

# Commento

GUIDO TABELLINI

Ho molto apprezzato la relazione del professor Goodhart e sono completamente d'accordo con il suo messaggio. È una relazione molto equilibrata e ricca di informazioni. Infatti mi è così piaciuta che, in passato, l'ho usata per insegnare questi argomenti ai miei studenti.

Il messaggio di base che questa relazione trasmette è che la differenza maggiore tra l'obiettivo del controllo dell'inflazione e altri obiettivi è una differenza di comunicazione: vi è maggiore trasparenza e responsabilità. Inoltre, non si è riscontrata una grande differenza in credibilità in questi paesi rispetto al gruppo di riferimento. Questa è l'idea di fondo; ma la relazione contiene anche molte informazioni e un'interessante discussione generale.

Dal momento che sono in sostanziale accordo con il contenuto, non mi dilungherò in analisi critiche. Quello che farò è tracciare una distinzione, o meglio porre un'enfasi un po' differente su un punto particolare; inoltre voglio discutere alcune questioni non considerate nella relazione e neppure nella letteratura. Il primo punto che voglio sollevare è in che modo possiamo trattare e discernere i cambiamenti di comportamento.

Ciò che vogliamo scoprire è se definire l'obiettivo in termini di inflazione ha portato a qualche differenza. Che cosa dobbiamo considerare? Nella relazione l'autore guarda sia alle differenze dei risultati sia a quelle dell'utilizzo degli strumenti di politica economica. A mio avviso, cercare differenze di utilizzo degli strumenti di politica è difficile: è molto probabile che non si giunga a una comprensione approfondita, perché sappiamo che una volta che la politica monetaria diventa più credibile diventa anche più efficace nell'influenzare l'attività reale. Quando la credibilità è maggiore, sono richiesti minori interventi. Sarà difficile trovare comportamenti più aggressivi, semplice-

---

□ Università Commerciale L. Bocconi e IGIER, Milano.

mente perché se si è più credibili non sono più necessari tali atteggiamenti. Questa in realtà è l'esperienza di alcuni di questi paesi. Così non sono per niente sorpreso se la prova dell'utilizzo degli strumenti non indica una rottura con il passato o in relazione ad altri paesi.

Se vogliamo trovare prove che l'obiettivo dell'inflazione ha fatto la differenza, dobbiamo guardare ai *risultati* piuttosto che alla varietà di strumenti. Su questo punto, sebbene concordi in linea di massima con tutto ciò che Goodhart dice, sarei più generoso in favore dell'obiettivo dell'inflazione. Penso che l'evidenza empirica sia incoraggiante, forse molto più di quanto la relazione non mostri.

È vero che non vi sono differenze statisticamente significative tra i paesi. Tuttavia vi è una rottura con il passato. Ricordo che in una delle prime conferenze in cui si discuteva del controllo dell'inflazione, alcuni anni or sono, molti economisti di quelle banche centrali dicevano: «Non abbiamo ancora realmente sperimentato l'obiettivo dell'inflazione perché non siamo passati attraverso un'inversione del ciclo». Bene, adesso l'inversione del ciclo vi è stata e l'obiettivo inflazione ha retto alla prova. È la prima volta che in questi paesi non si è avuta una nuova accelerazione dell'inflazione. Penso che questo sia un successo importante, ed è possibile, anche se non lo sapremo mai, che una tale rottura non sarebbe stata possibile in un contesto istituzionale differente.

Anche altri studi di economisti della Fed di New York (per esempio Posen e Mishkin) indicano che, se si confrontano i paesi non tra loro ma nel tempo, vi è stato un significativo miglioramento. Vi è stato un miglioramento nella relazione tra produzione e inflazione nei paesi che controllano l'inflazione, e vi è stata una rottura strutturale con il passato.

Ritengo quindi che l'evidenza empirica relativa ai risultati sia incoraggiante, forse più di quanto riconosciuto nella relazione.

Passo ora ad affrontare gli altri punti che non sono discussi nel testo della relazione, anche se nella sua presentazione orale Goodhart li ha menzionati. Il primo punto, forse il più importante, è il ruolo che la stabilizzazione della produzione dovrebbe avere in regime di controllo dell'inflazione. Nell'articolo Almeida e Goodhart (p. 40) fanno la seguente affermazione: «Assumere un ODI [obiettivo d'inflazione] corrisponde a ritenere che la stabilità dei prezzi debba essere l'unico obiettivo (nel medio e nel lungo periodo) della politica economica». La stabilizzazione della produzione non è discussa nel

saggio. Non è discussa neppure nella letteratura esistente, per lo meno non fino a tempi molto recenti, e io penso che questo sia abbastanza unilaterale.

Mi sia concesso di leggere un'affermazione dalla stessa conferenza citata da Goodhart, una conferenza tenuta da King proprio su questo argomento. King scrive: «[...] l'obiettivo più comune della politica monetaria è quello di assicurare che l'inflazione media non superi l'obiettivo stabilito, ma tale obiettivo non è sufficiente per definire la politica. Vi è poi la decisione su come rispondere agli squilibri reali quando questi si presentano. È incredibile che le banche centrali siano riluttanti a riconoscere che la politica monetaria ha due componenti: un obiettivo di inflazione e la risposta agli squilibri reali». Nel contesto del suo articolo, King mette bene in chiaro che per risposta agli squilibri egli intende lo scambio tra stabilità della produzione e stabilità dei prezzi.

Così, come ha detto Goodhart nella sua presentazione, vi sono grandezze molto importanti dello schema del controllo dell'inflazione che si riferiscono proprio a questo specifico problema dello scambio tra produzione di breve periodo e volatilità dei prezzi. E sono: l'ampiezza della banda, la velocità di rientro una volta fuori dalla banda, il livello di aggressività della politica monetaria per rispondere a specifici spostamenti dell'offerta. Tutti questi importanti aspetti implicano uno scambio tra stabilità della produzione e stabilità dei prezzi. Su queste grandezze si devono e sono state spesso fatte scelte senza però rendere espliciti gli scambi che esse comportano. Vi è ormai un'ampia letteratura sul controllo dell'inflazione, che generalmente omette di discutere questi aspetti istituzionali dal punto di vista della scelta tra la stabilità della produzione e quella dei prezzi. Sarebbe un'ottima cosa se la letteratura discutesse questo punto con maggiore profondità, sia dal punto di vista normativo che positivo, confrontando il comportamento di differenti paesi.

Il secondo punto che è assente in letteratura e in questo articolo è quello che chiamerei "l'economia politica dell'obiettivo inflazione". Perché la banca centrale ha scelto di divulgare così tante informazioni? Perché le agenzie governative hanno scelto di diventare trasparenti e per questo vulnerabili alle critiche? Penso che tutti comprendiamo, come economisti, che la segretezza è una fonte di rendita. Vi possono essere argomenti a favore della segretezza della politica monetaria, ma

indubbiamente la segretezza è anche una fonte di rendita, nel senso che non espone un'istituzione alla critica pubblica.

Nella relazione di Goodhart e nella letteratura si difende il punto di vista che la scelta dell'obiettivo inflazione dipende dal fatto che altri obiettivi non sono percorribili. Vi erano gli shock dal lato della domanda, vi erano gli shock sui tassi di cambio. Questo è il punto di vista di un pianificatore benevolo. Io penso che la questione del perché queste agenzie hanno scelto di diventare così trasparenti sia più complicata di quanto presuppone il punto di vista del pianificatore benevolo.

Nel caso del Regno Unito può darsi che non sia molto difficile trovare la risposta; la Banca d'Inghilterra non era un'istituzione indipendente, così la trasparenza era un modo di acquisire prestigio e indipendenza. In altri casi (per esempio Nuova Zelanda e Canada) è il risultato di un accordo tra governo e banca centrale. Penso pertanto che sarebbe interessante discutere la questione più approfonditamente da un punto di vista positivo.

L'ultima questione che voglio discutere è: la Banca Centrale Europea (BCE) dovrebbe adottare un obiettivo di controllo dell'inflazione? Questa è una questione molto importante, ma dal momento che non ho molto tempo a disposizione, lasciatemi dire un'unica cosa: concordo con il messaggio che si ricava dalla relazione di Goodhart su questo punto e cioè che il problema dell'intesa ottimale sulla BCE non è di credibilità, il Trattato prevede infatti sufficienti clausole di salvaguardia in questo senso. Per questo ritengo che la scelta dell'obiettivo d'inflazione determinerebbe non una maggiore credibilità della BCE, che di fatto non è messa in discussione, ma un guadagno in termini di comunicazione e trasparenza.

È molto probabile che la BCE incontrerà notevoli problemi in questi aspetti; esiste il rischio che la nuova banca centrale manchi di legittimazione democratica, non per colpa sua, ma perché l'Europa è priva di istituzioni politiche adeguate. Sarà difficile prevedere il comportamento della BCE, dal momento che la nuova istituzione non ha un passato. Infine, sarà difficile raggiungere un consenso all'interno alla BCE per stabilire quali devono essere gli obiettivi adeguati della politica. La politica monetaria adatta a un paese non è necessariamente la politica adatta ad altri paesi. Inoltre i governatori nazionali e i membri

del Comitato Esecutivo hanno differenti esperienze e sono soggetti a differenti pressioni esterne. In queste circostanze potrebbe essere difficile trovare un accordo, e potrebbe essere difficile prendere decisioni coerenti.

E perciò penso che l'obiettivo inflazione possa aiutare a risolvere tali questioni. Infatti aumentando la trasparenza e la responsabilità, aumenterebbero la legittimazione e la prevedibilità della BCE, e si fornirebbe uno schema semplice e coerente per la presa di decisioni interne. L'obiettivo dell'inflazione è uno schema adatto per la conduzione della politica monetaria in Europa. E su questo punto mi aspetto che Goodhart concordi con me.