

Il livello dei prezzi e la politica monetaria*

CHARLES P. KINDLEBERGER

Oggi la maggior parte degli economisti è convinta che il compito fondamentale delle autorità di politica monetaria consista nel prevenire l'inflazione, mantenendo stabile il livello dei prezzi nel paese o limitando l'aumento di questi ultimi a un tasso contenuto, come il 2,5 o il 2% annuo presi come obiettivo rispettivamente dalla Banca d'Inghilterra e dalla Banca Centrale Europea di Francoforte. Nel suo *The Theory of Monetary Policy*, Jan Tinbergen ha sostenuto che un'autorità di politica monetaria dovrebbe disporre di tanti strumenti quanti sono gli obiettivi.¹ In presenza di un unico obiettivo, pertanto, si dovrebbe fare ricorso a un solo strumento, generalmente il tasso d'interesse di breve periodo della banca centrale: il tasso *overnight* sui fondi federali negli Stati Uniti, fissato dal Comitato per le operazioni di mercato aperto nell'ambito del Federal Reserve System, o il tasso di sconto della Bank of England. Nel presente articolo propongo inizialmente una discussione su quale indice di prezzo, tra i molti disponibili, la banca centrale dovrebbe tentare di mantenere stabile, e se l'indice scelto debba comprendere i prezzi delle attività; successivamente si valuterà se, in un mondo complesso, un solo obiettivo e un solo strumento siano sufficienti per affrontare la totalità o la maggior parte delle circostanze possibili.

La misurazione dell'inflazione impone una scelta tra una pluralità di indici di prezzo, quali il deflatore del prodotto nazionale lordo, l'indice del costo della vita, l'indice dei prezzi al consumo, l'indice dei prezzi al dettaglio, o infine gli indici di "inflazione *core*", che escludono la maggior parte dei prodotti che hanno prezzi molto variabili co-

□ Lexington, Mass. (USA).

* Devo molto ai validi commenti di Peter L. Bernstein.

¹ Jan Tinbergen, *On the Theory of Economic Policy*, 2nd edition, North Holland, Amsterdam, 1965.

me quelli energetici e alimentari. Inoltre, è una questione molto controversa stabilire se i costi dell'edilizia residenziale vadano inclusi nell'indice del costo della vita, come essi si debbano misurare e se i prezzi delle attività vadano inseriti nella misurazione generale.² Tra gli obiettivi possono figurare, oltre all'inflazione, anche l'occupazione, la crescita, la bilancia dei pagamenti, il tasso di cambio e così via, a loro volta possibili cause di inflazione o deflazione. Con più obiettivi si necessita di più strumenti, come la gestione dell'offerta di moneta, del tasso di cambio in regimi fissi o flessibili, i controlli sul credito, le disposizioni sui requisiti di capitale per le banche, le azioni coordinate da parte di due o più banche centrali e persino la *moral suasion*, cioè il tentativo di influenzare la direzione dei flussi di credito attraverso i discorsi, le audizioni presso gli organi legislativi o le pubblicazioni.

Molte questioni di questo tipo vengono affrontate nel numero dell'*Economic Journal* del giugno 2001, in contributi già presentati in occasione della conferenza "The measurement of inflation", tenutasi a Cardiff, in Galles, dal 31 agosto al 1° settembre 1999, prima cioè del picco registrato nel mercato azionario di New York nel dicembre di quell'anno e del brusco crollo verificatosi nel 2000 e nel primo trimestre del 2001. Goodhart, nella sintesi del contributo "What weight should be given to asset prices in the measurement of inflation?", accenna ai fenomeni di "boom e bust", ma questi non vengono poi discussi nel testo.³ Sulla scia di un precedente lavoro di Armand Alchian e Benjamin Klein⁴ sulla rilevanza dei prezzi delle attività nel determinare l'andamento futuro dei prezzi generali, Goodhart propone di inserire i prezzi delle attività nella misura generale, ma suggerisce di includervi quelli delle abitazioni e non quelli delle azioni societarie, nonostante i problemi di rappresentatività delle misurazioni, sulla base del fatto che nel 1999 le famiglie hanno speso il 18,5% del proprio reddito netto in case con ipoteca (presumibilmente in Gran Bretagna), mentre le altre forme di risparmio finanziario del comparto delle fa-

² Si veda "The measure of inflation", apparso sull'*Economic Journal*, vol. 111, no. 472 (June 2001), che contiene quattro articoli e un'introduzione, e in particolare due contributi analitici di J.E. Triplett ("Should the cost-of-living index provide the conceptual framework for a consumer price index?", pp. 311-34) e C.A.E. Goodhart ("What weight should be given to asset prices in the measurement of inflation?", pp. 335-56).

³ C.A.E. Goodhart *op. cit.* p. 335.

⁴ A. Alchian e B. Klein, "On a correct measure of inflation", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 5, no. 1 (pt. 1), February 1973, pp. 171-93.

miglie rappresentavano solo il 5,5% del reddito netto.⁵ Egli, tuttavia, mostra che spesso il costo della vita, i prezzi al consumo e i prezzi al dettaglio si muovono in modo indipendente dai prezzi delle attività,⁶ secondo un fenomeno osservato negli anni '20 da Benjamin Strong, governatore della Federal Reserve Bank di New York, da Paul Volker, Presidente del Consiglio della Federal Reserve, dal governatore della Bank of England sul finire degli anni '80, e più recentemente da Alan Greenspan, Presidente del Consiglio della Federal Reserve: tutti si erano trovati davanti a un dilemma di politica economica quando i prezzi delle attività erano in fase di boom e quelli dei beni e servizi erano stabili o in diminuzione.⁷ L'ipotesi Alchian-Klein, secondo cui i prezzi delle attività hanno la funzione di indicatore anticipatore del livello futuro dei prezzi, non può essere frutto di un periodo in cui i prezzi delle attività crescono e flettono rapidamente in bolle speculative che implodono. Uno studio condotto dalla Banca dei Regolamenti Internazionali sui prezzi delle attività, che raggruppa i prezzi delle abitazioni e degli edifici industriali e commerciali con le azioni societarie, non rileva alcuna connessione con gli indici dei beni e servizi correnti.⁸

Un altro saggio del simposio sull'inflazione dell'*Economic Journal* presenta prove convincenti a favore del fatto che la migliore misura dell'inflazione è costituita da un indice del costo della vita che dovrebbe comprendere i costi dell'edilizia residenziale.⁹ L'approccio di Triplett, tuttavia, differisce da quello di Goodhart per il fatto che include gli affitti effettivi e quelli figurativi delle abitazioni occupate dai proprietari, ovvero tasse, manutenzione, riscaldamento, servizi essenziali, interesse ipotecario e affitto figurativo, presumibilmente calcolato sul prezzo di acquisto poiché gli indici del costo della vita, per articoli che sono rimasti invariati, sono ponderati con un sistema di pesi di tipo Laspeyres. L'affitto figurativo è una voce tassata in molti ordinamenti, al fine di tenere conto della differenza di reddito tra due fa-

⁵ C.A.E. Goodhart *op.cit.*, p. 335.

⁶ *Ibidem*, grafici 4 e 5.

⁷ C.P. Kindleberger, "Asset inflation and monetary policy", *BNL Quarterly Review*, vol. 48, no. 192, March 1995, pp. 17-37.

⁸ C.E.V. Borio, H. Kennedy and S.D. Prowse, "Exploring aggregate price fluctuations across countries: measurement, determinants and monetary policy implications", *BIS Economic Papers*, no. 40, April 1994.

⁹ J.E. Triplett *op. cit.*, pp. 327-30.

miglie che abitano case di identico valore, ma una presa in affitto e l'altra di proprietà.

L'articolo di Goodhart offre deboli prove a favore dell'opportunità di aggiungere il guadagno figurativo in conto capitale del proprietario di un'abitazione o di sottrarre la perdita quando i prezzi delle case cambiano da un anno all'altro in modo da approssimare il loro "costo di utilizzo" (*user cost*). Egli suggerisce che tale costo potrebbe essere approssimato attraverso la vendita simbolica della casa all'inizio del periodo e il riacquisto (altrettanto fittizio) della stessa alla fine, ma rifiuta tale idea sulla base del fatto che, in un periodo di prezzi crescenti, il proprietario avrebbe subito una perdita, in termini figurativi, priva di senso in un momento in cui la sua casa aumenta di valore.¹⁰ Se si è davvero interessati alla variazione di valore di una casa, a mio avviso è più ragionevole sottrarre il sovrappiù di prezzo derivante dall'affitto figurativo, o aggiungere al costo la perdita di ricchezza. Qualunque utilizzo delle variazioni di prezzo, quando il proprietario continua a occupare la casa, appare inutile e probabilmente arduo. Se, come alcuni ritengono, l'effetto ricchezza derivante dalle variazioni nei prezzi delle abitazioni influisce sulla spesa per beni e servizi, i prezzi di tali attività risultano già parzialmente inclusi nel livello generale dei prezzi, sebbene con un certo ritardo. Il grado di accuratezza dei prezzi nominali varia sensibilmente a seconda di fattori come la costruzione, la locazione e il deprezzamento cumulativo. Un noto indice dei prezzi immobiliari pubblicato mensilmente sul *Boston Globe* ignora la media e la mediana di tutte le vendite di case, ma utilizza medie trimestrali delle variazioni di prezzo per le vendite virtuali di una stessa abitazione con riferimento a tre classi: le case fino a 185.000 \$, quelle comprese tra 185.000\$ e 287.000\$ e quelle superiori a 287.000 \$.¹¹ Posto pari a 100 il valore relativo al 1990, nel 1991 tutti e tre gli indici sono crollati a 85-90 per poi risalire fino a 150-170 nel 2001. Anche tale misura, tuttavia, presenta problemi, poiché non è in grado di tenere conto del deprezzamento o delle migliorie.

In una situazione di questo tipo, mi pare poco utile includere i prezzi delle attività in un unico indice che le autorità di politica monetaria siano incoraggiate, o obbligate dalle autorità politiche, a mantenere stabile. Esistono indici distinti per misurare i prezzi correnti di

¹⁰ C.A.E. Goodhart *op cit.*, p. 351.

¹¹ *The Boston Globe*, sezione immobiliare.

beni e servizi, il deflatore del Pil, il costo della vita, i prezzi al dettaglio, l'inflazione generale e quella *core*, ciascuno di questi indici ha un differente utilizzo e una propria utilità, a seconda della rappresentatività e della tempestività di calcolo. Di conseguenza, è possibile sostenere l'utilità di indici distinti per i prezzi delle attività in generale e separatamente per i titoli azionari, l'edilizia abitativa, la terra, l'edilizia industriale e commerciale, e per le azioni lo Standard and Poor 500, il Dow Jones complessivo e per l'industria, i trasporti e così via, il Nasdaq, *large cap*, *small cap* e per settori particolari come quello energetico, quello farmaceutico e così via. Lascio agli statistici stabilire quale di questi indici rappresenti il migliore indicatore anticipatore per l'inflazione o per il comportamento macroeconomico nel futuro, sebbene dubito che le relazioni risulterebbero stabili.

Nel 1933, Homer Hoyt pubblicò un libro nel quale sosteneva che a Chicago i prezzi dei beni immobili – sia dei terreni sia degli edifici, compresi quelli per abitazione – seguivano l'aumento delle quotazioni azionarie in una fase ciclica di espansione, ma mostravano un andamento diverso nel successivo periodo di declino. Durante la fase di crescita, gli speculatori sui beni immobili seguivano pedissequamente, a mo' di gregge, quelli sulle azioni, facendo impennare i prezzi. Tuttavia, quando il mercato azionario fletteva, chi speculava sui beni immobili in principio non se ne preoccupava, in quanto possedeva attività reali invece di titoli cartacei, e aveva come contropartita prestiti a termine invece di prestiti alla giornata ai *brokers*. A meno di una rapida ripresa del mercato azionario, tuttavia, gli speculatori venivano spinti a terra dal ristagno delle vendite e dal persistente gravare di interessi e imposte sulla proprietà.¹² Tale modello di comportamento fu osservato non solo a Chicago nei 100 anni precedenti il 1933, come ha dimostrato Hoyt, ma anche negli anni '30, e dopo la seconda guerra mondiale si è ripresentato sul finire degli anni '80 e nei primi anni '90, e in Giappone per tutto il decennio '90.

Negli Stati Uniti, sul finire degli anni '90, questo modello di comportamento non è stato adottato, soprattutto nel caso dell'edilizia residenziale. Dopo il brusco declino registrato nei titoli azionari tecnologici e la vistosa caduta degli indici Dow Jones e Standard and

¹² H. Hoyt, *One Hundred Years of Land Values in Chicago: The Relationship of the Growth of Chicago to the Rise of Land Values*, University of Chicago Press, Chicago, 1933.

Poor, i prezzi delle abitazioni hanno continuato ad aumentare. La differenza di comportamento rispetto al modello precedente non ha una spiegazione immediata. Sono state indicate varie possibilità. Una si fonda sulla considerevole ricchezza accumulata da chi ha investito con successo in azioni del settore tecnologico. Tali investitori hanno costruito nuove e costose abitazioni, o hanno ridisegnato e ampliato su larga scala quelle esistenti, acquistando in entrambi i casi quelle che sono state denominate scherzosamente "McMansion", per le quali sono richiesti tempi di costruzione più lunghi rispetto a un'abitazione media. Un'altra possibilità è rappresentata dall'intervento degli enti governativi degli Stati Uniti che hanno contribuito al finanziamento della costruzione di abitazioni, in particolare la Federal National Mortgage Association (conosciuta familiarmente come "Fannie Mae"), e la Federal Home Loan Mortgage Association ("Freddie Mac"). Tali organizzazioni convertono le ipoteche sulle abitazioni in titoli e le offrono, garantite, sul mercato dei capitali statunitense. Le agenzie possiedono o garantiscono il 45% delle ipoteche residenziali statunitensi, e attualmente stanno conducendo un'opera di *lobbying* sul Congresso affinché innalzi da 275.000 \$ a 412.000 \$ per abitazione il limite per le ipoteche da esse trattate.¹³ Il debito ipotecario complessivo negli Stati Uniti è cresciuto da 3.400 miliardi di dollari nel 1995 a 5.100 miliardi di dollari nel 2001, soprattutto per i così detti "prestiti sul capitale", cioè per le ipoteche addizionali su un'abitazione esistente, dal momento che il prezzo di mercato delle abitazioni è aumentato e il capitale netto del proprietario, data l'invarianza del debito originario, si è apprezzato, spesso in misura considerevole. Una parte dello stimolo all'incremento dei prezzi nell'edilizia abitativa proveniva dalla caduta dei tassi d'interesse sulle ipoteche, dovuta a sua volta alla pressione concorrenziale esercitata da Fannie Mae e Freddie Mac, cui si aggiungeva la serie di riduzioni nel tasso *overnight* sui fondi federali intraprese dal Sistema della Riserva Federale a seguito del declino registrato nei corsi azionari nel 2000 e nel 2001.¹⁴

Nonostante l'indice azionario Standard and Poor 500 sia diminuito in misura superiore al 15% nel 2000 e nella prima metà del 2001, il prezzo medio delle abitazioni esistenti è aumentato quasi nella stessa

¹³ "Big scary monsters: mortgage-lending agencies in America", *The Economist*, 28 luglio 2001, pp. 59-60.

¹⁴ S. Syre e C. Stain, "Boston capital: shelter from storms: housing market", *The Boston Globe*, 1 August 2001, pp. C1 e C6.

misura. Come viene riportato in un grafico nel *Boston Globe*, con riferimento alle abitazioni più costose (oltre 287.000 \$ nel 1990), secondo la serie Case-Siller, nello stesso periodo l'incremento è stato pari al 21%.¹⁵

Non tutti ritengono che la separazione tra il sentiero seguito dai prezzi azionari e quello dei prezzi delle abitazioni continuerà in futuro. Il *Boston Globe* del 28 luglio 2001 osserva che mentre i prezzi delle abitazioni si mantengono elevati, occorre più tempo per vendere una casa: in un quartiere periferico di Boston, il numero medio di giorni di permanenza sul mercato è raddoppiato nell'arco di due mesi, passando da 42 a 86 giorni.¹⁶ La riduzione dell'occupazione nelle imprese, soprattutto nei settori ad alta tecnologia, sta rendendo più difficile per i lavoratori licenziati trovare nuovi posti di lavoro, e persino i dirigenti di grado più elevato iniziano a subire prepensionamenti da parte dei consigli di amministrazione, sebbene di solito accompagnati da cospicui "paracadute d'oro" o da una liquidazione forfettaria già prevista dal contratto originario di assunzione. L'Istituto Levy di Annandale-on-Hudson, nello Stato di New York, consociato con il Bard College, ha pubblicato nei propri *Forecasts* del 20 luglio 2001 un articolo di Mallika Ishwaren, intitolato "A bumpy road ahead for housing". L'autrice prevedeva che per il mercato delle abitazioni il picco si sarebbe verificato nel secondo trimestre del 2001, osservava che sulla base di evidenza aneddotica i prezzi delle abitazioni più costose avevano iniziato a diminuire e che, a parere del Joint Center of Housing Studies della Harvard University, i prestiti non privilegiati erano cresciuti dall'1% per l'acquisto e il rifinanziamento delle case nel 1993 al 6% per i prestiti finalizzati all'acquisto e al 19% per il rifinanziamento nel 1999. Nell'articolo si sostiene inoltre che lo stimolo alla vendita di case dovuto alla diminuzione dei tassi ipotecari sarà più che compensato dall'aumento della disoccupazione e dalla riduzione dei redditi individuali, cui va sommata l'inversione nell'effetto ricchezza causata dal rapido declino delle azioni del comparto tecnologico. Inoltre, attualmente circa il 20% di famiglie con due percettori di reddito spende nell'edilizia abitativa oltre la metà dei propri guadagni. Anche se non viene indicato esplicitamente, tale cifra può comprendere i pagamenti

¹⁵ Si veda il n. 2, del 5 agosto 2001.

¹⁶ D. Bushnell, "Real estate agents fear boom market in busting", *Boston Globe*, North-west supplement, 5 August 2001, citazione di K. Case, economista di Wellesley.

in conto capitale per le ipoteche esistenti e non il reddito figurativo relativo ai titoli delle abitazioni occupate dai proprietari.

L'inserimento dei prezzi delle attività nella canonica misura dell'inflazione, suggerito da Alchian e Klein e, sia pure con una certa diffidenza, anche da Goodhart, veniva proposto come un indicatore del corso dei prezzi futuri. Ho già sostenuto che i prezzi delle attività costituiscono un indicatore anticipatore dubbio in un mondo di bolle speculative finanziarie destinate prima o poi a implodere. Numerosi economisti, in particolare Robert Shiller di Yale¹⁷ e Alfred Steinherr, Direttore Generale della Banca Europea degli Investimenti nel Lussemburgo,¹⁸ hanno sollecitato lo sviluppo di mercati di *futures* e opzioni per le abitazioni, che potrebbero perseguire lo stesso scopo se incorporati in un indice di prezzo per misurare l'inflazione o se utilizzati separatamente come indicatore anticipatore. Mercati di *futures* già esistono per le merci, gli indici azionari e le valute, sebbene non sempre siano strumenti affidabili.

L'istituzione di un mercato di *futures* per l'edilizia residenziale è stata tentata in via sperimentale nel 1991, alla Futures and Options Exchange di Londra, ma tale mercato è stato chiuso dopo pochi mesi a causa del ridotto volume di scambi: solo il 7% delle transazioni è risultato autentico, a fronte degli scambi fittizi realizzati dalla Borsa per dare la parvenza di uno spessore adeguato.¹⁹ Steinherr offre alcune spiegazioni del perché l'edilizia residenziale, e *a fortiori* quella per edifici industriali e commerciali, non si prestano ai mercati dei *futures*: scarso *turnover*, prezzi specifici per ciascun atto di scambio e costi di transazione elevati per le commissioni dei *brokers*; egli comunque si esprime a favore di mercati dei *futures* nell'edilizia residenziale. A mio avviso, la gran parte delle abitazioni viene acquistata per viverci, senza intenti speculativi. Proprietari che abbandonano un luogo di residenza perché cambiano lavoro, o acquirenti in prospettiva che prevedono di cambiare lavoro e luogo di residenza o che necessitano di case più grandi o più piccole, potrebbero desiderare acquistare o vendere a termine. La maggior parte di essi desidererà un'ubicazione particolare, una casa di determinate dimensioni e ritenuta adeguata dopo un'at-

¹⁷ R. Shiller, *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Greatest Risks*, Oxford University Press, Oxford, 1993.

¹⁸ A. Steinherr, *Derivatives: The Wild Beast of Finance*, John Wiley & Sons, Chichester/New York, 1998, pp. 360-64.

¹⁹ *Ibidem*, p. 360.

tenta ispezione, e non solo un contratto con il quale si offre semplicemente uno spazio in cui vivere. I *futures* si prestano a merci standardizzate o a misure finanziarie consolidate come indici, tassi d'interesse o scambi con l'estero, non ad articoli eterogenei come le strutture abitative o quelle destinate agli affari.

Inoltre, vi sono stati alcuni casi in cui i mercati dei *futures* non hanno funzionato anche nei settori appena elencati. Per un certo periodo, ad esempio, tali mercati sono stati utilizzati in campo azionario per assicurare il portafoglio titoli. Quando i prezzi cadevano nel mercato a pronti, si pensava che i detentori dei titoli avrebbero potuto assicurarsi contro un ulteriore declino vendendo a termine, solitamente per un portafoglio, un contratto indice standard ad esempio per lo Standard and Poor 500. In caso di ulteriore declino del mercato, il venditore avrebbe potuto liquidare il contratto e proteggersi dalle perdite. In realtà ciò dipende dalla presenza di qualcuno disposto ad acquistare al prezzo corrente la facoltà di vendere a termine, che si tratti di qualcuno che teme una crescita dei corsi azionari o, più spesso, di un arbitraggista disposto ad acquistare il contratto per vendere non l'intero pacchetto di azioni inserite nell'indice, bensì i titoli guida significativi del mercato a pronti. Ciò in effetti ha unificato i mercati a pronti e a termine, di modo che una vendita a termine equivaleva a una vendita a pronti. Tuttavia, se in molti provassero ad assicurare il proprio portafoglio, gli arbitraggisti si troverebbero di fronte a un mercato a pronti in rapida contrazione, e cesserebbero di acquistare le opzioni di vendita a termine (opzioni *put*). Il legame tra i due mercati ne risulterebbe troncato e, in assenza di acquirenti per le vendite a termine, il prezzo a termine scenderebbe al di sotto di quello a pronti ed eliminerebbe ogni possibilità di assicurazione di portafoglio. Ciò è accaduto in occasione del crollo di borsa del 19 ottobre 1987, e ha deteriorato la fiducia nell'assicurazione del portafoglio.²⁰

Lo stesso fenomeno si è verificato nel mercato della sterlina di Londra nel 1964 e negli anni seguenti. Nel suo *Tract on Monetary Reform*, John Maynard Keynes scrive che le banche centrali non avevano una reale necessità di tenere riserve auree o di valuta estera.²¹ In caso di assalto speculativo alla sterlina, ad esempio, con i venditori che comandano dollari, la Banca d'Inghilterra o il Fondo di stabilizzazione

²⁰ B.J. Jacobs, *Capital Ideas and Market Realities*, Blackwell, Oxford, 1999.

²¹ J.M. Keynes, *Tract on Monetary Reform*, Harcourt Brace, New York, 1922.

dei cambi avrebbero potuto fornire dollari a termine. Gli arbitraggisti avrebbero acquistato i dollari a termine cedendo sterline che sarebbero affluite nel mercato. Alla scadenza del contratto, la Bank of England o chi per lei, invece di consegnare dollari a pronti, avrebbe rinnovato il contratto, e con ogni probabilità questo meccanismo avrebbe potuto continuare indefinitamente. Lo stesso caso è stato esaminato da John Spraos nel 1959.²² La tecnica in questione fu infine sperimentata quando la sterlina britannica subì un attacco nel 1964, allorché il governo laburista giunse al potere con Harold Wilson. Il tentativo durò due anni; i contratti giunsero a scadenza e vennero rinnovati. A tempo debito, tuttavia, il mercato cominciò ad avere sentore che l'impegno assunto dalla banca di cedere dollari alla scadenza dei contratti aveva dimensioni pari alle sue riserve di oro e valuta estera. Invece di continuare ad accontentarsi di rinnovare i contratti alla scadenza, i detentori dei titoli ne chiesero la liquidazione. Le riserve della banca diminuirono rapidamente e nel 1967 la sterlina fu svalutata, come osservò in seguito lo stesso Spraos.²³ Nonostante i titoli derivati funzionino bene nei mercati delle merci standardizzate ed entro certi limiti per gli indici azionari e le valute estere, gli economisti dovrebbero stare attenti a non sopravvalutarne il potenziale.

Dopo i commenti sin qui esposti sulla questione di come misurare l'inflazione, e se inserire nella misura appropriata dell'inflazione il costo delle case o i prezzi delle attività, comprese quelle immobiliari, desidero tornare ora al problema se l'inflazione sia l'unico obiettivo che le autorità monetarie dovrebbero provare a controllare attraverso un unico strumento, oppure se di volta in volta si presentano altri obiettivi e altri strumenti. Possibili obiettivi sono la prossimità alla "piena" occupazione, l'eliminazione o la riduzione del divario tra il prodotto effettivo e prodotto potenziale (un obiettivo che in un certo senso va oltre quello dell'occupazione), la bilancia dei pagamenti, il tasso di cambio, la prevenzione delle bolle speculative e la funzione di prestatore di ultima istanza in caso di crisi finanziaria. Alcuni di tali "obiettivi" possono essere considerati intermedi nei confronti della primaria finalità di prevenire l'inflazione, come mantenere stabile il tasso di cambio in modo da evitare che un deprezzamento della mone-

²² J. Spraos, "Speculation, arbitrage and sterling", *Economic Journal*, vol. 69, no. 1, 1959, pp. 1-21.

²³ J. Spraos, "Some aspects of sterling in the decade 1957-66", in R.Z. Aliber (a cura di), *The International Market for Foreign Exchange*, Praeger, New York, 1969.

ta provochi un innalzamento dei prezzi dei beni oggetto di commercio internazionale e con esso del livello generale dei prezzi, o favorire un apprezzamento del tasso di cambio per evitare l'inflazione importata causata da significativi aumenti delle esportazioni o da massicci afflussi di capitali. Alcuni obiettivi possono essere assegnati ad autorità diverse dalla banca centrale. Negli Stati Uniti, ad esempio, il tasso di cambio è gestito dal Tesoro.²⁴ Inoltre, tradizionalmente la banca centrale ha altri strumenti diversi dalla manipolazione del tasso d'interesse a breve: la gestione dell'offerta di moneta attraverso le operazioni di mercato aperto, la limitazione del credito destinato a determinati impieghi, come nel caso della Regulation T della Federal Reserve, oggi abbandonata e originariamente diretta al controllo dei prestiti bancari per acquisti di titoli, la *moral suasion* da promuovere tramite pubblicazioni, audizioni al Congresso, discorsi, comunicati sulle novità nelle decisioni dell'Ufficio o del Comitato federale per le operazioni di mercato aperto, in modo da sottolineare le opinioni dell'Ufficio circa lo stato dell'economia e prospettare gli scenari futuri.²⁵ Un altro strumento a disposizione della politica monetaria è il coordinamento tra le banche centrali, con un importante ruolo in proposito affidato dalla Banca dei Regolamenti Internazionali.

Sebbene sia vero, come è stato sottolineato all'inizio del lavoro, che il livello dei prezzi e la variazione dei tassi d'interesse a breve rappresentano l'obiettivo e lo strumento preferiti dalla maggioranza degli economisti, ciò non è stato sempre vero, ed è improbabile che rimanga indefinitamente vero in futuro. Negli anni successivi alla depressione degli anni '30 e alla seconda guerra mondiale, la politica keynesiana dominò la discussione teorica e la pratica. Dopo un periodo relativa-

²⁴ Robert Rubin, Lawrence Summers and Paul O'Neill, che si sono succeduti alla carica di Segretario del Tesoro, si sono espressi in favore di un dollaro forte, e James Baker, che li aveva preceduti nello stesso ufficio, ha organizzato l'Accordo del Plaza del 1985 per impedire un'ulteriore crescita del dollaro, e l'Accordo del Louvre del 1987 per mettere un freno al deprezzamento che ne seguì.

²⁵ Un esempio di spicco fu il discorso tenuto da Alan Greenspan, Presidente dell'Ufficio, il 6 dicembre 1996, in occasione del quale egli espresse la propria opinione secondo cui la borsa di New York era guidata da un'"esuberanza irrazionale". Ciò era evidentemente diretto a contenere la speculazione sul mercato azionario. Il fallimento di questo tentativo e la scarsa importanza che in generale i mercati hanno attribuito alla *moral suasion* – chiamata in modo irriverente "esibizione dei denti" (*jaw-boning*) o *body English* – fece sì che l'indice Dow Jones delle azioni delle società industriali arrivò quasi a raddoppiare tra il giorno del discorso e il momento di picco del mercato, registrato nel dicembre 1999, cioè tre anni dopo.

mente breve, essa lasciò il campo al monetarismo di Friedman, e i mercati finanziari di New York, ad esempio, ogni venerdì pomeriggio trattenevano il respiro in attesa del rapporto della Federal Reserve nel quale veniva annunciata la variazione dell'offerta di moneta. In seguito tale interesse sbiadì, e i giornalisti finanziari attendevano con ansia le date degli incontri del Federal Reserve Board e il Comitato per le operazioni sul mercato aperto, speculando su quale variazione sarebbe stata eventualmente stabilita per il tasso *overnight* sui fondi federali, di quale segno e di quale ammontare. Una variazione tra due incontri prese il mercato alla sprovvista e per qualche giorno creò una certa eccitazione.

L'attenzione tanto circoscritta alla quantità di moneta iniziò a venire meno dopo i sommovimenti finanziari del 1997, e dopo una depressione giapponese decennale che non si è arresa né a tassi d'interesse bassissimi né a spese considerevoli per i lavori pubblici. Vi sono segni evidenti che l'attenzione sta cominciando a volgersi verso il tasso di cambio, con il dollaro statunitense e la sterlina britannica considerati sopravvalutati e l'euro e lo yen sottovalutati. La crescente disoccupazione in Europa, i segnali di un aumento di disoccupazione negli Stati Uniti e la pesante disoccupazione in Giappone possono imporsi come obiettivi privilegiati in un futuro non troppo lontano; la riduzione della pressione fiscale negli Stati Uniti inizia a essere difesa su basi keynesiane.

Il modello "un obiettivo, uno strumento" è stato abbandonato nel Regno Unito, dove nel 1997, in un promemoria stilato dal Tesoro, dalla Bank of England e dall'Autorità per i servizi finanziari (equivalente più o meno al Securities and Exchange Committee americano), è stato avviato il perseguimento dell'obiettivo, più generale, della stabilità finanziaria.

Oggi viene messo in discussione anche il ruolo di prestatore di ultima istanza, originariamente sviluppato nel periodo napoleonico e affinato nel 1873 da Walter Bagehot. Gli interventi del Fondo Monetario Internazionale in occasione delle crisi asiatiche succedutesi dal 1997 a oggi sono allo stesso tempo criticati e difesi, ed è molto dibattuta la questione se, di fronte all'insorgere di una crisi, i Ministeri del tesoro nazionali debbano aiutare il FMI e le banche di sviluppo regionale. Una rinnovata enfasi viene posta più sulla previsione di shock dannosi che sulla prontezza nel protestare, spesso in modo rumoroso, contro gli sforzi nazionali e soprattutto internazionali diretti a ripri-

stinare la quiete nella finanza nazionale e internazionale. In particolare, al centro del dibattito è la natura di un futuro shock, se inflazione o recessione mondiale. In un mondo complesso abbiamo ormai superato l'idea di un unico obiettivo, l'inflazione, e un unico strumento, il tasso d'interesse a breve termine.