

Alcune questioni riguardanti le regole di politica monetaria

Le regole di politica monetaria sono divenute una tematica frequentemente analizzata nella recente letteratura accademica. In questo contesto, per regola di politica monetaria si intende in genere una descrizione del modo in cui uno strumento di politica monetaria viene manovrato in reazione ai cambiamenti nelle condizioni economiche, in ogni possibile scenario. Tipicamente una regola di questo tipo può essere postulata in una forma semplice, che lega lo strumento a un insieme ristretto di variabili o indicatori economici, oppure derivata esplicitamente da un problema di ottimizzazione, data una particolare specificazione degli obiettivi della politica monetaria e del funzionamento dell'economia.

Nel presente articolo si affrontano alcune questioni relative a questo tipo di regole di politica monetaria. Si argomenta che, da un lato, regole semplici, che collegano direttamente le variazioni dello strumento agli andamenti di un numero limitato di indicatori, sono eccessivamente rigide e inefficienti; dall'altro, regole ottimali basate su un certo modello dell'economia non possono tenere adeguatamente conto del fatto che la banca centrale ha una conoscenza limitata dello stato dell'economia e del "vero" modello economico.

In pratica, le banche centrali devono tenere conto del fatto che la conoscenza dell'economia è imperfetta. Per questo motivo, l'impegno a seguire una strategia di politica monetaria che dichiari apertamente sia il proprio obiettivo che gli strumenti impiegati per conseguirlo risulta l'approccio più adeguato per tenere conto di tutte le informazioni rilevanti, dell'incertezza riguardo al modello e delle trasformazioni strutturali dell'economia. Una strategia di politica monetaria adeguata deve fornire un quadro sistematico per l'analisi delle informazioni e l'adozione delle decisioni, senza che queste ultime siano predeterminate in modo meccanico.

I Le regole nel campo della politica monetaria

L'esperienza di elevati tassi di inflazione negli anni settanta ha reso consapevoli le autorità di politica economica, gli osservatori e il pubblico in generale delle cause e dei costi di questo fenomeno. Verso la fine del decennio, la questione della formulazione ottimale della politica monetaria è perciò tornata ad essere oggetto di un vivo interesse fra gli economisti. Nei circoli accademici si è riaperto il vecchio dibattito tra regole e discrezionalità nell'ambito della politica monetaria. L'abbondante letteratura sulle regole sviluppatesi in seguito ha fornito numerosi contributi fondamentali per una migliore comprensione della "scienza della politica monetaria".

Il primo di questi contributi ha riguardato la natura, la portata e i limiti della politica monetaria: in breve, ha esaminato la questione di quali siano i suoi legittimi obiettivi di lungo periodo. Nella sua forma originale, il dibattito aveva preso le mosse dall'osservazione che, storicamente, la moneta cartacea ha fatto sorgere la tentazione di generare fasi di inflazione più elevata di quanto previsto dagli operatori economici (le cosiddette "sorprese inflazionistiche"). Tale tentazione è derivata in parte dai tentativi dei governi di perseguire una politica finalizzata al

mantenimento di un livello del prodotto superiore a quello "naturale" o "potenziale", intorno al quale esso gravita nel lungo periodo. Tuttavia, le "sorprese" monetarie, volte a stimolare il prodotto nel breve periodo, con il tempo finiscono con l'essere incorporate nelle aspettative. Se la fissazione dei prezzi dipende dalle aspettative sul futuro, una più elevata inflazione attesa si trasforma rapidamente in una maggiore inflazione corrente. Le "sorprese" monetarie finirebbero così per perdere rapidamente la loro capacità di incidere – peraltro in modo solo temporaneo – sul livello dell'attività economica reale. In una situazione del genere, anche se la banca centrale annunciasse di essere fermamente intenzionata a mantenere l'inflazione a un livello basso e stabile, non sarebbe creduta. Per effetto della cosiddetta "distorsione inflazionistica" l'inflazione risulterebbe permanentemente più elevata, senza benefici duraturi in termini di prodotto e di occupazione, rispetto a una situazione in cui le autorità di politica economica fossero in grado di vincolarsi credibilmente a non ricorrere a sorprese inflazionistiche.

Si è giunti alla conclusione che un'appropriata regola di politica monetaria debba precludere

alla banca centrale ogni tentativo di spingere il prodotto al di sopra del suo livello “naturale” o “potenziale”. A tal fine, è stata conferita alle banche centrali un’indipendenza istituzionale ed è stato loro assegnato il mandato prioritario e chiaramente definito di mantenere la stabilità dei prezzi, partendo dal principio che ciò avrebbe contribuito a proteggere la politica monetaria da pressioni a perseguire obiettivi non appropriati riguardo al livello del prodotto.

Con la composizione della controversia accademica sugli obiettivi della politica monetaria, non si è però risolto il problema della credibilità di quest’ultima. L’attribuzione alla banca centrale di un mandato per il conseguimento di precisi risultati, come ad esempio la stabilità dei prezzi o un basso livello di inflazione, non garantisce, in teoria, che il risultato desiderato sia effettivamente raggiunto. Ai fini della credibilità della banca centrale, e quindi della sua efficacia nel realizzare gli obiettivi fissati, è altrettanto importante che la sua condotta sia comprensibile. Per questo motivo, attualmente sono sempre più diffuse le tesi a favore di un comportamento della banca centrale prevedibile e sistematico nel tempo, in grado di stabilizzare le aspettative. In tale contesto, la presenza di un chiaro quadro di riferimento, o strategia, che disciplini le scelte di politica monetaria e mantenga le decisioni coerentemente ancorate agli obiettivi assegnati, contribuisce a migliorare i risultati macroeconomici nel medio periodo.

La nozione di coerenza nella risposta della politica monetaria ai nuovi eventi ha perciò riaffermato sotto un diverso punto di vista la rilevanza delle regole. Al tempo stesso, il concetto di regola di

politica monetaria è stato notevolmente ampliato. Nella letteratura più recente, il concetto di regola va oltre la definizione degli obiettivi di lungo termine di una banca centrale, per inglobare anche le procedure e le strategie che dovrebbero guidare in modo sistematico la conduzione della politica monetaria.

La rinnovata enfasi posta dalla recente letteratura accademica sulle regole di politica monetaria è generalmente accolta con favore, per due motivi. In primo luogo, l’utilizzo di regole fornisce un salutare antidoto ai sempre presenti rischi connessi a un approccio discrezionale e *ad hoc*. In secondo luogo, nel dare alle regole la dimensione più ampia di strategie e procedure per l’esecuzione quotidiana della politica monetaria, la letteratura più recente si è mossa verso un maggiore realismo, e quindi verso una maggiore utilità pratica. In concreto, l’ardua sfida a cui la politica monetaria è chiamata a rispondere è quella di preservare i vantaggi di un approccio basato sulle regole tenendo conto, allo stesso tempo, della complessità, dell’incertezza e dell’incessante mutamento del contesto cui essa opera. A tale riguardo, oltre al fermo impegno a perseguire l’obiettivo primario, un ulteriore elemento di disciplina può provenire da un esplicito quadro di riferimento per l’elaborazione delle informazioni e l’adozione delle decisioni da parte delle banche centrali. In tal modo, sarà più facile assicurare che il pubblico abbia una percezione del fatto che la politica monetaria procede con coerenza in una direzione ben definita, verso il fine che si è prefissato; ciò, a sua volta, agevolerà la realizzazione dell’obiettivo fondamentale, cioè la stabilità dei prezzi.

2 Le regole semplici

Tradizionalmente, le banche centrali e il mondo accademico hanno ricercato regole semplici per la politica monetaria, nell’intento di ridurre il grado di discrezionalità e di promuoverne la credibilità. Tali regole venivano considerate una salvaguardia contro politiche eccessivamente ambiziose, che sarebbero potute divenire fonti aggiuntive di incertezza in presenza di effetti della politica monetaria sull’economia caratterizzati da ritardi lunghi, variabili e incerti.

Le regole semplici e non condizionali (*unconditional*), che non dipendono cioè dallo stato dell’economia, hanno un lungo e illustre passato nella storia dell’economia monetaria. Ne sono un esempio di rilievo il sistema del *gold standard* e, in generale, tutti i regimi che prevedono la conversione diretta o indiretta della moneta cartacea in una moneta-merce a un prezzo prefissato. Un altro esempio di regola semplice e non condizionale che fornisce un’ancora nominale per la gestione

della moneta legale è dato dalla regola che prevede un tasso di crescita costante per la moneta, sostenuta, fra gli altri, da Milton Friedman¹⁾. Nella formulazione proposta da quest'ultimo, la banca centrale dovrebbe stabilire un tasso di crescita costante per la massa monetaria e mantenerlo in modo coerente. Sia i regimi basati sulla moneta-merce, come il *gold standard*, sia la regola della crescita costante della moneta fanno interamente affidamento su una reazione endogena stabilizzante del tasso di interesse che rileva ai fini delle decisioni del settore privato alle variazioni del prodotto e dei prezzi. Ad esempio, nel caso di una regola che mantiene costante il tasso di crescita della moneta, un aumento della domanda aggregata al di sopra del livello del prodotto potenziale provocherebbe un aumento endogeno del tasso di interesse reale che, a sua volta, contrasterebbe le spinte inflazionistiche connesse con l'eccesso di domanda.

In numerose circostanze, tuttavia, è possibile che queste forze auto-equilibranti non operino in misura o con rapidità sufficienti. A seconda del contesto, regole semplici e non condizionali come quelle appena descritte possono dar luogo a una forte e indesiderabile variabilità dei prezzi e del prodotto. Per questo motivo, nella loro definizione più rigorosa, esse non hanno avuto un'applicazione pratica.

Nella teoria sulla politica economica sono state perciò proposte regole condizionali (*contingency rules*) più elaborate, che legano uno strumento di politica monetaria a un insieme di indicatori. In questo tipo di regola di *feedback* o funzione di reazione, espressa attraverso una formula matematica, lo strumento di politica monetaria diviene una funzione meccanica di un numero ristretto di variabili informative. L'idea che sottende le funzioni di reazione semplici è, in linea di principio, di immediata comprensione. Mutuata dalla teoria del controllo impiegata nell'ingegneria, essa costruisce un parallelo fra un sistema economico e un sistema meccanico il cui movimento è controllato mediante uno strumento. La funzione di reazione definisce in che modo lo strumento reagirà a quanto accade nel sistema al fine di regolare e stabilizzare il suo funzionamento nel tempo. Applicata alla teoria della politica monetaria, tale funzione stabilisce un legame diretto

fra un numero ristretto di variabili informative, considerate indicatori affidabili dei rischi per la stabilità dei prezzi, e uno strumento di politica monetaria.

Lo schema analitico di queste regole semplici, definite in relazione allo stato del sistema (*state-dependent rules*), varia notevolmente a seconda delle formulazioni proposte. La maggior parte di queste regole ha alla base l'idea che la politica monetaria debba mirare al conseguimento della stabilità dei prezzi o di un basso tasso di inflazione nel medio termine. Talune riflettono altresì l'idea che la politica monetaria debba minimizzare le eccessive oscillazioni di breve periodo del prodotto intorno al suo livello potenziale di lungo periodo. Per contro, esse si differenziano per quanto riguarda sia lo strumento mediante il quale si assume che la banca centrale reagisca alle condizioni economiche prevalenti, sia le variabili informative considerate come indicatori dello stato dell'economia.

Per quanto riguarda lo strumento, l'alternativa che si propone è fra lo stock di base monetaria e un tasso di interesse a breve termine controllato dalla banca centrale. Nel primo caso la banca centrale dovrà condurre operazioni di mercato aperto nella misura opportuna per fissare la base monetaria al livello indicato dalla regola, lasciando che il tasso di interesse si porti al livello necessario (qualsiasi esso sia) affinché la domanda assorba la quantità prescritta di base monetaria. Nel secondo caso, invece, le operazioni di mercato aperto dovranno essere condotte in modo da assicurare l'equilibrio tra domanda e offerta nel mercato della base monetaria allo specifico tasso di interesse indicato dalla regola.

Anche le variabili informative considerate, che forniscono il segnale che fa scattare le variazioni dello strumento, sono diverse a seconda delle regole considerate. Esse possono includere o meno le variabili che costituiscono l'obiettivo principale della politica monetaria (in primo luogo il tasso di inflazione), e comprendono in ogni caso gli indicatori macroeconomici in grado di

1) Si veda, ad esempio, Milton Friedman (1956), *The quantity theory of money: A restatement in Studies in Quantity Theory*, Chicago University Press.

segnalare in che misura le variabili-obiettivo rischiano di scostarsi dai valori prestabiliti.

Un esempio di funzione di reazione semplice è dato dalla regola della base monetaria proposta da McCallum ²⁾. Secondo tale regola, la banca centrale modifica il livello della base monetaria sia in risposta a una deviazione del tasso di crescita del PIL nominale dall'obiettivo specificato, sia in risposta a variazioni stimate della velocità di circolazione della base monetaria stessa. Negli ultimi anni, questo tipo di regola ha ricevuto una minore attenzione, in parte probabilmente perché si è teso a dare alla politica monetaria un ruolo inequivocabilmente rivolto al mantenimento della stabilità dei prezzi, mentre avere come obiettivo il PIL nominale rischia di confondere le responsabilità. Inoltre, considerati gli assetti operativi delle banche centrali, risulta tutto sommato più naturale individuare come strumento di politica monetaria il tasso di interesse anziché la base monetaria.

L'analisi proposta nei paragrafi che seguono, pertanto, fa riferimento a un esempio di regola semplice che adotta il tasso di interesse come strumento di politica monetaria. Nota come "regola di Taylor" ³⁾, negli ultimi anni questo tipo di regola ha attratto l'interesse sia della letteratura accademica, sia degli osservatori di mercato specializzati nell'analisi delle decisioni delle banche centrali.

Le regole à la Taylor

Una classica formulazione lineare della regola di Taylor è la seguente:

$$(1) \quad i_t = r^* + \pi^* + \alpha (\pi_t - \pi^*) + \beta (y_t - y^*)$$

dove il tasso di interesse nominale a breve termine i_t viene fissato nel periodo t dalla banca centrale al livello di lungo periodo (dato dalla somma del valore di equilibrio di lungo periodo del tasso di interesse reale a breve termine, r^* , e dell'obiettivo di inflazione di lungo periodo π^*), a meno che l'inflazione contemporanea π_t risulti non in linea con l'obiettivo di lungo periodo π^* , oppure che il prodotto y_t si scosti dal suo livello potenziale di lungo periodo y^* . In tale formulazione, i pesi α e β assegnati rispettivamente agli

scostamenti dell'inflazione dal suo livello obiettivo e del prodotto dal suo livello potenziale misurano il grado di "aggressività" con cui la politica monetaria dovrebbe rispondere a tali deviazioni.

Di norma, al parametro α è attribuito un valore superiore all'unità. Questo vincolo numerico, noto come "principio di Taylor", assicura che la politica monetaria risponda ai segnali di spinte inflazionistiche osservati in modo sufficientemente restrittivo da indurre un aumento del tasso di interesse reale. A sua volta, tale aumento garantisce sia un'efficace compensazione delle forze destabilizzanti che agiscono sulle decisioni contemporanee di consumo e di produzione attraverso le aspettative di inflazione, sia un'azione di freno alla spesa aggregata tale da riportare l'economia in equilibrio. In talune rappresentazioni alternative della regola viene aggiunta una serie di termini ritardati alla destra del segno uguale, compresi termini ritardati del tasso d'interesse nominale stesso.

Sono state proposte anche alcune varianti della regola basate sulle previsioni, che incorporano l'inflazione attesa $E_t \pi_{t+k}$ riferita all'orizzonte temporale k corrispondente al ritardo con cui opera il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. I sostenitori di quest'ultima variante considerano il termine relativo alla previsione d'inflazione come una variabile che costituisce l'obiettivo intermedio della politica monetaria e spesso eliminano l'*output gap* dalla (1). Due sono le argomentazioni a favore di questo modo di procedere. La prima è che, nell'elaborare la propria risposta, le autorità monetarie devono essere consapevoli dei ritardi che intercorrono tra l'attuazione della manovra e il suo impatto sull'inflazione. Si ritiene perciò che, scegliendo un opportuno orizzonte previsivo k e considerando $E_t \pi_{t+k}$ come un indicatore anticipatore delle future spinte sui prezzi, si tenga debitamente conto di tali ritardi temporali. La seconda è che il termine relativo alla previsione di inflazione tiene già conto implicitamente dell'*output gap*, poiché

2) Cfr. Bennett T. McCallum (1988), Robustness properties of a rule for monetary policy, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 29.

3) Cfr. il contributo iniziale di John B. Taylor (1993), Discretion versus policy rules in practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39.

quest'ultimo è considerato utile ai fini delle previsioni sull'inflazione futura; non è perciò necessario includerlo nella (I) come variabile aggiuntiva, a meno che non vi sia un obiettivo esplicito di riduzione della variabilità del prodotto (per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro I).

I sostenitori delle regole di Taylor attribuiscono ad esse una serie di caratteristiche positive. In primo luogo, la loro estrema semplicità le rende facili da applicare da parte della banca centrale e facili da verificare, ex post, da parte degli operatori privati. Esse sembrano quindi poter agevolare la comunicazione degli orientamenti di politica monetaria al grande pubblico. In secondo luogo, i sostenitori della variante basata sulle previsioni si spingono oltre, affermando che quest'ultima, utilizzando l'inflazione prevista come segnale che determina le azioni di politica monetaria, include tutte le informazioni rilevanti ai fini di tali decisioni.

Una discussione delle regole à la Taylor

È un principio di buona gestione della politica monetaria che, in presenza di segnali di un incipiente scostamento dei principali indicatori macroeconomici dai livelli ritenuti compatibili con gli obiettivi, le banche centrali debbano restare vigili e pronte ad intervenire. In tal senso, qualsiasi regola sistematica che sia funzione dei segnali di divergenza dagli obiettivi, da un lato, e da valori o risultati sostenibili nel lungo termine, dall'altro, racchiude elementi della prassi corrente delle banche centrali orientate alla stabilità. Ciò potrebbe spiegare in parte perché alcune regole semplici abbiano potuto riprodurre approssimativamente le passate decisioni di politica monetaria delle banche centrali ⁴⁾.

Sarebbe tuttavia fuorviante derivare dall'interpretazione di questi esercizi inferenze riguardo alle motivazioni effettive sottostanti agli interventi delle banche centrali. Va notato che, se sono efficaci nel preservare il potere d'acquisto della moneta, numerose strategie monetarie, compreso il perseguimento di un obiettivo di crescita di un aggregato monetario ampio, possono – su un periodo campionario lungo – risultare empiricamente indistinguibili da una politica basata sulla regola di Taylor. Di conseguenza, i buoni risultati

econometrici ottenuti nello spiegare gli andamenti passati con una regola del tipo postulato da Taylor indicherebbero poco o nulla sul modo in cui le banche centrali hanno reagito ai dati sull'economia e su quali indicatori esse hanno effettivamente analizzato nel formulare le proprie decisioni. Inoltre, nel compiere tali valutazioni empiriche, è necessario tenere a mente che, in generale, i risultati econometrici paiono differire notevolmente a seconda che vengano utilizzati i dati relativi all'*output gap* effettivamente disponibili in ciascun momento oppure dati successivamente rivisti ⁵⁾.

Le implicazioni normative delle regole di Taylor sono, ovviamente, ancora più difficili da dimostrare. Il primo e più importante motivo di cautela, che si applica generalmente a tutte le regole semplici, deriva da considerazioni di efficienza nell'uso delle informazioni ai fini di politica monetaria. Non è ipotizzabile che il tasso di inflazione corrente o l'*output gap* racchiudano tutte le informazioni necessarie per la conduzione della politica monetaria. Altre variabili, come gli aggregati monetari e creditizi, i tassi di cambio, i corsi azionari, gli indicatori fiscali, le variazioni dei prezzi internazionali delle materie prime e gli accordi salariali, sono altamente indicative degli andamenti macroeconomici e perciò utili nell'interpretare la situazione economica corrente. Gran parte del lavoro quotidiano delle banche centrali è rivolto ad affrontare il problema informativo. La raccolta di un insieme quanto più ampio possibile di statistiche risponde all'esigenza di trarre conclusioni sulle fonti e sulle dinamiche di propagazione degli shock economici, sulla loro natura e durata e sulle loro implicazioni a livello strutturale. Una semplice regola di Taylor non sarebbe in grado di tenere conto di tutte queste informazioni e trascurerebbe gran parte delle indicazioni fornite con regolarità da questa mole di statistiche ai responsabili delle decisioni di politica monetaria.

A ciò si aggiunge il fatto che la risposta di politica monetaria deve tenere conto delle caratteristiche

4) Cfr., ad esempio, Richard Clarida, Jordi Gali e Mark Gertler (1998), Monetary policy rules in practice: some international evidence, *European Economic Review* 42, pagg. 1033-68.

5) Cfr., ad esempio, Anastasios Orphanides (2000), The quest for prosperity without inflation, *ECB Working Paper No. 15*, marzo 2000.

dello shock. La necessità di un intervento di politica economica dipenderà infatti, fra l'altro, dall'origine dello shock (dal lato della domanda ovvero da quello dell'offerta) e dalla sua natura (un disturbo temporaneo nel contesto di una struttura di fondo invariata oppure una variazione più duratura dei parametri economici). Gli shock dal lato della domanda sono tipicamente caratterizzati da una deviazione dello stesso segno dell'inflazione dal suo obiettivo e del prodotto dal suo livello potenziale. Ad esempio, un aumento della domanda si accompagna in genere a un aumento dell'inflazione e del prodotto. In questo caso, la variazione del tasso di interesse reale indicata dalla regola tende ad avere un effetto tale da riportare sia i prezzi che il prodotto in equilibrio. Ciò contribuirebbe ad attenuare le spinte inflazionistiche contemporanee, agevolando il riassorbimento dell'eccesso di utilizzo della capacità produttiva ed eliminando, pertanto, le condizioni che potrebbero far perdurare tali spinte in futuro.

Per contro, la reazione delle autorità monetarie dovrà in genere essere diversa di fronte a uno shock dal lato dell'offerta, che provoca una variazione di segno opposto del prodotto e dei prezzi. In questo caso, la possibilità che lo shock si autoalimenti e che possa avere effetti destabilizzanti va valutata soprattutto alla luce delle informazioni provenienti dal mercato del lavoro e da quelli dei beni, che non possono essere adeguatamente elaborate mediante la regola di Taylor. Le consuetudini per quanto riguarda la fissazione dei prezzi e gli accordi salariali vanno tenuti sotto stretta osservazione e valutati attentamente, per far sì che lo shock rimanga temporaneo e non incida in modo permanente sulle aspettative di inflazione.

In sintesi, fattori fondamentali di natura diversa – ma che potrebbero accompagnarsi allo stesso risultato o alla stessa previsione di inflazione – richiedono interventi compensatori di intensità e durata variabili, poiché mettono in moto dinamiche distinte e sono connessi con tendenze potenzialmente opposte delle variabili reali. Nella misura in cui le regole di Taylor limitano eccessivamente l'universo di informazioni impiegato a sostegno delle decisioni di politica monetaria, esse non costituiscono in questa prospettiva una guida affidabile.

Inoltre, benché si sia molto insistito sul loro orientamento pratico, le regole di Taylor tradizionali non sono tanto immediate da applicare come talvolta affermato. Sia l'*output gap* che il tasso di interesse reale di equilibrio, entrambi essenziali per un utilizzo normativo delle regole, sono variabili non osservabili. La loro stima è un'operazione estremamente delicata, che rende pericoloso il loro uso sistematico come elementi guida nella gestione quotidiana della politica monetaria. A seconda del metodo di stima impiegato per queste variabili, i tassi di interesse risultanti dalle regole di Taylor possono variare in un ampio intervallo, e non forniscono quindi segnali chiari ai fini della politica monetaria.

Il concetto di *output gap* si è dimostrato difficile da definire e le stime disponibili presentano un elevato grado di dispersione⁶⁾. È noto che le metodologie classiche di depurazione del *trend* utilizzate per stimare la differenza fra il prodotto effettivo e quello potenziale sono soggette a errori di misurazione in tempo reale e soffrono di una mancanza di fondamenti teorici. Analogamente, anche i tentativi di fare un uso intensivo della teoria economica per costruire misure del livello "naturale" del prodotto, in corrispondenza del quale le spinte inflazionistiche sono presumibilmente assenti, poggiano su ipotesi discutibili e non costituiscono una base affidabile per il processo decisionale. In ogni caso, pare essere un esercizio azzardato quello di legare la conduzione della politica monetaria alle stime dell'*output gap*, che sono altamente vulnerabili alle revisioni ex post dei dati o sensibili alle specifiche ipotesi adottate nella scelta degli indicatori coincidenti. In un tale contesto, il rischio di prendere decisioni errate è significativo.

Il tasso d'interesse reale di equilibrio è altrettanto difficile da stimare. Affinché la regola di Taylor fornisca risultati ragionevoli, questo tasso dovrebbe riflettere un insieme più ampio di condizioni finanziarie sottostanti, la cui realizzazione è ritenuta compatibile con la stabilità

6) Cfr., ad esempio, l'articolo *Crescita del prodotto potenziale e output gap: concetto, utilizzi e stime*, *Bollettino mensile della BCE*, ottobre 2000.

dei prezzi. Tuttavia, in assenza di un modello affidabile e ampiamente accettato che metta in relazione i valori delle attività finanziarie con le relative “variabili fondamentali” e che definisca chiaramente i meccanismi che collegano il valore di equilibrio delle attività con quello del prodotto, qualsiasi tentativo di quantificare il concetto di tasso di equilibrio è destinato a rimanere una rozza approssimazione.

Un altro problema relativo alle regole di Taylor del tipo basato sulle previsioni emerge quando vengono inclusi i valori previsti sia dell’inflazione che dell’*output gap*. In questo caso, la regola sarebbe in contrasto con il principio generale secondo cui la politica monetaria dovrebbe avere come obiettivo primario la stabilità dei prezzi. Essa sarebbe pertanto considerata come l’espressione di due obiettivi distinti e indipendenti.

Anche le proprietà stabilizzatrici delle regole del tipo postulato da Taylor possono essere messe in discussione, sulla scorta di due considerazioni critiche. In primo luogo, le regole di Taylor, essendo incentrate sul livello del tasso

di interesse, risentono in modo particolare del problema classico derivante dal fatto che i tassi di interesse nominali non possono assumere valori negativi. Esse perciò diventano rapidamente inefficaci nel mantenere il sistema ancorato agli obiettivi in situazioni in cui i tassi dovessero scendere su livelli molto bassi.

In secondo luogo, queste regole perdono la loro funzione di stabilizzazione – e, di fatto, possono trasformarsi in una fonte autonoma di instabilità – quando sono formulate nella versione basata sulle previsioni d’inflazione. Come spiegato in maggior dettaglio nel riquadro I, questa variante della regola può accentuare la tendenza dei sistemi economici ad essere eccessivamente sensibili a revisioni arbitrarie delle aspettative.

Anche per le ragioni appena indicate, gli organi decisionali delle banche centrali non possono applicare meccanicamente le regole del tipo postulato da Taylor. La base informativa che esse, per costruzione, utilizzano è semplicemente troppo ristretta per essere di qualche utilità pratica nella conduzione della politica monetaria.

Riquadro I

Le regole di Taylor sono sempre stabilizzanti?

La regola di Taylor ha trovato vasto impiego come strumento analitico per formalizzare il comportamento della politica monetaria nel quadro di un modello dinamico di equilibrio generale del settore privato. In questo contesto è stata studiata la sua capacità di ancorare le grandezze macroeconomiche agli obiettivi di politica monetaria.

I modelli dinamici di equilibrio generale formalizzano l’evoluzione dell’economia nel tempo mediante un insieme di espressioni analitiche, le quali derivano direttamente dalle condizioni di ottimizzazione relative alle decisioni di consumo, di risparmio, di investimento e di produzione di agenti economici e imprese rappresentativi. Una versione estremamente semplificata di questo tipo di modello del settore privato può essere definita in modo sintetico da due condizioni fondamentali, che esprimono lo stato corrente dell’economia privata come funzione degli shock correnti e delle aspettative sul futuro:

$$(2) \quad y_t = \gamma_0 - \gamma_1 (i_t - E_t \pi_{t+1}) + E_t y_{t+1} + e_t$$

$$(3) \quad \pi_t = \delta_0 E_t \pi_{t+1} + \delta_1 (y_t - y^*) + u_t$$

Nella (2) e nella (3), e_t ed u_t sono termini di errore stocastici, mentre $\gamma_0, \gamma_1, \delta_1 > 0$ e $0 < \delta_0 < 1$ sono parametri dati. L’equazione (2) afferma che le decisioni correnti di produzione reagiscono negativamente al tasso di interesse reale contemporaneo ($i_t - E_t \pi_{t+1}$) e positivamente alle aspettative sul livello futuro del prodotto, $E_t y_{t+1}$. Ciò appare realistico, in quanto un aumento del costo dei finanziamenti ha normalmente un impatto negativo sulla produzione delle imprese, mentre aspettative più favorevoli sulla produzione futura stimolano gli investimenti, contribuendo a

espandere il prodotto corrente. L'equazione (3) ipotizza che le correzioni di prezzo osservate, sintetizzate dall'inflazione corrente π_t , reagiscono alle attese d'inflazione e all'*output gap* ($y_t - y^*$), che rappresenta un indicatore del livello corrente di utilizzazione delle risorse. Questa condizione riflette l'ipotesi che le imprese, operando in un mercato di concorrenza imperfetta, affrontano un costo quando operano una revisione dei prezzi, per cui solo una percentuale di esse sarà disposta a modificare i propri prezzi in un dato momento. Per queste imprese il valore atteso dell'inflazione riveste grande importanza, poiché sono consapevoli del costo di un'ulteriore modifica delle loro attuali decisioni di fissazione dei prezzi. L'equazione (2) è spesso interpretata come una descrizione dell'evoluzione della domanda aggregata a fronte di una data *stance* di politica monetaria, mentre l'equazione (3) sintetizza il lato dell'offerta. Entrambe le equazioni sono di norma arricchite da una complessa struttura di termini ritardati relativi a y_t e π_t , che, per ragioni di semplicità, non sono stati riportati in questa sede.

Un modello come quello rappresentato dalle equazioni (2) e (3) può essere "chiuso" (ossia risolto in termini delle variabili endogene y_t e π_t) incorporandovi una regola di Taylor del tipo basato sulle previsioni, espressa dall'equazione (1a):

$$(1a) \quad i_t = r^* + \pi^* + \alpha (E_t \pi_{t+k} - \pi^*)$$

Come spiegato nel testo dell'articolo, i sostenitori della (1a) insistono sui vantaggi presentati dal fatto che la politica monetaria reagisca nel periodo t al tasso di inflazione atteso nell'orizzonte temporale k , pari al normale ritardo temporale fra l'intervento di politica monetaria e il suo impatto sulla fissazione dei prezzi. I modelli macroeconomici esistenti, secondo alcuni, possono giustificare un ritardo di trasmissione k fino a due anni.

La questione della capacità di uno schema di politica monetaria basato su una regola come la (1a) di fornire un'ancora adeguata per le grandezze nominali e reali in un'economia come quella descritta dalle equazioni (2) e (3) ha ricevuto una crescente attenzione negli ultimi anni, dal punto di vista sia teorico che applicativo. I risultati, tuttavia, sono in generale scoraggianti. Gli studi basati su simulazioni numeriche hanno evidenziato che regole come la (1a) occasionalmente si rivelano fonti significative di instabilità, in quanto rendono l'economia soggetta a revisioni arbitrarie delle aspettative, non giustificate da una variazione dei dati fondamentali del sistema rappresentati dalle preferenze e dalla tecnologia. Le probabilità di riscontrare questi problemi di instabilità aumentano con la distanza dell'orizzonte scelto, vale a dire all'aumentare di k .

Due sono le fonti primarie di tale instabilità. Nei casi in cui (come spesso avviene di fatto negli esercizi previsivi) le previsioni puntuali di inflazione sono circondate da un'ampia incertezza, che cresce con l'ampliarsi dell'orizzonte di previsione, l'elevata sensibilità della politica monetaria alle previsioni (e alle loro revisioni) può determinare un'eccessiva variabilità dell'inflazione e del prodotto realizzati. La seconda può derivare da un problema più generale, tipico dei sistemi (come quello economico) il cui stato corrente dipende in modo cruciale dalle aspettative sul loro stato futuro. Dato che la formazione di tali aspettative dipende da molteplici fattori, è possibile che variazioni delle aspettative, anche se totalmente dissociate da mutamenti dei fondamentali, producano molteplici scenari plausibili dello stato corrente dell'economia. Le regole che legano l'intervento di politica monetaria alle previsioni fanno sì che lo stato corrente dell'economia risulti particolarmente sensibile al mutare delle aspettative, rendendo perciò il sistema vulnerabile a questo tipo di molteplicità di equilibri. L'instabilità nasce dal fatto che, in tale contesto, non è possibile determinare con precisione il modo in cui il sistema risponderà a uno shock esogeno come e_t o u_t nelle equazioni (2) e (3).

In conclusione, le proprietà stabilizzatrici delle regole *à la Taylor*, come la (1a), si deteriorano in risposta a certi eventi. Anche prescindendo da tutti i problemi di informazione e di efficienza discussi nell'articolo, la capacità di queste regole di fornire l'ancoraggio di cui l'economia necessita per restare saldamente agganciata agli obiettivi di politica monetaria desiderati potrebbe dipendere dall'assenza di shock destabilizzanti alle aspettative. L'economia necessiterebbe dunque di un'ancora, che le regole in questione non sembrano in grado di offrire.

3 Le regole ottimali

Per valutare i risultati di regole semplici come quelle di Taylor, le loro proprietà vanno esaminate nel contesto di un modello dell'economia (o di una serie di modelli) come quello illustrato nel riquadro 1. È inoltre necessario specificare una misura del benessere sociale, o una funzione obiettivo della politica monetaria, per consentire un raffronto e una graduatoria dei risultati ottenuti con l'impiego di diverse regole ⁷⁾. Una volta dati il modello e la specificazione della funzione obiettivo, la scelta più ovvia, almeno in teoria, è quella di ricercare una regola pienamente ottimale, in grado di massimizzare la funzione obiettivo, anziché adottare regole semplici e verosimilmente sub-ottimali. Se la regola pienamente ottimale può essere derivata mediante tale procedura di ottimizzazione, non sembrerebbe pertanto esservi alcuna ragione di considerare regole semplici come quella di Taylor.

In effetti, negli ultimi decenni un approccio diffuso alla modellizzazione della politica economica è consistito nel desumere il percorso ottimale degli strumenti operativi partendo da una specificazione della funzione obiettivo e da un modello descrittivo del funzionamento dell'economia. Tale approccio si basa sull'ipotesi che esista un modello dell'economia in cui le variabili rilevanti, come l'inflazione e il prodotto, reagiscono alle misure adottate secondo una dinamica nota. Sulla scorta di tale modello, le banche centrali dovrebbero perciò adottare il profilo temporale ottimale dello strumento di *policy* (ossia del tasso di interesse a breve termine) derivato dal modello, cioè quello che massimizza la funzione obiettivo della politica monetaria. Tale profilo darebbe un risultato macroeconomico che, per costruzione, sarebbe preferibile a ogni scenario alternativo.

Nella sua formulazione più classica, tale approccio equivale a risolvere un problema standard di ottimizzazione vincolata, in cui i vincoli sono dati dalle equazioni del modello che sintetizzano le dinamiche del sistema. La soluzione analitica di questa procedura produrrebbe una funzione di reazione piuttosto complessa, in cui lo strumento operativo verrebbe a dipendere da tutte le variabili di stato che compaiono nel modello. La "migliore" manovra di politica monetaria sarebbe così funzione dell'intera storia degli shock rilevanti per

la politica monetaria secondo la struttura del modello.

Nella letteratura più recente sono stati effettuati nuovi tentativi di applicare l'approccio di ottimizzazione al problema della definizione della politica monetaria in un contesto istituzionale vincolato da un mandato. Alla banca centrale viene assegnato l'obiettivo operativo di minimizzare, su un orizzonte temporale determinato, le deviazioni delle proiezioni del tasso d'inflazione generate dal modello rispetto a un valore prefissato. Per rappresentare il mandato assegnato alla banca centrale si ricorre alla nozione di "funzione di perdita". Tipicamente, si ipotizza che questa funzione sia quadratica, vale a dire che i costi derivanti da scostamenti delle variabili dai loro valori obiettivo abbiano un andamento simmetrico e crescente all'aumentare degli scostamenti stessi.

In questo contesto, la "regola" è rappresentata dal vincolo per la banca centrale sia al conseguimento di un obiettivo di inflazione, sia all'utilizzo di una *procedura* di ottimizzazione (anziché di una regola diretta di *feedback*) nell'effettivo perseguimento dell'obiettivo. Tale procedura è "ottimizzante" nel senso che, fra i vari profili di tasso d'interesse generati dal singolo modello, essa selezionerà il profilo "migliore" sulla base della funzione di perdita postulata ⁸⁾.

Le prescrizioni per una corretta conduzione della politica monetaria contenute nelle regole ottimali affrontano, in maniera astratta, alcune delle critiche alle regole semplici presentate nella sezione 2. Le regole ottimali possono esprimere un orientamento della politica monetaria decisamente rivolto al futuro evitando, al tempo stesso, alcuni degli svantaggi connessi con una reazione meccanica della politica monetaria a una specifica previsione di inflazione (come prescritto dalla

7) Cfr., ad esempio, l'analisi delle regole del tipo postulato da Taylor nei vari modelli riportata in John Taylor (1999), *Monetary policy rules*, NBER Conference Report, University of Chicago Press.

8) Cfr., ad esempio, Lars E. O. Svensson (1999), *Inflation targeting as a monetary policy rule*, *Journal of Monetary Economics* 43.

regola di Taylor basata sulle previsioni). In linea di principio, questa procedura può avvalersi di metodologie avanzate di modellizzazione dell'economia per elaborare le informazioni e indirizzare le decisioni. Può inoltre assicurare, almeno teoricamente, l'utilizzo di una base informativa molto più ampia che nel contesto delle regole semplici.

Tuttavia, se prese alla lettera e applicate in modo meccanico, le regole ottimali sopra descritte restano per molti versi troppo riduttive ai fini della politica monetaria. In primo luogo, la procedura di ottimizzazione, nella forma proposta, pare sottovalutare la necessità di una valutazione soggettiva nell'utilizzo e nell'interpretazione di qualsiasi modello dell'economia. In secondo luogo, imponendo alle banche centrali di scegliere una linea di intervento atta ad assicurare che le proiezioni delle variabili di interesse siano in linea con i rispettivi valori obiettivo su *orizzonti temporali predeterminati*, queste regole restringono in modo eccessivo il quadro temporale rilevante ai fini della politica monetaria. Poiché il ritardo di trasmissione è variabile, è difficile determinare l'orizzonte temporale rilevante per le proiezioni. Inoltre, i vari tipi di modelli sintetizzano elementi diversi del meccanismo di trasmissione e sono rilevanti ad orizzonti temporali diversi. In tale contesto, circoscrivere l'attenzione a un orizzonte di proiezione specifico può indurre risposte poco lungimiranti, il cui impatto dovrà probabilmente essere compensato in un momento successivo, con conseguenti costi in termini di instabilità. Infine, se le regole ottimali e le procedure di ottimizzazione sono applicate periodo per periodo, non sembra esservi alcun meccanismo in grado di assicurare la coerenza nel tempo delle risultanti indicazioni e azioni di politica monetaria.

Più in generale, se la definizione della politica monetaria dipende dalla struttura di un unico

modello, le regole o procedure ottimali ottenute in questo modo risultano di validità verosimilmente troppo limitata. Una manovra di politica monetaria considerata ottimale sulla scorta di un modello dell'economia spesso può dare cattivi risultati nell'ambito di un modello diverso, che rappresenta una visione alternativa del funzionamento del meccanismo di trasmissione. Le banche centrali hanno pertanto l'esigenza di impiegare modelli diversi a fini diversi, nonché di far coesistere molteplici metodologie, più o meno formali, per l'interpretazione dei dati e degli andamenti economici. Di conseguenza, se più modelli e altri indicatori vengono utilizzati in modo complementare, unitamente a una valutazione soggettiva, risulta meno chiaro come la regola ottimale proposta possa essere ancora applicata nei termini di una procedura strettamente codificata. Inoltre, le proiezioni risultanti avranno, da sole, un contenuto informativo estremamente limitato. In queste circostanze, è più importante capire i fattori sottostanti a tali proiezioni e rendere note le valutazioni che giustificano una visione globale piuttosto che un'altra.

Per tutte queste ragioni, le regole ottimali, nella forma proposta dalla letteratura accademica, benché realizzabili in linea di principio, risultano poco utili all'atto pratico come regole di politica monetaria in senso stretto. In particolare, esse non tengono sufficientemente conto del problema dell'incertezza riguardo al modello e delle sue conseguenze di vasta portata per le banche centrali. Ciò ha spinto di recente un altro filone della letteratura a considerare criteri decisionali diversi, basati sulla nozione di *robustezza* delle decisioni di politica monetaria anziché sul principio classico dell'ottimizzazione; un approfondimento a tale riguardo è proposto nel riquadro 2. Al momento, tuttavia, sarebbe prematuro trarre qualsiasi conclusione generale da questa letteratura ancora in evoluzione.

Riquadro 2

Eterogeneità dei modelli e robustezza

I critici delle regole ottimali hanno messo in evidenza la loro mancanza di robustezza di fronte all'incertezza sul funzionamento dell'economia. In particolare, essi insistono sulla forte dipendenza delle indicazioni di politica monetaria risultanti dalle regole ottimali dal modello utilizzato. Nel tentativo di affrontare le questioni connesse all'incertezza su quale sia il modello "vero" dell'economia, la recente letteratura economica si è concentrata in modo particolare su due approcci metodologici.

Il primo coniuga una rappresentazione probabilistica dell'incertezza di tipo bayesiano con la metodologia di ottimizzazione comunemente impiegata in economia. Se applicato nel contesto di una regola ottimale, l'approccio bayesiano all'incertezza sul modello richiede che la banca centrale adotti una procedura del seguente tipo. In primo luogo, la banca centrale individua una classe di modelli che siano altrettante rappresentazioni plausibili del funzionamento dell'economia. In secondo luogo, essa assegna a queste varie possibili specificazioni un livello di probabilità che rifletta la sua opinione riguardo al grado di verosimiglianza da attribuire ai diversi schemi utilizzabili per rappresentare il modello "vero" dell'economia. In ultimo, la banca centrale deve ricercare il profilo del proprio strumento operativo che minimizza la sua funzione di perdita sulla base dei vari modelli plausibili, ponderati per il rispettivo grado di probabilità. Il risultante profilo ottimale dello strumento di *policy* sarebbe una combinazione, ossia una media ponderata, dei profili ottimali generati da ciascun modello considerato.

Sebbene in teoria questa procedura possa essere integrata in una regola ottimale del tipo descritto nell'articolo, non è certo che ciò possa essere realizzato in pratica. In aggiunta alle difficoltà già menzionate, gli organi decisionali delle banche centrali avrebbero l'arduo compito di giungere ad un accordo sulla distribuzione di probabilità da assegnare ai vari modelli compresi nella procedura e di deciderne i valori numerici.

Esistono approcci alternativi all'incertezza riguardo al modello, che non richiedono la definizione di una precisa distribuzione di probabilità per tutti i modelli possibili: essi possono quindi fornire un modo per affrontare forme più pervasive e non strutturate di incertezza (intesa, ad esempio, nel senso di Knight). Poiché le tradizionali tecniche di ottimizzazione non possono essere utilizzate in questo contesto, questi approcci devono fare ricorso a criteri alternativi di scelta. Un esempio estremo di criterio di scelta alternativo è il cosiddetto "principio minimax". Anche in questo caso la banca centrale deve individuare una serie di modelli plausibili e simulare un ventaglio di profili alternativi per il proprio strumento di *policy*, ma senza specificare una distribuzione di probabilità per i modelli considerati. Il profilo temporale dello strumento che minimizza il rischio che si verifichi l'eventualità peggiore in ciascun modello concepibile (ossia quello che genera il migliore fra gli scenari peggiori) verrebbe scelto in quanto il più "sicuro", e pertanto il più robusto. Questo tipo di politica monetaria risulterebbe il migliore secondo la procedura minimax.

Una procedura di questo tipo prende atto del fatto che la natura dell'incertezza affrontata dalle banche centrali spesso non può essere espressa facilmente in termini probabilistici, né in un modo che renda sempre applicabili sia la classica teoria assiomatica della scelta sia gli approcci di ottimizzazione usati in economia. Tuttavia, non vi è accordo sui tipi di criteri alternativi di scelta da considerare in tali circostanze. In generale, si è riscontrato che le implicazioni per la politica monetaria spesso differiscono in misura significativa a seconda che ci si avvalga degli approcci di ottimizzazione standard o dei metodi alternativi di modellizzazione di una formulazione "robusta" delle decisioni.

4 Le regole di politica monetaria e la pratica delle banche centrali

Le considerazioni svolte nelle sezioni 2 e 3 mostrano che, per quanto esista un ampio consenso sulla rilevanza di un approccio sistematico o fondato su regole ai fini della credibilità della politica monetaria, in pratica non è possibile, o per lo meno prudente, che le banche centrali abbraccino formalmente una regola specifica che prescriva l'utilizzo degli strumenti operativi sulla base di formule precise. Da un lato, le regole semplici non possono tenere conto di tutte le informazioni rilevanti che le banche centrali devono

vagliare, né possono fornire una guida adeguata per stabilizzare l'economia in tutti gli scenari concepibili. Dall'altro, le regole ottimali, più ambiziose e tendenzialmente più complesse, sono in pratica difficili da applicare, da comunicare e da valutare. A ciò si aggiunge il fatto che la loro validità dipende interamente dal modello su cui si basano, per cui il minimo cambiamento in quest'ultimo conduce spesso a risultati molto diversi. In un contesto economico incerto e soggetto a continui mutamenti, tale mancanza di robustezza

potrebbe quindi dar luogo a gravi errori di politica monetaria.

Più in generale, occorre riconoscere che tutti i modelli economici, compresi quelli utilizzati per esaminare e valutare le regole di politica monetaria, sono, per loro natura, una rappresentazione astratta e incompleta dell'economia e del comportamento degli agenti economici. Essi sono in grado di esprimere solo aspetti specifici della realtà, e modelli diversi sono utili a fini diversi. Tuttavia, la politica monetaria deve affrontare e deve essere robusta rispetto a molteplici forme di incertezza, colte solo in modo imperfetto dai modelli in questione⁹⁾. Ciò implica che essa non può fare assegnamento su nessuna regola ottimale la cui validità sia limitata a un singolo modello. Al contrario, una politica monetaria robusta deve essere compatibile con diverse teorie alternative della struttura dell'economia e del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Inoltre, a parità di altre condizioni, la presenza di incertezza riguardo al modello, ai parametri e ai dati rappresenta un monito contro un'eccessiva fiducia in regole basate su concetti o indicatori (come il tasso d'interesse reale di equilibrio o l'*output gap*) che possono essere soggetti ad ampi errori di misurazione o a controversie metodologiche.

In considerazione della complessità e della natura dell'incertezza nel contesto della politica monetaria, la banca centrale non può concretamente descrivere in ogni suo particolare il proprio problema decisionale o far conoscere, con un qualche grado di precisione, la sua vera "regola di politica monetaria" o "funzione di reazione" nel senso stretto dei termini. Ciò presupporrebbe la specificazione di un piano completo di risposta a ogni eventualità (*contingency plan*) in cui la politica monetaria è definita in funzione di una lista esauriente di eventi e di circostanze possibili ai quali la banca centrale potrebbe dover far fronte in futuro.

Pertanto, le banche centrali che non intendano rinunciare alla piena efficienza e robustezza della loro politica monetaria in nome di una regola semplice e subottimale, o di una regola ottimale valida nell'ambito di uno specifico modello, non hanno altra scelta che considerare, in senso più

ampio, un comportamento fondato su regole o guidato da regole (anziché vincolato da regole), come quello rappresentato, ad esempio, da un impegno credibile a seguire una esplicita strategia di politica monetaria. Queste tesi stanno avendo sempre maggior seguito nell'attuale letteratura.

In termini generali, una strategia di politica monetaria può essere definita come lo schema di riferimento utilizzato dalla banca centrale per l'adozione delle proprie decisioni e la loro spiegazione al pubblico. Come tale, la strategia comprende un insieme di procedure che regolano l'analisi delle informazioni e il processo decisionale della banca centrale. Essa fornisce l'apparato analitico, interpretativo ed esplicativo per l'utilizzo dell'informazione economica ai fini della politica monetaria. La nozione di strategia come schema di riferimento o insieme di procedure è diversa dal concetto tradizionale di regola di politica monetaria.

Una strategia impostata come insieme di procedure, pur includendo, al pari di una regola, la definizione dell'obiettivo di politica monetaria della banca centrale, non determinerà *ex ante* e in modo restrittivo le specifiche scelte necessarie a raggiungere tale obiettivo. Essa può invece comportare un impegno a esaminare regolarmente un insieme predefinito di indicatori economici e di schemi analitici, nonché a impostare, a grandi linee, il modo di procedere per sintetizzare e sottoporre a verifica incrociata le informazioni da questi ricavate. In altre parole, rispetto a una semplice "regola d'azione" o a una regola ottimale basata su un singolo modello, una "regola di analisi" di tipo procedurale potrebbe risultare generalmente più adatta per tenere conto dell'incertezza sulle modalità e sui ritardi con cui opera il meccanismo di trasmissione, riflessa nell'utilizzo di modelli dell'economia complementari e concorrenti.

Di conseguenza, una tale strategia consente di porre maggiore enfasi sull'interpretazione degli andamenti economici, sulla natura e sulle origini degli shock che influiscono sugli obiettivi della banca centrale e, in ultima analisi, sulla spiegazione economica alla base delle decisioni di politica monetaria. In tal modo, invece di rappresentare la

9) Cfr. l'articolo La politica monetaria in presenza di incertezza, *Bollettino mensile della BCE*, gennaio 2001.

politica monetaria come una reazione a singoli indicatori isolati o come l'uso meccanico di uno specifico modello, la strategia fornisce un quadro di riferimento per spiegare in maniera sistematica e coerente le considerazioni su cui poggiano le decisioni di politica monetaria.

In pratica, le banche centrali hanno generalmente evitato di vincolarsi a specifiche regole di politica monetaria, pur facendo ricorso in misura diversa all'annuncio di una esplicita strategia. Hanno inoltre definito, con diverso grado di precisione, i propri obiettivi e il peso attribuito a particolari valori di riferimento o indicatori. Nella parte rimanente di questo articolo vengono passate brevemente in rassegna le caratteristiche salienti della strategia di politica monetaria della BCE. Questa rappresenta un esempio di un impegno a seguire uno schema di riferimento procedurale che può servire a superare in parte le limitazioni e i rischi di un eccessivo affidamento a regole di politica monetaria in senso più stretto (cfr. sezioni 2 e 3).

La strategia di politica monetaria della BCE rappresenta uno schema di riferimento sistematico per la politica monetaria, incentrato sul mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine. Questo schema di riferimento può essere interpretato come basato su una regola, in particolare con riferimento ai seguenti elementi. In primo luogo, la strategia include un chiaro impegno in termini di una variabile-obiettivo: il mantenimento della stabilità dei prezzi. In secondo luogo, essa definisce uno "schema di analisi" sotto forma di una regola procedurale, che presuppone il previo impegno della BCE a svolgere analisi e a spiegare in modo sistematico e strutturato la politica adottata. In terzo luogo, è in certa misura previsto l'utilizzo di valori di riferimento e di soglie per alcune variabili, il cui superamento fa scattare analisi approfondite. Ciò riguarda in particolare la funzione del valore di riferimento della moneta nel contesto della più ampia analisi condotta nell'ambito del primo pilastro. Infine, si può affermare che la strategia definisce a grandi linee le principali caratteristiche dell'azione che scaturirà dal quadro di analisi. In tale contesto la strategia, unitamente alle continue spiegazioni fornite sulle decisioni di politica monetaria adottate, col tempo

dovrebbe consentire al pubblico di seguire e in larga misura di anticipare il modo in cui la politica monetaria reagisce in modo sistematico ai dati e agli indicatori osservabili.

Si può ritenere che, nel suo complesso, la strategia di politica monetaria della BCE affronta alcune delle difficoltà sopra evidenziate che emergono nel contesto delle regole semplici e di quelle ottimali valide per uno specifico modello, in particolare l'esigenza di efficienza informativa e di robustezza, nonché la necessità di fornire in ogni circostanza un'ancora nominale.

In primo luogo, la strategia fornisce uno schema di riferimento atto ad assicurare un uso efficiente e una strutturazione efficace di tutte le informazioni necessarie per formulare decisioni di politica monetaria finalizzate al mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine. L'insieme delle informazioni rilevanti va ovviamente al di là delle variabili normalmente incluse nelle regole semplici del tipo postulato da Taylor. Ad esempio, le variabili finanziarie, come i rendimenti obbligazionari, i prezzi delle attività finanziarie (compresi i tassi di cambio), gli andamenti del credito e la situazione finanziaria degli agenti economici, forniscono informazioni aggiuntive utili ai fini della politica monetaria. Analogamente, una serie di sondaggi e di indicatori del clima di fiducia, nonché gli andamenti fiscali e quelli del mercato del lavoro vengono vagliati con regolarità. Un ventaglio così esteso e dettagliato di informazioni non può essere ridotto a pochi indicatori sintetici, tipici delle regole semplici di *feedback*, né può essere da questi colto nella sua interezza.

In questo contesto, l'orientamento di medio termine della strategia di politica monetaria della BCE fa sì che i provvedimenti di politica monetaria non scaturiscano da una previsione su uno specifico orizzonte temporale (come nel caso di una regola semplice basata sulle previsioni). L'opportuna risposta di politica monetaria è invece decisa tenendo conto sia dell'intero processo di trasmissione su un intervallo di diversi anni, sia della natura degli shock che influiscono sugli andamenti dei prezzi. Più in generale, ponendo l'accento sul medio termine si ammette la presenza di diversi canali di trasmissione, attraverso i quali gli andamenti dei prezzi possono essere

influenzati con ritardi temporali lunghi, variabili e incerti. La crescita monetaria, in particolare, è connessa con l'inflazione su un orizzonte temporale medio-lungo.

In secondo luogo, il chiaro impegno al mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo fornisce una solida ancora nominale per l'economia in ogni tipo di circostanza. Il ruolo di primo piano assegnato alla moneta nell'ambito della strategia della BCE costituisce a riguardo un'ulteriore salvaguardia, di cui sono in genere prive le regole di Taylor.

In terzo luogo, la struttura a due pilastri della strategia della BCE tiene conto esplicitamente dell'esigenza di una politica monetaria robusta¹⁰⁾. Prendendo atto della diversità dei modelli esistenti dell'economia e della natura del meccanismo di trasmissione monetaria, la BCE ha deciso di organizzare la propria analisi su due pilastri. Il primo pilastro raggruppa un insieme di modelli e di apparati analitici che attribuiscono alla moneta

un ruolo di primo piano nella determinazione del livello dei prezzi. Il secondo pilastro comprende una serie di modelli alternativi del processo inflazionistico, principalmente quelli che si concentrano sull'interazione fra domanda e offerta nei mercati dei beni e del lavoro.

La struttura a due pilastri riduce il margine di discrezionalità, poiché sarà più difficile per le autorità monetarie ignorare o sorvolare su dati contraddittori (come invece può accadere se si utilizza un singolo strumento sintetico, ad esempio una singola previsione d'inflazione). I due pilastri della strategia esprimono l'impegno della BCE a considerare e a fondare le proprie decisioni sull'analisi accurata di un'ampia gamma di variabili informative nell'ambito di *entrambi* i pilastri. Inoltre, dato che esistono più modelli verosimili dell'economia (o, in senso lato, più approcci di modellizzazione), prendere atto di questa molteplicità darà probabilmente risultati migliori che scegliere una particolare regola d'azione "ottimale" suggerita da uno specifico modello considerato isolatamente.

5 Osservazioni conclusive

È chiaro che l'impegno a perseguire una strategia di politica monetaria del tipo appena descritto comporta che, nello spiegare le proprie decisioni, la banca centrale debba rispondere a requisiti di trasparenza e di efficacia comunicativa molto più rigorosi che nel contesto di una politica monetaria guidata da regole semplici. D'altra parte, viste le carenze delle regole semplici e delle regole ottimali descritte nel presente articolo, il loro utilizzo, anche come semplici termini di riferimento, sarebbe fuorviante in numerose circostanze e non contribuirebbe a una migliore comprensione della politica monetaria. Pertanto, anziché presentare le proprie decisioni sulla base di tali regole, l'unica alternativa

convincente per una banca centrale è quella di spiegarle nel modo che più si avvicini allo schema di analisi interno su cui poggia il suo processo decisionale. Inoltre, un'autentica comprensione dell'approccio di politica monetaria della BCE non può comunque essere derivata attraverso un riferimento a simili regole. È più probabile che si pervenga a una tale comprensione con il tempo, valutando l'operato della BCE in base al quadro di riferimento sistematico che essa stessa ha fornito con l'annuncio della sua strategia di politica monetaria.

10) Cfr. l'articolo I due pilastri della strategia di politica monetaria della BCE, *Bollettino mensile della BCE*, novembre 2000.