monetaria. Si tiene conto in maniera particolare dei cambi repentini che avvengono sui mercati a seguito delle conferenze stampa mensili, tenute al termine degli incontri del *Governing Council* della BCE, quando l’istituzione prende delle decisioni che cambiano la politica monetaria corrente. Gli indicatori vengono poi utilizzati per misurare l’impatto delle scelte di queste deliberazioni e gli effetti di queste ultime sulle aspettative degli agenti economici.

Utilizzando i dati infra-giornalieri, è possibile evidenziare gli effetti della comunicazione della BCE poichè secondo il normale schema comunicativo, l’istituzione annuncia e spiega le decisioni prese in due differenti momenti della giornata. Questo permette la costruzione di due indici separati e relativi sia alla dimensione decisionale che a quella comunicativa. Grazie all’utilizzo di dati ben definiti del mercato monetario, è possibile depurare l’effetto della comunicazione della BCE da altri fattori che influenzano il mercato della moneta. Una volta costruiti vari di indicatori multidimensionali, è possibile utilizzarli per verificare l’effetto delle notizie sulla curva dei tassi di interesse e verificare la dinamica dei titoli a differente scadenza.

I risultati ottenuti confermano che le aspettative dei mercati e degli agenti economici possano cambiare anche in maniera considerevole durante le conferenze stampa della BCE. L’effetto è molto più visibile sulla curva degli interessi di medio-lungo periodo, mentre i tassi a breve

⁴⁴ Claus Brand, Daniel Buncic, Jarkko Turunen *The impact of ECB monetary policy decisions and communication on the yield curve*, ECB working paper No.657, luglio 2006

termine sono influenzati perlopiù dalle decisioni che mostrano i loro effetti solo nel breve periodo. Inoltre, l'impatto sul medio-lungo periodo è simile a quello registrato per la Fed; la coerenza fra comunicazione e decisione è importante, ed è provato che la BCE abbia rispettato i suoi impegni, altrimenti i mercati non avrebbero inizialmente reagito alle sue comunicazioni.

Paper n 6 "Monetary Policy in the media", settembre 2006

Ci si concentra sul tipo di copertura che la stampa dà alle decisioni della BCE soffermandosi su due elementi principali: il primo è l'effettivo spazio dedicato dai giornali alle decisioni, in quanto un'attività di reporting più estesa permette alla BCE di diffondere maggiormente le sue informazioni. L'altro elemento è relativo a come le decisioni vengono discusse dalla stampa, dal grado di approvazione dei commentatori riguardo le deliberazioni e quanto queste siano effettivamente comprese sia dalla stampa che dai lettori.

Sono state utilizzate notizie pubblicate da 57 giornali internazionali e nazionali a partire dal 1999. I dati sono stati misurati grazie ad un indice che va da 0, che esprime una copertura moderata della decisione, a 4, che intende una copertura molto estesa. Una ulteriore valutazione numerica esprime il tono con cui il giornale descrive la decisione intrapresa, andando da -2 (tono molto negativo) a 2 (tono molto positivo). L'indice fa capire se una determinata decisione sia giudicata come necessaria o meno e serve a provare quanto la politica sia stata effettivamente compresa dai media.

Vi è una chiara correlazione tra forza dell'opinione espressa e lo spazio dedicato all'interno dei giornali; inoltre vi è asimmetria, in quanto articoli di taglio più critico ottengono più spazio in confronto ad altri più accomodanti. Se una determinata decisione non era stata anticipata dai mercati, è più probabile che il tono dei report sia negativo. Al contrario, i cambi della politica monetaria hanno in genere avuto commenti dal tono favorevole e una copertura più estensiva sui giornali. Sembra poi che le conferenze stampa che hanno un maggior contenuto informativo riescono ad essere meglio comprese dal pubblico e ciò si riflette nei generali commenti favorevoli della stampa; questo è valido anche quando il presidente della BCE rilascia un numero maggiore di dichiarazioni nel periodo tra due meeting.

È provato che generalmente gli articoli riguardo le decisioni della BCE vengono influenzati dalla natura delle decisioni prese e dal clima economico generale. Il tono e lo spazio dedicato

alla copertura delle decisioni da parte della stampa sono molto legati dunque alla scelta effettuata; ad esempio, se una decisione genera sorpresa negli operatori economici e normalmente riceverebbe una copertura più critica, può ottenere un giudizio favorevole se sufficientemente spiegata. Per quanto riguarda i media nazionali, anche loro hanno un ruolo importante nel diffondere i provvedimenti. Quando c'è esigenza di spiegare le decisioni al pubblico nazionale, le testate dedicano più spazio alla BCE in maniera neutrale, senza dare una visione eccessivamente differente gli uni dagli altri, rispetto ad altri giornali degli stati dell'Eurozona.

Paper n 7 "The Limits of Transparency", marzo 2007⁴⁵

La trasparenza è sempre stata ritenuta un importante elemento nella comunicazione delle banche centrali, non solo perché aumenta effettivamente l'*accountability* dell'istituzione, ma soprattutto perché una banca centrale più trasparente viene meglio percepita dall'opinione pubblica. Dal momento che in quasi tutti i mandati istitutivi uno degli obiettivi è la stabilità dei prezzi, i banchieri centrali cercano di ancorare le aspettative di inflazione degli operatori economici. Se si pensa che se la banca è più trasparente, sarà migliore la capacità di persuasione dei governatori e di conseguenza sarà più facile rendere stabili le aspettative. Sebbene la trasparenza sia normalmente ritenuta un fattore positivo, sussistono casi in cui averne troppa sia controproducente.

Si studiano pertanto i limiti della trasparenza nelle scelte di politica monetaria in merito a due dimensioni, fattibilità e desiderabilità. Le banche centrali mantengono riservate alcune loro informazioni, come ad esempio quelle relative alla struttura dell'economia o gli esatti calcoli dietro la misura dell'output potenziale. Per quanto riguarda il secondo caso, ciò accade non per il desiderio di "opacità" delle banche centrali, ma per l'incertezza che avvolge la nozione stessa di output potenziale e la difficoltà nell'ottenere misurazioni oggettive di questa variabile. Ci si chiede quale sia il livello ottimale di trasparenza. Nel caso di problemi relativi al sistema finanziario in generale, diventa controproducente dare segnali troppo pessimistici e troppo in anticipo, in quanto potrebbero generare *bank runs* o altri tipi di comportamenti irrazionali da

⁴⁵ Alex Cukierman, *The Limits of Transparency*, marzo 2007

parte del pubblico. È dunque preferibile effettuare tali comunicazioni solo quando gli strumenti per contrastare questi problemi sono già stati attivati.

La conclusione, in termini generali, è che la trasparenza debba essere quasi assoluta in alcune aree della politica monetaria, mentre è meglio che sia a livello intermedio in altre. Infatti, anche le più aperte istituzioni mantengono una conoscenza esclusiva sul peso che dedicano ad alcune variabili che utilizzano nei loro calcoli e previsioni. Inoltre, una volta che una banca centrale gode di una buona credibilità per quanto riguarda le politiche di stabilità dei prezzi, la stragrande maggioranza del pubblico non pone più attenzione alle comunicazioni che essa effettua, ad eccezione degli operatori specializzati che si servono delle notizie che apprendono per migliorare la loro capacità predittiva. In sintesi, anche se una banca centrale dovesse essere perfettamente trasparente nelle sue comunicazioni, il grande pubblico sarebbe *rationally inattentive*, razionalmente negligente limitando notevolmente l'effetto di ogni comunicazione aggiuntiva.

Paper n 8 “Explaining monetary policy in press conferences”, giugno 2007⁴⁶

Si ricerca quale sia l'effetto delle conferenze stampa delle banche centrali. Queste occasioni di discussione con la stampa specializzata hanno visto un aumento considerevole negli ultimi anni, sia nella frequenza che nell'attenzione che la stampa specializzata gli dedica. È interessante il caso della Sverige Riksbank, la Banca Centrale di Svezia, che dal 2006 ha aumentato il numero di conferenze stampa annuali secondo la convinzione che con una maggiore comunicazione si possa ridurre l'incertezza; le conferenze stampa hanno acquisito una maggiore importanza nella strategia di comunicazione della Riksbank.

Ciascuna banca centrale ha però sviluppato la propria strategia comunicativa con approcci differenti nella spiegazione delle decisioni prese. In particolare, si analizza il caso delle conferenze stampa della BCE che l'istituzione organizza dal 1999. Queste conferenze sono strutturate in due momenti: il primo, in cui il presidente e il vice-presidente leggono una dichiarazione introduttiva, il secondo invece è costituito da una sessione di domande e risposte dei giornalisti. Gli interrogativi che si pongono sono due: fino a che punto le conferenze stampa

⁴⁶ Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, *Explaining monetary policy in press conferences*, ECB working paper No. 767, giugno 2007

aggiungono sistematicamente dati rilevanti per gli operatori economici e se queste occasioni danno realmente informazioni aggiuntive, o si limitano soltanto a spiegare semplicemente le deliberazioni. Questo perché in teoria, se nel comunicato introduttivo fossero inserite tutte le informazioni rilevanti per gli operatori economici, non si registrerebbero movimenti significativi nei mercati durante le conferenze stampa.

Per provare gli effetti della comunicazione viene osservata la reazione dei *futures* legati all'Euribor a tre mesi, nel periodo di riferimento che va dal luglio 2001 all'aprile 2006, con un campione costituito da 53 casi. Le notizie (brevi trafiletti chiamati in gergo *snap*s) sono estratte dal sito *Reuters News* e classificate in base al loro contenuto. Nei giorni degli incontri del *Governing Council* si registra un chiaro aumento di attività dei mercati, particolarmente dopo le 14.30, ora di inizio della conferenza stampa. È confermato inoltre che i mercati reagiscono di più nel caso in cui la decisione li prenda di sorpresa e vadano successivamente verso un aggiustamento graduale nel periodo successivo.

I risultati confermano che le conferenze stampa aggiungono informazioni sostanziali, fornendo un apporto addirittura maggiore a quello registrato dal mero rilascio delle decisioni nei 45 minuti precedenti. L'effetto però è dato non dalla componente esplicativa, ma da quella "predittiva" che aiuta gli operatori economici nel formulare le proprie previsioni future. Le conferenze sono di grande aiuto nei casi di grande incertezza generalizzata, mostrando effetti maggiori in queste situazioni particolari. Per quanto riguarda le notizie, gli *snap*s che hanno maggior eco sono quelli relativi all'inflazione e alle decisioni di modifica del tasso di interesse.

Paper n 9 "Central bank communication and expectations stabilization", luglio 2007⁴⁷

L'analisi è incentrata sul legame tra comunicazione e aspettative. Dal 1990 la stragrande maggioranza delle banche centrali ha iniziato a perseguire strategie di *inflation targeting*, per mantenere l'inflazione ad un determinato livello che sia positivo per l'economia. Un punto a favore di tale strategia è la possibilità di ancorare le aspettative, a beneficio dell'attività macroeconomica e della sua stabilità. Il ruolo della comunicazione acquisisce pertanto importanza fondamentale e si indaga su quale possa essere la migliore strategia comunicativa

⁴⁷ Stefano Eusepi, Bruce Preston *Central Bank communication and expectations stabilization*, NBER Working paper 13259, luglio 2007

per meglio ancorare le aspettative. Bisogna tenere conto che qualsiasi banca centrale ha informazioni imperfette riguardo lo stato reale dell'economia e, quando realizza le sue decisioni di politica monetaria, può solo effettuare una previsione del tasso di inflazione. Allo stesso modo, nemmeno imprese e famiglie hanno queste informazioni ed in più considerano il tasso di interesse come variabile esogena: formano pertanto le loro aspettative unicamente basandosi sui dati che riescono a raccogliere.

Si considerano tre tipi di strategie comunicative. Nella prima, la banca centrale gode di assoluta credibilità e rivela il modello utilizzato per fissare il tasso di interesse o, secondo un'interpretazione alternativa, rivela le previsioni relative agli effetti di utilizzo di una determinata politica monetaria. Con la seconda strategia, la banca centrale rivela meno informazioni, nello specifico solo le variabili che utilizza per decidere il tasso di interesse ottimale e pertanto gode di una credibilità parziale. Infine, con la terza strategia, l'istituzione rivela soltanto il suo obiettivo di inflazione e che la banca seguirà una politica per raggiungere tale obiettivo.

Nel caso della prima strategia, gli agenti economici non devono formulare proprie previsioni sulla dinamica futura del tasso di interesse poiché la banca centrale rilascia periodicamente tutte le informazioni necessarie, godendo sempre di perfetta credibilità. Per semplicità si assume che le previsioni e le aspettative della banca centrale, delle imprese e delle famiglie siano le stesse. Migliora così la capacità predittiva degli agenti, portando maggiore stabilità nell'economia e mantenendo l'inflazione a livelli normali. Per quanto riguarda la seconda strategia, rivelando le variabili che giocano un ruolo fondamentale nella decisione del tasso di interesse, la situazione rimane stabile anche in questo caso. Di conseguenza, anche svelando meno informazioni gli agenti sono in grado di formulare le loro aspettative, dando la stessa stabilità al sistema economico. Nel terzo caso invece, la dichiarazione del solo obiettivo di inflazione renderà più difficile la formazione di aspettative e previsioni corrette, con l'effetto che le economie saranno più vulnerabili alle fluttuazioni guidate dalle aspettative. Questo prova che non è sufficiente comunicare unicamente l'obiettivo, ma anche le componenti sistematiche per raggiungerlo.

Lo studio è effettuato sul caso particolare della comunicazione della Swiss National Bank (SNB) avvenuta in un periodo in cui il tasso di interesse di breve termine aveva raggiunto lo zero, fra il 2002 e il 2005. In questo periodo, la SNB aveva fatto esplicito riferimento ad interventi non convenzionali né sterilizzati. L’obiettivo è comprendere come i mercati rispondono a dichiarazioni impegnative in periodi eccezionali e se questi dedichino lo stesso livello di attenzione a dichiarazioni simili rilasciate in periodi più normali.

La SNB non ha un obiettivo prefissato in termini di tasso di cambio e per mantenere la stabilità dei prezzi, fissa un tasso di interesse obiettivo agganciato al Libor a tre mesi. A partire dalla prima metà del 2003, la Svizzera incominciò a patire condizioni simili alla deflazione e organizzazioni economiche internazionali come il FMI e l’OECD suggerirono l’utilizzo di alcuni strumenti non convenzionali.

È stato costruito un indice per categorizzare le dichiarazioni apparse nei media che contenessero le parole *intervention*, *intervenes* o *intervening*, che avessero un diretto legame col franco svizzero, raccolte tra le 8:00 e le 16:00 (periodo di apertura dei mercati) di ogni giorno lavorativo. Le notizie sono state poi categorizzate secondo due caratteristiche: la prima, dividendo in dichiarazioni a supporto dell’utilizzo di alcune valute estere per deprezzare il franco svizzero e vice versa, altre contrarie a tale operazione. La seconda, classificando le dichiarazioni in tre classi: dichiarazione debole, moderata o forte. È interessante notare che dal 2002 al 2005, 89 delle 112 dichiarazioni della SNB sono classificate come forti o a supporto del deprezzamento del franco.

Le conclusioni raggiunte dimostrano che le dichiarazioni che contengono parole più forti, o che impegnino in maniera più decisa la SNB hanno generato una risposta di entità maggiore del mercato, facendo deprezzare il franco svizzero per alcune ore, circa 40 minuti la diffusione della notizia. Risulta inoltre che gli operatori economici agiscono spesso senza nemmeno leggere interamente gli articoli che vengono riportate. Infine, per quanto riguarda il periodo in cui le dichiarazioni sono state rilasciate, non si registrano sostanziali differenze fra situazioni normali e straordinarie; si suggerisce però che l’istituzione elvetica adotti una strategia

⁴⁸ Lukas Burkhard, Andreas M. Fischer, *Communicating Policy Options at the Zero Bound*, Swiss National Bank Working Papers, ottobre 2007

comunicativa con interventi frequenti da parte della SNB e possibilmente prima che i tassi di interesse raggiungano lo zero.

Paper n 11 “Talking Less and Moving the Market More: Is this the Recipe for Monetary Policy Effectiveness? Evidence from the ECB and the Fed”, febbraio 2008⁴⁹

Si esamina l'efficacia della comunicazione delle banche centrali, comparando la strategia comunicativa della BCE con quella della Fed. Il periodo di tempo analizzato va dal gennaio 1999 al giugno 2006. Si pongono tre quesiti: se la Fed abbia rispettato gli impegni presi nelle sue dichiarazioni e come le azioni siano seguite alle parole; quale è la capacità della BCE di influenzare la propria economia grazie alle dichiarazioni che rilascia; quanto la BCE è capace ad influenzare i tassi di interesse statunitensi, e viceversa.

Per quanto riguarda la metodologia utilizzata, si prendono in considerazione i tassi Libor per misurare gli effetti sul tasso di interesse a breve, e gli *swap IRS* per misurare i tassi di interesse a lungo termine. Per misurare l'impatto della comunicazione, ogni notizia viene codificata e inserita all'interno di un indicatore che può assumere tre valori, +1, 0 e -1. Lo 0 corrisponde ad una dichiarazione in cui si suggerisce di mantenere il tasso di interesse invariato nel medio termine; -1 equivale ad una possibile diminuzione del tasso di interesse e +1 segnala il contrario. È però importante ricordare che qualsiasi annuncio assume importanza per la sua componente “inaspettata”, data dalla differenza tra le informazioni effettivamente rilasciate dalla banca centrale e quello che i mercati si aspettano che dichiarerà.

Per quanto riguarda la Fed, due sono stati i momenti (3 gennaio e 18 aprile 2001) in cui i mercati hanno reagito in maniera più marcata, probabilmente perché non si aspettavano il contenuto delle comunicazioni che li ha presi di “sorpresa”. In entrambi i casi, l'effetto dello shock derivante dalla notizia è stato quasi uguale a quello della manovra da sola. Alcune parole sono poi state legate ad una particolare inclinazione della politica monetaria: dal novembre del 2005 infatti, la BCE sembra annunciare un futuro innalzamento del tasso di interesse ogniqualvolta utilizza l'espressione “*strong vigilance*” all'interno delle dichiarazioni che precedono le conferenze stampa.

⁴⁹ Carlo Rosa, *Talking Less and Moving the Market More: Is this the Recipe for Monetary Policy Effectiveness? Evidence from the ECB and the Fed*, Centre for Economic Performance, LSE, febbraio 2008

Si registrano importanti differenze anche in altri ambiti. In media, le dichiarazioni della Fed sono lunghe solo 244 parole, mentre quelle della BCE arrivano a 1163, triplicando questo numero se si considera anche la conferenza stampa successiva. Eppure non vi sono differenze in termini di comprensibilità tra le dichiarazioni delle due istituzioni, sconfessando la credenza che la lunghezza di questi documenti sia direttamente correlata alla loro chiarezza. La Fed inoltre sembra essere più efficace nel guidare i mercati, soprattutto nel breve periodo. Né la BCE né la Fed riescono però a influenzare in maniera rilevante le aspettative degli agenti economici nel lungo periodo.

Oltre ai risultati già riportati, l'effetto "sorpresa" che la Fed riesce a generare è molto maggiore rispetto a quello della BCE: la differenza fra quanto l'istituzione afferma e quello che gli operatori di mercato si aspettano giustifica infatti circa l'80% della dinamica dei tassi di interesse del mercato della moneta statunitense. La Fed riesce inoltre a influenzare la dinamica del mercato monetario europeo, mentre non sembra accadere il contrario.

Paper n 12 "Central Bank communication on Financial stability", aprile 2011⁵⁰

Si prova a far luce sugli effetti di un particolare tipo di comunicazione, quella relativa alla stabilità finanziaria. Si osserva il fenomeno dal punto di vista dei mercati finanziari e come i principali indici borsistici reagiscano al rilascio di dichiarazioni che interessano il settore finanziario. Sono stati raccolti pertanto più di 1000 *Financial Stability Reports* (FSRs) rilasciati da 37 banche centrali nel periodo di tempo tra il 1996 e il 2009, per misurare l'orientamento di queste dichiarazioni tramite un software che ne analizza i testi. Ci si concentra in particolare su due caratteristiche delle comunicazioni: quella di "creare notizia" e quella di "ridurre il rumore di fondo". La prima caratteristica riguarda la capacità di influenzare i mercati solo con la dichiarazione stessa: ad esempio, qualora un governatore esprima una visione pessimistica, ci si aspetta che i mercati reagiscano facendo diminuire il valore delle azioni delle imprese finanziarie. La seconda qualità invece si riflette nella capacità di alcune dichiarazioni di ridurre l'incertezza nei mercati e fare chiarezza.

⁵⁰ Benjamin Born, Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, *Central Bank communication on Financial stability*, ECB Working paper No. 1332, aprile 2011

Per quanto riguarda gli effetti, sono stati analizzati i principali indici relativi al settore finanziario recuperati tramite il servizio *Datastream*. I FSRs sono solitamente strutturati con una parte introduttiva dedicata ad un quadro generico della situazione finanziaria del Paese di riferimento, seguita da una valutazione che comprende gli sviluppi macroeconomici e i rischi del settore finanziario. A volte possono essere accompagnati da ricerche su alcune aree specifiche; questi documenti sono in genere pubblicati due volte l'anno. Si aggiungono poi le interviste e simili dichiarazioni dei vari governatori, più difficili da strutturare. Per analizzare oggettivamente il contenuto di tutti i dati raccolti, si utilizza il software di analisi testuale DICTION 5.0, che classifica i testi secondo il loro grado di ottimismo. Questo sistema è stato utilizzato in precedenza in altre ricerche per meglio comprendere alcuni discorsi effettuati da politici e da banchieri centrali. Viene poi assegnato un valore ad ogni singolo discorso o FSR analizzato, dividendo la distribuzione in tre sezioni: -1 se rientra nella fascia più bassa, 0 se in quella centrale e +1 se nella fascia superiore.

Un primo dato interessante è che il tono delle comunicazioni è stato ottimistico dal 2000 al 2006, cambiando invece tendenza per il resto del periodo analizzato. La volatilità sembra aumentare nei giorni precedenti agli incontri dei vari comitati che precedono una conferenza stampa, o una singola intervista. La comunicazione da parte delle banche centrali inoltre è intensificata nei momenti in cui gli indici borsistici perdono punti, o in situazioni negative per l'economia. I FSRs però agiscono "creando notizia" ed è chiaro il collegamento tra il contenuto di questi documenti e l'effetto registrato dal mercato, in particolare nel caso di dichiarazioni ottimistiche. Interviste e dichiarazioni singole hanno un potenziale molto più ridotto, con effetti molto modesti sui mercati azionari ed un effetto quasi nullo sulla riduzione dell'incertezza. La comunicazione della banca centrale dunque gioca un ruolo importante nella riduzione dell'eterogeneità delle aspettative e delle informazioni, orientando in maniera più definita gli operatori economici. Le interviste e simili dichiarazioni possono però essere usate in periodi di maggiore incertezza perché possono prendere di sorpresa i mercati, in quanto non sono calendarizzate come i FSRs. In conclusione, è provato che questo tipo di comunicazione possa influenzare i mercati ed avere effetti sulla stabilità finanziaria, ma la strategia comunicativa deve essere preparata con grande attenzione, tenendo conto di tutti i possibili effetti che essa potrebbe avere.

Interrogativi aperti: le aree da approfondire

Dal primo decennio del 2000 ad oggi molti studi sono stati realizzati sugli effetti della comunicazione delle banche centrali. Diversi però rimangono gli interrogativi ancora irrisolti e per completare il quadro teorico, è giusto menzionare le aree dove è ancora necessaria ricerca⁵¹.

Anzitutto, non esiste un diffuso consenso riguardo quale sia il modo migliore di comunicare per una banca centrale. Ci si riesce ad avvicinare ad una strategia ottimale soltanto prendendo in considerazione una singola istituzione. Bisogna pertanto escludere qualsiasi tipo di soluzione valida indistintamente per tutte le banche centrali, in virtù delle loro differenze presenti nei mandati e a livello istituzionale.

Per quanto riguarda la capacità delle banche centrali di ridurre l'incertezza, negli ultimi anni sono stati fatti passi avanti ed è migliorata la capacità di prevedere le decisioni di politica monetaria da parte degli agenti economici, formando così aspettative più realistiche e di più lungo periodo. Appare chiaro che, aumentando la comunicazione e rendendola più precisa ed efficace, l'incertezza diminuisca. Eppure si è ancora lontani dal punto in cui i mercati riescano a prevedere con precisione quasi assoluta le mosse future delle banche centrali. Per quanto riguarda la prevedibilità delle politiche, questa sembra diminuire quando i diversi membri dei comitati parlano in maniera conflittuale, manifestando dissenso e aumentando l'incertezza.

La comunicazione può essere anche di breve periodo, ad esempio quando la banca centrale diffonde le sue osservazioni sulla politica monetaria o sullo stato dell'economia in generale. Queste affermazioni hanno effetto su differenti indicatori economici e sui mercati e aiutano gli operatori economici nella formazione delle loro aspettative. Più precisamente, documenti scritti come dichiarazioni ufficiali, report e *minutes* sembrano avere effetti maggiori sui mercati finanziari, mentre è più difficile osservare oggettivamente gli effetti dei discorsi dei banchieri centrali. È condiviso però che le comunicazioni delle banche centrali riescano a "creare notizia".

Esiste un numero ancora troppo limitato di ricerche sulla capacità direzionale dei messaggi delle banche centrali e la loro capacità di muovere il mercato nella direzione

⁵¹ Si seguono gli spunti contenuti nel paper di Allen S. Blinder, Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, Jakob De Haan, David-Jan Jansen *Central bank communication and monetary policy a survey of theory and evidence*, ECB Working paper No. 891, Maggio 2008

desiderata grazie all' "effetto annuncio". Poiché questa capacità è di importanza fondamentale nella strategia comunicativa di qualsiasi istituzione, è necessario continuare a realizzare analisi su questo legame e su come eventualmente tali notizie riescano ad avere un effetto sul welfare.

Per quanto riguarda invece la comunicazione orientata al medio-lungo periodo, la ricerca si è soffermata unicamente sugli effetti dell'*inflation targeting* e sull'inflazione in generale. Manca però qualsiasi riferimento alla capacità di influenza su altre variabili macroeconomiche.

È difficile inoltre evidenziare chiaramente gli effetti dell'*inflation targeting*. È dimostrato che la tecnica aiuti ad ancorare le aspettative di inflazione; tuttavia il fatto che tale strategia porti ad una inflazione minore, o meno variabile rispetto a quella che si otterrebbe implementando differenti strategie, non è del tutto comprovato.

Un'ulteriore area di indagine è quella relativa alla comunicazione ottimale. Nello specifico, ci si chiede cosa costituisca una comunicazione ottimale e quanto questa dipenda dall'ambiente istituzionale in cui la banca opera, come realizzi le sue decisioni e quanto influisca la struttura dei comitati che le effettuano. Paragonando ad esempio la BoE, che ha solo 9 membri tutti individualmente responsabili nel suo MPC, con i molto più grandi FOMC della Fed e *Governing Council* della BCE, si vede una prima differenza in termini di numero dei soggetti che realizzano le decisioni. Vi sono altre istituzioni con più o meno individui, e questa caratteristica gioca un ruolo fondamentale nella decisione della strategia comunicativa. Le banche centrali devono tener conto della loro struttura istituzionale quando pianificano le loro dichiarazioni.

Infine, la quasi totalità degli studi realizzati si concentrano sul legame tra comunicazione e mercati finanziari, misurando gli effetti delle parole dei banchieri centrali sugli indici borsistici. È necessario dedicare più attenzione alla comunicazione rispetto al pubblico più in generale. È un'area importante perché sono i cittadini delle varie nazioni a dare legittimità democratica e indipendenza alle banche centrali e di conseguenza a loro deve essere dedicato un frangente importante della comunicazione di queste istituzioni.

Capitolo III: Cambiamento della comunicazione delle banche centrali

*There was a time, not too long ago, when central banking was considered to be a rather boring and unexciting occupation. [...] Some thought that monetary policy could effectively be placed on auto-pilot. I can confidently say that this time has passed*⁵²

Mario Draghi, presidente della BCE, aprile 2013

Ascoltando e leggendo i discorsi dei banchieri centrali tra il 2007 e il 2015 è possibile osservare come è cambiata la comunicazione durante il periodo della crisi. Il primo mutamento è quello dei temi affrontati: nel primo periodo della crisi infatti i banchieri sono concentrati sulla correzione degli squilibri e sulla proposizione di misure non convenzionali che potevano portare subito una soluzione a quanto stava accadendo. Nella seconda parte invece sono concentrati su interventi proattivi, con l'introduzione di nuove regolamentazioni che potessero evitare il ripresentarsi di situazioni simili in futuro, come la supervisione unica e l'unione bancaria europea. Negli ultimi anni invece il tema affrontato è stato quello della bassa inflazione in Europa e delle misure per contrastare la disoccupazione negli Stati Uniti.

Un secondo importante cambiamento è visibile nel tono che i banchieri centrali utilizzano nei discorsi. Si è passati da un più acceso ottimismo, coincidente con le fasi iniziali della grande recessione, dove è stato necessario trasmettere ai mercati la possibilità di superare la crisi, ad un più cauto realismo nel periodo intermedio, fino ad arrivare quasi ad un tono pessimista negli ultimi anni, principalmente a causa della ripresa debole e della stagnazione delle economie avanzate.

⁵² "C'è stato un periodo, non tanto tempo fa, dove il lavoro del banchiere centrale era considerata un'occupazione noiosa e per nulla eccitante [...] Alcuni pensavano che la politica monetaria potesse essere realizzata con il pilota automatico. Io posso dirvi con certezza che quel tempo è finito"

Le banche centrali hanno una storia molto differente fra loro e questa differenza si riflette nelle modalità con cui comunicano. La Fed viene fondata il 23 dicembre 1913, iniziando le sue operazioni tre anni più tardi; la BoE il 27 luglio 1694; la BoJ il 10 ottobre 1882, e la BCE il 1 giugno 1998. Soltanto però nella seconda metà del 1900, grazie alle innovazioni tecnologiche che permettevano la circolazione di informazioni in tempo reale, la comunicazione delle istituzioni finanziarie in generale inizia ad avere una notevole importanza. La diffusione delle informazioni grazie all'invenzione di Internet ha subito poi un'ulteriore accelerazione e tanto le istituzioni finanziarie, quanto le banche centrali, si sono dovute adattare diffondendo in rete una mole enorme di documenti che possono essere consultati da chiunque in qualsiasi momento. Questo è vero in particolar modo nel caso degli *speech*, dichiarazioni rilasciate dai governatori e delle *minutes*, rendiconti di quanto sia stato deciso all'interno della seduta, senza dimenticare le già menzionate conferenze stampa.

Attualmente, consultando i siti internet delle banche centrali oggetto della comparazione storica di questo capitolo (BCE, Fed, BoJ e BoE), si può risalire ad articoli e dichiarazioni a partire dal 1996/ 1997. Il periodo di comparazione però è quello che va dal 2006 al 2015, come già menzionato nella seconda sezione del primo capitolo. È però dal 2007 che la crisi diviene oggetto di discussione da parte delle banche centrali, con alcune differenze: è però complesso trovare un effettivo punto di partenza. Il presidente Bernanke nel maggio 2007⁵³ tiene un discorso focalizzato sui mutui subprime, con una spiegazione accurata del mercato di questi particolari strumenti finanziari, un'analisi specifica dei problemi che si stavano affrontando e possibili idee per future regolamentazioni. Prima di concludere il discorso, Bernanke dichiara che la Fed considerava “gli effetti dei problemi sul mercato immobiliare in generale come limitati, e di non aspettarsi ripercussioni significative dal mercato dei subprime al resto dell'economia o al sistema finanziario”⁵⁴.

L'agosto 2007 è il mese in cui iniziano a farsi sempre più frequenti i messaggi riguardo alla crisi. La Fed annuncia in un suo primo comunicato⁵⁵ che le condizioni di mercato erano cambiate e che si teneva conto dell'avvicinamento di un periodo di turbolenza e che, sebbene la crescita fosse sostenuta, i rischi erano aumentati. Bisogna ricordare che inizialmente il

⁵³ <https://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070517a.htm>

⁵⁴ “[...]we believe the effect of the troubles in the subprime sector on the broader housing market will likely be limited, and we do not expect significant spillovers from the subprime market to the rest of the economy or to the financial system.” Ibidem

⁵⁵ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20070817b.htm>

termine utilizzato più di frequente era quello di *financial turbulence* o *turmoil*, turbolenza finanziaria. Una turbolenza che, come nel caso dei voli aerei, ci si aspettava fosse passeggera e portasse solo qualche lieve fastidio ai passeggeri: i piloti però non avevano previsto la tempesta che li aspettava poco più avanti. Nello stesso mese infatti, il vice governatore della BoE John Gieve, nell'introduzione di un suo discorso⁵⁶, afferma che la "grande stabilità avesse raggiunto lo zenit della prevedibilità totale"⁵⁷, anche se non è diretto il riferimento al periodo di instabilità che si stava avvicinando. Né la BCE, che si stava preparando all'ingresso di Malta nell'UEM, né la BoJ avevano fatto alcun riferimento a quanto stava accadendo negli Stati Uniti nei loro discorsi durante l'estate. Nel settembre 2007⁵⁸, il Presidente della BCE Jean-Claude Trichet, in un'audizione presso il Parlamento Europeo, descrive brevemente tutte le misure che erano state attuate a partire dal 9 agosto e sottolinea l'attenzione della BCE rispetto a quanto stava accadendo negli Stati Uniti. Rende però chiaro che la situazione in cui ci si trovava era il frutto di una graduale sedimentazione, data dai "livelli relativamente bassi degli spread, bassi premi al rischio e bassa volatilità in un gran numero di mercati finanziari" e che a causa di questa situazione gli investitori si erano messi alla ricerca di operazioni più remunerative (e dunque rischiose), approfittando della grande innovazione negli strumenti finanziari. Nella parte conclusiva però, il tono delle sue dichiarazioni è molto più prudente rispetto a quello del suo omologo americano. Ammette infatti che la BCE considerava "una chiara possibilità che il deterioramento continuo dell'affidabilità creditizia nel mercato dei mutui subprime statunitensi possa essere il fattore di innesco per più ampie correzioni nei mercati". Ricordando infine tutte le lezioni apprese dalle crisi degli ultimi anni, Trichet indica al termine del suo discorso alcune azioni da realizzare per mantenere la stabilità finanziaria: il provvedimento più importante a suo parere, era il miglioramento della trasparenza delle istituzioni in modo da rafforzarne la credibilità, e di conseguenza, fare in modo che queste banche riuscissero a recuperare l'accesso al credito.

Il 15 ottobre del 2007⁵⁹ il governatore Bernanke attira l'attenzione sulla turbolenza finanziaria. Discutendo infatti dell'origine e dell'evoluzione dell'instabilità dei mercati, sottolinea che i problemi erano iniziati nella seconda settimana di agosto in particolare e che il mercato dei subprime avesse fondamentalmente funzionato unicamente da "scintilla", invece

⁵⁶ <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2007/speech321.pdf>

⁵⁷ *The 'Great Stability' seemed to have reached its zenith of total predictability.* Ibidem

⁵⁸ https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2007/html/sp070911_1.en.html

⁵⁹ <https://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20071015a.htm>

di essere una delle vere e proprie cause dell'instabilità finanziaria. La risposta della Fed in tal senso si concretizza nell'aumento dell'offerta di liquidità a breve termine, ricordando inoltre il taglio dei tassi del 17 agosto⁶⁰ come una delle manovre per supportare l'economia in quel periodo particolare. Nelle conclusioni il Governatore lascia trasparire un certo ottimismo, in quanto le "condizioni dei mercati finanziari hanno mostrato dei miglioramenti dal punto peggiore della tempesta di metà agosto", ma aggiunge subito dopo che "un pieno recupero della funzionalità dei mercati prenderà del tempo"⁶¹: un tono ben diverso rispetto alle dichiarazioni di agosto. Il 23 ottobre⁶² anche la BoE decide di affrontare il tema, con un discorso tenuto da Kate Barker, membro del MPC. Nella conclusione infatti, sottolinea il fatto che "il percorso preciso degli eventi è stato inaspettato"⁶³.

Nel novembre 2007, Kevin Warsh, uno dei membri del *Board of Governors* della Fed, tiene un discorso dal particolare titolo: "The end of history?"⁶⁴. Puntualizza subito "a mio parere, la recente turbolenza finanziaria non deve essere considerata un errore della storia. Piuttosto, è una delle ultime sollecitazioni da parte della storia ai *policymakers* e agli agenti di mercato, e questa che ci ricorda di dover essere umili nelle nostre convinzioni e cauti nelle nostre azioni quando cerchiamo di comprendere meglio cosa renda un sistema economico e finanziario forte e stabile". Divide quanto era accaduto in diverse fasi: la prima di turbolenza finanziaria vera e propria, la seconda di "re-liquidificazione" delle banche, con la ricerca da parte loro di nuova liquidità sui mercati; la terza di rivalutazione, dove nuovi prezzi dovevano essere fissati, e gli agenti del mercato differenziavano in maniera differente i loro investimenti. Aggiunge infine che, a suo parere, "alcuni dei prodotti strutturati in maniera più complessa e le strategie di investimento saranno sostanzialmente modificate, alcuni altri prodotti spariranno. Ma, alla fine, i miglioramenti riguardo il creare, raggruppare, distribuire e analizzare il rischio non saranno dimenticati, almeno per un ciclo economico".

Nel dicembre 2007⁶⁵, Trichet si trova ancora una volta a discutere davanti alla commissione degli affari economici e monetari del Parlamento Europeo, ma rimanda al futuro

⁶⁰ <https://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20070817a.htm>

⁶¹ *Conditions in financial markets have shown some improvement since the worst of the storm in mid-August, but a full recovery of market functioning is likely to take time, [...]*

<https://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20071015a.htm>

⁶² <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2007/speech325.pdf>

⁶³ *But the precise course of the events was unexpected [...]* Ibidem

⁶⁴ <https://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/warsh20071107a.htm>

⁶⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2007/html/sp071219.en.html>

qualsiasi analisi dell'impatto della crisi statunitense sul mercato europeo, limitandosi a dire che "fino ad adesso, ci sono ben poche prove che la turbolenza sui mercati finanziari dall'inizio di agosto abbia influenzato in modo significativo le dinamiche degli aggregati monetari e creditizi". Ovviamente, viste le poche prove a disposizione, il governatore aveva deciso di adottare un atteggiamento più cauto sebbene lievemente ottimista riguardo alla situazione. Questa audizione avviene la settimana successiva alla decisione⁶⁶ di manovre concertate tra ECB, Fed, BoE, Bank of Canada e Swiss National Bank. Nello specifico, le banche centrali mettevano in atto delle misure di breve periodo per ridurre la pressione accumulata sui mercati finanziari; si aggiunsero poi anche due *statement* della BoJ e della Sverige Riksbank. È pertanto probabile che il Trichet ritenesse queste misure sufficienti a gestire il problema proveniente dagli Stati Uniti. Il 2008 è segnato dai grandi interventi da parte delle banche centrali (discussi nella seconda sezione del primo capitolo). A marzo 2008, Trichet sottolinea ancora, in un intervento⁶⁷ al Parlamento Europeo, che la turbolenza finanziaria continua a sussistere, ed elenca le tre aree in cui sono necessarie delle azioni immediate: miglioramento della trasparenza e controllo sui prodotti finanziari strutturati, aumento delle informazioni date agli investitori da parte delle agenzie di rating e infine, una più efficace supervisione sulle banche per quanto riguarda i requisiti di capitale. Nella conclusione del suo discorso il governatore "Più genericamente, chiedo un successivo e significativo cambio della cultura a livello nazionale, europeo e globale"⁶⁸. Conclude concentrandosi sui due termini trasparenza e anti-ciclicità. "Trasparenza, in quanto una migliore informazione pubblica sugli strumenti finanziari, sui mercati e sulle istituzioni [...] è l'unico modo per evitare contagi, una mentalità da gregge e l'ulteriore propagazione delle turbolenze in periodi di difficoltà. E anti-ciclicità, perché un vasto numero di regole, regolamentazioni e procedure hanno la tendenza ad aumentare comportamenti in larga parte pro-ciclici, amplificando le bolle e le loro esplosioni nel ciclo". Sembra ancora una volta da queste parole, che la strategia migliore per combattere la situazione sul mercato finanziario sia una maggiore trasparenza: la ragione dietro questi continui appelli ad una maggiore *accountability* è probabilmente dovuta al fatto che in quel periodo la fiducia delle istituzioni finanziarie tra loro, e della popolazione verso le istituzioni finanziarie era

⁶⁶ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr071212.en.html>

⁶⁷ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2008/html/sp080326.en.html>

⁶⁸ *More generally, I would call for a further significant change of culture at the national, European and global level. Ibidem*

drasticamente crollata a causa dei fallimenti bancari. Il presidente Bernanke, ad aprile 2008⁶⁹, a seguito dell'operato del gruppo di lavoro sui mercati finanziari, traccia una vera e propria diagnosi di quanto stava accadendo. Parla esplicitamente di crisi ed individua direttamente l'origine della crisi nell' "attuazione del cosiddetto approccio *originate-to-distribute* all'estensione del credito". Spiegando successivamente tutti i passaggi, il presidente individua il legame tra il prezzo delle case, in aumento costante, con il mercato dei mutui subprime. Sottolinea inoltre la poca attenzione degli investitori nella valutazione del rischio dei prodotti strutturati e le debolezze nella gestione dei rischi delle grandi istituzioni finanziarie che avevano creato i prodotti strutturati. Dopo l'elaborazione di alcune raccomandazioni, alcune delle quali poi saranno in pratica nello schema di regole attuate nel luglio successivo, il presidente trasmette un messaggio di cauto ottimismo, e secondo lui "queste raccomandazioni dovrebbero aiutare a rafforzare il modello *originate-to-distribute*, che nonostante i recenti problemi, sembra poter rimanere un'importante componente del nostro sistema di fornitura di credito". Si riconosce pertanto l'importanza del mercato dei subprime in generale e in particolare del modello che aveva contribuito a creare la crisi. Un'analisi simile⁷⁰ viene effettuata da Nigel Jenkinson della BoE nello stesso mese. Si pone di nuovo l'accento sulla cattiva gestione dei rischi da parte delle banche e sulla necessità di migliorare la trasparenza nelle operazioni per riportare la fiducia nelle istituzioni creditizie ai livelli precedenti alla crisi.

Sempre nel 2008, la Fed dedica grande spazio alla tematica del mercato dei mutui e delle bolle immobiliari. Frederic S. Mishkin, nel luglio 2008⁷¹, introduce e descrive la turbolenza finanziaria chiamandola "uno dei peggiori shock finanziari che gli Stati Uniti hanno affrontato dalla Grande Depressione". È però nella conclusione che, con una metafora, prova a trasmettere ottimismo ammettendo che "mentre l'attuale turbolenza non è ancora finita, abbiamo visto dei segni di miglioramento. Abbiamo imparato molto da questo episodio. Sono fiducioso che sarà studiato nei tempi a venire e che forgeremo un miglior sistema finanziario come risultato"⁷². Ad un anno dall'inizio effettivo della crisi, è possibile vedere che gran parte di questi discorsi siano già orientati a trarre delle lezioni, dando quasi per scontato che il periodo più duro fosse

⁶⁹ <https://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080410a.htm>

⁷⁰ <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2008/speech345.pdf>

⁷¹ <https://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080702a.htm>

⁷² *While the current turmoil is not yet over, we have seen some signs of improvement. We have learned much from this episode. I am confident that it will be studied for some time to come, and that we will forge a better financial system as a result.* Ibidem

passato. Il 2008 si chiude con gli acquisti di *mortgage-backed securities* da parte della Fed, dando l'inizio al QE1. A dicembre infatti⁷³, Bernanke illustra le strategie messe in atto dalla Fed, e sottolinea il più grande punto debole del sistema: "l'assenza di procedure ben definite e autorità per gestire il potenziale fallimento di istituzioni finanziarie non bancarie sistemicamente importanti". Viene così segnalato il problema delle banche *too big to fail*, che può essere risolto soltanto tramite la creazione di uno schema di regole ad hoc. Ancora una volta, il presidente conclude con tono ottimista, ritenendo sufficienti gli sforzi realizzati dalla Fed e dalle altre banche centrali.

Nel 2009, la maggioranza degli interventi e dei discorsi è dedicata alla tematica della crisi. Si assiste infatti all'allargamento del fenomeno oltre i confini statunitensi e anche la BCE incomincia a rilasciare interventi sempre più frequenti. Il tono dei discorsi sembra meno ottimista e più realista già a partire dai primi mesi dell'anno. A gennaio⁷⁴ infatti, Bernanke pronuncia un lungo discorso alla London School of Economics, discutendo delle misure messe in atto dalla Fed, del QE e della sua strategia di uscita. Nella conclusione, rende molto chiaro che sono necessarie misure immediate e ancora una volta, la regolamentazione risulta essere il primo punto della lista. Manca qualsiasi riferimento ottimistico, che era presente in tutti i suoi discorsi a partire dall'inizio della turbolenza finanziaria. Il termine "crisi" ricorre anche in altri discorsi, come quello di José Manuel González-Páramo, membro dell'*Executive Board* della BCE nel febbraio 2009⁷⁵. Il termine "crisi finanziaria globale" è presente anche nello stesso titolo del discorso, dissipando ogni dubbio riguardo la gravità della situazione. Emblematica la frase "nonostante i nostri migliori sforzi, non riusciamo a vedere la luce alla fine del tunnel. Comunque, è facile prevedere che quando saremo fuori dal tunnel, il mondo sarà diverso in diversi ambiti"⁷⁶. Questa frase lascia ben poco all'interpretazione soggettiva: risulta chiaro il livello di incertezza presente anche all'interno dell'*Executive Board* e il cambiamento verso un atteggiamento meno ottimistico e più cauto riguardo il problema. A marzo⁷⁷, Spencer Dale della BoE, apre un suo discorso con parole inequivocabili: "L'economia del Regno Unito è in profonda recessione. La produzione del Regno Unito è crollata [...]. Siamo in agonia, in una

⁷³ <https://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20081201a.htm>

⁷⁴ <https://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>

⁷⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090206.en.html>

⁷⁶ *Despite our best efforts, we cannot yet see the light at the end of the tunnel. However, it is fairly easy to predict that when we get out of the tunnel, the world will look different in many respects.* Ibidem

⁷⁷ <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2009/speech383.pdf>

regressione globale e sincronizzata, che si è espansa in molti luoghi”. Salvo per poi correggere lievemente il tiro con “Ma l’ora più scura è subito prima dell’alba. [...], ci sono motivi per pensare che le condizioni economiche possano migliorare più tardi quest’anno”. Questo tono differisce molto da quello utilizzato dalla BCE e dalla Fed, la prima più cauta e la seconda lievemente ottimista. Durante l’estate, ancora Trichet⁷⁸ descrive la genesi della crisi economica e le misure messe in atto, concentrandosi infine sulla necessità di “mantenere l’equilibrio fra la necessità di intraprendere azioni immediate commisurate alla gravità della situazione attuale e l’uguale obbligo di ritornare su un sentiero che sia sostenibile nel medio termine”⁷⁹. Viene menzionata anche la necessità di inserire misure che siano coerenti col medio termine e non risolvano la situazione solo momentaneamente. In agosto⁸⁰, Bernanke traccia un primo bilancio ad un anno dall’inizio della crisi, aggiungendo una sezione in cui la “interpreta”. Si concentra anche sul fatto che grazie alla coordinazione che le banche centrali avevano avuto nel mettere in atto le loro strategie, era stata data una pronta ed effettiva risposta ai momenti più duri della crisi. Il discorso si chiude con la consapevolezza che ulteriori difficoltà devono ancora essere affrontate e che l’impegno collettivo deve continuare per arrivare ad una sicura ripresa economica. Nel periodo in cui questo discorso viene pronunciato, la Fed aveva in corso il suo QE1, la BoE faceva lo stesso e la BCE aveva da poco iniziato sia le sue manovre LTROs che il programma di acquisto di titoli privati. Immediatamente dopo l’estate, nel settembre 2009, è interessante notare che sia la Fed che la BCE affrontano un tema simile allo stesso tempo: la strategia di uscita dalle politiche monetarie non convenzionali. Donald L. Kohn, vicepresidente della Fed, ne discute⁸¹ soffermandosi nello specifico sulle condizioni, gli strumenti da utilizzare e la comunicazione riguardo l’uscita. Riguardo l’ultimo punto, sottolinea in particolare “l’importanza di far comprendere al pubblico che noi possiamo, e termineremo queste politiche, quando ciò sarà necessario ad ottenere i nostri obiettivi di stabilità dei prezzi e massima occupazione”. Ma nella conclusione di questo messaggio è ancora più chiaro “date le altamente inusuali condizioni economiche e finanziarie, giudicare quando sarà il momento di rimuovere queste politiche accomodanti, e calibrare la rimozione, sarà complesso. Ma dobbiamo essere pronti ad attuare le azioni necessarie quando è il momento giusto, e lo saremo”. In maniera

⁷⁸ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090622.en.html>

⁷⁹ [...] *maintain the balance between the need to take immediate action commensurate with the gravity of today’s situation, and the equally undeniable obligation to return to a path that is sustainable in the medium term.* Ibidem

⁸⁰ <https://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090821a.htm>

⁸¹ <https://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20090930a.htm>

simile, anche Trichet tratta la tematica⁸², ben delineando le fasi di uscita dalle politiche non convenzionali, particolarmente concentrandosi sul fatto che la BCE ha una “reputazione di agire al momento appropriato”. Infatti, terminando ricorda che “la strategia di uscita, alla fine, dovrà essere attuata nel preciso momento in cui il tradizionale legame tra la moneta (M3) e l’approvvigionamento della liquidità al sistema bancario si sia ristabilizzato da sola”⁸³. Questa puntualizzazione chiarifica ogni dubbio a riguardo e ben definisce il momento in cui la BCE avrebbe terminato le politiche non convenzionali.

Osservando i titoli degli interventi della BCE, Fed e BoE, si nota che i termini più utilizzati nei titoli siano *crisis* (55 volte solo nei discorsi del 2009), *lessons* (10 volte) e *future* (11 volte). Questo fatto rende l’idea che dopo un anno e mezzo dall’inizio, la crisi sia stato il tema maggiormente indirizzato per trasmettere quante più informazioni a riguardo e che contemporaneamente, si provasse a dare delle indicazioni in merito a quanto si era imparato e come lo si voleva mettere in pratica per trovare una soluzione.

Il 2010 si apre con la fine della crisi finanziaria dei mutui subprime e l’inizio di quella dei debiti sovrani europei. La Fed si concentra perlopiù sulla tematica della regolamentazione finanziaria, mentre la BCE continua a discutere delle strategie da mettere in campo. Trichet, in un suo discorso di marzo⁸⁴, sottolinea ancora l’importanza della trasparenza e della fiducia e sottolinea la necessità di “rafforzare la fiducia di lungo periodo, e ciò richiede un quadro normativo che ci aiuti a prevenire una futura crisi”. Ironia della sorte, in quello stesso mese di tempo si discuteva il primo piano di aiuti alla Grecia; quegli stessi aiuti avrebbero poi avuto ben poco effetto, portando poi lo Stato a patire, nell’arco dell’anno successivo, una serie di speculazioni a causa del suo alto *spread*. La BoE nello stesso mese⁸⁵ prova a tracciare un primo bilancio ad un anno dall’avvio del programma di QE. Spencer Dale afferma che la manovra ha avuto gli effetti desiderati, “ma c’è ancora molta strada da fare [...] conosceremo gli effetti degli acquisti e l’impatto che essi hanno avuto nel corso del prossimo anno”. Questo fa trasparire anche la cautela da parte della BoE nel formulare un giudizio riguardo la manovra non convenzionale. Bernanke fa un discorso simile a questo a maggio⁸⁶, analizzando gli effetti

⁸² <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090904.en.html>

⁸³ *The exit strategy, in the end, will need to be invoked at the precise time in which the traditional link between broad money and our provision of liquidity to the banking system will re-establish itself.* Ibidem

⁸⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100312.en.html>

⁸⁵ <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2010/speech428.pdf>

⁸⁶ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100506a.htm>

del programma di stress-test bancari ad un anno dall'inizio, focalizzandosi molto sul recupero della fiducia del sistema bancario e sul corretto funzionamento del canale del credito. Conclude il suo intervento assicurando che “stiamo incorporando le lezioni più importanti dalla crisi finanziaria e la valutazione dello stress nel nostro processo di supervisione giornaliero. Per evitare un'altra distruttiva crisi finanziaria, dobbiamo imparare tutto ciò che possiamo dalla crisi a cui abbiamo resistito”⁸⁷. Traspare pertanto un ritrovato (cauto) ottimismo, in linea con la parziale ripresa che si registrava a cavallo fra il 2010 e il 2011. La crisi però si era già spostata in Europa; è nello stesso mese che la BCE lancia il suo SMP e il 31 maggio⁸⁸ Trichet lo illustra nello specifico. Riprende ancora la tematica delle lezioni apprese dalla crisi a giugno⁸⁹ e sottolinea di “non essere andati oltre l'obiettivo di ristabilire la corretta trasmissione della politica monetaria” e conclude lanciando un messaggio che sarà ripetuto molto spesso durante gli anni successivi: “è cruciale che i governi mettano in atto in maniera rigorosa le misure atte a garantire la sostenibilità fiscale”⁹⁰. Questo può essere letto come un chiaro messaggio a tutti i governi degli Stati membri che versavano in situazioni simili a quelle della Repubblica Ellenica. È proprio Kevin Warsh della Fed a fare un riferimento alla Grecia in un suo discorso del giugno⁹¹ 2010 dal titolo *It's Greek to me*. Dopo aver descritto ancora tutti i momenti salienti della crisi, affronta le incertezze future in un interessante “manuale aggiornato di risposta alla crisi”, che offre interessanti spunti circa le strategie da attuare. Nella conclusione del discorso però manca qualsiasi tipo di riferimento ottimistico e viene semplicemente ricordato quanto bisogna ancora fare per evitare crisi future. Il tema delle riforme economiche viene affrontato da Trichet in una serie di discorsi, sia a luglio⁹² che a settembre⁹³, ma in due ottiche separate: le riforme che interessano la BCE e le istituzioni bancarie (ESRB, pacchetto di Basilea III) e quelle che devono essere attuate dai governi degli Stati Membri (riforme istituzionali e in ambito fiscale). Questi due discorsi si concludono ottimisticamente, con la convinzione che tutte le riforme necessarie saranno realizzate nel breve termine e che possono aiutare in maniera

⁸⁷ [...] *we are incorporating key lessons from the financial crisis and the stress assessment into our day-to-day supervisory processes. To avoid another destructive financial crisis, we must learn all that we can from the crisis just endured.* Ibidem

⁸⁸ https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100531_2.en.html

⁸⁹ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100618.en.html>

⁹⁰ *It is crucial that the governments rigorously implement the measures needed to ensure fiscal sustainability.* Ibidem

⁹¹ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/warsh20100628a.htm>

⁹² <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100709.en.html>

⁹³ https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100929_3.en.html

fondamentale la governance dell'Eurozona. Jürgen Stark, membro dell'*Executive Board* della BCE, il 16 novembre 2010 pronuncia un discorso dal titolo *The new normal*⁹⁴. Affronta una riflessione su cosa potrebbe essere considerato normale dopo la crisi economica, affermando immediatamente che sarà poco probabile registrare i livelli di crescita ottenuti prima della crisi, prevedendo l'uscita di alcuni operatori dei mercati finanziari e una maggiore volatilità nelle variabili macroeconomiche. Il tono è molto realista e la storia ha poi provato che le previsioni si sono rivelate giuste. Due giorni più tardi⁹⁵, Trichet prova ancora a trarre delle conclusioni da quanto accaduto, e nello specifico "il pericolo nell'affidarsi ad un unico strumento, metodologia o paradigma", e a tal proposito "in tale contesto, accoglierei molto volentieri l'ispirazione da altre discipline: fisica, ingegneria, psicologia e biologia. Portare esperti da questi campi insieme agli economisti e ai banchieri centrali è potenzialmente molto creativo e prezioso".⁹⁶ Questa affermazione è di notevole interesse, dal momento che implicitamente intende che a causa della crisi, è necessario un ripensamento più ampio dei paradigmi dell'economia monetaria classica. È però nella conclusione uno dei messaggi più interessanti: "Nei giorni passati, prendendo in considerazione le lezioni apprese dalla crisi globale, in particolare riguardo al suo impatto sul mercato comune Europeo e sull'Eurozona, abbiamo richiesto, e richiediamo, un *quantum leap* nella governance. Ogni giorno sono sempre più convinto che ciò sia assolutamente essenziale."⁹⁷ L'espressione *quantum leap* (una sorta di radicale mutamento nei paradigmi) è stata ricorrente nei discorsi di Trichet del 2010, associata molto spesso alla parola *governance*.

Nel 2010 è possibile notare alcune similitudini e differenze. Sia la Fed, la BCE e la BoE sembrano aver del tutto perso quel tono positivo che le aveva caratterizzate (soprattutto la prima) a cavallo tra il 2007 e il 2008. Ora il tono è molto più realistico, talvolta solo cautamente ottimistico in virtù della ripresa iniziata nel 2010. Altra similitudine nei discorsi è la prevalenza del tema delle *lessons* apprese, quasi a voler tracciare un primo bilancio ad oltre un anno e mezzo dall'inizio della crisi. Ciò che è differente invece è la strategia utilizzata: la Fed si concentra sulle regolamentazioni e sulle riforme, soprattutto per quanto riguarda le istituzioni

⁹⁴ https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp101116_1.en.html

⁹⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp101118.en.html>

⁹⁶ *In this context, I would very much welcome inspiration from other disciplines: physics, engineering, psychology, biology. Bringing experts from these fields together with economists and central bankers is potentially very creative and valuable. Ibidem*

⁹⁷ *In the past days, taking into account the lessons of the global crisis, in particular as regards its impact on the European single market and in the single currency area, we have called, and are still calling, for a quantum leap of governance. Ibidem*

bancarie, per evitare futuri fallimenti; la BCE invece si focalizza sul tema più generico della *governance*, anche in vista della sua presenza nei piani di aiuto statali; la BoE non presenta però nessun tipo di tematica ricorrente.

Il 2011 continuò sulla falsariga dell'anno precedente e ai deboli segnali di ripresa in alcune economie si alternavano le più pessimistiche notizie circa l'andamento dei titoli di debito sovrano di alcuni Stati Europei. Negli Stati Uniti, Bernanke si concentrava⁹⁸ su alcuni dati interni: “mentre gli indicatori della spesa e della produzione sono, a conti fatti, incoraggianti, il mercato del lavoro è migliorato solo lentamente”⁹⁹. Questo preannunciava un lento aggiustamento nel mercato del lavoro, lasciando trasparire un velato ottimismo riguardo alle altre componenti macroeconomiche. Nello stesso periodo però, sia la BCE che la BoE affrontavano il tema degli squilibri economici. Il 14 febbraio¹⁰⁰, Lorenzo Bini Smaghi, membro dell'*Executive Board* della BCE ritiene che “l'accumulazione degli squilibri e delle vulnerabilità in alcuni Paesi durante il boom sono culminati, dopo la recessione globale, in una grave crisi sovrana”. Dopo aver menzionato alcuni dati riguardo gli Stati in difficoltà durante la crisi dei debiti sovrani e le manovre messe in atto dalla BCE (EFSF), Bini Smaghi cita di nuovo il *quantum leap*: “Siamo a favore di un *quantum leap* nella *governance* dell'Eurozona; garantirebbe una più grande consistenza tra politiche economiche e moneta unica”¹⁰¹. Il Governatore della BoE Mervyn King¹⁰² affronta invece il tema degli squilibri secondo un'ottica globale e nella conclusione afferma che “gli squilibri globali hanno contribuito alla crisi finanziaria e il ribilanciamento della domanda globale è la chiave per una ripresa sostenibile [...] Se noi, collettivamente, non affronteremo al meglio questi problemi avremo una ripresa mondiale debole e planteremo i semi per la futura crisi finanziaria”. Questi due discorsi, oltre ad essere stati pronunciati a pochi giorni di distanza l'uno dall'altro, sono importanti perché indagano su una delle cause più nascoste della crisi e allo stesso tempo, lanciano due suggerimenti differenti per evitare che una simile situazione si possa ripetere in futuro. Il tema viene affrontato anche da Janet Yellen, all'epoca vice presidente della Fed. A giugno¹⁰³ infatti,

⁹⁸ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110203a.htm>

⁹⁹ *While indicators of spending and production have, on balance, been encouraging, the job market has improved only slowly.* Ibidem

¹⁰⁰ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110214.en.html>

¹⁰¹ *We are in favour of a “quantum leap” in the governance of the euro area; it would ensure greater consistency between economic policies and the single currency.* Ibidem

¹⁰² <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2011/speech473.pdf>

¹⁰³ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20110601a.htm>

collega la tematica alle politiche monetarie espansive all'uso di leve finanziarie molto alte da parte di alcuni operatori economici. Nelle conclusioni, più ottimistiche dei suoi colleghi del vecchio continente, afferma che "ad oggi, vediamo poche indicazioni di squilibri significativi e l'uso della leva sembra rimanere ben sotto i livelli pre-crisi. Ciò detto, ho notato che alcuni recenti sviluppi che legittimano una maggiore attenzione [...]"¹⁰⁴. La tematica degli squilibri pertanto è qualcosa di nuovo che nel 2011 si aggiunge alle discussioni dei banchieri centrali e indica la volontà di questi ultimi di investigare più nel profondo le radici nascoste della crisi finanziaria. La tempesta dello *spread* iniziò a colpire gli Stati Membri europei a partire dalla primavera del 2011, e continuò durante l'estate e l'autunno successivo. Trichet, durante l'estate, continua ad affrontare il tema delle riforme necessarie nell'unione economica e monetaria¹⁰⁵, delineando una serie di punti che devono essere affrontati. A luglio¹⁰⁶ affronta la decisione del pacchetto di aiuti alla Grecia in cooperazione con il FMI. Ma è a settembre¹⁰⁷ che Trichet affronta finalmente il tema della crisi dei debiti sovrani in una prospettiva europea. Nelle conclusioni infatti, ricorda che "per quanto riguarda l'Eurozona e la crisi dei debiti sovrani, di cui l'Eurozona è attualmente l'epicentro, le banche centrali dell'Eurozona e la BCE in particolare hanno costantemente richiesto una più solida gestione delle politiche economiche, in particolare quelle fiscali, riforme strutturali e una governance economica rafforzata". Questo discorso introduce dunque la crisi dei debiti sovrani, ricordando però il ruolo della BCE nella costante richiesta delle riforme, il già citato *quantum leap*. Il tono del discorso, nel suo complesso, è grave e riflette la gravità di quanto accadeva in Europa; è possibile scorgere anche una lieve rassegnazione nelle parole, probabilmente dovuta al fatto che era da tempo che la BCE suggeriva modifiche nella governance come soluzione a possibili future crisi. Al termine dell'estate¹⁰⁸, Bernanke affronta le prospettive di breve e lungo periodo degli Stati Uniti. "Per quanto riguarda le prospettive di lungo periodo, comunque, la mia visione è più ottimistica", ammette subito, confidando in una ripresa dell'economia statunitense. Rispetto alle previsioni di breve periodo afferma "[...] è chiaro che la ripresa dalla crisi sia stata molto meno robusta di quanto sperassimo. [...] abbiamo appreso che la recessione è stata ancora più profonda e la

¹⁰⁴ *At present, we see few indications of significant imbalances, and the use of leverage appears to remain well below pre-crisis levels. That said, I've noted some recent developments that warrant close attention [...]* Ibidem

¹⁰⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110628.en.html>

¹⁰⁶ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110722.en.html>

¹⁰⁷ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110923.en.html>

¹⁰⁸ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110826a.htm>

ripresa ancora più debole di quanto pensassimo”¹⁰⁹. Nel medesimo discorso afferma inoltre l’impegno della Fed nel provvedere una più precisa *forward guidance* sulle aspettative dei tassi di interesse futuri. Bernanke, similmente a quanto anche la BCE chiedeva ai governi nazionali, suggerisce un utilizzo più accurato delle politiche fiscali in modo da ottenere un effetto complessivo migliore. Vítor Constâncio, vice presidente della BCE affronta¹¹⁰ il tema del contagio derivante dalla crisi dei debiti sovrani. Pone ancora l’accento sulle riforme della governance nei Paesi Europei, sul mantenimento degli impegni presi da questi ultimi ed esprime l’apprezzamento dell’istituzione nei confronti del *six-pack* della Commissione Europea. Nelle conclusioni, lancia un messaggio che sarà poi ripetuto da altri suoi colleghi in futuro: “mentre l’azione della BCE è stata decisiva ed efficace, questa da sola non è abbastanza”¹¹¹. Ciò vuol dire che la politica monetaria non può da sola risolvere i problemi generati dalla crisi, ma è necessaria l’integrazione di questa con le politiche fiscali, in mano ai governi nazionali. Questo messaggio sarà ricorrente in molte delle comunicazioni della BCE negli anni a seguire. Bini Smaghi, nello stesso periodo¹¹² discute ancora della crisi europea, suggerendo una soluzione che tenga conto di tutte le diverse sfaccettature dell’evento, concentrandosi su quattro aree in cui è richiesta l’azione: rafforzamento della governance, misure di sicurezza per il sistema finanziario, misure di sicurezza per gli stati che affrontano problemi di liquidità ed infine, una soluzione sostenibile nel lungo periodo per la Grecia. Nella conclusione, egli reputa cruciale rompere la spirale della crisi per recuperare fiducia nel sistema finanziario. È ancora realista nella parte finale: “Durante gli ultimi diciotto mesi, i *policymakers* europei hanno mostrato di essere in grado, alla fine, di prendere decisioni che salvaguardino la stabilità dell’area euro [...] ma l’hanno fatto troppo lentamente, sotto la pressione dei mercati, e questo alla fine ne ha aggravato il peso”. Anche questo discorso si inserisce nel solco tracciato da precedenti discorsi di Trichet e Constâncio, enunciando i problemi della crisi dei debiti sovrani e concludendo i discorsi con giusto realismo. Il giorno successivo, il governatore Mervyn King pronuncia¹¹³ un discorso critico, sottolineando che “il 2011 è stato l’anno della ripresa riluttante. La crescita ha deluso, sia qui che all’estero [...] Il rallentamento dell’economia mondiale, specialmente nell’Eurozona, è una minaccia alla nostra strategia di ribilanciamento e al recupero

¹⁰⁹ [...] it is clear that the recovery from the crisis has been much less robust than we had hoped. [...] we have learned that the recession was even deeper and the recovery even weaker than we had thought Ibidem

¹¹⁰ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111010.en.html>

¹¹¹ [...] whilst the ECB’s action has been decisive and effective this alone is not enough. Ibidem

¹¹² https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111017_1.en.html

¹¹³ <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2011/speech523.pdf>

dell'economia del Regno Unito". Aggiunge infine "Ogni Stato può ri-bilanciarsi, così come abbiamo fatto nel Regno Unito. Ma in assenza di ribilanciamento, globalmente e specialmente nell'Eurozona, potremmo affrontare una ripresa che non è solo meramente riluttante ma recalcitrante". Il finale definisce molto chiaramente il pensiero della BoE riguardo la crisi dei Paesi dell'Eurozona, visti quasi come un pericolo per la stabilità finanziaria e per la ripresa del Regno Unito in generale. Mario Draghi succede a Trichet il 1 novembre 2011, e due giorni dopo¹¹⁴ la BCE decide per un taglio del tasso di interesse. Nel suo primo discorso pubblico¹¹⁵ dall'eloquente titolo *Continuity, consistency and credibility*, relativo alle economie emergenti, affronta anche le relazioni tra queste ultime e l'Eurozona, concludendo ottimisticamente che "Nonostante le sfide attuali affrontate dall'economia globale, dobbiamo resistere alla tentazione di ricorrere a politiche unilaterali e dobbiamo lavorare insieme per assicurarci che quanto abbiamo guadagnato sia fermamente assicurato alle future generazioni"¹¹⁶. Il finale del discorso illustra chiaramente l'intenzione del nuovo presidente di agire in maniera concertata con le altre istituzioni, seguendo la strategia inaugurata dal suo predecessore.

Il 2011 si conclude con il picco della crisi dei debiti sovrani. La BCE affronta questo tema in molti dei suoi comunicati e continuerà a farlo anche nel 2012, mentre la Fed e la BoE si concentrano di più sulla tematica della ripresa dei loro rispettivi Paesi. Non sembra esistere nessun tipo di tematica comune a tutte e tre le istituzioni prese in esame, ma è possibile affermare che in media il tono delle dichiarazioni espresse dalla Fed e dalla BoE sia lievemente più ottimista rispetto a quello della BCE. Le prime due istituzioni però osservavano con attenzione quanto accadeva in Europa in quel periodo, sebbene si concentrassero maggiormente sui dati che indicavano una lieve ripresa.

Il 2012 si apre con un nuovo fenomeno: la diminuzione dei livelli di inflazione a livello mondiale. Questo dato sembra in controtendenza, in quanto le più importanti banche centrali avevano dato inizio a programmi non convenzionali espansivi, aumentando l'offerta di liquidità sul mercato. Ciò era fatto per cercare di ristabilire il corretto funzionamento del canale bancario che aveva patito particolarmente durante la prima fase della crisi e continuava ad essere un

¹¹⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111103.it.html>

¹¹⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111118.en.html>

¹¹⁶ *In spite of the current challenges faced by the global economy, we must resist temptation to resort to unilateral policies, and we must work together to ensure that the gains achieved are firmly secured for future generations.* Ibidem

problema perché legato alla poca fiducia che le banche europee avevano fra loro. A gennaio¹¹⁷, lancia l'allarme Mervyn King, affermando inoltre che: “[...] il 2012 non sarà un anno semplice. [...] tre fattori hanno plasmato lo scenario economico negli anni recenti, e continuano a farlo del 2012: condizioni di credito restrittive, un maggior risparmio domestico e le nuvole oscure che sorvolano l'economia mondiale”. Aggiunge ancora che la BoE avrebbe fatto il possibile per non far scendere il livello di inflazione sotto il 2%. Nelle conclusioni è però ottimista: “La situazione dell'economia mondiale, specialmente nell'Eurozona, è seria. Ma non c'è motivo di disperarsi. Tutte le crisi hanno un termine [...] l'economia del Regno Unito e quelle del mondo recupereranno. E quando lo faranno, saranno in una posizione molto più sostenibile che negli scorsi quindici anni”. Una simile conclusione è collegata al fatto che all'inizio del 2012 si sperava ancora che la crisi dei debiti sovrani potesse rimanere confinata agli Stati che l'avevano causata e che il sistema di regole e di aiuti messo in atto dall'Unione Europea potesse bastare per risolvere la situazione autonomamente. Inoltre, sebbene l'inflazione fosse su un sentiero discendente, vi era ancora la possibilità di attuare manovre di politica monetaria in una situazione che non fosse quella di *zero lower bound*. Benoît Cœuré, membro dell'*Executive Board* della BCE affronta¹¹⁸ il tema dell'inflazione, affermando che: “Guardando al futuro, ci aspettiamo che l'economia dell'Eurozona recuperi molto gradualmente durante il 2012. Inoltre, l'inflazione dell'Eurozona rimarrà molto probabilmente sopra il 2% nei prossimi mesi, prima di scendere sotto al 2%”. Al messaggio positivo si unisce una previsione sul sentiero futuro dell'inflazione, poi ampiamente comprovata da quanto accaduto successivamente. La BoE e la Fed invece si concentravano nello stesso periodo su possibili future regolamentazioni per alcuni settori, in particolare quello finanziario. Michael Cohrs, membro del MPC della BoE suggerisce¹¹⁹ un approccio intermedio: “Ci sarà la tentazione di applicare rimedi rapidi o di passare subito a nuovi regimi regolamentari [...] la nozione che i mercati non lavorano per niente o che abbiamo bisogno di nuove regole draconiane ci porterà in una cattiva posizione”. Questo suggerimento è importante, in quanto ci poteva essere la tentazione di passare, dopo il periodo di *deregulation* precedente ad un sistema diametralmente opposto, che avrebbe portato poi ad un acutizzarsi della crisi. In Europa Mario Draghi rende molto chiara a maggio¹²⁰ la posizione della BCE riguardo la Grecia: “Dal momento che il Trattato non prevede nulla

¹¹⁷ <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2012/speech541.pdf>

¹¹⁸ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120219.en.html>

¹¹⁹ <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2012/speech558.pdf>

¹²⁰ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120516.en.html>

riguardo l'uscita, non spetta alla BCE decidere. Mentre la BCE continuerà a rispettare il mandato [...] voglio rendere chiaro che noi preferiamo fortemente che la Grecia continui a rimanere nell'Eurozona”¹²¹. Questa frase serve a scongiurare tutte le voci che circolavano in quel periodo riguardo un possibile ritorno della Grecia alla Dracma, o alla creazione di un'altra area valutaria soltanto per i Paesi che erano colpiti dalla crisi. Draghi e altri membri della BCE discuteranno molto del successo delle LTROs durante il 2012, probabilmente per rassicurare i mercati degli effetti positivi che queste manovre avevano. La BoE invece si concentra ancora sulla tematica del sistema bancario. Mervyn King, a giugno¹²², suggerisce una soluzione al problema delle banche *too big to fail* “Le banche devono poter fallire in maniera sicura. Abbiamo bisogno di un meccanismo di risoluzione, sia qui che all'estero, che permetta alle banche in crisi di essere riorganizzate [...]. Questo significa mettere una fine al problema di quelle <<troppo importanti per fallire>>”. Questo tema, insieme alla spiegazione delle politiche monetarie non convenzionali messe in atto nel Regno Unito caratterizza gran parte dei discorsi della BoE del 2012. Il 26 luglio, Mario Draghi pronuncia il discorso diventato poi celebre per il *whatever it takes*. Questo discorso in particolare verrà analizzato nel prossimo capitolo, vista la sua importanza e l'impatto che ha avuto. È Vítor Constâncio, nel settembre 2012¹²³ ad analizzare un'altra tematica che sarà molto spesso discussa durante gli anni successivi: l'unione bancaria europea. Dopo un'accurata descrizione dei pilastri e dei futuri vantaggi derivanti da un simile progetto, conclude dicendo che “L'attuazione (dei vari elementi) contribuirà anche ad indirizzare la crisi attuale [...] Questo aiuterà a ristabilire il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria”. La BCE introduce il tema dell'unione bancaria nel giugno 2012, sulla falsariga di quanto era discusso sia dalla Fed che dalla BoE per i loro rispettivi sistemi. Questa idea viene vista come una soluzione proattiva, che agisce su una delle cause più profonde della crisi e allo stesso tempo può evitare il ripetersi di simili situazioni. Il tono, condiviso dai discorsi delle tre istituzioni è generalmente ottimista, in quanto ci si aspetta che la soluzione possa essere messa in pratica entro un periodo di tempo ragionevole e mostrare i suoi frutti dopo poco tempo. Anche Benoît Cœuré, membro dell'*Executive Board* della BCE interviene ancora sull'unione bancaria¹²⁴, vista come passo necessario per arrivare

¹²¹ *Since the Treaty does not foresee anything on exit, this is not a matter for the ECB to decide. While the ECB will continue to comply with the mandate [...], I want to state that our strong preference is that Greece will continue to stay in the euro area. Ibidem*

¹²² <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2012/speech587.pdf>

¹²³ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120907.en.html>

¹²⁴ https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121008_1.en.html

al raggiungimento di una completa unione monetaria. Nelle conclusioni, ricorda più chiaramente la necessità di attuare un tale programma il prima possibile: “concludo ricordando ancora una volta che per far funzionare la politica monetaria abbiamo bisogno di un sistema bancario integrato e per avere un sistema integrato, questo deve essere supervisionato in tutta l'Eurozona come un unico sistema, e questo renderà possibile la salvaguardia dall'Eurozona come un unico sistema”. Bernanke, negli Stati Uniti, si concentra invece sul legame tra ripresa economica e politica monetaria¹²⁵ e sulle cause che avevano reso la ripresa debole: disoccupazione, poca fiducia nel settore edilizio dopo lo scoppio della bolla e bassi investimenti immobiliari come fattori interni, a cui si aggiungevano la contrazione dell'attività economica globale e lo stress che le economie europee subivano a causa della crisi dei debiti sovrani. Nella parte conclusiva, anche lui lancia un messaggio molto comune fra i suoi colleghi: “Come ho già detto prima, comunque, mentre la politica monetaria può aiutare la ripresa economica, non è affatto la panacea per tutti i mali economici”¹²⁶, un chiaro invito quindi a non caricare di troppe responsabilità la sola politica economica, che mostra i suoi effetti positivi solo se accompagnata da una politica fiscale accomodante. Lancia però un ultimo ottimistico messaggio: “[...] in particolare, un piano per risolvere i problemi di budget di lungo termine della nazione senza indebolire la ripresa potrebbe rendere il prossimo anno un anno molto positivo per l'economia americana”.

Il 2012 presenta dunque alcuni nuovi elementi: l'inizio del calo dell'inflazione, la crisi persistente in Europa, la debole ripresa negli Stati Uniti e nel Regno Unito, le proposte per la regolamentazione del sistema bancario e l'unione bancaria europea. Il tono generale è ancora meno ottimista rispetto agli anni precedenti, dal momento che la ripresa che ci si aspettava non era arrivata, o era stata molto contenuta. In Europa, il lancio delle OMT e il discorso di Draghi del 26 luglio avevano contribuito a calmare le acque e a ridurre la speculazione, anche c'era molta incertezza riguardo il futuro.

Il 2013 si apre con la diminuzione costante dell'inflazione ovunque nel mondo. Le politiche monetarie molto espansive e la riduzione dei tassi di interesse sulla moneta avevano fatto in modo che le banche prendessero a prestito del danaro, ma solo una parte di questo era

¹²⁵ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20121120a.htm>

¹²⁶ *As I have said before, however, while monetary policy can help support the economic recovery, it is by no means a panacea for our economic ills.* Ibidem

stato utilizzato per concedere prestiti all'economia reale. Janet Yellen nel febbraio 2013¹²⁷ analizza gli impatti della ripresa "dolorosamente lenta per i lavoratori americani", osservando che la politica fiscale aveva fatto meno rispetto alle recessioni precedenti e che gli investimenti immobiliari e il crollo dei prezzi delle case avevano fatto il resto. Sebbene la recessione sia stata molto più dura rispetto a molte delle precedenti, decide di chiudere con alcune parole di incoraggiamento: "Il mercato del lavoro sta migliorando. I progressi sono stati lenti, ma ci sono stati. I miei colleghi ed io alla Fed siamo ben consci delle difficoltà che i lavoratori affrontano in questa lenta ripresa e siamo attivamente impegnati nel portare avanti i nostri sforzi per promuovere un'economia più forte, più posti di lavoro e migliori condizioni per i lavoratori". La Fed, a differenza della BCE ha nel suo mandato anche il raggiungimento della piena occupazione: di conseguenza il tema viene affrontato in maniera molto più diretta dall'istituzione americana, mentre viene soltanto accennato dalla BCE. Il mese successivo¹²⁸, Janet Yellen discute nuovamente della situazione statunitense definendola in questo modo: "l'attuale situazione, comunque, è anormale per due motivi importanti e collegati. Primo, immediatamente dopo la crisi finanziaria c'è stato un crollo inusuale, grande e duraturo nella domanda aggregata. Secondo, l'uso dei *Federal funds rate* è stato limitato dal limite inferiore, così che la politica monetaria non è stata capace di garantire una politica accomodante come le regole della politica monetaria convenzionale suggeriscono sia appropriato [...]". Dopo aver ancora ricordato le manovre attuate dalla Fed, conclude dicendo: "C'è il rischio di danni a lungo termine al mercato del lavoro e alla capacità produttiva dell'economia. Oggi, io vedo che la bilancia dei rischi richiede ancora una politica monetaria molto accomodante per supportare una più robusta ripresa e una più rapida crescita nell'occupazione"¹²⁹. Questa frase, un esempio di *forward guidance* a tutti gli effetti, fa comprendere come fosse nelle intenzioni della Fed mantenere la politica monetaria della stessa inclinazione finché la ripresa non fosse stata sufficiente. Mostra ancora di più il fatto che la Fed si concentrasse particolarmente sul problema della disoccupazione, e questo sarà il leitmotiv che accompagnerà le dichiarazioni della istituzione statunitense per tutto il 2013. La BCE continua invece a discutere del progetto di unione bancaria. Ad aprile¹³⁰, Yves Mersch, membro dell'*Executive Board*, affronta ancora il

¹²⁷ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20130211a.htm>

¹²⁸ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20130302a.htm>

¹²⁹ *At present, I view the balance of risks as still calling for a highly accommodative monetary policy to support a stronger recovery and more-rapid growth in employment.* Ibidem

¹³⁰ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130405.en.html>

tema elencando di nuovo tutta la struttura che l'unione avrà al momento del suo completamento. Afferma che “[...] il nuovo meccanismo di supervisione rappresenterà una profonda trasformazione, una <<nuova frontiera>>, paragonabile in molti modi con la creazione di una nuova moneta e una nuova banca centrale prima dell’inizio di questo secolo” e conclude dicendo che “sia il SSM che lo SRM sono gli elementari mattoni per la reintegrazione dello scenario bancario Europeo. Quindi devono essere messi in pratica rapidamente e decisamente”¹³¹. Questa ultima frase fa comprendere quanto la BCE effettivamente contasse sull’unione bancaria come soluzione della crisi che gli Stati membri stavano passando. Sempre nello stesso mese¹³², Draghi affronta ancora la strategia utilizzata dalla BCE per contrastare la crisi, illustrando in particolare le OMT e le cause profonde della recessione. Puntualizza però dicendo: “Fatemi essere chiaro: realizzare riforme strutturali, consolidare il budget o risanare i bilanci bancari non rientrano né nelle responsabilità né nel mandato della politica monetaria”¹³³, rendendo molto chiare le responsabilità di ciascuno. Cita anche la disoccupazione, in particolare quella giovanile, e chiude con una nota di ottimismo: “Ma ci sono anche motivi di fiducia. Gran parte degli elementi necessari per indirizzare le cause profonde della crisi e per costruire una genuina unione economica e monetaria sono stati messi in moto. La politica monetaria della BCE continuerà a dare il suo contributo in questo sforzo, in linea col suo mandato”¹³⁴. Un elemento ulteriore che è possibile notare in molti discorsi di Draghi è il riferimento al mandato della BCE. A causa del ricorso alla Corte Costituzionale Tedesca riguardo alla legittimità del programma OMT, è probabile che il Governatore facesse spesso rimando a quanto la BCE poteva effettivamente fare, così da evitare qualsiasi polemica sulle misure messe in atto. Jörg Asmussen, nel giugno 2013¹³⁵ dimostrò alla Corte Costituzionale Tedesca la validità del programma OMT in un suo intervento, giustificandone la necessità, reiterando che fosse entro le competenze del mandato BCE e concludendo con “Sono fermamente convinto che l’introduzione del programma OMT fosse la cosa giusta da fare per assicurare la stabilità dei prezzi nell’Eurozona. Dopo tutto, una valuta può essere stabile solo se la sua continua esistenza

¹³¹ *Both the SSM and the SRM are elementary building blocks for the reintegration of Europe's banking landscape. So they must be implemented swiftly and decisively.* Ibidem

¹³² <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130415.en.html>

¹³³ *And let me be clear: undertaking structural reforms, budget consolidation and restoring bank balance sheet health is neither the responsibility nor the mandate of monetary policy.* Ibidem

¹³⁴ *But there are also reasons for confidence. Most of the elements needed to address the root causes of the crisis and to build a genuine Economic and Monetary Union have been set in motion. The ECB's monetary policy will continue to make its contribution to this endeavour, in line with its mandate.* Ibidem

¹³⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130611.en.html>

non è in dubbio”¹³⁶. La Corte Costituzionale decreterà la legittimità del programma OMT soltanto nel giugno 2016¹³⁷, ma per tutto il 2013 ci saranno continui rimandi alla difesa della necessità del programma. Il 1 luglio 2013, Mark Carney viene nominato Governatore della BoE in sostituzione di Mervyn King al termine del suo mandato. Interviene ancora sul tema delle OMT Benoît Cœuré a Berlino, il 2 settembre 2013¹³⁸, analizzando i risultati ottenuti dal programma dopo un anno di utilizzo. Dedicava una sezione alla necessità del programma, una alla sua efficacia e una alla dimostrazione degli effetti. Nella conclusione afferma: “Le OMT non sono solo parole: la BCE è pronta ad utilizzarle. Ma anche se uno Stato membro dell’Eurozona rispettasse le condizioni, non c’è nessun automatismo nell’attivazione delle OMT. Per il *Governing Council* della BCE, c’è un solo criterio di decisione, ed è il mantenimento della stabilità dei prezzi nell’Eurozona”. Non a caso tale discorso è pronunciato in Germania e la conclusione sembra una rassicurazione, quasi per spazzare via qualsiasi dubbio riguardo un possibile utilizzo delle OMT a favore degli Stati membri meno inclini al rispetto delle regole europee. Nel Regno Unito, a dicembre¹³⁹, Spencer Dale si concentra sui rassicuranti dati della ripresa inglese iniziata quell’anno e sull’inflazione che aveva raggiunto valori molto vicini a quelli obiettivo. Nella conclusione afferma: “La ripresa sembra aver finalmente preso piede, spronata dalla ridotta incertezza e dalle facilitate condizioni di credito. Ci sono buone ragioni per essere ottimisti e che la ripresa sarà durevole. Ma la strada per una piena ripresa è lunga e diverse sfide ancora rimangono”. È il primo messaggio decisamente ottimista che proviene dalla BoE dopo un lungo periodo di tempo. Non si poteva però prevedere che l’inflazione sarebbe calata, durante tutto il 2014 e l’anno successivo, fino ad arrivare a 0.

Il 2013 dunque presenta ancora diverse tematiche rispetto all’anno precedente. La BCE si concentra sulla difesa del programma OMT e sull’unione bancaria, continuando a monitorare gli Stati membri che erano stati colpiti più duramente dalla crisi dei debiti sovrani; la BoE cerca di recuperare fiducia grazie ai primi segnali di ripresa e la Fed si concentra sulle misure da attuare per raggiungere la piena occupazione, osservando gli sviluppi europei. Ancora una

¹³⁶ *I am firmly convinced that introducing the OMT programme was the right thing to do to ensure price stability in the euro area. After all, a currency can only be stable if its continued existence is not in doubt. Ibidem*

¹³⁷ <http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2016-06-21/la-corte-costituzionale-e-tedesca-promuove-piano-anti-crisi-omt-bce--091226.shtml?uud=ADqUH9f>

¹³⁸ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130902.en.html>

¹³⁹ <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2013/speech698.pdf>

volta, il tono generale dei discorsi sembra essere realista, senza caricare di eccessive aspettative i primi dati positivi che arrivavano e che facevano ben sperare.

Il 2014 si apre con il cambio nella leadership della Fed, che passa da Ben Bernanke a Janet Yellen. Nel suo ultimo discorso¹⁴⁰, Bernanke, dopo aver rapidamente analizzato quanto effettivamente la Fed ha realizzato in diverse aree (trasparenza, stabilità finanziaria e politica monetaria), riflette sulla ripresa che incominciava a prendere piede sia negli Stati Uniti che nel resto del mondo. “Comunque, vedo che c’è dello spazio per un cauto ottimismo anche all’estero. [...] Anche se alcune difficili riforme – come quella bancaria e fiscale in Europa e la riforma strutturale in Giappone – sono ancora ai primi stadi, abbiamo registrato indicazioni di una migliore crescita nelle economie avanzate [...]”. Bernanke lascia così il suo ruolo lanciando un messaggio (cautamente) ottimista, identificando le riforme come misura chiave per far ripartire l’economia. Mark Carney, nel marzo 2013¹⁴¹ pronuncia un discorso dal titolo *One Mission. One Bank. Promoting the good of the people of the United Kingdom*. È una dichiarazione di intenti, riguardo quanto la BoE farà nel futuro: “[...] Stiamo costruendo una banca per il ventunesimo secolo che combini i migliori aspetti della nostra storia e tradizioni con il meglio del moderno e del nuovo. In questo modo contribuiremo a fare il bene delle persone”. Il mese successivo¹⁴², Draghi ricorda ancora a Washington cosa è stato fatto dalla BCE per superare la crisi, affermando però: “Infine, nonostante grandi progressi siano stati fatti, gli Stati dell’Eurozona devono migliorare i loro sforzi per riformare i mercati del lavoro e della produttività in modo da migliorare la competizione, aumentare la crescita potenziale e generare opportunità di occupazione”¹⁴³. Queste tematiche saranno al centro della comunicazione della BCE per tutto il 2014 e l’anno successivo, insieme all’unione bancaria. Inizia però anche nell’Eurozona il periodo di bassa e prolungata inflazione che rende più complessa l’attuazione delle politiche monetarie. A giugno¹⁴⁴, è Vítor Constâncio ad affrontare il tema, spiegando come la BCE reagirebbe nel caso di un periodo di bassa inflazione. Ricorda l’attuazione delle TLTROs e preannuncia (in maniera indiretta) la possibilità di un QE: “La risposta di policy potrebbe coinvolgere un programma di acquisto di asset esteso. L’esperienza di altri paesi con

¹⁴⁰ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20140103a.htm>

¹⁴¹ <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech715.pdf>

¹⁴² https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140410_2.en.html

¹⁴³ *Lastly, although major progress has been made, euro area countries need to strengthen their efforts to reform their labour and product markets in a decisive way in order to improve competitiveness, raise potential growth and generate employment opportunities.* Ibidem

¹⁴⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140619.en.html>

simili programmi testimonia che questi possano essere effettivamente progettati”. Pertanto, è lecito pensare che l’opzione del QE fosse già sul tavolo al momento di questo discorso. Benoît Cœuré, nel settembre 2014¹⁴⁵, discute dei tassi di interesse che la BCE aveva costantemente diminuito e in particolare il *Deposit Facility Rate* che era stato portato ad un tasso negativo. Afferma che: “[...] sembra giusto dire che l’abbassamento dei tassi di policy, con il *Deposit Rate* che si muove nel territorio negativo, ha dato il giusto stimolo di politica monetaria all’economia dell’Eurozona, rassicurato la *forward guidance* della BCE e contribuito a ridurre la frammentazione del mercato, senza avere un impatto negativo sul funzionamento del mercato della moneta”. È una rassicurazione rispetto a quanto stava accadendo, visto anche il diffuso abbassamento dei tassi di interesse anche da parte delle altre banche centrali. Alla fine dell’anno¹⁴⁶ Peter Praet interviene nuovamente sul rischio della bassa e prolungata inflazione, rafforzando quanto detto in precedenza dai suoi colleghi: “Nel caso in cui dovesse essere necessario affrontare i rischi di un periodo di inflazione troppo prolungato, il *Governing Council* rimane unanime nel suo impegno nell’utilizzo di ulteriori strumenti non convenzionali entro il suo mandato. Questo implicherebbe l’alterazione all’inizio del prossimo anno dell’entità, ritmo e composizione delle nostre misure”.

Il 2014 si conclude dunque con l’inizio del periodo di deflazione, che in Europa colpisce con particolare gravità. Per questo motivo, la BCE affronta consistentemente questi temi: l’urgenza nel completare l’unione bancaria, la necessità e la fondatezza delle misure attuate e la possibilità al ricorso ad altre misure non convenzionali per operare nel regime di bassa inflazione. La Fed e la BoE, entrambe con nuovi governatori, sembrano ancora concentrarsi sulla ripresa economica e sulla disoccupazione.

Nel febbraio 2015¹⁴⁷, il vicepresidente della Fed Stanley Fischer discute di come sia possibile realizzare la politica monetaria avendo un bilancio espanso negli anni. Dal 2006, dove il bilancio della Fed era di 900 miliardi di dollari, si è passati a 4,5 trilioni di dollari nel 2015. Spiega come sia possibile l’innalzamento dei tassi di interesse durante l’anno, ma avverte: “in altre parole, la Fed – e le altre banche centrali – possono attuare misure di politica monetaria espansiva anche in situazioni di *zero lower bound*. L’attuale alto livello di titoli in bilancio presenterà delle sfide per la normalizzazione delle politiche, ma siamo fiduciosi nell’aver i

¹⁴⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140909.en.html>

¹⁴⁶ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141209.en.html>

¹⁴⁷ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/fischer20150227a.htm>

giusti strumenti per rimuovere queste politiche al giusto ritmo e al giusto momento”. Si inizia così a discutere di una possibile uscita dal programma di QE anche grazie ai dati incoraggianti che arrivavano. Benoît Cœuré, a marzo¹⁴⁸ presenta il *public sector purchase programme* (PSPP), spiegandone nel dettaglio tutte le caratteristiche, affermando che altre banche centrali stavano mettendo in atto simili programmi. Peter Praet, il 15 giugno¹⁴⁹, affronta ancora il tema delle riforme strutturali e della crescita di lungo periodo nell'Eurozona: “Secondo tutte le stime la crescita potenziale nell'Eurozona è debole, ed è stata calante per almeno quindici anni. Una ripresa forte e robusta non può venire soltanto da politiche legate alla domanda. Deve coinvolgere riforme che aumentino l'efficienza allocativa dell'economia e che sbloccino la sua capacità d'offerta”¹⁵⁰. La BCE, insieme alla tematica della bassa inflazione, affronta quella della bassa crescita congiunturale, un problema che era stato già sollevato in passato, ma risulta notevolmente più importante dal momento che la ripresa era stata debole quasi ovunque nell'Eurozona. A settembre¹⁵¹, Janet Yellen ritorna sulla tematica dell'inflazione: “Mi aspetto che l'inflazione ritorni al due per cento nel corso dei prossimi anni [...] Gran parte dei membri del FOMC, compresa me stessa, pensano che per ottenere tali condizioni sarà necessario un aumento iniziale del *Federal funds rate* più tardi quest'anno, seguito da un graduale irrigidimento. Ma se l'economia ci sorprenderà, il nostro giudizio circa l'appropriata politica economica cambierà”¹⁵². Questa conclusione combina un cauto ottimismo con un esempio da manuale di *forward guidance*, dal momento che la Fed alzerà il tasso di interesse di un quarto di punto a dicembre 2015. A fine anno¹⁵³ Draghi pronuncia un discorso dal titolo: *Monetary Policy: Past, Present and Future*. Per quanto riguarda le mosse future, preannuncia che: “Al nostro incontro di dicembre del *Governing Council*, analizzeremo in maniera approfondita la forza e la persistenza dei fattori che rallentano il ritorno dell'inflazione verso il 2%. [...] Se concluderemo che la bilancia dei rischi dell'obiettivo di stabilità di medio termine va verso il basso, agiremo utilizzando tutti gli strumenti disponibili nel nostro mandato. In particolare,

¹⁴⁸ https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150310_1.en.html

¹⁴⁹ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150615.en.html>

¹⁵⁰ *Yet according to all estimates potential growth in the euro area is weak, and has been on a declining trend for at least 15 years. A strong and sustained recovery cannot therefore come from demand policies alone. It has to entail reforms that improve the allocative efficiency of the economy and unlock its supply capacity.* Ibidem

¹⁵¹ <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20150924a.htm>

¹⁵² *But I expect that inflation will return to 2 percent over the next few years [...] Most FOMC participants, including myself, currently anticipate that achieving these conditions will likely entail an initial increase in the Federal funds rate later this year, followed by a gradual pace of tightening thereafter. But if the economy surprises us, our judgments about appropriate monetary policy will change.* Ibidem

¹⁵³ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp151120.en.html>

consideriamo l'APP (*Asset Purchase Programme*) uno strumento forte e flessibile [...] non ignoreremo il fatto che l'inflazione è bassa già da tempo. Guardando avanti, la politica monetaria deve rimanere accomodante per quanto tempo sarà necessario per assicurare un aggiustamento sostenuto nel sentiero di inflazione". In quest'ultima citazione è riassunto in pratica tutto quello che la BCE riteneva potesse accadere (e che poi è effettivamente accaduto) riguardo il futuro andamento della politica monetaria. Anche questo è un esempio molto chiaro di *forward guidance* e ha preparato gli operatori economici per il QE di marzo 2016.

Il 2015 termina con la prosecuzione della crisi deflattiva. La BCE che si trova al centro di questo problema prova a mettere in atto alcune nuove strategie di politica monetaria che funzionino anche in situazioni di bassa e persistente inflazione (uno scenario in cui il Giappone si trova da anni e potrebbe servire da esempio). Si nota che la *forward guidance* della BCE e della Fed diventa più diretta ed esplicita e ad ogni affermazione corrisponde l'attuazione di una determinata scelta, così da non rompere il legame di fiducia con gli operatori economici. La Fed spinge ancora sulla disoccupazione, cercando di porre l'accento sul recupero dei posti di lavoro persi. Avvicinandosi sempre di più al 2016, anno di redazione di questo lavoro, diventa sempre più complesso effettuare un'analisi come quella realizzata per i primi anni, dal momento che non è possibile ben individuare gli effetti di medio-lungo periodo, ma talvolta nemmeno quelli di breve

Capitolo IV: Whatever it takes

*Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough*¹⁵⁴

Mario Draghi, presidente della BCE, 26 luglio 2012

Il discorso di Mario Draghi del 26 luglio 2012 segna un punto fondamentale per comprendere come è cambiata la comunicazione delle banche centrali. Si parte dalle operazioni non convenzionali come le LTROs, analizzando nello specifico il discorso del governatore. Quello che immediatamente emerge è il carattere fortemente politico delle affermazioni. È pertanto possibile rintracciare alcune delle misure che la banca metterà in atto nei mesi successivi, con uno specifico rimando al programma OMT. Le parole del governatore hanno ricevuto per la prima volta una grande attenzione da parte dei media in generale e non soltanto dalla stampa specializzata. Gli effetti sono stati di due tipi. Nei giorni immediatamente successivi infatti si è registrato un apprezzamento dell'euro e una diminuzione di alcuni punti base dello spread nei Paesi più colpiti dalla crisi dei debiti sovrani e una ripresa dei loro indici bancari. Più difficile trovare invece chiari effetti di lungo periodo, vista la concomitanza di altri avvenimenti che hanno influenzato lo scenario economico dopo il 2012.

Confrontando gli stili di comunicazione di Ben Bernanke e Janet Yellen da una parte e Jean-Claude Trichet e Mario Draghi dall'altra, emergono differenze che riflettono i loro percorsi accademici e professionali e le diverse capacità di leadership. I banchieri americani sono più attenti alla mediazione interna, Trichet ha avuto una condotta "presidenziale". Draghi ha virato su una comunicazione più politica, cosa abbastanza inusuale per un banchiere centrale.

¹⁵⁴ "All'interno del nostro mandato, la BCE è pronta a fare qualsiasi cosa sia necessaria per preservare l'euro. E credetemi, sarà abbastanza."

Un intervento necessario

Il 26 luglio è una data importante per la comunicazione delle banche centrali. Mario Draghi, intervenuto alla *Global Investment Conference* a Londra, pronuncia il discorso passato poi alla storia come *whatever it takes*. Tale discorso ebbe una copertura molto estesa da parte di tutte le maggiori agenzie di stampa, che dedicarono a questo discorso ampi spazi sui loro giornali. Ma per quale motivo il governatore Draghi decise di pronunciare quelle parole in quel preciso luogo? Per provare a comprendere le motivazioni che spinsero Draghi a esprimersi in questo modo, è opportuno fare un passo indietro e provare a ripensare a quanto stava accadendo allora nell'Eurozona.

La BCE avvia, a partire dall'autunno del 2008, una costante diminuzione dei due tassi di interesse che controlla: il *deposit facility rate*, il tasso di interesse corrisposto dalla banca centrale alle banche commerciali che vi depositano danaro ed il *main refinancing operations rate* corrispondente al tasso di interesse che le banche devono pagare alla BCE per ottenere del danaro a prestito. L'11 luglio 2016, a seguito della riunione del 5 luglio¹⁵⁵, la banca centrale riduce di un quarto di punto entrambi i tassi, portando il *deposit facility rate* a 0 e il *main refinancing operations rate* a 0,75%. Nel febbraio precedente la BCE prende parte, insieme alla Commissione Europea e al FMI, al secondo pacchetto di aiuti alla Grecia, che prevede un prestito totale di 240 miliardi di Euro in diverse tranches che sarebbero dovute durare fino al dicembre 2014; viene richiesta in cambio l'attuazione di alcune misure di contenimento della spesa pubblica in modo da far ritornare il deficit a livelli sostenibili. Nello stesso periodo l'Irlanda, nonostante le misure e le riforme richieste e il loro effetto positivo sull'economia, non riesce ad ottenere l'accesso ai mercati, cosa che avverrà unicamente il 26 luglio 2012. Anche il Portogallo, che aveva richiesto in maniera analoga un pacchetto di aiuti di 78 miliardi di Euro nella prima metà del 2011, si trova nel pieno dell'attuazione delle riforme che portano il tasso di disoccupazione a raggiungere il 15% e oltre il 120% del rapporto debito pubblico/PIL. Allo stesso modo degli altri due Stati sopracitati, nemmeno il Portogallo riesce ad ottenere l'accesso ai mercati, cosa che accadrà soltanto nel settembre 2012. Anche la Spagna è in crisi, e aveva richiesto nel giugno 2012 un pacchetto di aiuti di circa 100 miliardi di Euro, dopo che il tasso di interesse sui suoi titoli di Stato aveva raggiunto il 7%. La Spagna ha però problemi derivanti

¹⁵⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120705.it.html>

dal suo sistema bancario, che ha dovuto correggere grazie a interventi pubblici (*Bankia* necessitò infatti un prestito di 19 miliardi, che si aggiungeva a uno precedente di 4,5 miliardi di euro). Si aggiungono inoltre dati poco incoraggianti riguardo la performance futura dell'economia e l'aumento della disoccupazione. L'Italia invece, dopo aver passato il picco della "tempesta dello spread" raggiunge 530 punti base il 25 luglio insieme ad un tasso di crescita del PIL inferiore allo zero. Altri Stati Europei avevano inoltre visto il taglio del loro rating da parte delle agenzie.

La BCE aveva messo in atto una serie di misure con lo scopo di ridurre la volatilità e l'incertezza nei mercati e parallelamente offrire liquidità a basso costo agli Stati che ne avevano bisogno. Inizia infatti con le operazioni di mercato aperto (*Open Market Operations*, OMO) nel 2010, raggiungendo oltre 200 miliardi di Euro nel 2012. Per fare in modo che le banche potessero chiedere più danaro in prestito, allarga il numero di titoli utilizzabili come collaterale nei prestiti. Tra queste operazioni ricade anche il *Securities Markets Programme* (SMP) del 2010. Alla fine del 2011 inoltre, la BCE, la Fed, la BoE, la BoJ e le banche centrali di Canada e Svizzera decidono di attuare un'operazione pianificata per garantire maggior liquidità all'economia mondiale e fornire supporto all'economia reale. Sempre alla fine del 2011 la BCE dà il via al suo programma LTROs, con l'obiettivo di fornire liquidità al sistema bancario; si aggiunge poi il LTRO2 nel febbraio 2012. L'impatto complessivo delle due misure è stato di circa 1000 miliardi di euro; la BCE si sostituisce praticamente ai prestiti interbancari, dal momento che la fiducia tra le banche era molto bassa, e queste difficilmente prestano danaro fra loro. Gli Stati membri dell'Eurozona avevano in precedenza dato l'avvio all'*European Financial Stability Facility* (EFSF) nel maggio 2010, soppiantato dall'*European Stability Mechanism* nel settembre 2012. L'EFSF contribuisce ai piani di aiuto di Irlanda e Portogallo.

Lo spread è la variabile che meglio esprime quanto stava accadendo in Europa nel 2012. Durante tutto il 2011 il differenziale è crescente ovunque nelle economie dell'Eurozona, ma è a partire dai primi mesi del 2012 che questo si mostra in tutta la sua magnitudine. La Grecia aveva infatti lo spread più alto tra tutti i gli Stati membri (il picco, raggiunto tra febbraio e marzo 2012 era stato di oltre 3200 punti base) è poi calato di nuovo tra aprile e maggio e ha raggiunto di nuovo i 3000 punti base a luglio dello stesso anno. Il Portogallo ha raggiunto quota 1400 alla fine di gennaio, e a luglio era sotto i 1000. L'Irlanda tocca il suo massimo nell'estate 2011 (circa 1200 punti base), iniziando poi una diminuzione che la porta a circa 500 a luglio 2012. Spagna e Italia invece giungono al loro picco a fine 2011 (attorno ai 500 punti base), e

dopo una diminuzione, vedono a luglio avvicinarsi di nuovo il livello a 500. Il livello di incertezza è molto alto e altrettanto diffuso tra gli operatori economici. È in questo particolare e complesso scenario che, il 26 luglio, Draghi pronuncia il suo discorso a Londra.

Mario Draghi è introdotto dal governatore della BoE Mervyn King¹⁵⁷. Immediatamente afferma che “[...] la cosa migliore che posso fare, è offrirvi una candida valutazione di come noi vediamo la situazione dell’euro da Francoforte”¹⁵⁸. Pone l’accento sulla parola “candido”, per chiarire immediatamente che il giudizio che darà è sincero e non retorico. Introduce poi una metafora: “L’euro è come un calabrone. È un mistero della natura, perché non dovrebbe volare ma in realtà lo fa. Dunque l’euro è un calabrone che ha volato bene per diversi anni”¹⁵⁹. I diversi anni a cui si fa riferimento sono i primi dieci dell’Eurozona, dove si è registrata una crescita costante e altri effetti positivi, quale la riduzione della spesa per interessi di alcuni Stati Membri. “E ora – e io penso che le persone si chiedano <<come è possibile?>> - probabilmente c’era qualcosa nell’atmosfera, nell’aria, che faceva volare il calabrone”¹⁶⁰. Il riferimento qui è alle condizioni positive che garantivano all’Euro di accumulare valore, tanto da diventare una delle monete più importanti nello scenario economico internazionale. “Ora qualcosa deve essere cambiata nell’aria, e sappiamo cosa dopo la crisi finanziaria. Il calabrone deve diventare una vera ape. Ed è quello che sta facendo”¹⁶¹. Continuando la metafora, Draghi accenna sia ai problemi derivanti dalla crisi finanziaria ed economica, sia al processo di riforme che deve essere portato avanti per arrivare ad un’Unione più forte e robusta. “Il primo messaggio che voglio darvi è che l’euro è molto, molto più forte e che l’Eurozona è molto, molto più forte di quanto le persone riconoscano oggi. Non solo se guardate agli ultimi dieci anni ma se la guardate adesso, vedrete che per quanto riguarda l’inflazione, occupazione e produttività, l’Eurozona ha reso allo stesso modo o meglio degli Stati Uniti o del Giappone”¹⁶². È un’affermazione dal tono realistico, che rende molto chiaro quanto effettivamente nel suo primo

¹⁵⁶ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

¹⁵⁷ <https://www.youtube.com/watch?v=hMBI50FXDps>

¹⁵⁸ [...] *the best thing I could do, is to give you a candid assessment of how we view the euro situation from Frankfurt*

¹⁵⁹ *The euro is like a bumblebee. This is a mystery of nature because it shouldn't fly but instead it does. So the euro was a bumblebee that flew very well for several years.*

¹⁶⁰ *And now – and I think people ask “how come?” – probably there was something in the atmosphere, in the air, that made the bumblebee fly.*

¹⁶¹ *Now something must have changed in the air, and we know what after the financial crisis. The bumblebee would have to graduate to a real bee. And that's what it's doing.*

¹⁶² *The first message I would like to send, is that the euro is much, much stronger, the euro area is much, much stronger than people acknowledge today. Not only if you look over the last 10 years but also if you look at it now, you see that as far as inflation, employment, productivity, the euro area has done either like or better than US or Japan*

decennio di vita l'Eurozona sia migliorata costantemente per quanto riguarda i parametri sopracitati. È infatti una comparazione con la resa economica delle altre economie avanzate, che potevano vantare una storia molto più estesa rispetto a quella dell'Eurozona. “Il confronto diventa ancora più marcato quando arriviamo al deficit e al debito. L'Eurozona ha un livello di deficit e di debito molto più basso rispetto a questi due Stati. E non meno importante, ha le partite correnti bilanciate, non ci sono deficit, ma ha anche un grado di coesione sociale che non trovereste in nessuno dei due Stati”¹⁶³. Questa è un'affermazione sullo stesso tono di quella precedente, a sottolineare ulteriormente i meriti della singola valuta. “Il secondo punto, il secondo messaggio che voglio darvi oggi, è che i progressi sono stati straordinari negli ultimi sei mesi. Se paragonate oggi gli Stati membri a sei mesi fa, vedrete che il mondo è totalmente differente, e in meglio”¹⁶⁴. Il riferimento è alle riforme che questi Stati avevano intrapreso e all'effetto positivo che queste stavano portando alle loro economie. “Questi progressi hanno preso forme differenti. A livello nazionale, perché certamente, mentre io stavo parlando, mentre stavo glorificando i meriti dell'Euro, voi stavate pensando <<ma è una media!>> e <<infatti gli Stati divergono così tanto nell'Eurozona che le medie non sono più rappresentative, quando la varianza è così grande>>”¹⁶⁵. Con questo messaggio Draghi anticipa la prima critica che si può muovere alla sua affermazione precedente e controbatte dicendo “Ma io direi che negli ultimi sei mesi, questa media, o meglio le varianze tendono a diminuire gli Stati a convergere molto più che negli ultimi anni” e aggiunge “I progressi nel controllo del deficit e le riforme strutturali sono stati notevoli [...] è un processo complesso perché per molti anni, poco è stato fatto”¹⁶⁶. Draghi ammette così che nel primo decennio di vita dell'Eurozona, gli Stati membri hanno beneficiato degli effetti positivi, senza però attuare le riforme strutturali che li avrebbero resi più robusti durante una futura crisi. D'altra parte però dice “Ma molti progressi ci sono stati al livello sopranazionale. Per questo motivo io dico sempre che l'ultimo summit è stato un

¹⁶³ *Then the comparison becomes even more dramatic when we come to deficit and debt. The euro area has much lower deficit, much lower debt than these two countries. And also not less important, it has a balanced current account, no deficits, but it also has a degree of social cohesion that you wouldn't find either in the other two countries.*

¹⁶⁴ *The second point, the second message I would like to send today, is that progress has been extraordinary in the last six months. If you compare today the euro area member states with six months ago, you will see that the world is entirely different today, and for the better.*

¹⁶⁵ *And this progress has taken different shapes. At national level, because of course, while I was saying, while I was glorifying the merits of the euro, you were thinking “but that's an average!”, and “in fact countries diverge so much within the euro area, that averages are not representative any longer, when the variance is so big”.*

¹⁶⁶ *The progress in undertaking deficit control, structural reforms has been remarkable. [...] It's a complex process because for many years, very little was done*

successo. [...] per la prima volta in molti anni, tutti i leader dei 27 Stati Europei, incluso il Regno Unito, hanno affermato che l'unico modo per uscire da questa crisi è avere più Europa, non meno Europa"¹⁶⁷. Introduce così anche il tema delle riforme della governance europea, oltre a ribadire il concetto di una *ever closer union* che sarà più e più volte ricordato durante gli anni dalla BCE. "Un'Europa fondata su quattro blocchi: l'unione fiscale, l'unione finanziaria, l'unione economica e l'unione politica. Questi blocchi [...] significano che la gran parte di quella che è la sovranità nazionale sarà esercitata a livello sopranazionale e che regole fiscali comuni vincoleranno le azioni dei governi dal lato fiscale"¹⁶⁸. Questa frase completa quella precedente, delineando il futuro punto di arrivo dell'Unione Europea completamente integrata. Menziona anche l'unione bancaria "Dunque nell'unione bancaria o nell'unione dei mercati finanziari, avremo un solo supervisore per tutta l'Eurozona [...] la Commissione Europea presenterà una proposta per il supervisore unico ad inizio settembre"¹⁶⁹ proprio per dare l'idea della immediata realizzabilità del progetto. A conclusione del secondo punto Draghi afferma: "Quindi più Europa, ma anche i vari *firewalls* a cui è stata data attenzione ora sono pronti a lavorare molto meglio che in passato. Il secondo messaggio è che ci sono stati più progressi di quanti ne siano stati riconosciuti"¹⁷⁰. Inizia poi l'ultimo punto del suo discorso: "Il terzo punto voglio è però in un certo senso più politico. Quando le persone parlano della fragilità dell'Euro [...] molto spesso gli Stati membri che non fanno parte dell'Eurozona o i loro leader, sottostimano l'ammontare di capitale politico che è stato investito nell'Euro"¹⁷¹. È interessante, in quanto è molto raro che un banchiere centrale faccia un'affermazione di carattere politico, preannunciando che questa sarà tale. Infatti, se si osservano altri discorsi di Draghi, è spesso ripetuto più e più volte che la BCE non fa affermazioni di carattere politico, limitandosi unicamente alle misure di politica monetaria che è per definizione, apolitica e apartitica. Questa

¹⁶⁷ *But a lot of progress has been done at supranational level. That's why I always say that the last summit was a real success. [...] all the leaders of the 27 countries of Europe, including UK etc., said that the only way out of this present crisis is to have more Europe, not less Europe.*

¹⁶⁸ *A Europe that is founded on four building blocks: a fiscal union, a financial union, an economic union and a political union. These blocks [...] mean that much more of what is national sovereignty is going to be exercised at supranational level, that common fiscal rules will bind government actions on the fiscal side.*

¹⁶⁹ *Then in the banking union or financial markets union, we will have one supervisor for the whole euro area. [...] the European Commission will present a proposal for the supervisor in early September.*

¹⁷⁰ *So more Europe, but also the various firewalls have been given attention and now they are ready to work much better than in the past. The second message is that there is more progress than it has been acknowledged.*

¹⁷¹ *But the third point I want to make is in a sense more political. When people talk about the fragility of the euro and the increasing fragility of the euro [...] very often non-euro area member states or leaders, underestimate the amount of political capital that is being invested in the euro.*

frase fa già capire che chi parla “esce” dalla sua sfera di competenze, e questo verrà confermato da ciò che dice in seguito. “E così noi lo vediamo, e non credo che noi siamo osservatori imparziali, noi pensiamo che l’euro sia irreversibile. E non è una parola vuota adesso, perché io prima ho detto esattamente quali azioni sono state fatte, e sono state fatte per renderlo irreversibile”¹⁷². Un’altra affermazione molto politica, per esprimere chiaramente che secondo la BCE, non è possibile tornare indietro ad un sistema governato dalle singole valute nazionali. Questa è la risposta a tutta una serie di polemiche iniziate nel periodo del primo pacchetto di aiuti, dove si era arrivati addirittura a discutere di una possibile uscita della Grecia dall’Eurozona, così come la creazione di due Eurozone: la prima soltanto per i Paesi centrali e la seconda per gli Stati periferici. In un vero e proprio *climax*, Draghi afferma: “Ma c’è un altro messaggio che voglio darvi. All’interno del nostro mandato, la BCE è pronta a fare qualsiasi cosa sia necessaria per preservare l’euro. E credetemi, sarà abbastanza”¹⁷³. Durante tutto il discorso, Draghi mantiene la stessa velocità nell’esprimere i vari concetti. Arrivato a questo punto – e questo è molto ben visibile dal video dell’evento – rallenta visibilmente proprio per conferire maggiore solennità alle parole che pronuncia. Pronuncia due volte di seguito le parole *within our mandate*, per rimarcare ulteriormente il rispetto delle regole definite dai trattati e osservando la platea, pronuncia il resto della frase. Aggiunge anche una breve pausa alla fine della frase, continuando con il tono molto solenne delle sue parole. È il messaggio principale di tutto il discorso, rivolto non soltanto alle persone presenti in sala, ma idealmente a tutti gli operatori di mercato che si trovavano coinvolti nella crisi dei debiti sovrani europei. Draghi preannunciava la decisione dell’attivazione delle OMT, che saranno ufficialmente presentate il 2 agosto successivo e ulteriormente spiegate nel dettaglio il 6 settembre. Queste operazioni, definite da alcuni economisti una “minaccia credibile”, da altri un vero e proprio “bluff”¹⁷⁴ prevedono una serie di criteri ben definiti per l’attivazione. Durante la crisi, gli unici Stati che ne avrebbero potuto beneficiare erano Irlanda e Portogallo, ma non ce ne è mai stato ricorso. È però la scelta delle parole che è degna di nota, accuratamente selezionate e per nulla lasciate al caso, visto il modo in cui sono state pronunciate. Soprattutto l’ultima parte suona quasi come una “sfida” nei confronti di chi scommetteva sulla tenuta dell’euro. Aggiunge: “Ci sono alcune

¹⁷² *And so we view this, and I do not think we are unbiased observers, we think the euro is irreversible. And it's not an empty word now, because I preceded saying exactly what actions have been made, are being made to make it irreversible.*

¹⁷³ *But there is another message I want to tell you. Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.*

¹⁷⁴ <http://krugman.blogs.nytimes.com/2014/09/10/even-more-on-scotland/>

sfide di breve termine, a dir poco. Le sfide di breve periodo secondo noi sono relative alla frammentazione finanziaria che ha preso piede nell'Eurozona. Gli investitori si sono ritirati all'interno dei loro confini nazionali. Il mercato interbancario non sta funzionando. Funziona solo molto poco all'interno di ogni paese, ma certamente non funziona tra i Paesi.”¹⁷⁵ Il riferimento è al momento iniziale dell'EMU, in cui gli operatori europei decidevano di investire indifferentemente in altri Stati Europei, mentre con la crisi questo meccanismo si è interrotto insieme al crollo della fiducia nel mercato interbancario. Per porre rimedio a questi problemi, Draghi afferma: “Ci sono almeno due dimensioni. Il mercato interbancario non funziona perché per tutte le banche nel mondo le attuali regole di liquidità fanno sì che – il prestare ad altre banche o il chiedere a prestito da altre banche – sia una perdita di danaro. Quindi la prima cosa da fare è ricalibrare completamente queste regole”¹⁷⁶. Aggiunge inoltre: “Il secondo punto è in un senso un problema di azione collettiva: perché i supervisori nazionali, guardando la crisi, hanno chiesto alle loro banche, le banche sotto la loro supervisione, di ritirare le loro attività entro i confini nazionali. E loro hanno recintato le posizioni di liquidità così che la liquidità non potesse fluire, anche all'interno della stessa *holding*, perché i supervisori del settore finanziario dicono <<no>>”¹⁷⁷. Questo concetto viene rafforzato “Dunque anche se ognuno di loro poteva aver ragione, collettivamente hanno sbagliato. Questa situazione deve essere superata”¹⁷⁸. È un chiaro accenno all'idea della BCE come unico supervisore del sistema bancario (come previsto nel progetto di unione bancaria), per evitare la riproposizione di simili scenari in futuro. Introduce poi un altro aspetto molto importante: “Poi c'è il fattore di avversità al rischio. L'avversità al rischio è collegata al rischio di controparte. Ora se io credo che la mia controparte andrà in default, non presterò danaro a questa controparte. Ma ciò può anche accadere perché c'è carenza di liquidità. Penso che ce ne siamo occupati con le due grosse LTROs dove abbiamo

¹⁷⁵ *There are some short-term challenges, to say the least. The short-term challenges in our view relate mostly to the financial fragmentation that has taken place in the euro area. Investors retreated within their national boundaries. The interbank market is not functioning. It is only functioning very little within each country by the way, but it is certainly not functioning across countries.*

¹⁷⁶ *There are at least two dimensions to this. The interbank market is not functioning, because for any bank in the world the current liquidity regulations make - to lend to other banks or borrow from other banks - a money losing proposition. So the first reason is that regulation has to be recalibrated completely.*

¹⁷⁷ *The second point is in a sense a collective action problem: because national supervisors, looking at the crisis, have asked their banks, the banks under their supervision, to withdraw their activities within national boundaries. And they ring fenced liquidity positions so liquidity can't flow, even across the same holding group because the financial sector supervisors are saying "no".*

¹⁷⁸ *So even though each one of them may be right, collectively they have been wrong. And this situation will have to be overcome of course.*

iniettato mezzo trilione di liquidità nelle banche dell'Eurozona. Ce ne siamo occupati"¹⁷⁹. La ripetizione di questo concetto fa intuire che per il momento, la misura fosse ritenuta sufficientemente adeguata al problema. "Poi c'è il recesso della controparte legato alla percezione che la mia controparte possa fallire a causa della mancanza di capitale. Possiamo fare poco per quanto riguarda questo"¹⁸⁰. La BCE infatti non può intervenire direttamente per influenzare la percezione che le banche avevano tra loro, ma può farlo indirettamente grazie alle misure messe in atto. Avviandosi alla conclusione, Draghi introduce un altro elemento al suo ragionamento "Poi c'è un'altra dimensione di questo problema che è relativa ai premi al rischio che sono caricati sui prestiti degli Stati sovrani. Questi premi sono influenzati, come ho detto, dal default, dalla liquidità, ma hanno molto più a che fare con la convertibilità, con il rischio di convertibilità. Ora fino a quando questi premi non sono relativi ai fattori inerenti la mia controparte – rientrano nel nostro mandato. Sono entro le nostre competenze"¹⁸¹. Queste due frasi controbilanciano quella precedente, evidenziando le aree in cui la BCE può operare e ricorda ancora la necessità dell'istituzione di operare all'interno dei limiti definiti dal mandato. "Nel punto in cui l'entità di questi premi relativi al debito sovrano ostacoli il funzionamento del canale di trasmissione della politica monetaria, questo rientra all'interno del nostro mandato"¹⁸². Questo riferimento è all'alto livello di spread che alcuni tra gli Stati membri dell'Eurozona dovevano sopportare e per questo motivo, vedevano limitato il loro accesso ai mercati. Draghi conclude il suo discorso dicendo: "Credo che mi fermerò qui; credo che la mia valutazione sia stata abbastanza candida e schietta"¹⁸³. Rimarca ancora la franchezza delle sue parole per sottolineare quanto tutta la valutazione effettuata riflettesse effettivamente le discussioni che venivano realizzate all'interno dell'*Executive Board*.

¹⁷⁹ *And then there is a risk aversion factor. Risk aversion has to do with counterparty risk. Now to the extent that I think my counterparty is going to default, I am not going to lend to this counterparty. But it can be because it is short of funding. And I think we took care of that with the two big LTROs where we injected half a trillion of net liquidity into the euro area banks. We took care of that.*

¹⁸⁰ *Then you have the counterparty recess related to the perception that my counterparty can fail because of lack of capital. We can do little about that.*

¹⁸¹ *Then there's another dimension to this that has to do with the premia that are being charged on sovereign states borrowings. These premia have to do, as I said, with default, with liquidity, but they also have to do more and more with convertibility, with the risk of convertibility. Now to the extent that these premia do not have to do with factors inherent to my counterparty - they come into our mandate. They come within our remit.*

¹⁸² *To the extent that the size of these sovereign premia hampers the functioning of the monetary policy transmission channel, they come within our mandate.*

¹⁸³ *I think I will stop here; I think my assessment was candid and frank enough.*

Si conclude così il discorso di Draghi. Analizzando bene le sue parole, è possibile individuare tutti i temi che erano e sono di maggiore importanza per la BCE ed alcune strategie che sarebbero state utilizzate successivamente. Non c'è solo il rimando al programma OMT; si aggiungono la supervisione unica come prevista dall'unione bancaria, il ristabilimento del canale interbancario e l'accento sull'irreversibilità dell'euro. Anche se, come è ben chiaro nel video, Draghi pronuncia un discorso che non era stato scritto in precedenza, eccetto alcuni punti chiave, le parole sono state accuratamente scelte e dimostrano bene la sincerità con cui si esprime. Il tono è solenne ma rassicurante allo stesso tempo, volto appunto a sincerare tutti gli ascoltatori che le manovre illustrate possono essere portate a termine con il fine di diminuire la pressione esercitata sugli Stati membri che attraversavano la crisi. Si riferisce più volte al mandato della BCE, a sottolineare che le azioni che avrebbero intrapreso da lì a poco erano all'interno delle loro competenze. Non possiamo sapere se all'interno dell'*Executive Board* si aspettassero già qualche avvenimento come il deferimento del programma OMT alla Corte Costituzionale Tedesca, che avverrà mesi dopo il discorso.

Analisi degli effetti di breve periodo

Il discorso di Draghi riceve subito una notevole attenzione da parte non soltanto della stampa specializzata, ma dai media in generale¹⁸⁴. Immediatamente diventa chiaro che le parole del Presidente non sono una semplice dichiarazione come tante altre, ma hanno un significato più profondo volto a rassicurare i mercati. Il primo dato che va analizzato è il rafforzamento dell'euro in confronto al dollaro. Alla fine del discorso infatti, l'euro si apprezza dell'1,1%, ottenendo il maggior rialzo del mese precedente venendo scambiato a 1,229 dollari. Nei mesi successivi l'apprezzamento continua, portando l'euro a riguadagnare il valore che aveva perso nei mesi precedenti. A settembre infatti supera la soglia di 1,30 e il rialzo continua in maniera continua per tutto l'anno successivo, col picco di 1,35 nel febbraio 2013. Bisogna però tenere conto che gli Stati Uniti, a settembre 2012 avevano avviato il loro terzo programma di QE che aveva contribuito anche a indebolire il dollaro vista la liquidità immessa sul mercato.

Per quanto riguarda i titoli di Stato, si registra immediatamente una diminuzione di 39 punti base sui titoli a dieci anni italiani, col calo del tasso di interesse a 6,05%. Analogamente, anche il tasso dei titoli spagnoli a dieci anni diminuisce di 45 punti base, arrivando a 6,93%. Le emissioni di debito a più breve scadenza reagiscono in modo più marcato: i titoli italiani a due anni calano di 89 punti base arrivando a 4,06% e quelli spagnoli di 74 punti base giungendo al 5,68%. Anche i titoli irlandesi a dieci anni sperimentano un calo nel loro rendimento di 53 punti

¹⁸⁴ Articoli da parte dei maggiori media pubblicati il 26 luglio:

Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-07-26/draghi-says-ecb-to-do-whatever-needed-as-yields-threaten-europe>

Financial Times: <http://www.ft.com/cms/s/0/6ce6b2c2-d713-11e1-8e7d-00144feabdc0.html#axzz4HlplD5xp>

The Telegraph: <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9428894/Debt-crisis-Mario-Draghi-pledges-to-do-whatever-it-takes-to-save-euro.html>

Il Sole 24ore: <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-07-26/draghi-messaggio-chiaro-pronti-121634.shtml?uuid=AbDU57DG>

The Wall Street Journal: <http://blogs.wsj.com/economics/2012/07/26/key-excerpts-mario-draghi-says-ecb-ready-to-do-whatever-it-takes/>

Reuters: <http://www.reuters.com/article/us-eurozone-ecb-draghi-idUSBRE86POHM20120726>

CNN: <http://money.cnn.com/2012/07/26/investing/draghi-ecb/>

The Huffington Post: http://www.huffingtonpost.com/2012/07/26/mario-draghi-ecb-euro_n_1704847.html

Spiegel: <http://www.spiegel.de/international/europe/markets-surge-after-ecb-president-mario-draghi-vows-to-protect-euro-a-846629.html>

BBC: <http://www.bbc.com/news/business-18998083>

The Guardian: <https://www.theguardian.com/business/2012/jul/26/euro-irreversible-mario-draghi-ecb>

Forbes: <http://www.forbes.com/sites/abrambrown/2012/07/26/draghi-well-do-whats-needed-to-save-the-euro/#58ed6c823eb4>

base, andando per la prima volta sotto la soglia del 6% a fine agosto, e dando inizio una diminuzione costante che si sarebbe protratta per gli anni successivi. La diminuzione dei titoli decennali greci è ancora più marcata: perdono 369 punti base, arrivando al rendimento del 27,40%. Osservando alcuni grafici del livello di *spread* tra i titoli di debito pubblico dei Paesi Europei paragonati con quelli tedeschi, si può osservare (soprattutto nel caso della Grecia) che da marzo a luglio 2012 c'è stato un nuovo picco, molto simile a quello massimo raggiunto tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012. Da luglio in poi, la diminuzione è stata costante per tutti gli Stati membri coinvolti nella crisi, continuando soprattutto durante l'anno successivo.

Altro dato rilevante è quello della performance dei principali mercati finanziari mondiali dopo le parole di Draghi. Per quanto riguarda quelli statunitensi, il *Dow Jones industrial avere* guadagna l'1,7%, chiudendo a 12887,93 punti. Anche lo *S&P 500* sale dell'1,7% arrivando a 1360,02 punti. Nasdaq chiude a 1,4%, raggiungendo quota 2893,25 punti. Per quanto riguarda invece i listini europei, il *FTSE 100* di Londra guadagna l'1,36%, chiudendo a 5573,16 punti, mentre maggiori sono stati i rialzi di Madrid, dove l'*IBEX* guadagna il 6%, chiudendo a 6368,80 punti e il *FTSE MIB* di Milano totalizza il 5,62% con 13210,04 punti. Anche a Parigi, il *CAC 400* chiude in rialzo del 4% a 3207,12 punti. Il 26 luglio dunque si conclude con il segno positivo in tutte le principali piazze europee e quelle americane. È ovviamente molto difficile affermare che tutto il rialzo è dovuto unicamente alle parole di Draghi, ma il messaggio rassicurante ha scatenato comunque il vero e proprio *Markets rally*.

Gli effetti di breve periodo del *whatever it takes* di Draghi sono stati significativi sotto differenti punti di vista, anche se quello più difficile da misurare o quantificare è la fiducia trasmessa agli operatori di mercato e alla popolazione. Sentir dire dal presidente di una istituzione che controllava la moneta di (allora) 17 paesi che era pronto a fare “qualsiasi cosa fosse necessaria” per salvare la moneta stessa è stato un fatto raro, unico, nella storia della comunicazione delle banche centrali. Lo stesso messaggio suona anche come una sfida nei confronti degli speculatori e una rassicurazione per i normali cittadini che temono di poter perdere molto con il crollo della moneta unica. Bisogna però considerare che la politica monetaria non può essere la soluzione a tutti i problemi derivanti da una crisi della magnitudine di quella iniziata nel 2007. È ancor meno realistico pensare che un discorso, o tre parole nello specifico, possono cambiare la storia da sole. Se queste tre parole però provengono da una persona che ha goduto e gode di credibilità ai più alti livelli, mentre è alla guida di un'istituzione ancor più credibile in virtù della sua storia, gli effetti possono essere ben diversi. Non bisogna

nemmeno dimenticare che, al momento in cui queste parole sono state pronunciate, la BCE aveva già utilizzato alcuni dei suoi strumenti - convenzionali e non – e questi hanno provato la loro utilità. In estrema sintesi, la credibilità degli interlocutori, l’attuazione di misure efficaci e la scelta giusta del tempo e delle parole sono stati gli ingredienti fondamentali che fanno in modo di trasformare un “normale” discorso in uno “storico”.

Analisi degli effetti di lungo periodo

Analizzati gli effetti di breve periodo, è ora il momento di guardare a quelli di più lungo termine. Il primo fattore da considerare è che, al momento della redazione di questo lavoro sono trascorsi quattro anni dal discorso di Draghi e di conseguenza gli effetti che si possono osservare sono quelli accaduti nel corso di questo periodo di tempo. Periodo di tempo normalmente definito di “medio termine”, poichè convenzionalmente per lungo periodo si considerano dieci anni. Bisogna inoltre considerare che nel corso di questi quattro anni trascorsi, altri eventi sono accaduti – fine dei programmi di aiuti, vari cambi di governi negli Stati interessati dalla crisi dei debiti sovrani, programmi di QE da parte di tutte le maggiori banche centrali, bassa inflazione prolungata, solo per citarne alcuni – e di conseguenza diventa molto complesso analizzare qualsiasi rapporto di causalità diretto.

Il programma OMT può essere inserito come uno degli effetti di medio periodo del discorso di Draghi. Annunciato il 2 agosto 2012, e presentato il 6 settembre dello stesso anno¹⁸⁵, il programma soppianta il SMP. L’aspetto interessante del programma OMT è che non prevede nessun limite predeterminato. Gli effetti dell’annuncio del programma si possono individuare nelle curve dei tassi di interesse dei titoli di Stato. La diminuzione generalizzata è continuata infatti durante gli anni successivi, fino all’inizio della deflazione europea. Il rendimento dei titoli di Stato è negativo anche per le emissioni di breve periodo (a sei mesi o a due anni) dei Paesi investiti dalla crisi.

Analizzando invece il tasso di cambio tra euro e dollaro, la situazione si fa meno chiara. Dal luglio 2012 all’agosto 2014 l’euro è passato da valere circa 1,20 a 1,37 dollari, per poi diminuire visibilmente ed arrivare nei primi mesi del 2015 a 1,04. In questo caso sono molti i fattori che hanno influenzato l’andamento del tasso di cambio in un periodo di tempo così esteso. Pertanto non è possibile individuare alcun trend di massima che può essere stato influenzato, alla lunga, dal discorso di Draghi. Analogo ragionamento va fatto per gli indici bancari europei e statunitensi. Vista la grande volatilità dei mercati anche in tempi di relativa calma è difficile identificare gli effetti di una sola comunicazione in un arco di tempo prolungato. A titolo esemplificativo, il *FTSE MIB* italiano ha raggiunto il suo minimo storico

¹⁸⁵ http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html

proprio nel luglio del 2012, e da allora ha iniziato una risalita intervallata da cali più o meno pronunciati, tornando nel 2016 ai valori che aveva a metà del 2013.

In estrema sintesi, tenendo conto del periodo di tempo, la concomitanza di numerosi altri eventi, differenti comunicazioni e l'utilizzo di altre misure di politica monetaria come i programmi di QE, non si rileva in maniera chiara nessun effetto chiaramente ed unicamente riconducibile al discorso del 26 luglio nel medio-lungo periodo.

Al termine di questa sezione è opportuno effettuare una valutazione complessiva del *whatever it takes*. Avvenuto in un momento importante della crisi dei debiti sovrani europei, il discorso di Draghi si caratterizza per il suo carattere estremamente politico. È infatti assai raro che un banchiere centrale si esprima in questo modo, implicitamente travalicando il limite dell'indipendenza politica, esprimendo un messaggio che non sia di contenuto prettamente tecnico. Il discorso racchiude alcuni dei più importanti punti che verranno realizzati nel corso degli anni successivi dalla BCE. Questo discorso ha avuto l'effetto di fermare le speculazioni massicce che sono state effettuate sui titoli di Stato, contestualmente riducendo la volatilità e l'incertezza. Di certo non si può pensare che un singolo discorso sia stato il punto di svolta dell'intera crisi, poichè che altri discorsi e altre misure si sono susseguite nel tempo, contribuendo così a "far cambiare il vento" sull'Europa. Un merito di questo discorso però è quello di aver avvicinato di più la BCE alla popolazione europea e viceversa: non era mai accaduto infatti che un discorso di un banchiere centrale ricevesse tanta attenzione anche dai media non specializzati. I rimandi alle celebri tre parole pronunciate da Draghi sono stati molti anche successivamente e spesso gli operatori economici osserveranno – talvolta delusi, perchè non ogni comunicazione contiene un messaggio espresso in modo così chiaro – le interviste e le conferenze stampa del Presidente della BCE. Il *whatever it takes* è quindi il simbolo della comunicazione delle banche centrali durante la crisi economica e corrisponde ad un punto importante, ma non quello finale, dell'evoluzione di questa nel tempo.

Confronto Fed versus ECB

Considerare unicamente la comunicazione delle banche centrali senza tenere conto dei soggetti che la realizzano può portare ad un'analisi incompleta o incorretta. Molto infatti dipende dai personaggi che si susseguono al timone delle più importanti istituzioni, in quanto il loro stile comunicativo, la loro provenienza e il loro background accademico e lavorativo influenzano in maniera profonda ogni loro comunicazione. È importante però effettuare questo tipo di analisi in modo comparativo, in modo da poter avere un termine di paragone per ognuna di queste persone e osservare come si sono differenziati gli uni dagli altri. Per questo motivo, ci si limita ai due governatori della Fed e della BCE che si sono passati il testimone durante la crisi economica: per la prima, l'analisi viene effettuata tra Ben Bernanke e Janet Yellen e per la seconda tra Jean-Claude Trichet e Mario Draghi.

Ben Shalom Bernanke, dopo aver studiato ad Harvard e al MIT, è stato professore alla New York University e a Princeton. Dal 2002 al 2005 fu un membro del *Board of Governors* della Fed e nel giugno 2005 è stato nominato presidente del *Council of Economic Advisers* del presidente George W. Bush. Il primo febbraio 2006 diventa Presidente della Fed, fino al 3 febbraio 2014. Bernanke guida la banca centrale statunitense durante tutto il periodo più acuto della crisi finanziaria. Il suo stile di comunicazione è stato così descritto: “Bernanke appartiene ad una nuova generazione di economisti che credono in una banca centrale totalmente trasparente – che vuol dire che la banca deve chiaramente comunicare al pubblico le sue previsioni per l'economia, gli obiettivi di policy e la ragione dietro le sue scelte. Per quanto riguarda un altro ambito, Bernanke sembra molto meno aperto di Greenspan. Durante gli anni, Greenspan diventò un guru dell'economia: la sua visione era ampiamente rispettata, ed era spesso trascinato in dibattiti al di fuori dell'ambito della Fed. D'altro canto, Bernanke sembra presentare un profilo molto più basso, evitando aspetti che possano creare l'apparente partigianeria della Fed”¹⁸⁶. A riprova del primo punto, Bernanke concede un'intervista nel 2009 al canale *CBS* nella trasmissione *60 Minutes*¹⁸⁷, aprendo (non soltanto metaforicamente) le porte della Fed, raramente vista all'interno. Nel 2008, un altro articolo¹⁸⁸ mostra ulteriormente le differenze tra Bernanke e Greenspan: “Agli incontri della Fed, l'abitudine di Bernanke, in

¹⁸⁶ Ethan S. Harris *Ben Bernanke's Fed: The Federal Reserve After Greenspan*, Harvard Business Press, 2008

¹⁸⁷ <https://www.youtube.com/watch?v=odPfHY4ekHA>

¹⁸⁸ <https://hbr.org/2009/09/how-to-communicate-like-ben-be>

contrasto col suo predecessore Alan Greenspan, è di <<parlare per ultimo>>. [...] Bernanke vuole facilitare una discussione libera senza imporre il suo punto di vista dall'inizio." È stato anche definito dal Presidente Barack Obama come "l'epitome della calma, una voce di saggezza e una mano ferma"¹⁸⁹. Bernanke è stato comunque molto ottimista nelle prime fasi della crisi – forse addirittura troppo, come si può vedere dal suo discorso del maggio 2007 riportato nel capitolo III – ma ha poi successivamente ricalibrato la sua comunicazione man mano che la crisi si evolveva, discutendo di diversi argomenti con uguale profondità.

Janet Louise Yellen studiò al Pembroke College e ottiene il suo Ph.D. (unica donna del suo corso) a Yale sotto la supervisione di James Tobin e Joseph Stiglitz. Anche lei ha presieduto il *Council of Economic Advisers* del Presidente Clinton dal febbraio 1997 all'agosto 1999. Il 28 aprile 2010 viene nominata vice-presidente della Fed dal Presidente Obama ed il 9 ottobre 2013 subentra a Bernanke, unica donna nella storia della Fed a ricoprire la presidenza della banca centrale. Considerata da molti una "colomba" della politica monetaria, preoccupata più della disoccupazione, appartiene alla scuola di pensiero Keynesiano. Per quanto riguarda il suo stile di comunicazione, sembra molto vicino a quello del suo predecessore, in contrapposizione con quello di Lawrence Summers, visto come suo possibile rivale. Un articolo del Washington Post recita "Da una parte c'è Summers autoritario, esplicito, sicuro di sé e sfacciato. D'altra parte c'è la Yellen: mirante al consenso, mite, metodica e per certi aspetti timida. [...] Che tipo di leader si vuole a gestire la politica monetaria in questo momento – uno che possa spaventare i mercati con commenti inaspettati, o una persona le cui abilità comunicative sono soggetto di lode? Chi volete che guidi la Fed quando sta sperimentando maggiori problemi – qualcuno che sia coraggioso ma imprevedibile o qualcuno considerato più prudente ma più trasparente"¹⁹⁰. Il Wall Street Journal¹⁹¹ la descrive come una persona preoccupata dagli effetti della disoccupazione e dell'inflazione eccessiva, con un'ottima capacità predittiva: "La signora Yellen ha prodotto le più accurate previsioni di tutti i funzionari della Fed dal 2009 al 2013, secondo un'analisi del Wall Street Journal"; viene aggiunto inoltre che la crisi finanziaria l'avesse spinta a sostenere maggiori regolamentazioni finanziarie e che i mercati le riconoscessero buone capacità comunicativa. Non bisogna dimenticare che il suo predecessore nel 2010 la pone alla guida di un comitato interno della Fed che si occupa proprio

¹⁸⁹ <http://www.nydailynews.com/news/politics/yellen-obama-choice-succeed-bernanke-Fed-article-1.1480306>

¹⁹⁰ <https://www.washingtonpost.com/news/on-leadership/wp/2013/10/09/janet-yellens-leadership-style-is-right-for-the-fed-and-for-the-future/>

¹⁹¹ <http://blogs.wsj.com/economics/2013/10/08/five-things-you-need-to-know-about-janet-yellen/>

di comunicazione, introducendo notevoli innovazioni nella strategia della banca centrale. Lei stessa ha aggiunto¹⁹²: “Gli effetti della politica monetaria dipendono criticamente dal fatto che il pubblico comprenda il messaggio circa quale politica realizzeremo nei mesi o anni successivi. [...] Spero e ho fiducia nel fatto che i giorni di <<mai spiegare, mai scusarsi>> siano definitivamente passati”¹⁹³. Janet Yellen è stata accusata¹⁹⁴ di spiegarsi addirittura “troppo chiaramente” per il ruolo che ricopre. Bernanke infatti sapeva, in virtù della sua esperienza, quando essere più vaga nelle sue affermazioni. In estrema sintesi, lo stile comunicativo dei due presidenti della Fed è molto simile, forse con Bernanke leggermente più ottimista del suo successore. Entrambi hanno uno stile di negoziazione volto al consenso e cercano di minimizzare le dichiarazioni di voto negative (che compaiono nelle *minutes* pubblicate tre settimane dopo l’incontro del FOMC) per arrivare ad una decisione condivisa. Anche la loro carriera accademica è egualmente importante, così come comune è stata la loro esperienza nei *Council of Economic Advisers*, anche se sotto diverse amministrazioni. Vi è pertanto una continuità di fondo, interrotta unicamente da elementi che possono essere derivanti dalle diverse aree di interesse – Bernanke si è occupato di crisi economiche, mentre Janet Yellen di disoccupazione – o da elementi del carattere personale.

Jean-Claude Trichet studiò a Scinces Po e all’ENA, successivamente venne nominato governatore della Banca di Francia nel 1993. Dieci anni dopo, sostituisce Wim Duisenberg alla presidenza della BCE fino al 2011. Per le sue politiche di supporto alla moneta francese è stato soprannominato “l’ayatollah del forte francese”¹⁹⁵. Nelle decisioni è sempre orientato alla risoluzione delle varie questioni senza arrivare ad un voto formale. “è stato accusato di essere troppo lento nel cambiare i tassi di interesse perché tendeva ad aspettare che tutti i membri fossero d’accordo prima di agire. Ha mantenuto (e ancora mantiene) segrete le *minutes* degli incontri perché è agevole presentare un fronte unito al mondo esterno, e non è intenzionato a lasciare le folle origliare nei dibattiti interni. In difesa di ciò, la BCE afferma che questa segretezza difende i membri del consiglio dalla pressione politica”¹⁹⁶. Il suo stile di condotta e di comunicazione è stato definito “presidenziale”: se nei suoi primi anni mira ad ottenere

¹⁹² <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20130404a.htm>

¹⁹³ *The effects of monetary policy depend critically on the public getting the message about what policy will do months or years in the future [...] I hope and trust that the days of ‘never explain, never excuse’ are gone for good* Ibidem

¹⁹⁴ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-03-19/janet-yellens-rookie-mistake-speaking-too-clearly>

¹⁹⁵ <http://www.fes.de/wiso/pdf/international/2011/241011/Belke.pdf>

¹⁹⁶ <http://www.economist.com/node/2185731>

decisioni prese con unanimità, successivamente si orienta alla semplice maggioranza. Sempre nelle comunicazioni, ad esempio nelle conferenze stampa, Trichet preferisce dare risposte più lunghe e che possono deviare dall'argomento, arrivando anche ad un'ora e un quarto per l'intera conferenza¹⁹⁷. È anche solito ripetere spesso dati come l'esatta popolazione europea e il tasso medio di inflazione dell'Eurozona e molto cortese nelle sue dichiarazioni, soprattutto quando deve rispondere alle domande. Ciò non gli impediva talvolta di pronunciare dei veri e propri "scioglilingua" come "Siamo – tra le maggiori valute fluttuanti – in un sistema fluttuante e quando abbiamo qualcosa da dire nel sistema fluttuante, lo diciamo"¹⁹⁸, "I popoli d'Europa decideranno quale sarà il futuro della loro storia"¹⁹⁹. Per questo motivo è stato definito "delfico", in relazione all'oracolo di Delfi, le cui particolari parole andavano sempre decifrate per conoscere il futuro. Le sue dichiarazioni si sono sempre caratterizzate per un tono neutrale e cautamente ottimistico, anche quando alcuni suoi colleghi sono stati più espliciti nelle loro affermazioni.

Mario Draghi si laurea in economia avendo come relatore Federico Caffè e consegue un Ph.D. al MIT sotto la supervisione di Franco Modigliani e Robert Solow. Insegna a Trento, Padova, Venezia e Firenze, è direttore del Tesoro; nel 2005 viene nominato governatore della Banca d'Italia, e nel 2011 governatore della BCE. "Molte persone alla banca centrale, che gestisce la moneta unica per 18 Stati membri dell'Unione Europea, hanno ben accolto la maggiore informalità di Draghi quando ha preso il posto di Trichet nel 2011. I suoi sforzi nell'avere degli incontri più corti, delegare e raccogliere idee maggiormente, sono stati percepiti come una ventata d'aria fresca²⁰⁰. Eppure, per quanto riguarda il processo decisionale appare come "più riservato, e meno collegiale". Draghi ha avuto delle difficoltà interne soprattutto con la *Bundesbank* e il suo governatore Jens Weidmann, che ha spesso votato contro alcune delle decisioni, come il QE. Non bisogna nemmeno dimenticare le critiche provenienti da alcuni dei più importanti giornali tedeschi, dove è stato rappresentato nelle vesti di un moderno "Euro-Cesare" o nell'atto di accendersi un sigaro con una banconota da 100 euro. Ma è anche considerato il più "tedesco" degli italiani: oltre a conoscere la lingua, non è raro trovare in alcuni dei suoi discorsi degli estratti in lingua tedesca. Mantiene un rapporto particolare con la

¹⁹⁷ <http://blogs.wsj.com/eurocrisis/2011/12/08/draghi-versus-trichet/>

¹⁹⁸ *We are – between the major floating currencies – in a floating system and when we have something to say in the floating system, we say it* Ibidem

¹⁹⁹ *the people of Europe will decide what will be the future of their history* Ibidem

²⁰⁰ <http://uk.reuters.com/article/uk-ecb-governors-idUKKBN0IO1H020141104>

Cancelliera tedesca Angela Merkel, che ha incontrato prima di alcune delle decisioni più importanti intraprese dalla BCE in tempi recenti, proprio perché è la Germania il partner più difficile da convincere circa la necessità delle misure non convenzionali, visto l'eterno timore tedesco dell'inflazione. Draghi può essere descritto come un "uomo d'azione", specialmente se paragonato al suo predecessore Trichet. Molto più ottimista – e sintetico, dal momento che ha anche proposto una riduzione del numero di conferenze stampa annuali della BCE - nelle sue comunicazioni, non teme la possibilità di prendere misure che possano passare a maggioranza; non cerca sempre il consenso. Eppure ciò è generalmente gradito dai mercati e non soltanto da loro: Draghi è stato nominato *Person of the Year* nel 2012 dal *Financial Times* e dal 2012 al 2014 è stato sempre inserito nella *Forbes list of The World's Most Powerful People*.

In sintesi, se consideriamo la comparazione effettuata in precedenza tra Bernanke e Yellen che presentavano molti punti in comune, la situazione è molto diversa tra Trichet e Draghi. Più lungo e talvolta più oscuro nelle sue spiegazioni il primo, più sintetico e diretto il secondo. Trichet è più attento all'opinione dei membri del suo *Board* e cerca di arrivare alle decisioni evitando il voto o tramite consenso; Draghi invece tende più a delegare ad altri alcuni compiti, e non ha problemi ad avere dei voti contro in determinate situazioni, se è però sicuro (grazie ad incontri bilaterali precedenti) che le manovre abbiano concrete possibilità di passare. Il governatore francese è in genere più neutrale nel tono delle sue dichiarazioni, cercando di ottenere una comunicazione "da statista"; Draghi, visto il periodo in cui si trova ad operare, deve necessariamente trasmettere ottimismo – anche se spesso ricorda che la politica monetaria non è la panacea di tutti i mali e che gli Stati membri devono lavorare allo stesso modo – e, cosa rara per un banchiere centrale, talvolta fa comunicazione di tipo "politico", sempre molto attento alle parole e ai modi in cui si esprime.

Capitolo V: Analisi dei modelli di comunicazione

*Clear communication is always important in central banking, but it can be especially important when economic conditions call for further policy stimulus but the policy rate is already at its effective lower bound*²⁰¹

Ben Bernanke, presidente della Federal Reserve, agosto 2012

I modelli di comunicazione utilizzati dalle banche centrali riflettono le differenze culturali e sistemiche esistenti tra i vari istituti. Si possono identificare due categorie principali: comunicazione collegiale o presidenziale e con consenso e con opinioni differenti. La comunicazione collegiale comporta che il comitato che realizza le scelte di politica monetaria si esprime con una voce unica, presentando un sunto di tutti i punti di vista espressi all'interno delle varie riunioni. La comunicazione presidenziale invece è caratterizzata dalla presenza di un'indicazione generale data dal presidente della banca centrale, lasciando spazio ai vari componenti di esprimersi in maniera autonoma. Il consenso si verifica quando non vi è bisogno di un voto per realizzare le scelte del comitato, dando così l'idea di una voce unanime; all'opposto si presenta il modello con opinioni dissenzienti, dove chi si schiera contro una determinata decisione ha la possibilità di giustificare la propria scelta.

Nella parte finale sono illustrati i punti a favore e contro le varie strategie comunicative, presentando con esempi concreti i modelli perseguiti dalla Fed, la BCE e la BoE. Si evidenzia così le differenze presenti tra le tre istituzioni e l'efficacia della loro comunicazione.

²⁰¹ "Una chiara comunicazione è sempre importante nelle banche centrali, ma può essere specialmente importante quando le condizioni economiche richiedono uno stimolo ulteriore ma il tasso di policy è già al suo minimo effettivo."

Analisi dei modelli di comunicazione: collegiale o presidenziale – con consenso o con opinioni dissenzienti

Le banche centrali contano molto sulla comunicazione per trasmettere le loro misure al pubblico e per farlo attuano diverse strategie o modelli di comunicazione. Questi modelli si sono evoluti nel tempo e il loro cambiamento non ha interessato unicamente questi ultimi: si è trattato di un ripensamento più ampio, concentrato su come le banche centrali hanno messo in atto tali modelli. Si tende ad una maggiore trasparenza, ma che non sia totale in tutto e per tutto, in quanto è provato che una apertura totale possa portare danni alla banca centrale. La maggiore trasparenza deve essere accompagnata da una maggiore chiarezza, che si esprime sia nella comprensibilità del linguaggio utilizzato, sia nell'emissione di un messaggio unico, che non generi confusione o volatilità nei mercati. Negli anni si è registrata inoltre la tendenza a ottenere delle decisioni “per comitato”, il che significa che è sempre il comitato referente il soggetto che opera le decisioni di politica monetaria invece dei suoi singoli componenti o del presidente. Per questo capitolo, si segue la metodologia utilizzata da Ehrmann e Fratzscher²⁰².

Nelle banche centrali moderne esistono due modelli principali di comunicazione: quello collegiale, dove il comitato si esprime con un'unica voce – in genere quella del presidente – insieme alla pubblicazione delle *minutes* che presentano il risultato dei voti interni, che vengono rilasciate soltanto dopo anni dalla decisione. Opposto a questo vi è quello presidenziale, dove il presidente dell'istituzione esprime un messaggio di massima, lasciando però mano libera agli altri membri del comitato di manifestare le proprie opinioni. Analogamente, il primo sistema si interfaccia bene con un modello definito “consensuale” mentre il secondo può presentare invece delle opinioni dissenzienti. In questo capitolo si analizzeranno, in quest'ottica, la Fd, la BCE e la BoE. La prima segue una strategia più individualistica, ma le decisioni all'interno del FOMC sono realizzate in maniera collegiale. La seconda invece segue una strategia collegiale sia nella comunicazione che nella decisione (soprattutto nel periodo di Trichet). La BoE persegue una strategia collegiale, ma al contrario le decisioni prese nel MPC sono spesso prese a maggioranza e raramente all'unanimità

È necessario però chiarificare che cosa si intende analizzare nel modello di comunicazione o strategia comunicativa, per poterli comparare efficacemente: in primo luogo

²⁰² Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher *Communication and decision-making by Central Bank committees: different strategies, same effectiveness?* ECB Working Paper N. 488, maggio 2005

va osservato il contenuto, in secondo il *timing* e infine la consistenza contenutistica dei messaggi. Per quanto riguarda il primo punto, le banche centrali sono solite rilasciare un gran numero di dichiarazioni neutrali che non impegnano attivamente l'istituzione a realizzare una manovra o meno. Vi è una differenza in questo abito tra le banche, ma tutte e tre sono simili per quanto riguarda il fatto che il presidente rilascia un numero maggiore di comunicazioni rispetto a quelle degli altri membri. Per il *timing*, come già ricordato, le istituzioni comunicano più prima dei loro incontri che dopo, probabilmente per preparare i mercati alle scelte che sono state prese. Infine, per quanto concerne la consistenza dei messaggi, i membri del FOMC agiscono in maniera meno coordinata rispetto ai loro colleghi degli altri due istituti.

Nell'ambito del processo decisionale, sia il FOMC che il MPC pubblicano le loro *minutes* con le indicazioni di voto di ciascun membro dei comitati. La BCE invece non pubblica nessun documento simile, ma puntualizza spesso che le decisioni sono prese in maniera collegiale. In media però il MPC è quello che ha il numero più alto di membri dissenzienti durante il voto e ciò evidenzia il fatto che le decisioni vengano prese secondo un approccio individualistico. Invece, sia il FOMC che il *Governing Council* si esprimono in maniera collegiale.

L'efficacia della comunicazione si misura secondo due scale: la prima è la capacità previsionale dei mercati finanziari in merito alle scelte future di politica monetaria. La seconda è l'abilità dei membri dei consigli di influenzare i suddetti mercati finanziari e indirettamente muovere i prezzi degli asset. Secondo i due autori, dal momento che la Fed ha alta dispersione nella comunicazione, una media consistenza nelle decisioni e una bassa dispersione dei voti, la risposta dei mercati dovrebbe essere alta in merito ad alcuni membri ma non si comprende bene che livello di prevedibilità possano avere le sue scelte. Nel caso della BoE, la dispersione è bassa, la consistenza è media e la dispersione nel voto è alta: di conseguenza la prevedibilità dovrebbe essere media, così come la risposta dei mercati, uniforme alle dichiarazioni di tutti i membri del MPC. Per la BCE, con bassa dispersione, alta consistenza nei messaggi e nessuna dispersione di voto, sia la prevedibilità che la risposta da parte dei mercati finanziari dovrebbe essere alta e uniforme rispetto a tutti i suoi membri.

La prevedibilità della BCE e della Fed è, di massima, uguale per quanto riguarda le decisioni di politica monetaria, mentre la BoE è meno prevedibile dai mercati. È legittimo chiedersi che cosa aggiunga la comunicazione delle prime due istituzioni rispetto a quella

dell'istituzione inglese, poichè i mercati sembrano più “preparati” rispetto alle possibili azioni future. Per ciò che concerne l'abilità delle banche centrali nel condizionare i mercati nella maniera desiderata, la Fed è la più capace, influenzando di circa un punto base in media il rendimento dei titoli di stato di maturità compresa fra tre mesi e cinque anni. La BoE ci riesce in maniera ancora meno marcata, mentre la BCE ottiene l'effetto maggiore fra le tre banche, andando da 1,6 a 2,5 punti base. I mercati reagiscono in maniera molto forte al rilascio degli *economic outlook* della Fed, mentre in modo molto minore o nullo per le altre due istituzioni.

Altro fattore di cui bisogna tenere conto è quello relativo ai soggetti che effettuano la comunicazione, dipendentemente dal ruolo che ricoprono all'interno dell'istituzione. Per quanto riguarda la Fed, le affermazioni del presidente hanno un effetto molto maggiore sui mercati finanziari rispetto a quello degli altri membri del FOMC. È pertanto il soggetto principale che riesce a “muovere” i mercati nella direzione voluta e la differenza con altri membri è talvolta molto significativa. Per quanto riguarda la BoE, la situazione è simile a quella descritta per l'istituzione americana. La BCE invece presenta uno scenario diverso. Sia il Presidente che gli altri membri del *Governing Council* riescono ad ottenere un effetto significativo sui mercati, con la specifica che quando alcune dichiarazioni sono dissonanti rispetto alla decisione di politica monetaria, i mercati reagiscono in maniera più marcata, anche per la conseguente incertezza generata. Per quanto concerne i mercati americani, sembra che gli operatori si concentrino principalmente sulle comunicazioni dei membri del FOMC che esprimono un'idea condivisa dalla maggioranza dei votanti e in particolare, quelli del presidente, visto come una sorta di portavoce collettivo. Per la BCE, la più bassa dispersione tra la comunicazione dei vari membri può significare che l'attenzione dei mercati è ugualmente concentrata su tutti i membri.

In conclusione, è comprovato che la Fed persegue una strategia di comunicazione individualistica, con un alto livello di dispersione nelle dichiarazioni dei singoli membri del comitato, sebbene questo non vuol dire necessariamente che i loro discorsi siano contraddittori fra loro. Il processo decisionale è però collegiale, dal momento che gran parte delle decisioni sono prese con voto unanime. Questo riflette anche lo stile comunicativo e di leadership di Bernanke, presidente al tempo dello studio, che è solito ricercare il consenso tra i membri del FOMC senza indirizzare troppo le comunicazioni dei suoi colleghi. Il MPC della BoE invece sembra seguire una strategia di tipo collegiale, ma mantiene il suo processo decisionale individualista, dal momento che poche comunicazioni sono prese tramite consenso. La BCE

invece è collegiale sia nella strategia che nel processo decisionale, anche se per quanto riguarda il secondo ambito, con la presidenza di Mario Draghi ci sono stati momenti in cui le decisioni non sono state prese all'unanimità. Per aumentare la prevedibilità delle politiche, l'approccio consensuale sembra ottenere maggiori effetti positivi, a beneficio della Fed e della BCE e minore per la BoE. In ogni caso, sembra che sebbene le strategie sono differenti fra loro, la Fed e la BCE sono particolarmente efficaci nella loro comunicazione e questo suggerisce il fatto che non esiste una strategia *one fits all*.

Disamina di vantaggi e svantaggi delle diverse strategie di comunicazione

Analizzate le strategie di comunicazione e la loro applicazione da parte delle più importanti banche centrali, è ora il momento di elencare quali sono gli aspetti positivi e negativi delle tipologie utilizzate. Tenendo a mente che non esiste una soluzione unica per tutte le istituzioni, l'analisi non verrà effettuata in termini generali, ma in relazione all'istituzione.

Nel caso della Fed, è facile osservare come i membri del FOMC sono individualisti nelle loro comunicazioni e le decisioni vengono prese in maniera collegiale. Un fattore che non va ignorato allo stesso modo è la “storia” della banca centrale americana: avendo più di un secolo di vita, può contare su una fiducia consolidata ed un rispetto riconosciuto da parte di tutti gli operatori economici mondiali. Inoltre, vista l'importanza geopolitica degli Stati Uniti, l'entità dell'economia statunitense e il peso che essa ha a livello mondiale, ci si spiega perchè tutti attendono le decisioni prese dalla sua banca centrale con grande attenzione. Tenendo conto di queste premesse, è più facile comprendere gli effetti positivi della strategia comunicativa della Fed. Per quanto riguarda l'indipendenza dei suoi membri, bisogna considerare due principali fattori. Il primo è il modo di operare sia di Bernanke che di Yellen: entrambi infatti non danno l'idea di volersi imporre sugli altri membri del FOMC per convincerli delle loro ragioni, ma danno “mano libera” agli altri presenti nel comitato. Il secondo aspetto è dato dal fatto che il presidente della Fed è una sorta di *primus inter pares* tra gli altri governatori presenti nel board. Questi due aspetti contribuiscono a creare una situazione in cui tutti i partecipanti hanno la possibilità di esprimere le loro vedute, anche in maniera conflittuale, senza però intaccare la fiducia che gli operatori economici ripongono nell'istituzione americana. È stato provato²⁰³ che comunicare la diversità di visioni nell'ambito del futuro dell'economia e dei rischi esistenti, può portare ad una riduzione dell'incertezza e ad una migliore previsione del sentiero futuro dei tassi di interesse da parte degli operatori economici. Tale risultato non si registra però per quanto riguarda la diversità di pensiero circa la politica monetaria, che non porta nessun beneficio, anzi diminuisce la capacità degli operatori di prevedere le mosse future della banca centrale. Ma, d'altra parte, i mercati prestano un'attenzione maggiore ai discorsi del presidente. In sintesi, per quanto riguarda il modo di comunicare della Fed, un aspetto positivo è dato dalla libertà data ai membri nel comunicare

²⁰³ Capitolo II, Paper n 3 *How should central banks communicate*, novembre 2005

autonomamente, ma questo può diventare un aspetto negativo quando il “rumore” e l’incertezza aumentano a causa di troppe comunicazioni discordanti. Per quanto riguarda il presidente invece, visto il suo ruolo preminente, la sua comunicazione ha il grande vantaggio di essere ascoltata dai mercati e lui può intervenire, qualora la contraddittorietà dei messaggi espressi precedentemente sia troppo alta, per mettere ordine e chiarire il punto di vista della Fed. Ma anche questo grande vantaggio può trasformarsi in un aspetto negativo, quando il presidente non riesce a comunicare nel modo giusto, magari parlando troppo chiaramente e mettendosi in aperto dissidio con una comunicazione precedente o di altri. Pertanto, ogni parola deve essere pensata attentamente, considerando anche le affermazioni degli altri colleghi.

Per quanto concerne invece la strategia decisionale, la Fed segue un modello consensuale. Come in precedenza, si deve dare atto ai due ultimi presidenti per la loro grande capacità negoziale, visto che negli ultimi anni i voti contrari alle decisioni di politica monetaria sono stati molto limitati. Questo approccio trasmette una grande similarità di vedute all’interno del FOMC, cosa che è particolarmente positiva in quanto riduce l’incertezza e pertanto la volatilità nei mercati. Un aspetto più complesso invece è la differenza tra quanto i membri del FOMC dicono e quello che effettivamente fanno (in termini di voto). Se viene percepita poca coerenza, l’effetto immediato è una maggiore volatilità da parte dei mercati che non riescono bene a comprendere come mai vi sia una diversità tra parole e comportamento. In conclusione, la strategia consensuale unita al modello di comunicazione individualistico ha bisogno di un buon bilanciamento per funzionare bene, soprattutto tra presidente e gli altri membri del FOMC.

La BCE è invece collegiale sia nella sua strategia comunicativa sia nel modo in cui prende le decisioni di politica monetaria. Si tratta di un’istituzione più “giovane”, attiva soltanto dal 1999, che ha avuto il difficile compito di amministrare una politica unica per tutti gli stati appartenenti all’Eurozona e a differenza degli Stati Uniti, manca ancora un’unione politica e fiscale che possa fare da contraltare alle scelte di carattere monetario. Gode però di un’elevata credibilità e altrettanta importanza in virtù del dato aggregato dell’economia. Considerando questi due punti principali, si potrebbe dire che la BCE si è subito orientata verso il modello consensuale anche per dimostrare al resto del mondo un’unicità di vedute ed una serie di obiettivi comuni e condivisi. Questo aspetto è stato particolarmente visibile durante la presidenza Trichet, in virtù delle sue capacità di mediazione e comunicazione, mentre sembra essersi leggermente ridotto durante la presidenza di Draghi, che sconta alcuni contrasti con la *Bundesbank*. È stato però interessante notare come nel mese di aprile 2016 sia stato lo stesso

Jens Weidmann, governatore della banca centrale tedesca, a difendere della BCE e del suo presidente dalle critiche provenienti dal ministro delle finanze Wolfgang Schäuble²⁰⁴. La BCE infatti deve difendere la sua indipendenza anche perché è facilmente accusabile da alcuni Stati membri di mettere in atto determinate politiche a vantaggio soltanto di alcuni. Vale anche per la BCE lo stesso discorso della Fed, poichè durante le conferenze stampa al termine degli incontri mensili, sono le parole del presidente quelle che ottengono un'attenzione leggermente maggiore da parte degli operatori economici, soprattutto dopo il discorso di Draghi del 2012. Quello che si nota è anche una certa convergenza nei temi trattati dei discorsi dei vari membri dell'*Executive Board*: questo aiuta ulteriormente i mercati nel comprendere bene quali siano i problemi da affrontare per la BCE e quanto essi siano condivisi tra i vari partecipanti alle riunioni.

La BCE è collegiale anche nel processo decisionale e questo aiuta i mercati nel prevedere meglio le mosse future dell'istituzione, diminuendo l'incertezza e la volatilità. Bisogna però tenere conto del fatto che le *minutes* non vengono pubblicate affatto, o in alcuni casi trent'anni dopo la data dell'incontro. Di conseguenza è lecito pensare che i mercati "si fidano" della capacità negoziale dei membri, assumendo che le misure vengono adottate all'unanimità e non vi sono grossi dubbi su queste. Infatti, sono soltanto i giornali che riportano le notizie riguardo possibili diversità di vedute dei governatori al momento del voto, mentre non esiste nessuna attestazione ufficiale del loro comportamento. Questo fatto può diventare un punto negativo nel caso in cui tali indiscrezioni riescono a "corrodere" il legame di fiducia che i mercati hanno nei confronti dell'istituzione europea.

La BoE invece presenta una strategia di comunicazione collegiale, simile a quella descritta dalla BCE, e pertanto presenta gli stessi punti a favore e contro illustrati in precedenza. Anche la BoE ha una storia molto lunga, più della Fed (è stata fondata infatti nel 1694) e anche in virtù della potenza economica del Regno Unito, le sue comunicazioni sono sempre ascoltate dagli operatori di mercato.

Il dato più interessante è però quello riguardo la costante presenza di membri dissenzienti al momento del voto del MPC. La BoE infatti pubblica le *minutes* tre settimane dopo ogni incontro del MPC, mostrando chiaramente come ogni membro voti. Questo ha

²⁰⁴ <http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2016-04-12/weidmann-a-sorpresa-difende-draghi-critiche-schauble-130935.shtml?uuid=ACNWP05C>

l'effetto di aumentare l'incertezza dei mercati, soprattutto se le opinioni dissenzienti sono diverse e ben motivate. In questi casi, risulta fondamentale l'abilità del governatore nel presentare una sintesi efficace e rispondere bene alle domande che successivamente possono esserci.

Conclusioni

*Monetary policy is not a panacea*²⁰⁵

Ben Bernanke, presidente della Federal Reserve

Durante gli anni della crisi economica, la comunicazione delle banche centrali di tutto il mondo è cambiata in modo sostanziale. Il presente lavoro ha dimostrato, osservando comparativamente le principali istituzioni, come il modo di fare comunicazione si sia evoluto. Prima della crisi infatti, i banchieri centrali comunicavano in modo piuttosto oscuro e contorto, diretto unicamente ad attori economici specializzati, quasi per non voler far comprendere ciò che veniva deciso. L'esempio pratico è stato il modo di parlare di Alan Greenspan, passato alla storia come *Fedspeak*: è descritto dal suo inventore come “un linguaggio intenzionalmente oscuro per evitare che arrivino alcune domande, a cui sai di non poter rispondere”²⁰⁶. Ma questo tipo di comunicazione che può andare bene in tempi di relativa calma, non è stato sufficiente durante la crisi economica. Infatti, proprio la “seconda grande recessione” ha fatto da motore per un cambiamento radicale nella comunicazione delle banche centrali, portando al raggiungimento di alcuni importanti risultati. Il primo di questi è stato la maggiore chiarezza e trasparenza nella trasmissione delle informazioni. Le banche centrali infatti si sono adeguate rendendo disponibili in rete gran parte della loro documentazione, rendendo pubbliche tutte le trascrizioni dei discorsi che i vari banchieri rilasciano e diffondendo con alcune settimane di ritardo i resoconti delle discussioni interne dei vari comitati. Il secondo è collegato con la sempre maggiore richiesta di *accountability* da parte delle popolazioni, che negli ultimi tempi guardano con sempre maggior sospetto le istituzioni governate da membri non eletti da loro, tramite regolari elezioni. Per questo motivo, è stato necessario controbilanciare questo effetto con una maggiore apertura verso l'esterno, tenendo conto che ovviamente non tutti i dati possono essere resi pubblici. Il terzo risultato raggiunto è quello di aver coinvolto di più la popolazione e i media nelle decisioni che sono state prese. Questo accade però in entrambi i sensi: da una parte le banche centrali hanno iniziato a mettere in atto una serie di strategie per “farsi conoscere” e far comprendere all'esterno le loro mansioni e d'altro lato, anche la stampa,

²⁰⁵ “La politica monetaria non è la panacea”

²⁰⁶ <http://www.cnn.com/id/20819918/page/3/>

ma non soltanto quella specializzata, ha dedicato sempre più spazio alle varie decisioni nel corso degli ultimi anni. Questo è dovuto anche al fatto che la crisi economica è diventata uno dei maggiori argomenti di discussione dell'ultimo decennio e parole come *quantitative easing* sono entrate nel vocabolario di tutti i giorni. C'è però da dire che non sempre chi viene a conoscenza di tutte queste informazioni ha la possibilità e gli strumenti per poterle comprendere integralmente e nella loro complessità. Spesso infatti l'informazione viene volutamente distorta per motivi elettorali, in particolar modo dai partiti euroscettici in Europa, anche se non sono mancate aspre critiche in passato anche da parte di altre compagini politiche. Anche per questo motivo, la comunicazione è dovuta diventare più trasparente e chiara, oltre che accessibile al grande pubblico, per avere meno possibilità di essere manipolata in maniera tendenziosa. In sintesi, uno dei principali risultati della crisi è stata proprio quella di rendere la comunicazione generale più "umana" e comprensibile.

Altro dato importante è l'evoluzione del tono della comunicazione da parte dei banchieri centrali. Se prima della crisi economica infatti, essi tendevano ad essere più neutrali quando la situazione era normale ed ottimisti quando migliorava, dopo il 2008 si possono osservare molti cambiamenti nelle parole dei governatori. Infatti, vista la grande incertezza generalizzata, si è assistito ad un fenomeno singolare, quasi di smussamento dei toni più apertamente espressivi, in un senso e nell'altro. L'ottimismo è diventato sempre più cauto man mano che la ripresa si allontanava e non sono stati sporadici gli esempi dei governatori che si sono trovati a lanciare veri e propri moniti, osservando che spesso i governi non hanno preso le adeguate misure. Questo è più chiaro nel caso della BCE, soprattutto durante la presidenza di Draghi: molto spesso infatti ha ripetuto che la politica monetaria da sola non può risolvere problemi dell'entità di quelli sollevati dalla crisi. Ma oltre al tono *in sé*, bisogna tener conto anche del tipo di messaggi che sono stati mandati. Non sono stati pochi i momenti in cui i banchieri centrali si sono trovati nella situazione di dover lanciare un vero e proprio monito "politico". Anche questo aspetto è molto interessante e quasi mai accaduto nei periodi precedenti al 2008. Infatti se un banchiere centrale "esce", per così dire, dal suo ruolo, il particolare momento storico o la situazione economica deve essere sufficientemente grave da poter giustificare questa mossa. Il *whatever it takes* del luglio 2012 è l'esempio concreto di questa nuova comunicazione politica e ha segnato un episodio importante nella storia delle comunicazioni delle banche centrali.

Per quanto riguarda i modelli teorici utilizzati, questi si sono concentrati prevalentemente sul periodo precedente, ma è possibile confermare che alcuni degli effetti dimostrati siano stati, o sono, validi anche in questo momento. È però necessario riprovare alcuni degli esperimenti che sono stati realizzati adattandoli al periodo di tempo analizzato in questo lavoro per avere delle ulteriori conferme. Bisogna tenere però conto della grande difficoltà nell'analizzare in maniera quantitativa e oggettiva dati quali singole parole, espressioni o discorsi. Il più grande scoglio da superare infatti è la soggettività che ciascuno utilizza al momento di analizzare i discorsi. Questo non è valido soltanto per chi li studia, ma anche e soprattutto per chi li ascolta, avendo maggiori o minori competenze di base per comprendere le tante sfumature insite nelle parole dei governatori. È molto difficile effettuare anche la mera analisi degli effetti delle parole su mercati azionari, andamento delle valute e simili, in quanto queste variabili sono influenzate non soltanto dalle parole che i governatori pronunciano ma anche da una serie di fattori, ciclici e non, a cui gli operatori economici prestano attenzione. Di conseguenza, è molto complicato cercare di “depurare” gli effetti e presentare un semplice rapporto di causa-effetto e le valutazioni in merito a quest'area non possono essere assolutamente oggettive.

Come dunque è cambiata la comunicazione delle banche centrali durante la crisi economica? È aumentata, diventata più semplice e comprensibile e più trasparenti sono diventate le banche centrali che la effettuano. Dire che però la trasparenza sia aumentata non vuol dire che questa sia diventata totale. È infatti giusto che le istituzioni mantengano una conoscenza esclusiva di alcuni dati di cui vengono in possesso, per due ordini di motivi. Il primo è che, così come è stato provato in precedenza, non vi è alcun vantaggio effettivo nel rendere pubblica qualsiasi valutazione interna sui dati economici. Una volta costituito un nuovo standard di apertura massima infatti, gli operatori economici cadrebbero nello stato di “benigna negligenza”, non ponendo poi attenzione a nessun altro tipo di comunicazione, rendendola di fatto inefficace. Il secondo motivo è invece legato alla diffusione di queste informazioni tra il grande pubblico. Una volta rese note tutti i dati su cui si fondano le valutazioni che le banche centrali realizzano, aumenta considerevolmente il rischio che questi dati possano essere manipolati, o semplicemente non compresi da chi non ha gli adeguati strumenti per farlo, scatenando crisi di panico o addirittura corse agli sportelli. Per questi due motivi, è giustificabile il fatto che le banche centrali continuano a mantenere la loro esclusiva conoscenza, visto il periodo delicato in cui ci si trova adesso; in futuro, nulla vieta che con la stabilizzazione della

situazione economica e con la diffusione di conoscenze in materia, le banche centrali possano ulteriormente aprirsi.

La comunicazione è cambiata anche per la successione di diversi governatori alla presidenza delle più importanti banche centrali. Riassumendo il confronto effettuato tra Jean-Claude Trichet e Mario Draghi per la BCE, e Ben Bernanke e Janet Yellen per la Fed è possibile trovare alcune similitudini ma anche molte differenze. Trichet e Bernanke infatti si sono trovati a gestire le rispettive istituzioni all'inizio della crisi e hanno molto mutato il loro modo di comunicare, ma è stato con Draghi e Janet Yellen che i cambiamenti sono diventati molto più visibili. Si è passati infatti da una comunicazione di stampo istituzionale all'inizio ad una più "politica" negli ultimi anni, permeata sempre di più dal realismo. Questo è dovuto anche al fatto che è la prima volta che la politica monetaria viene chiamata a risolvere una crisi di eccezionale gravità. Oltre alla comunicazione però, è cambiata anche la politica monetaria. È infatti stata sempre espansiva dall'inizio della crisi e grazie a manovre accomodanti (nel caso degli Stati Uniti) ha ottenuto un effetto positivo sull'economia del Paese. L'Europa stenta ancora a ripartire, anche a causa della diversità di vedute tra il blocco di Stati centrali e quelli "periferici" e per il rispetto delle regole comuni su deficit e debito.

Per quanto riguarda i modelli di comunicazione, le banche centrali hanno accumulato una considerevole esperienza nel loro utilizzo e hanno sviluppato quelle che possono essere definite come "buone pratiche". La differenza tra questi modelli riflette anche la storia che queste istituzioni hanno; per questo motivo, qualsiasi cambiamento nelle strategie deve essere ben motivato e necessario. Dal momento che non esiste una soluzione unica per tutte le banche centrali, è giusto che ciascuno utilizzi e adatti una propria modalità di diffusione delle decisioni, non soltanto relativa alla pubblicazione dei documenti, ma soprattutto in merito alle indicazioni di voto. Un cambio di queste strategie, soprattutto in un momento storico ancora segnato dall'incertezza, non sembra essere l'ipotesi migliore. È molto probabile infatti che un mutamento di qualsiasi dei parametri dati per "scontati" dagli operatori economici possa generare ulteriore incertezza da parte di questi soggetti, con effetti negativi concentrati nel breve periodo.

Diversi interrogativi rimangono tuttora aperti. Come evidenziato nella seconda sezione del secondo capitolo, ulteriori studi devono essere realizzati per meglio comprendere l'influenza della comunicazione su diversi indicatori macroeconomici, sugli indici borsistici, e

sul legame diretto col grande pubblico. Questo fatto riflette la novità dell'ambito in questione, ma anche il fatto che non è possibile analizzare una materia come la comunicazione, difficilmente quantificabile, utilizzando soltanto strumenti economici per arrivare ad un'analisi quantitativa. C'è bisogno infatti di un maggior coinvolgimento di altri settori di studio per meglio comprendere le svariate sfaccettature di questo argomento.

C'è però un'area in cui è ancora possibile apportare alcuni miglioramenti: la coordinazione fra la comunicazione delle banche centrali. L'iniziativa combinata del dicembre 2007 ha infatti ottenuto buoni risultati, ma è stata una delle poche occasioni in cui le banche centrali hanno rilasciato un comunicato congiunto che ha contribuito in maniera rilevante a calmare l'incertezza dei mercati e a stabilizzare la situazione. Esistono molti fori internazionali (la Banca dei Regolamenti Internazionali è l'esempio più famoso) in cui i banchieri centrali possono incontrarsi e decidere di adottare misure condivise, ma molto spesso riguardano aspetti tecnici che raramente hanno risonanza nei media non specializzati. Per questo motivo sarebbe auspicabile in futuro che le banche centrali, pur tenendo a mente le peculiarità e le specifiche necessità, aumentino la comunicazione congiunta soprattutto in periodi di incertezza generalizzata: questo può aiutare i mercati ad acquisire informazioni e radicare le aspettative.

Il governatore Bernanke una volta ha ammesso che "l'economia è un settore di studio altamente sofisticato che è superbo nello spiegare precisamente ai *policymakers* perché le scelte che hanno fatto in passato sono sbagliate. Ma riguardo al futuro, non così tanto"²⁰⁷. Oltre a notare la grande ironia del presidente, questa frase ci dà anche un'idea di come effettivamente possa ragionare ed esprimersi un banchiere centrale. Al termine dell'analisi di molti discorsi di diversi personaggi infatti, si può affermare che uno dei principali cambiamenti che la crisi ha portato nella comunicazione delle banche centrali è stata la "ri-umanizzazione" dei loro presidenti. Pertanto la comunicazione in generale e quella delle banche centrali in particolare sarà sempre un settore che non potrà mai essere automatizzato o ridotto a semplici algoritmi, perché avrà sempre bisogno dell'elemento umano per le sue mille sfaccettature e sfumature, così come per evolversi e cambiare.

²⁰⁷ *Economics is a highly sophisticated field of thought that is superb at explaining to policymakers precisely why the choices they made in the past were wrong. About the future, not so much*

Bibliografia

1. John Baldoni, *How to Communicate Like Ben Bernanke*, *Harvard Business Review*, 8 settembre 2009
2. Bank of Japan, *On monetary Policy Decisions*, 19 dicembre 2008
3. Bank of Japan, *Statement on Monetary Policy*, 30 ottobre 2009
4. Bank of Japan, *Hiroshi Nakaso, Japan's Economy and the Bank of Japan: Yesterday, Today, and Tomorrow Speech at the Economic Conference in Tokyo Co-Hosted by Keio University and Bocconi University to Commemorate the 150th Anniversary of Diplomatic Relationship between Italy and Japan*, 23 maggio 2016
5. Kate Barker, *Financial Instability and UK Monetary Policy*, The Rose Bowl, Southampton, 23 ottobre 2007
6. BBC, *ECB will act to save euro, says Mario Draghi*, 26 luglio 2012
7. Ansgar Belke, *Change of guard from Trichet to Draghi - Watch or not to watch money under political constraints*, directorate general for internal policies policy department a: economic and scientific policies economic and monetary affairs, settembre 2011
8. Helge Berger, Michael Hermann, Marcel Fratzscher *Monetary Policy in the media*, ECB working paper No. 679, settembre 2006
9. Ben S. Bernanke, *The Subprime Mortgage Market*, Federal Reserve Bank of Chicago's 43rd Annual Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, Illinois, 17 maggio 2007
10. Ben S. Bernanke, *The Recent Financial Turmoil and its Economic and Policy Consequences*, Economic Club of New York, New York, New York, 15 ottobre 2007
11. Ben S. Bernanke, *Addressing Weaknesses in the Global Financial Markets: The Report of the President's Working Group on Financial Market*, World Affairs Council of Greater Richmond's Virginia Global Ambassador Award Luncheon, Richmond, Virginia, 10 aprile 2008
12. Ben S. Bernanke, *Federal Reserve Policies in the Financial Crisis*, Greater Austin Chamber of Commerce, Austin, Texas, 1 dicembre 2008
13. Ben S. Bernanke, *The Crisis and the Policy Response*, Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, 13 gennaio 2009
14. Ben S. Bernanke, *Reflections on a Year of Crisis*, Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 21 agosto 2009
15. Ben S. Bernanke, *The Supervisory Capital Assessment Program-One Year Later*, Federal Reserve Bank of Chicago 46th Annual Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, Illinois, 6 maggio 2010
16. Ben S. Bernanke, *The Economic Outlook and Macroeconomic Policy*, National Press Club, Washington, D.C., 3 febbraio 2011
17. Ben S. Bernanke, *The Near- and Longer-Term Prospects for the U.S. Economy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 26 agosto 2011
18. Ben S. Bernanke, *The Economic Recovery and Economic Policy*, Economic Club of New York, New York, New York, 20 novembre 2012

19. Ben S. Bernanke, *The Federal Reserve: Looking Back, Looking Forward*, Annual Meeting of the American Economic Association, Philadelphia, Pennsylvania, 3 gennaio 2014
20. Lorenzo Bini Smaghi, *Addressing imbalances in the euro area*, Halle Institute for Economic Research, Halle an der Saale, 14 febbraio 2011
21. Lorenzo Bini Smaghi, *The European debt crisis*, Atlantik-Brücke Meeting of Regional Group Frankfurt/Hesse Frankfurt, 17 ottobre 2011
22. Allen S. Blinder, Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, Jakob De Haan, David-Jan Jansen *Central bank communication and monetary policy a survey of theory and evidence*, ECB Working paper No. 891, Maggio 2008
23. Bloomberg, *Draghi Says ECB Will Do What's Needed to Preserve Euro: Economy*, 26 luglio 2012
24. Bloomberg, *Janet Yellen's Rookie Mistake: Speaking Too Clearly*, 20 marzo 2014
25. Benjamin Born, Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, *Central Bank communication on Financial stability*, ECB Working paper No. 1332, aprile 2011
26. Claus Brand, Daniel Buncic, Jarkko Turunen *The impact of ECB monetary policy decisions and communication on the yield curve*, ECB working paper No.657, luglio 2006
27. Mark Carney, *One Mission. One Bank. Promoting the good of the people of the United Kingdom*, Mais Lecture at Cass Business School, City University, London, 18 marzo 2014
28. Lukas Burkhard, Andreas M. Fischer, *Communicating Policy Options at the Zero Bound*, Swiss National Bank Working Papers, ottobre 2007
29. CBS, *The Chairman*, <https://www.youtube.com/watch?v=odPfHY4ekHA>
30. CNBC, *Former Fed Chairman Alan Greenspan speaks extensively to Maria Bartiromo*, 17 settembre 2007
31. CNN, *Draghi to the rescue*, 26 luglio 2012
32. Benoît Cœuré, *Central banks and the challenges of the zero lower bound*, "Meeting on the Financial Crisis", hosted by the Initiative on Global Markets, at the University of Chicago Booth School of Business, Miami, 19 febbraio 2012
33. Benoît Cœuré, *Why the euro needs a banking union*, conference "Bank funding – markets, instruments and implications for corporate lending and the real economy", Frankfurt, 8 ottobre 2012
34. Benoît Cœuré, *Outright Monetary Transactions, one year on*, conference "The ECB and its OMT programme", organised by Centre for Economic Policy Research, German Institute for Economic Research and KfW Bankengruppe, Berlin, 2 settembre 2013
35. Benoît Cœuré, *Life below zero: Learning about negative interest rates*, Presentation at the annual dinner of the ECB's Money Market Contact Group, Frankfurt, 9 settembre 2014
36. Benoît Cœuré, *Embarking on public sector asset purchases*, Second International Conference on Sovereign Bond Markets, Frankfurt, 10 marzo 2015
37. Michael Cohrs, *Crisis and crash: lessons for regulation*, gathering jointly hosted by the Bank's Agency for Scotland and Scottish Financial Enterprise, 23 marzo 2012
38. Commissione Europea, Rappresentanza in Irlanda *Ireland's economic crisis: how did it happen and what is being done about it?*

39. Consiglio Europeo, Consiglio dell'Unione Europea, *Codice unico europeo*
40. Vítor Constâncio, *Contagion and the European debt crisis*, ECB at the Bocconi University/Intesa Sanpaolo conference on "Bank Competitiveness in the Post-crisis World", Milan, 10 ottobre 2011
41. Vítor Constâncio, *Towards a European Banking Union*, Lecture held at the start of the academic year of the Duisenberg School of Finance, Amsterdam, 7 settembre 2012
42. Vítor Constâncio, *Recent challenges to monetary policy in the euro area*, Athens Symposium on Banking Union, Monetary Policy and Economic Growth, Athens, 19 giugno 2014
43. Alex Cukierman, *The Limits of Transparency*, marzo 2007
44. Spencer Dale, *QE – One year On*, CIMF and MMF Conference, Cambridge, 12 marzo 2010
45. Spencer Dale, *The UK's economic recovery: why now; will it last; and what next for monetary policy?*, Confederation of British Industry (CBI) East of England Midwinter Lunch, Newmarket, 13 dicembre 2013
46. Spencer Dale, *Tough Times, Unconventional Measures*, Association of British Insurers Economics and Research Conference, London, 27 marzo 2009
47. Mario Draghi, *Continuity, consistency and credibility*, 21st Frankfurt European Banking Congress "The Big Shift", Frankfurt, 18 novembre 2011
48. Mario Draghi, *Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Introductory statement*, 25 aprile 2012
49. Mario Draghi, *Monetary Policy in unconventional times*, ECB colloquium held in honour of José Manuel González-Páramo, Frankfurt; 16 maggio 2012
50. Mario Draghi, *Euro area economic outlook, the ECB's monetary policy and current policy challenges*, twenty-ninth meeting of the International Monetary and Financial Committee, Washington D.C., 10 aprile 2014
51. Mario Draghi, *Monetary Policy: Past, Present and Future*, Frankfurt European Banking Congress, Frankfurt, 20 novembre 2015
52. ECB, Youtube Euro Channel, <https://www.youtube.com/playlist?list=PL1C5ECFEE8E907181>
53. ECB, *Measures designed to address elevated pressures in short-term funding markets*, 12 dicembre 2007
54. ECB, *Longer-term refinancing operations*, 7 maggio 2009
55. ECB, *The ECB's Response to the Financial Crisis*, ECB Monthly Bulletin, ottobre 2010
56. ECB, *Decisioni di politica monetaria*, 3 novembre 2011
57. ECB, *ECB announces measures to support bank lending and money market activity*, 8 dicembre 2011
58. ECB, *Monetary policy decisions*, 5 luglio 2012
59. ECB, *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi, Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London*, 26 luglio 2012, video <https://www.youtube.com/watch?v=hMBI50FXDps>
60. ECB, *Technical features of Outright Monetary Transactions*, 6 settembre 2012
61. ECB, *ECB announces features of monetary policy operations with settlement until December 2016*, 5 giugno 2014

62. ECB, *ECB announces operational details of asset-backed securities and covered bond purchase programmes*, 2 ottobre 2014
63. ECB, *La BCE annuncia un programma ampliato di acquisto di attività*, 22 gennaio 2015
64. Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher *Communication and decision-making by Central Bank committees: different strategies, same effectiveness?* ECB Working Paper N. 488, maggio 2005
65. Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher *How should central banks communicate*, ECB Working Paper No. 557, novembre 2005
66. Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, *Explaining monetary policy in press conferences*, ECB working paper No. 767, giugno 2007
67. Stefano Eusepi, Bruce Preston *Central Bank communication and expectations stabilization*, NBER Working paper 13259, luglio 2007
68. Fed, *Open Market Operations*
69. Fed, *Press Release*, 17 agosto 2007
70. Fed, *Press Release*, 17 agosto 2007 (b)
71. Fed, *Press Release*, 18 agosto 2007
72. Fed, *Press Release*, 30 aprile 2008
73. Fed, *Press Release*, 14 luglio 2008
74. Fed, *Press Release*, 25 novembre 2008
75. Fed, *Press Release*, 3 novembre 2010
76. Fed, *Press Release*, 13 settembre 2012
77. Fed, *Press Release*, 19 giugno 2013
78. Fed, *Press Release*, 18 settembre 2013
79. Financial Times, *ECB "ready to do whatever it takes"*, 26 luglio 2012
80. Stanley Fischer, *Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet*, 2015 U.S. Monetary Policy Forum, Sponsored by the University of Chicago Booth School of Business, New York, New York, 27 febbraio 2015
81. Forbes, *Drugged By Draghi: Markets Rally After ECB Chief Promises To Save Euro*, 26 luglio 2012
82. John Gieve, *Uncertainty, Policy and Financial Markets*, Market News event, Barbican Centre, London, 24 luglio 2007
83. José Manuel González Páramo, *Financial market failures and public policies: A central banker's perspective on the global financial crisis*, XVI Meeting of Public Economics, Granada, 6 febbraio 2009
84. Ethan S. Harris, *Ben Bernanke's Fed: The Federal Reserve After Greenspan*, Harvard Business Press, 2008
85. Friedrich Heinemann, Katrin Ullrich, *Does it Pay to Watch Central Bankers' Lips? The Information Content of ECB Wording*, ZEW Discussion Papers, No. 05-70, settembre 2005
86. Il Sole 24ore, *Draghi: siamo pronti a fare tutto il necessario per salvare l'Euro. Nessun Paese uscirà da Eurozona*, 2 luglio 2012
87. Il Sole 24ore, *Weidmann (a sorpresa) difende Draghi dalle critiche di Schäuble*, 12 aprile 2016

88. Il Sole 24ore, *La Corte costituzionale tedesca promuove il piano anti-crisi Omt della Bce*, 21 giugno 2016
89. International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, aprile 2009
90. Internazionale, *I banchieri centrali più potenti*, n.1155, 27 maggio 2016
91. David-Jan Jansen, Jakob De Haan *Look who's talking: ECB Communication during the first years of EMU*, CESifo Working Paper No. 1263, agosto 2004
92. Nigel Jenkinson, *Strengthening Regimes for Controlling Liquidity Risk: Some Lessons from the Recent Turmoil*, Euromoney Conference on Liquidity and Funding Risk Management, Hyatt Regency, 24 aprile 2008
93. Mervyn King, *Global imbalances: the perspective of the Bank of England*, 15 febbraio 2011
94. Mervyn King, *Introductory speech*, Institute of Directors, St George's Hall, Liverpool, 18 ottobre 2011
95. Mervyn King, *Introductory Speech*, The Grand Hotel, Brighton, 24 gennaio 2012
96. Mervyn King, *Introductory Speech*, Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London at the Mansion House, 14 giugno 2012
97. Donald L. Kohn, *Central Bank Exit Policies*, Cato Institute's Shadow Open Market Committee Meeting, Washington, D.C., 30 settembre 2009
98. Yves Mersch, *The Banking Union - a European perspective: reasons, benefits and challenges of the Banking Union*, seminar "Auf dem Weg zu mehr Stabilität – Ein Dialog über die Ausgestaltung der Bankenunion zwischen Wissenschaft und Praxis" organised by Europolis and Wirtschaftswoche, Berlin, 5 aprile 2013
99. Frederic S. Mishkin, *Global Financial Turmoil and the World Economy*, Caesarea Forum of the Israel Democracy Institute, Eliat, Israel, 2 luglio 2008
100. NY Daily News, *Obama nominates Janet Yellen to succeed Bernanke at Federal Reserve*, 9 settembre 2013
101. Official Journal of the European Union, *Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 establishing a securities markets programme (ECB/2010/5), (2010/281/EU)*, 20 maggio 2010
102. Ian Plenderleith, *Review of the Bank of England's provision of emergency liquidity assistance in 2008–09*, Bank of England, 18 ottobre 2012
103. Peter Praet, *Current issues in monetary policy*, Peterson Institute for International Economics in Washington, DC, 9 dicembre 2014
104. Peter Praet, *Structural reforms and long-run growth in the euro area*, panel "Long-run growth, monetary policy and financing of the economy" at 43rd Economics Conference of Oesterreichische Nationalbank, Vienna, 15 giugno 2015
105. Rachel Reeves, Michael Sawicki *Do financial markets react to Bank of England communication?*, External MPC Unit Discussion Paper No. 15, dicembre 2005
106. Reuters, *Draghi sends strong signal that ECB will act*, 26 luglio 2012
107. Reuters, *Exclusive - Central bankers to challenge Draghi on ECB leadership style*, 4 novembre 2014

108. Carlo Rosa, *Talking Less and Moving the Market More: Is this the Recipe for Monetary Policy Effectiveness? Evidence from the ECB and the Fed*, Centre for Economic Performance, LSE, febbraio 2008
109. Spiegel, *Markets Surge after Draghi Vows to Protect Euro*, 26 luglio 2012
110. Jürgen Stark, *The new normal*, 13th Euro Finance Week, Frankfurt, 16 novembre 2010
111. The Economist, *Trichet's cachet*, 31 ottobre 2003
112. The Guardian, *Euro is irreversible, declares European Central Bank president Mario Draghi*, 26 luglio 2012
113. The Huffington Post, *Mario Draghi: 'ECB Is Ready To Do Whatever It Takes To Preserve The Euro'*, 26 luglio 2012
114. The Telegraph, *Debt crisis: Mario Draghi pledges to do 'whatever it takes' to save euro*, 26 luglio 2012
115. The Wall Street Journal, *Draghi Versus Trichet*, 8 dicembre 2011
116. The Wall Street Journal, *Key Excerpts: Mario Draghi Says ECB 'Ready to Do Whatever It Takes'*, 26 luglio 2012
117. The Wall Street Journal, *Five Things You Need to Know About Janet Yellen*, 8 ottobre 2013
118. The Washington Post, *Janet Yellen's leadership style is right for the Fed, and for the future*, 9 ottobre 2013
119. Jean-Claude Trichet, *Hearing at the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament*, 11 settembre 2007
120. Jean-Claude Trichet, *Hearing at the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament* 19 dicembre 2007
121. Jean-Claude Trichet, *Hearing at the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament*, 26 marzo 2008
122. Jean-Claude Trichet, *Supporting the financial system and the economy: key ECB policy actions in the crisis*, Nueva Economía Fórum and The Wall Street Journal Europe, Madrid, 22 giugno 2009
123. Jean-Claude Trichet, *The ECB's exit strategy*, ECB Watchers Conference, Frankfurt, 4 settembre 2009
124. Jean-Claude Trichet, *Risk and monetary policy*, SIEPR Economic Summit, Stanford University, Stanford, 12 marzo 2010
125. Jean-Claude Trichet, *The ECB's response to the recent tensions in financial markets*, 38th Economic Conference of the Oesterreichische Nationalbank, Vienna, 31 maggio 2010
126. Jean-Claude Trichet, *Lessons drawn from the crisis*, 150th Anniversary of the Central Bank of the Russian Federation High-Level International Conference on "Central Banks and Development of the World Economy: New Challenges and a Look Ahead", Moscow, 18 giugno 2010
127. Jean-Claude Trichet, *Recovery, Reform and Renewal: Europe's economic challenge*, "The ECB and Its Watchers", Frankfurt, 9 luglio 2010
128. Jean-Claude Trichet, *Keeping the momentum for financial reform*, EUROFI Financial Forum 2010, Brussels, 29 settembre 2010

129. Jean-Claude Trichet, *Reflections on the nature of monetary policy non-standard measures and finance theory*, Opening address at the ECB Central Banking Conference, Frankfurt, 18 novembre 2010
130. Jean-Claude Trichet, *Completing Economic and Monetary Union*, Gala Dinner of the State of the European Union conference "Revitalising the European Dream: A Corporate View", Brussels, 28 giugno 2011
131. Jean-Claude Trichet, *Statement on the decisions taken by the Euro Area Heads of State or Government at a press briefing on 21 July 2011 in Brussels*, 21 luglio 2011
132. Jean-Claude Trichet, *Preventing spillovers on the global economy*, Bretton Woods Committee, International Council Meeting 2011, Washington, 23 settembre 2011
133. Kevin Warsh, *The End of History?*, New York Association for Business Economics, New York, New York, 7 novembre 2007
134. Kevin Warsh, *It's Greek to Me*, Atlanta Rotary Club, Atlanta, Georgia, 28 giugno 2010
135. Janet L. Yellen, *Assessing Potential Financial Imbalances in an Era of Accommodative Monetary Policy*, International Conference: Real and Financial Linkage and Monetary Policy, Bank of Japan, Tokyo, Japan, 1 giugno 2011
136. Janet L. Yellen, *A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response*, "A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity" conference sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung, and the IMK Macroeconomic Policy Institute, Washington, D.C., 11 febbraio 2013
137. Janet L. Yellen, *Challenges Confronting Monetary Policy*, 2013 National Association for Business Economics Policy Conference, Washington, D.C., 4 marzo 2013
138. Janet L. Yellen, *Communication in Monetary Policy*, Society of American Business Editors and Writers 50th Anniversary Conference, Washington, D.C., 4 aprile 2013
139. Janet L. Yellen, *Inflation Dynamics and Monetary Policy*, Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst, Amherst, Massachusetts, 24 settembre 2015

Ringraziamenti

Al termine di questo biennio, come ho fatto in precedenza, è giusto spendere qualche parola per ringraziare chi mi ha aiutato durante questo percorso.

Ringrazio ancora mia madre, che continua ad esserci, pur non essendoci più. È a lei che dedico il mio intero percorso universitario.

Mio padre, che mi ha sempre aiutato, nonostante la distanza da casa. È il mio esempio, a cui devo gran parte di ciò che sono oggi.

Mio fratello, che continua a dividere tanto del suo tempo con me.

Matilde, che continua a farmi stare bene, cosa per nulla semplice.

Tutta la mia famiglia, che mi circonda con amore e serenità.

I miei amici e colleghi, di Salerno e di Roma, per le tante avventure.

Il prof. Marco Magnani, per aver suscitato in me un vivo interesse per questa materia.

La Rappresentanza in Italia della Commissione Europea e nello specifico Antonia, Thierry, Tomasz, Gabriella, Elio, Lorenzo, Andrea ed Eligia, per avermi fatto sentire benvenuto nella mia prima esperienza lavorativa,

My enlarged and international MUN family. Thank you for all the moments we shared.



Dipartimento di Scienze Politiche
Cattedra di Monetary and Financial Economics

Dalla *sfinge* Alan Greenspan al
whatever it takes di Mario Draghi

Come la crisi economica ha cambiato lo stile di comunicazione
dei banchieri centrali

RELATORE

Prof. Marco Magnani

CANDIDATO

Davide Annarumma

Matr. 625882

CORRELATORE

Prof. Alfredo Macchiati

ANNO ACCADEMICO 2015/2016

Indice

Introduzione	3
Capitolo I: Crisi economica e interventi delle banche centrali	11
Definizione del periodo (2007 - 2015) e sintesi dei momenti chiave	12
Interventi principali delle banche centrali	22
Capitolo II: Fondamenti teorici per verificare l'efficacia della comunicazione	32
Interrogativi aperti: le aree da approfondire	48
Capitolo III: Cambiamento della comunicazione delle banche centrali	50
Capitolo IV: Whatever it takes	75
Un intervento necessario	76
Analisi delle parole utilizzate nel discorso	79
Analisi degli effetti di breve periodo	86
Analisi degli effetti di lungo periodo	89
Confronto Fed versus ECB	91
Capitolo V: Analisi dei modelli di comunicazione	96
Analisi dei modelli di comunicazione: collegiale o presidenziale – con consenso o con opinioni dissenzienti	97
Disamina di vantaggi e svantaggi delle diverse strategie di comunicazione	101
Conclusioni	105
Bibliografia	110
Ringraziamenti	117

Dalla *sfinge* Alan Greenspan al *whatever it takes* di Mario Draghi

Come la crisi economica ha cambiato lo stile di comunicazione dei banchieri centrali

Il *whatever it takes* di Mario Draghi è passato alla storia.

In tre semplici parole pronunciate il 26 luglio 2012 a Londra, il presidente della Banca Centrale Europea ha chiarito che l'istituto “è pronto a fare qualsiasi cosa, all'interno del proprio mandato, per preservare l'euro”. Il messaggio ha contribuito a chiarire in maniera sostanziale la situazione di grande incertezza che si era venuta a creare negli anni della cosiddetta “seconda grande recessione”. Ma questo discorso costituisce anche un esempio importante della nuova comunicazione delle banche centrali durante il periodo di crisi economica.

Partendo dallo spunto fornito da queste parole, questo studio svolge un'analisi comparativa dei discorsi enunciati dai più importanti banchieri centrali. Si evidenziano le principali tematiche affrontate dalle banche negli ultimi anni. Sono verificate anche le similitudini e le differenze nei discorsi delle varie istituzioni e come abbiano trattato diversi argomenti in periodi differenti.

Due sono le domande a cui si prova a dare risposta: 1) spiegare come si è evoluta la comunicazione delle banche centrali durante il periodo di crisi; 2) se esistono delle differenze nelle strategie di comunicazione delle varie banche prese in esame. Per quanto riguarda il primo quesito, è difficile rintracciare pubblicazioni che abbiano già affrontato il problema, in quanto gran parte degli studi sono stati effettuati avendo come periodo di riferimento quello precedente alla crisi. Pertanto si tratta di un nuovo tipo di ricerca, che ha evidenziato alcuni importanti risultati e che si inserisce in un nuovo filone di studi dedicati alla comunicazione delle banche centrali.

Il periodo analizzato è quello della crisi economica, dal suo inizio fino agli ultimi recenti sviluppi. Si risale anche alle cause scatenanti, quali il periodo di *deregulation* del 1980 e la mancanza di un'adeguata supervisione governativa. L'arco di tempo dal 2007 fino al 2015 è diviso nei periodi convenzionalmente riconosciuti: crisi dei mutui subprime che ha colpito il mercato degli Stati Uniti al seguito dello scoppio della bolla immobiliare, crisi finanziaria statunitense e nazionalizzazione di alcune delle più grandi banche d'affari, allargamento della crisi e coinvolgimento dei debiti sovrani europei, periodo di inflazione bassa e duratura. È inoltre descritto l'allargamento della crisi ai Paesi europei come Grecia, Irlanda, Portogallo,

Spagna e Italia, che più di altri hanno affrontato gli effetti negativi della crisi dei debiti sovrani, gli effetti negativi dati dallo spread. È inevitabile anche un rimando alle riforme della governance dell'Unione Economica e Monetaria europea, insieme con le misure messe a punto per migliorare il controllo sul debito pubblico dei Paesi europei e il nuovo trattato stipulato. L'adozione di misure come il *six pack* e il *two pack* da parte delle istituzioni europee è stato uno dei primi passi per la stabilizzazione della situazione in Europa, dopo gli interventi di salvataggio da parte della *troika* composta da BCE, Fondo Monetario Internazionale e Commissione Europea, che avevano tamponato la crisi di liquidità dei Paesi periferici, facendo riguadagnare l'accesso ai mercati agli Stati che scontavano un alto tasso di interesse sul debito pubblico. Questi interventi però hanno ottenuto l'effetto sperato soltanto in alcuni casi, sollevando poi alcune domande sulla necessità delle misure di austerità richieste come contropartita ai prestiti.

Sono analizzati gli interventi più importanti realizzati dalle banche centrali prese in esame (BCE, Fed, BoE, BoJ). La diminuzione dei tassi di interesse, operata da tutte le istituzioni è stata continua negli ultimi anni, insieme all'adozione di misure non convenzionali. Nello specifico, sono descritti i programmi LTROs e TLTROs, OMT e QE della BCE, il QE ed il conseguente *tapering* della Fed. Per quanto riguarda il Giappone invece, è illustrato il QQE (*Quantitative and Qualitative Easing*) insieme alle le riforme del governo di Shinzo Abe in Giappone, che può essere visto come il vero e proprio banco di prova di molte manovre non convenzionali.

Il fondamento teorico dello studio è dato da dodici pubblicazioni che hanno trattato il tema della comunicazione delle banche centrali. I documenti pubblicati dal 2004 al 2012 sono stati realizzati dalle banche centrali e da centri ricerca. Gran parte di queste pubblicazioni si concentrano sul legame tra comunicazione e mercati finanziari, cercando di analizzare dal punto di vista quantitativo il legame di causalità tra i due campi. Viene data particolare importanza alla tematica della trasparenza, osservando come una maggiore o minore apertura della banca centrale al pubblico possa portare effetti differenti. A questo tema si lega quello dell'*accountability*, molto sentito dall'opinione pubblica in tempi recenti, a causa della rottura del legame di fiducia con il sistema finanziario. Sono inoltre analizzati alcuni discorsi che tramite l'utilizzo di software appositi, assegnano valori numerici alle parole sulla base del loro significato. In questo modo, è possibile rintracciare e dare un significato univoco alle espressioni che intendono un allentamento o un restringimento della politica monetaria. Al

termine dell'analisi di ogni singolo documento, viene rapidamente descritto quanto è stato trovato e gli effetti che ogni singola ricerca ha dimostrato. È interessante notare come alcune parole siano ricorrenti ogniqualvolta viene annunciata una manovra espansiva, o viceversa restrittiva, di politica monetaria. Inoltre, per quanto riguarda le conferenze stampa che vengono realizzate successivamente alla pubblicazione delle decisioni di politica monetaria, si nota il fatto che gli agenti economici tendano ad aspettare le domande dei giornalisti se non riescono a comprendere in maniera approfondita quanto è scritto nei rapporti.

Vi sono alcune aree che necessitano approfondimenti, dove è ancora necessaria ulteriore ricerca e alcuni quesiti a cui non è stata ancora trovata una soluzione. Ci sono ancora dubbi sulla effettiva capacità delle banche centrali di influenzare i mercati nella maniera desiderata. Mancano ricerche adeguate che riescano ad evidenziare l'effetto delle parole dei governatori su altre variabili macroeconomiche e non soltanto sull'inflazione. Non è stata ancora trovata un modello di comunicazione ottimale valido e in quale misura la numerosità dei componenti dei vari comitati riesce ad influenzare gli operatori economici. Infine, non esiste uno studio approfondito sul rapporto tra comunicazione delle banche centrali e grande pubblico o l'impatto della comunicazione sui modelli di welfare.

Studiando nel dettaglio i discorsi dei banchieri centrali tra il 2007 e il 2015 è possibile osservare come è cambiata la comunicazione durante il periodo di crisi. Un primo cambiamento è quello dei temi che sono stati affrontati: nel primo periodo della crisi infatti i banchieri si sono concentrati sulla correzione degli squilibri e sulla proposizione di misure non convenzionali che potevano portare subito una soluzione a quanto stava accadendo. Questo ha portato alla realizzazione delle manovre largamente espansive da parte di tutte le banche centrali. Nella seconda parte si sono concentrati su interventi proattivi, con l'introduzione di nuove regolamentazioni che potessero evitare il ripresentarsi di situazioni simili in futuro, come la supervisione unica e l'unione bancaria europea. Questi temi sono stati ripetuti in particolare dagli esponenti della BCE e della Fed, che intravedono in una regolamentazione più attenta ed efficace la soluzione ai problemi della seconda grande recessione. Negli ultimi anni invece il tema affrontato è stato quello della bassa inflazione in Europa e delle misure per contrastare la disoccupazione negli Stati Uniti. Questo è dato soprattutto dalle differenze in termini di mandato delle banche centrali: la BCE deve soltanto mantenere la stabilità dei prezzi, mentre invece la Fed è vincolata anche dal raggiungimento della piena occupazione.

Altro importante cambiamento è visibile nel tono che i banchieri centrali hanno utilizzato nei discorsi. Si è andati da un più acceso ottimismo, coincidente con le fasi iniziali della grande recessione, dove è stato necessario trasmettere ai mercati la possibilità di superare la crisi, ad un più cauto realismo nel periodo intermedio, fino ad arrivare quasi ad un tono pessimista negli ultimi anni, principalmente a causa della ripresa debole e della stagnazione delle economie avanzate. È interessante notare anche come alcuni argomenti siano stati spesso ripetuti da alcuni governatori. Nel caso di Draghi infatti, spesso ha affermato la necessità dell'attuazione di riforme nel campo del mercato del lavoro e delle politiche fiscali da parte dei governi dell'Eurozona, fino ad arrivare al punto di ammettere più volte che la politica monetaria da sola non può risolvere i problemi generati dalla crisi. Yellen invece, ha dedicato molta attenzione al tema della disoccupazione, vista soprattutto la sua esperienza nell'ambito in virtù dei suoi studi. La comunicazione è aumentata nella sua frequenza, anche se come affermato dagli studi accennati in precedenza, non vi è un chiaro legame tra aumento delle comunicazioni e riduzione dell'incertezza e della volatilità.

Il discorso di Mario Draghi del 26 luglio 2012 è fondamentale per comprendere come è cambiata la comunicazione delle banche centrali. La cornice di questo episodio è data dal momento segnato da una grande incertezza a causa della crisi dei debiti sovrani. Il periodo immediatamente precedente, infatti è stato segnato dalle operazioni non convenzionali come le LTROs, che hanno iniettato liquidità nel sistema bancario europeo, sostituendo di fatto la BCE al mercato interbancario che stentava a funzionare normalmente, a causa della mancanza di fiducia delle banche fra loro. Per ciò che concerne il discorso, ciò che immediatamente risalta è il carattere fortemente politico delle affermazioni. Traspare infatti la necessità e l'urgenza di interrompere le speculazioni massicce che venivano effettuate sui Paesi periferici: per questo motivo le parole di Draghi sono state molto dirette e inequivocabili. È inoltre possibile rintracciare alcune delle misure che la banca metterà in atto nei mesi successivi, con uno specifico rimando al programma OMT. Le parole del governatore hanno ricevuto per la prima volta una grande attenzione da parte dei media in generale e non soltanto dalla stampa specializzata. Questo ha poi avviato un periodo non ancora concluso, in cui la stampa presta molta più attenzione agli appuntamenti delle diverse banche centrali, contribuendo così ad aumentare la conoscenza di istituzioni che in passato raramente si trovavano sotto i riflettori. Gli effetti sono stati di due tipi. Nei giorni immediatamente successivi al discorso si è registrato un apprezzamento dell'euro e una diminuzione di alcuni punti base dello spread nei Paesi più

colpiti dalla crisi dei debiti sovrani e una ripresa dei loro indici bancari. Questo ha contribuito a dare al discorso una grande importanza e spesso i media hanno fatto riferimenti al *whatever it takes* in articoli che riguardano la BCE. Più difficile trovare invece chiari effetti di lungo periodo, vista la concomitanza di altri avvenimenti che hanno influenzato lo scenario economico dopo il 2012. Ciò che emerge dall'analisi è che sicuramente il discorso ha contribuito a cambiare la situazione, lanciando un messaggio di massima diretto agli operatori economici che hanno ridotto l'entità delle speculazioni negli anni successivi al 2012.

Vi è poi un confronto tra la comunicazione di quattro importanti banchieri centrali che si sono alternati: Ben Bernanke e Janet Yellen negli Stati Uniti e Jean-Claude Trichet e Mario Draghi in Europa. Le differenze fra i loro stili sono riflesse nei differenti percorsi accademici e professionali e nelle rispettive capacità di leadership. Bernanke è stato più ottimista nella fase iniziale della crisi, riuscendo però ad essere sempre un mediatore tra le varie posizioni interne, raggiungendo spesso il consenso per le sue decisioni. Yellen è stata addirittura accusata di esprimersi troppo chiaramente per gli standard di un banchiere centrale, ma grazie alla sua competenza e capacità di negoziazione, sta guidando l'istituzione americana in uno dei momenti storici più difficili dalla sua fondazione. Trichet ha avuto una condotta "presidenziale", ricordando molto spesso i limiti e gli obiettivi del mandato della BCE. Draghi invece ha virato su una comunicazione più politica, cosa abbastanza inusuale per un banchiere centrale; il suo stile di negoziazione lo ha portato spesso all'adozione di misure senza un pieno consenso, dove però ha anticipato le possibili opposizioni grazie ad incontri bilaterali precedenti al voto.

I modelli di comunicazione utilizzati dalle banche centrali riflettono spesso le differenze tra i vari istituti. Quelli esistenti oggi possono essere ricondotti a due categorie principali: comunicazione collegiale o presidenziale e con consenso e con opinioni differenti. La comunicazione collegiale comporta che il comitato che realizza le scelte di politica monetaria si esprime con una voce unica, presentando un sunto di tutti i punti di vista espressi all'interno delle varie riunioni. La comunicazione presidenziale invece è caratterizzata dalla presenza di un'indicazione generale data dal presidente della banca centrale, lasciando spazio ai vari componenti di esprimersi in maniera autonoma. Il consenso si verifica quando non vi è bisogno di un voto per realizzare le scelte del comitato, dando così l'idea di una voce unanime; all'opposto si presenta il modello con opinioni dissenzianti, dove chi si schiera contro una determinata decisione ha la possibilità di giustificare la propria scelta.

Ogni strategia comunicativa ha vantaggi e svantaggi e grazie alla presentazione dei modelli perseguiti dalla Fed, la BCE e la BoE, è più facile comprendere quali siano. Si evidenziano così le differenze presenti tra le tre istituzioni e l'efficacia della loro comunicazione. La differenza fra i vari modelli e la loro efficacia nelle diverse realtà in cui operano dimostra che non esiste un modello unico per la comunicazione che possa essere usato indistintamente per tutte le banche centrali; al contrario ogni banca modella la propria strategia sulle caratteristiche che possiede.

Molto è cambiato nel modo di comunicare delle banche centrali durante la crisi economica. Partendo dal modo criptico di parlare della “sfinge” Alan Greenspan, conosciuto come *Fed speak*, sono stati fatti molti passi in avanti nel senso di una comunicazione più chiara e trasparente. Gran parte dei documenti ora sono accessibili in rete. Le banche hanno operato in questo modo per rinsaldare il legame con il pubblico e rinsaldare il meccanismo di fiducia nelle istituzioni creditizie. Le loro decisioni stanno avendo sempre più spazio anche nei media non specializzati, contribuendo così a far conoscere queste istituzioni più nello specifico al pubblico.

La comunicazione è aumentata e si è notevolmente semplificata rispetto al periodo precedente la crisi, senza però diventare assoluta. Le istituzioni infatti mantengono ancora una conoscenza esclusiva del peso che viene dato alle variabili al momento dell'analisi economica. Occorre però fare particolare attenzione quando ulteriori notizie vengono pubblicate, dal momento che c'è il rischio che possano essere strumentalizzate da alcuni – ad esempio partiti euroscettici in Europa – o male interpretate dagli operatori economici.

Una delle aree che presenta margini di miglioramento è la coordinazione delle comunicazioni delle banche centrali. Pochi sono stati i casi di iniziative combinate come quella del dicembre 2007; l'effetto della comunicazione concertata è stato positivo. Per questo motivo, bisognerebbe aumentare simili occasioni, visto l'effetto che hanno avuto in passato.

Bibliografia

1. John Baldoni, *How to Communicate Like Ben Bernanke*, *Harvard Business Review*, 8 settembre 2009
2. Bank of Japan, *On monetary Policy Decisions*, 19 dicembre 2008
3. Bank of Japan, *Statement on Monetary Policy*, 30 ottobre 2009
4. Bank of Japan, *Hiroshi Nakaso, Japan's Economy and the Bank of Japan: Yesterday, Today, and Tomorrow Speech at the Economic Conference in Tokyo Co-Hosted by Keio University and Bocconi University to Commemorate the 150th Anniversary of Diplomatic Relationship between Italy and Japan*, 23 maggio 2016
5. Kate Barker, *Financial Instability and UK Monetary Policy*, The Rose Bowl, Southampton, 23 ottobre 2007
6. BBC, *ECB will act to save euro, says Mario Draghi*, 26 luglio 2012
7. Ansgar Belke, *Change of guard from Trichet to Draghi - Watch or not to watch money under political constraints*, directorate general for internal policies policy department a: economic and scientific policies economic and monetary affairs, settembre 2011
8. Helge Berger, Michael Hermann, Marcel Fratzscher *Monetary Policy in the media*, ECB working paper No. 679, settembre 2006
9. Ben S. Bernanke, *The Subprime Mortgage Market*, Federal Reserve Bank of Chicago's 43rd Annual Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, Illinois, 17 maggio 2007
10. Ben S. Bernanke, *The Recent Financial Turmoil and its Economic and Policy Consequences*, Economic Club of New York, New York, New York, 15 ottobre 2007
11. Ben S. Bernanke, *Addressing Weaknesses in the Global Financial Markets: The Report of the President's Working Group on Financial Market*, World Affairs Council of Greater Richmond's Virginia Global Ambassador Award Luncheon, Richmond, Virginia, 10 aprile 2008
12. Ben S. Bernanke, *Federal Reserve Policies in the Financial Crisis*, Greater Austin Chamber of Commerce, Austin, Texas, 1 dicembre 2008
13. Ben S. Bernanke, *The Crisis and the Policy Response*, Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, 13 gennaio 2009
14. Ben S. Bernanke, *Reflections on a Year of Crisis*, Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 21 agosto 2009
15. Ben S. Bernanke, *The Supervisory Capital Assessment Program-One Year Later*, Federal Reserve Bank of Chicago 46th Annual Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, Illinois, 6 maggio 2010
16. Ben S. Bernanke, *The Economic Outlook and Macroeconomic Policy*, National Press Club, Washington, D.C., 3 febbraio 2011
17. Ben S. Bernanke, *The Near- and Longer-Term Prospects for the U.S. Economy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 26 agosto 2011
18. Ben S. Bernanke, *The Economic Recovery and Economic Policy*, Economic Club of New York, New York, New York, 20 novembre 2012

19. Ben S. Bernanke, *The Federal Reserve: Looking Back, Looking Forward*, Annual Meeting of the American Economic Association, Philadelphia, Pennsylvania, 3 gennaio 2014
20. Lorenzo Bini Smaghi, *Addressing imbalances in the euro area*, Halle Institute for Economic Research, Halle an der Saale, 14 febbraio 2011
21. Lorenzo Bini Smaghi, *The European debt crisis*, Atlantik-Brücke Meeting of Regional Group Frankfurt/Hesse Frankfurt, 17 ottobre 2011
22. Allen S. Blinder, Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, Jakob De Haan, David-Jan Jansen *Central bank communication and monetary policy a survey of theory and evidence*, ECB Working paper No. 891, Maggio 2008
23. Bloomberg, *Draghi Says ECB Will Do What's Needed to Preserve Euro: Economy*, 26 luglio 2012
24. Bloomberg, *Janet Yellen's Rookie Mistake: Speaking Too Clearly*, 20 marzo 2014
25. Benjamin Born, Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, *Central Bank communication on Financial stability*, ECB Working paper No. 1332, aprile 2011
26. Claus Brand, Daniel Buncic, Jarkko Turunen *The impact of ECB monetary policy decisions and communication on the yield curve*, ECB working paper No.657, luglio 2006
27. Mark Carney, *One Mission. One Bank. Promoting the good of the people of the United Kingdom*, Mais Lecture at Cass Business School, City University, London, 18 marzo 2014
28. Lukas Burkhard, Andreas M. Fischer, *Communicating Policy Options at the Zero Bound*, Swiss National Bank Working Papers, ottobre 2007
29. CBS, *The Chairman*, <https://www.youtube.com/watch?v=odPfHY4ekHA>
30. CNBC, *Former Fed Chairman Alan Greenspan speaks extensively to Maria Bartiromo*, 17 settembre 2007
31. CNN, *Draghi to the rescue*, 26 luglio 2012
32. Benoît Cœuré, *Central banks and the challenges of the zero lower bound*, "Meeting on the Financial Crisis", hosted by the Initiative on Global Markets, at the University of Chicago Booth School of Business, Miami, 19 febbraio 2012
33. Benoît Cœuré, *Why the euro needs a banking union*, conference "Bank funding – markets, instruments and implications for corporate lending and the real economy", Frankfurt, 8 ottobre 2012
34. Benoît Cœuré, *Outright Monetary Transactions, one year on*, conference "The ECB and its OMT programme", organised by Centre for Economic Policy Research, German Institute for Economic Research and KfW Bankengruppe, Berlin, 2 settembre 2013
35. Benoît Cœuré, *Life below zero: Learning about negative interest rates*, Presentation at the annual dinner of the ECB's Money Market Contact Group, Frankfurt, 9 settembre 2014
36. Benoît Cœuré, *Embarking on public sector asset purchases*, Second International Conference on Sovereign Bond Markets, Frankfurt, 10 marzo 2015
37. Michael Cohrs, *Crisis and crash: lessons for regulation*, gathering jointly hosted by the Bank's Agency for Scotland and Scottish Financial Enterprise, 23 marzo 2012
38. Commissione Europea, Rappresentanza in Irlanda *Ireland's economic crisis: how did it happen and what is being done about it?*

39. Consiglio Europeo, Consiglio dell'Unione Europea, *Codice unico europeo*
40. Vítor Constâncio, *Contagion and the European debt crisis*, ECB at the Bocconi University/Intesa Sanpaolo conference on "Bank Competitiveness in the Post-crisis World", Milan, 10 ottobre 2011
41. Vítor Constâncio, *Towards a European Banking Union*, Lecture held at the start of the academic year of the Duisenberg School of Finance, Amsterdam, 7 settembre 2012
42. Vítor Constâncio, *Recent challenges to monetary policy in the euro area*, Athens Symposium on Banking Union, Monetary Policy and Economic Growth, Athens, 19 giugno 2014
43. Alex Cukierman, *The Limits of Transparency*, marzo 2007
44. Spencer Dale, *QE – One year On*, CIMF and MMF Conference, Cambridge, 12 marzo 2010
45. Spencer Dale, *The UK's economic recovery: why now; will it last; and what next for monetary policy?*, Confederation of British Industry (CBI) East of England Midwinter Lunch, Newmarket, 13 dicembre 2013
46. Spencer Dale, *Tough Times, Unconventional Measures*, Association of British Insurers Economics and Research Conference, London, 27 marzo 2009
47. Mario Draghi, *Continuity, consistency and credibility*, 21st Frankfurt European Banking Congress "The Big Shift", Frankfurt, 18 novembre 2011
48. Mario Draghi, *Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Introductory statement*, 25 aprile 2012
49. Mario Draghi, *Monetary Policy in unconventional times*, ECB colloquium held in honour of José Manuel González-Páramo, Frankfurt; 16 maggio 2012
50. Mario Draghi, *Euro area economic outlook, the ECB's monetary policy and current policy challenges*, twenty-ninth meeting of the International Monetary and Financial Committee, Washington D.C., 10 aprile 2014
51. Mario Draghi, *Monetary Policy: Past, Present and Future*, Frankfurt European Banking Congress, Frankfurt, 20 novembre 2015
52. ECB, Youtube Euro Channel, <https://www.youtube.com/playlist?list=PL1C5ECFEE8E907181>
53. ECB, *Measures designed to address elevated pressures in short-term funding markets*, 12 dicembre 2007
54. ECB, *Longer-term refinancing operations*, 7 maggio 2009
55. ECB, *The ECB's Response to the Financial Crisis*, ECB Monthly Bulletin, ottobre 2010
56. ECB, *Decisioni di politica monetaria*, 3 novembre 2011
57. ECB, *ECB announces measures to support bank lending and money market activity*, 8 dicembre 2011
58. ECB, *Monetary policy decisions*, 5 luglio 2012
59. ECB, *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi, Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London*, 26 luglio 2012, video <https://www.youtube.com/watch?v=hMBI50FXDps>
60. ECB, *Technical features of Outright Monetary Transactions*, 6 settembre 2012
61. ECB, *ECB announces features of monetary policy operations with settlement until December 2016*, 5 giugno 2014

62. ECB, *ECB announces operational details of asset-backed securities and covered bond purchase programmes*, 2 ottobre 2014
63. ECB, *La BCE annuncia un programma ampliato di acquisto di attività*, 22 gennaio 2015
64. Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher *Communication and decision-making by Central Bank committees: different strategies, same effectiveness?* ECB Working Paper N. 488, maggio 2005
65. Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher *How should central banks communicate*, ECB Working Paper No. 557, novembre 2005
66. Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, *Explaining monetary policy in press conferences*, ECB working paper No. 767, giugno 2007
67. Stefano Eusepi, Bruce Preston *Central Bank communication and expectations stabilization*, NBER Working paper 13259, luglio 2007
68. Fed, *Open Market Operations*
69. Fed, *Press Release*, 17 agosto 2007
70. Fed, *Press Release*, 17 agosto 2007 (b)
71. Fed, *Press Release*, 18 agosto 2007
72. Fed, *Press Release*, 30 aprile 2008
73. Fed, *Press Release*, 14 luglio 2008
74. Fed, *Press Release*, 25 novembre 2008
75. Fed, *Press Release*, 3 novembre 2010
76. Fed, *Press Release*, 13 settembre 2012
77. Fed, *Press Release*, 19 giugno 2013
78. Fed, *Press Release*, 18 settembre 2013
79. Financial Times, *ECB "ready to do whatever it takes"*, 26 luglio 2012
80. Stanley Fischer, *Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet*, 2015 U.S. Monetary Policy Forum, Sponsored by the University of Chicago Booth School of Business, New York, New York, 27 febbraio 2015
81. Forbes, *Drugged By Draghi: Markets Rally After ECB Chief Promises To Save Euro*, 26 luglio 2012
82. John Gieve, *Uncertainty, Policy and Financial Markets*, Market News event, Barbican Centre, London, 24 luglio 2007
83. José Manuel González Páramo, *Financial market failures and public policies: A central banker's perspective on the global financial crisis*, XVI Meeting of Public Economics, Granada, 6 febbraio 2009
84. Ethan S. Harris, *Ben Bernanke's Fed: The Federal Reserve After Greenspan*, Harvard Business Press, 2008
85. Friedrich Heinemann, Katrin Ullrich, *Does it Pay to Watch Central Bankers' Lips? The Information Content of ECB Wording*, ZEW Discussion Papers, No. 05-70, settembre 2005
86. Il Sole 24ore, *Draghi: siamo pronti a fare tutto il necessario per salvare l'Euro. Nessun Paese uscirà da Eurozona*, 2 luglio 2012
87. Il Sole 24ore, *Weidmann (a sorpresa) difende Draghi dalle critiche di Schäuble*, 12 aprile 2016

88. Il Sole 24ore, *La Corte costituzionale tedesca promuove il piano anti-crisi Omt della Bce*, 21 giugno 2016
89. International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, aprile 2009
90. Internazionale, *I banchieri centrali più potenti*, n.1155, 27 maggio 2016
91. David-Jan Jansen, Jakob De Haan *Look who's talking: ECB Communication during the first years of EMU*, CESifo Working Paper No. 1263, agosto 2004
92. Nigel Jenkinson, *Strengthening Regimes for Controlling Liquidity Risk: Some Lessons from the Recent Turmoil*, Euromoney Conference on Liquidity and Funding Risk Management, Hyatt Regency, 24 aprile 2008
93. Mervyn King, *Global imbalances: the perspective of the Bank of England*, 15 febbraio 2011
94. Mervyn King, *Introductory speech*, Institute of Directors, St George's Hall, Liverpool, 18 ottobre 2011
95. Mervyn King, *Introductory Speech*, The Grand Hotel, Brighton, 24 gennaio 2012
96. Mervyn King, *Introductory Speech*, Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London at the Mansion House, 14 giugno 2012
97. Donald L. Kohn, *Central Bank Exit Policies*, Cato Institute's Shadow Open Market Committee Meeting, Washington, D.C., 30 settembre 2009
98. Yves Mersch, *The Banking Union - a European perspective: reasons, benefits and challenges of the Banking Union*, seminar "Auf dem Weg zu mehr Stabilität – Ein Dialog über die Ausgestaltung der Bankenunion zwischen Wissenschaft und Praxis" organised by Europolis and Wirtschaftswoche, Berlin, 5 aprile 2013
99. Frederic S. Mishkin, *Global Financial Turmoil and the World Economy*, Caesarea Forum of the Israel Democracy Institute, Eliat, Israel, 2 luglio 2008
100. NY Daily News, *Obama nominates Janet Yellen to succeed Bernanke at Federal Reserve*, 9 settembre 2013
101. Official Journal of the European Union, *Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 establishing a securities markets programme (ECB/2010/5), (2010/281/EU)*, 20 maggio 2010
102. Ian Plenderleith, *Review of the Bank of England's provision of emergency liquidity assistance in 2008–09*, Bank of England, 18 ottobre 2012
103. Peter Praet, *Current issues in monetary policy*, Peterson Institute for International Economics in Washington, DC, 9 dicembre 2014
104. Peter Praet, *Structural reforms and long-run growth in the euro area*, panel "Long-run growth, monetary policy and financing of the economy" at 43rd Economics Conference of Oesterreichische Nationalbank, Vienna, 15 giugno 2015
105. Rachel Reeves, Michael Sawicki *Do financial markets react to Bank of England communication?*, External MPC Unit Discussion Paper No. 15, dicembre 2005
106. Reuters, *Draghi sends strong signal that ECB will act*, 26 luglio 2012
107. Reuters, *Exclusive - Central bankers to challenge Draghi on ECB leadership style*, 4 novembre 2014

108. Carlo Rosa, *Talking Less and Moving the Market More: Is this the Recipe for Monetary Policy Effectiveness? Evidence from the ECB and the Fed*, Centre for Economic Performance, LSE, febbraio 2008
109. Spiegel, *Markets Surge after Draghi Vows to Protect Euro*, 26 luglio 2012
110. Jürgen Stark, *The new normal*, 13th Euro Finance Week, Frankfurt, 16 novembre 2010
111. The Economist, *Trichet's cachet*, 31 ottobre 2003
112. The Guardian, *Euro is irreversible, declares European Central Bank president Mario Draghi*, 26 luglio 2012
113. The Huffington Post, *Mario Draghi: 'ECB Is Ready To Do Whatever It Takes To Preserve The Euro'*, 26 luglio 2012
114. The Telegraph, *Debt crisis: Mario Draghi pledges to do 'whatever it takes' to save euro*, 26 luglio 2012
115. The Wall Street Journal, *Draghi Versus Trichet*, 8 dicembre 2011
116. The Wall Street Journal, *Key Excerpts: Mario Draghi Says ECB 'Ready to Do Whatever It Takes'*, 26 luglio 2012
117. The Wall Street Journal, *Five Things You Need to Know About Janet Yellen*, 8 ottobre 2013
118. The Washington Post, *Janet Yellen's leadership style is right for the Fed, and for the future*, 9 ottobre 2013
119. Jean-Claude Trichet, *Hearing at the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament*, 11 settembre 2007
120. Jean-Claude Trichet, *Hearing at the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament* 19 dicembre 2007
121. Jean-Claude Trichet, *Hearing at the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament*, 26 marzo 2008
122. Jean-Claude Trichet, *Supporting the financial system and the economy: key ECB policy actions in the crisis*, Nueva Economía Fórum and The Wall Street Journal Europe, Madrid, 22 giugno 2009
123. Jean-Claude Trichet, *The ECB's exit strategy*, ECB Watchers Conference, Frankfurt, 4 settembre 2009
124. Jean-Claude Trichet, *Risk and monetary policy*, SIEPR Economic Summit, Stanford University, Stanford, 12 marzo 2010
125. Jean-Claude Trichet, *The ECB's response to the recent tensions in financial markets*, 38th Economic Conference of the Oesterreichische Nationalbank, Vienna, 31 maggio 2010
126. Jean-Claude Trichet, *Lessons drawn from the crisis*, 150th Anniversary of the Central Bank of the Russian Federation High-Level International Conference on "Central Banks and Development of the World Economy: New Challenges and a Look Ahead", Moscow, 18 giugno 2010
127. Jean-Claude Trichet, *Recovery, Reform and Renewal: Europe's economic challenge*, "The ECB and Its Watchers", Frankfurt, 9 luglio 2010
128. Jean-Claude Trichet, *Keeping the momentum for financial reform*, EUROFI Financial Forum 2010, Brussels, 29 settembre 2010

129. Jean-Claude Trichet, *Reflections on the nature of monetary policy non-standard measures and finance theory*, Opening address at the ECB Central Banking Conference, Frankfurt, 18 novembre 2010
130. Jean-Claude Trichet, *Completing Economic and Monetary Union*, Gala Dinner of the State of the European Union conference "Revitalising the European Dream: A Corporate View", Brussels, 28 giugno 2011
131. Jean-Claude Trichet, *Statement on the decisions taken by the Euro Area Heads of State or Government at a press briefing on 21 July 2011 in Brussels*, 21 luglio 2011
132. Jean-Claude Trichet, *Preventing spillovers on the global economy*, Bretton Woods Committee, International Council Meeting 2011, Washington, 23 settembre 2011
133. Kevin Warsh, *The End of History?*, New York Association for Business Economics, New York, New York, 7 novembre 2007
134. Kevin Warsh, *It's Greek to Me*, Atlanta Rotary Club, Atlanta, Georgia, 28 giugno 2010
135. Janet L. Yellen, *Assessing Potential Financial Imbalances in an Era of Accommodative Monetary Policy*, International Conference: Real and Financial Linkage and Monetary Policy, Bank of Japan, Tokyo, Japan, 1 giugno 2011
136. Janet L. Yellen, *A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response*, "A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity" conference sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung, and the IMK Macroeconomic Policy Institute, Washington, D.C., 11 febbraio 2013
137. Janet L. Yellen, *Challenges Confronting Monetary Policy*, 2013 National Association for Business Economics Policy Conference, Washington, D.C., 4 marzo 2013
138. Janet L. Yellen, *Communication in Monetary Policy*, Society of American Business Editors and Writers 50th Anniversary Conference, Washington, D.C., 4 aprile 2013
139. Janet L. Yellen, *Inflation Dynamics and Monetary Policy*, Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst, Amherst, Massachusetts, 24 settembre 2015