

10. Alcune osservazioni sulle relazioni di Vaciago e di Bruni e Monti

di Giuseppe Ciccarone

Alcune delle relazioni presentate nella III Sessione della XXXII Riunione Scientifica Annuale della Società Italiana degli Economisti sollevano interrogativi non nuovi relativamente al grado di comunicazione esistente tra teoria dell'equilibrio e delle istituzioni, da un lato, e teoria e politica monetaria, dall'altro. I lavori di Vaciago e di Bruni e Monti utilizzano infatti, senza un *caveat* esplicito, strumenti metodologici ed ipotesi di comportamento analizzate criticamente anche da alcune delle relazioni relative alle prime due sessioni della stessa Riunione Scientifica. Dopo aver motivato queste affermazioni, comunicherò i risultati di un esperimento da me effettuato. Esso è basato su di una teoria dell'intermediazione finanziaria capace di evidenziare il modo in cui la relazione simbiotica tra clienti-intermediari e regolamentatori finanziari possa determinare la condotta di una banca centrale concorrenziale, la cui funzione obiettivo è fondata su ipotesi di comportamento derivate dalla letteratura sulla *public choice*.

Nella relazione di Vaciago, le due «caratteristiche essenziali di una banca centrale», derivabili dall'«analisi teorica della politica monetaria», sono incorporate nella proposizione che, se il mercato finanziario è «perfetto», l'autonomia della banca centrale è condizione necessaria e sufficiente per conseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi. Secondo questa visione, l'unica variabile presente nella funzione obiettivo della banca deve essere un certo tasso di inflazione. Sempre secondo Vaciago, la «saggezza convenzionale» richiede poi che il pubblico, ma non il Governo, sia lungimirante e che, al fine di superare i problemi di coerenza temporale sollevati da aspettative *forward looking* e comportamento ottimizzante da parte degli agenti, si affianchi al Governo una banca centrale *forward looking* almeno quanto i privati.

Se l'autonomia della banca, in un mercato finanziario imperfetto, deriva dalla sua lungimiranza (un mercato finanziario sviluppato, arbitro nel gioco non-cooperativo tra governo e Autorità Monetaria, facilita la fissazione dell'obiettivo della stabilità monetaria) e se quell'autonomia è condizione necessaria per la minimizzazione del tasso di aumento dei prezzi, si deve ancora spiegare: i) perché si utilizza un'analisi di equilibrio, le cui difficoltà vengono messe in luce dai lavori presentati nella I Sessione di questa Riunione Scientifica; ii) perché le

banche centrali sono ipotizzate lungimiranti; *iii*) perché si assume che Autorità Monetarie autonome fissino la loro funzione obiettivo esclusivamente in termini di lotta all'inflazione.

La relazione di Bruni e Monti incentra l'attenzione sull'interrogativo *sub iii*). Requisito essenziale dell'autonomia è la fissazione di un obiettivo dichiarato (con lo Statuto o con la legislazione). Esso deve essere «realizzabile, inequivocabile, base per una precisa responsabilità» e quindi, dato che «l'inflazione è l'unica variabile che la politica monetaria può controllare nel medio-lungo periodo», condizione necessaria per l'autonomia è un obiettivo dichiarato di controllo del tasso di aumento dei prezzi. D'altro canto, l'evidenza citata dagli autori suggerisce che anche i banchieri centrali ritengono quell'obiettivo prioritario per il raggiungimento dell'indipendenza politica, insieme a forme non specificate di sanzione nel caso di insuccesso (si potrebbe chiamarle «minacce», nella terminologia della teoria dei giochi). Se il banchiere centrale è «costretto», allora l'autonomia migliora la credibilità e permette di spostarsi verso un equilibrio che domina in senso paretiano l'equilibrio di Nash (ancora una volta, le motivazioni che portano a preferire l'analisi di equilibrio non vengono esplicitate; esse acquisiscono ancora maggior rilevanza nel caso di utilizzo, nel paragrafo 8, di rappresentazioni marginaliste di equilibrio parziale nelle quali viene trascurata anche la condizione di stabilità).

Questo ragionamento sembra trascurare la presenza di variabili non tradizionali nella funzione obiettivo della banca centrale, ipotesi che non dovrebbe sorprendere, anche alla luce della relazione di Tabellini, nella Sessione II di questa Riunione Scientifica. La rilevanza di queste variabili può determinare una condotta delle Autorità Monetarie contrastante con l'obiettivo della massimizzazione di una qualche funzione del benessere sociale preferita dai cittadini (paradosso di Arrow permettendo). Tale condotta sarebbe inoltre difficilmente punibile con i meccanismi a disposizione in una democrazia rappresentativa.

Si supponga che il banchiere centrale venga «costretto» tramite un provvedimento costituzionale, «adottato per difendere gli interessi della collettività dalle malversazioni dei Governi». Anche trascurando la possibilità, suggerita ad esempio da Canzoneri [1985], che la banca centrale diffonda informazioni distorte, in presenza di elevati costi di osservazione dello stato di natura, come evidenziato dalla letteratura sull'asimmetria informativa, non sarebbe agevole per il principale (il Governo o i cittadini, a seconda di chi sanziona le Autorità Monetarie) stabilire con facilità se l'obiettivo non sia stato raggiunto per uno stato di natura «sfavorevole» o per errate azioni prescelte dall'agente (la banca centrale). Inoltre, in un mondo in cui non si riesce a punire, tramite il potenzialmente efficiente strumento della non rielezione, il

governante «miope», è difficile immaginare quale tipo di sanzione si potrebbe utilizzare per disciplinare il banchiere centrale («minaccia credibile», nella terminologia della teoria dei giochi). Se egli è controllato dai politici, ma il principale sono i cittadini, fenomeni di colusione alla Tirole [1986] non potrebbero risultare sorprendenti; se egli è controllato direttamente dai cittadini, anche se lo stato di natura fosse osservabile a basso costo, non si spiega, se non tramite il ricorso ad assunzioni di irrazionalità (schizofrenia comportamentale) o di ipotesi *ad hoc* (i cittadini considerano prioritaria ed inderogabile la lotta all'inflazione ma non alla disoccupazione, per esempio), perché questi ultimi dovrebbero punire i banchieri centrali ma non i governanti.

Il problema non consiste tanto nella possibilità di dimostrare la superiorità delle regole fisse rispetto a quelle contingenti, o viceversa, in un contesto di teoria dei giochi *cum* aspettative razionali, né tanto meno nella validità, o meno, degli equilibri reputazionali. Utilizzando un gioco alla Stackelberg, se vi è incertezza sulla funzione di offerta, la regola di *feed-back* ottimale (temporalmente incoerente) domina, in generale, sia la regola fissa ottimale che la politica temporalmente coerente, ottenuta tramite la soluzione di un programma dinamico stocastico [Buiter, 1981]. Se il vantaggio di cui gode il Governo è difficilmente sostenibile in un mondo di aspettative razionali, allora il gioco è approssimato, in assenza di *pre-commitment*, dall'equilibrio di Nash [Barro e Gordon 1983]. In tal caso, le politiche contingenti non dominano le regole fisse [Borio 1986].

È importante notare che questi risultati sono stati raggiunti utilizzando metodologie ed ipotesi non dissimili da quelle prescelte dalle relazioni in esame: analisi di equilibrio ed introduzione di variabili tradizionali nelle funzioni obiettivo del Governo. In altri termini, la costruzione della matrice di preferenza dei *polycymakers* stabilisce solo i pesi con cui valutare gli scarti tra i valori effettivi ed i valori desiderati di variabili quali l'inflazione, la disoccupazione, ecc. In diversi lavori su questo argomento, come Barro e Gordon [1983], la funzione obiettivo della banca centrale giunge a coincidere con la funzione del benessere sociale.

A parte la necessità di esplicitare le motivazioni che consigliano l'utilizzo di analisi di equilibrio, il vero problema attiene al legame esistente tra autonomia, lungimiranza ed argomenti della funzione obiettivo della banca centrale. Spesso, come in Melitz [1988], si assume semplicemente che una Autorità Monetaria autonoma possieda un tasso di sconto uguale a quello socialmente ottimale, mentre viene trascurata la possibilità che i regolamentatori finanziari posseggano funzioni obiettivo «vere» diverse da una qualche funzione del benessere sociale che essi dichiarano di voler massimizzare.

Si consideri un mondo con incertezza dove le banche si fanno concorrenza attraverso le quantità, in particolare variando la combinazione di portafoglio (definito nello spazio delle sue caratteristiche: grado di liquidità, scadenza, rendimento, ecc.) ad un tasso che, da un lato, genera profittabilità, perché la scelta è nuova, ma, dall'altro, implica esposizione, perché la scelta non è strettamente convenzionale e richiede quindi convalida da parte del regolamentatore. Per essere in grado di prendere a prestito in caso di difficoltà, insieme di intermediari si specializzano in portafogli che possiedono caratteristiche simili e condivise (si addensano intorno ad alcuni punti nello spazio delle caratteristiche del portafoglio); il rispetto della convenzione sulla composizione di portafoglio permette agli altri membri del sistema bancario di comprendere le caratteristiche delle attività che una banca cerca di vendere («scontare») quando si trova in difficoltà. La concorrenza tra gli intermediari è quindi un processo di differenziazione alla Hotelling [1929]: un intermediario modifica la sua attività in modo appena sufficiente a catturare una parte degli affari di qualche altro intermediario, ma non tale da incorrere nei costi associati con il distacco della convenzione relativa alla composizione di portafoglio – l'elemento che garantisce l'accesso al sistema di soccorso in caso di difficoltà (linee di credito interbancario e *central banking*).

Se un regolamentatore non ratifica l'innovazione, l'intermediario emigra verso un altro sistema finanziario, ma se il regolamentatore la convalida con troppa facilità possono sorgere problemi di azzardo morale e selezione avversa. Un regolamentatore appropriato dovrebbe essere simile ad una istituzione da *efficient market*: un'entità invisibile. In pratica, esiste la necessità da parte del regolamentatore di giustificare la propria esistenza e quindi di non permettere al mercato da lui controllato di essere perfettamente efficiente (altrimenti una istituzione privata di *risk-pooling* renderebbe il suo ruolo ridondante). Ciò suggerisce che anche la funzione obiettivo della banca centrale possa essere diversa dalla funzione del benessere sociale che essi dichiarano di voler massimizzare. Questa possibilità viene generalmente accolta per quanto attiene a politici e a burocrati, ma risulta trascurata nel caso dei banchieri centrali.

La condotta di un regolamentatore indipendente potrebbe essere sintetizzata attraverso una funzione obiettivo relativa alla sua *catchment area*, calcolata sulla base di una misura dell'ampiezza degli intermediari controllati (il loro numero, il loro fatturato, ecc.). Data questa ipotesi, i miei risultati indicano che i regolamentatori possono essere inefficienti, nel senso che controllano un numero di intermediari superiore a quello socialmente ottimale. Inoltre, è possibile dimostrare quali condizioni debbano essere verificate per permettere di riconciliare, attraverso incentivi, la funzione obiettivo dei regolamentatori

con una qualche funzione del benessere sociale. Quando queste condizioni sono violate, la condotta dei regolamentatori concorrenziali può comportare perdite di benessere. In tal caso, la mia analisi determina le ulteriori condizioni che permettono di scegliere il *set-up* capace di minimizzare quelle perdite [Ciccarone, 1991].

Dal confronto tra le domande poste dalle relazioni in esame e i miei risultati, non trarrei la conclusione che l'autonomia della banca centrale è condizione necessaria e sufficiente per conseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi, né che condizione necessaria per l'autonomia è un obiettivo dichiarato di controllo del tasso di aumento dei prezzi. Piuttosto, il ruolo della banca centrale dovrebbe essere imposto, anche se le eventuali sanzioni per il mancato raggiungimento dell'obiettivo potrebbero essere spesso difficilmente definibili, perché la condotta di un regolamentatore finanziario autonomo potrebbe non essere compatibile con il benessere sociale.

Riferimenti bibliografici

- Barro, R.J. e Gordon, D.B. (1983), *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*, in «Journal of Monetary Economics», 12, pp. 101-121.
- Borio, C.E.V. (1986), *Do Contingent Rules really Dominate Fixed Rules?*, in «Economic Journal», 96, pp. 1000-1010.
- Buiter, W.H. (1981), *The Superiority of Contingent Rules over Fixed Rules in Models with Rational Expectations*, in «Economic Journal», 91, pp. 647-670.
- Canzoneri, M. B. (1985), *Monetary Policy Games and the Role of Private Information*, in «American Economic Review», 75, pp. 1056-1070.
- Ciccarone, G., (1991), *Regulation of Financial Regulators in the Context of European Monetary Unification*, Roma, Università «La Sapienza», dattiloscritto.
- Hotelling, H. (1929), *Stability in Competition*, in «Economic Journal», 39, 41-57.
- Melitz, J. (1988), *Monetary Discipline and Cooperation in the European Monetary System*, in *The European Monetary System*, a cura di F. Giavazzi, S. Micossi e M. Miller, Cambridge, Cambridge University Press.
- Tirole, J. (1986), *Hierarchies and Bureaucracies: On the Role of Collusion in Organizations*, in «Journal of Law, Economics and Organization», 2, pp. 181-214.