



Aspettative, inflazione e sfide per la politica monetaria

Ignazio Visco

Lezioni Federico Caffè 2024

Sapienza Università di Roma, 11-12 dicembre 2024



Sommario (1)

Introduzione

I Lezione – Inflazione e aspettative

1. Dagli anni '70 alla “scomparsa” dell'inflazione
2. Il ritorno dell'inflazione: shocks di domanda e di offerta
3. Gli errori di previsione
4. Curva di Phillips, aspettative d'inflazione, prezzi e salari



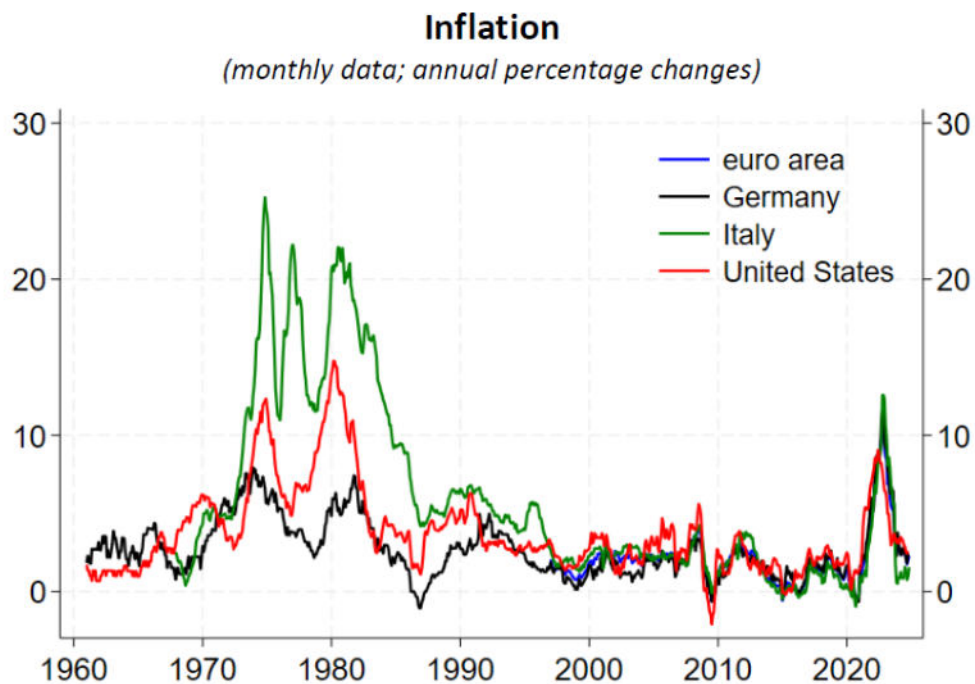
Sommario (2)

II Lezione – Risposta all’inflazione e nuove sfide per la politica monetaria

1. La risposta della politica monetaria, ritardi e successi
2. Nuove lezioni: aspettative, modelli, non linearità
3. Nuove sfide: “dominio fiscale” e/o “dominio finanziario”?
4. Conclusioni

Re: I. Visco, “The rise and fall of inflation. New lessons for monetary policy”?, Per Jacobsson Lecture, Basilea, 29 June 2024, online sul sito della BRI/BIS (Bank of International Settlements), in corso di pubblicazione su *Politica Economica*. Cfr. anche P. Lane (2024b), Marjolin Lecture, 18 novembre 2024, online sul sito della ECB

Fig. 1 Il ritorno dell'inflazione



Source: Bundesbank, Eurostat, Istat and US Bureau of Labor Statistics.

Note: Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area; Consumer Price Index (CPI) for Italy and Germany up to 1996 (Western Germany up to 1993) and HICP afterwards; CPI for the United States.



Dalla “scomparsa” dell’inflazione a nuove critiche alle banche centrali

- Possibili ragioni della «scomparsa» dell’inflazione negli ultimi 30-40 anni
 - Credibilità banche centrali
 - Assenza forti shock domanda e costi
 - Concorrenza in mercati globali e catene del valore
 - Rischi deflazione post GFC anche se contrastati con politiche «non convenzionali»
- Con il ritorno dell’inflazione nel 2021-22 – in momenti diversi nelle diverse aree (qui considerata soprattutto per l’area dell’euro (AE), ma con riferimenti anche agli USA) – però nuove critiche alle banche centrali per non averla sufficientemente prevenuta e aver troppo ritardato la risposta



La critica di Mervin King

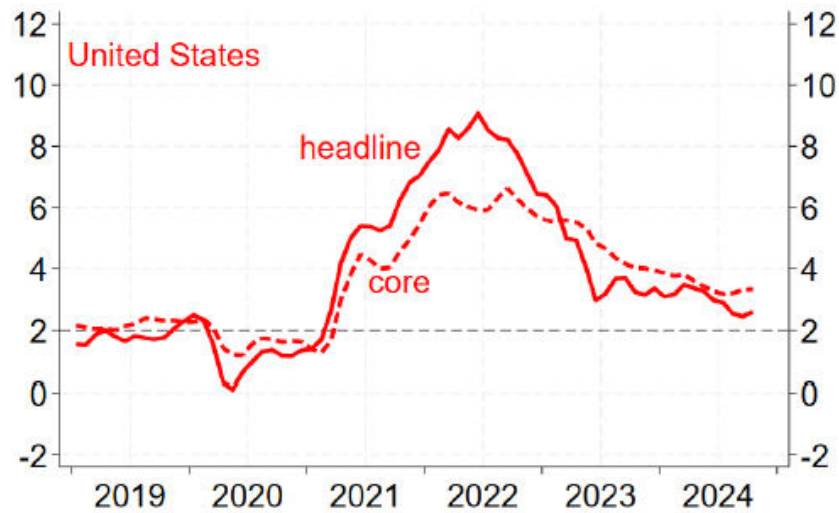
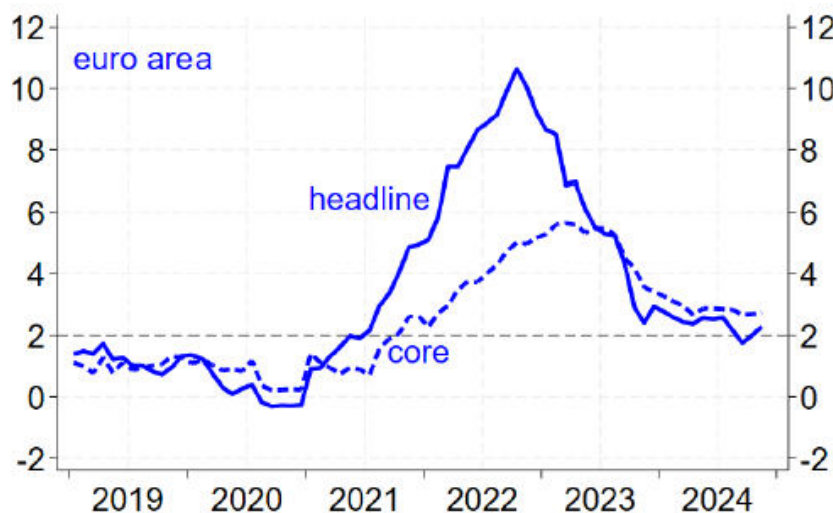
Mervin King, autunno 2021

«Le banche centrali sono state colte di sorpresa dall'improvvisa ripresa dell'inflazione. Per diversi anni hanno fornito una indicazione prospettica (*forward guidance*) secondo la quale i tassi di interesse sarebbero rimasti vicini o al di sotto dello zero per un futuro indefinito. Hanno quindi attinto a piene mani da concetti derivati da una famiglia di modelli teorici che si basano sul presupposto che le aspettative guidano l'inflazione e le banche centrali guidano le aspettative»

Fig. 2 Evoluzione dell'inflazione - AE vs USA

Headline and core inflation

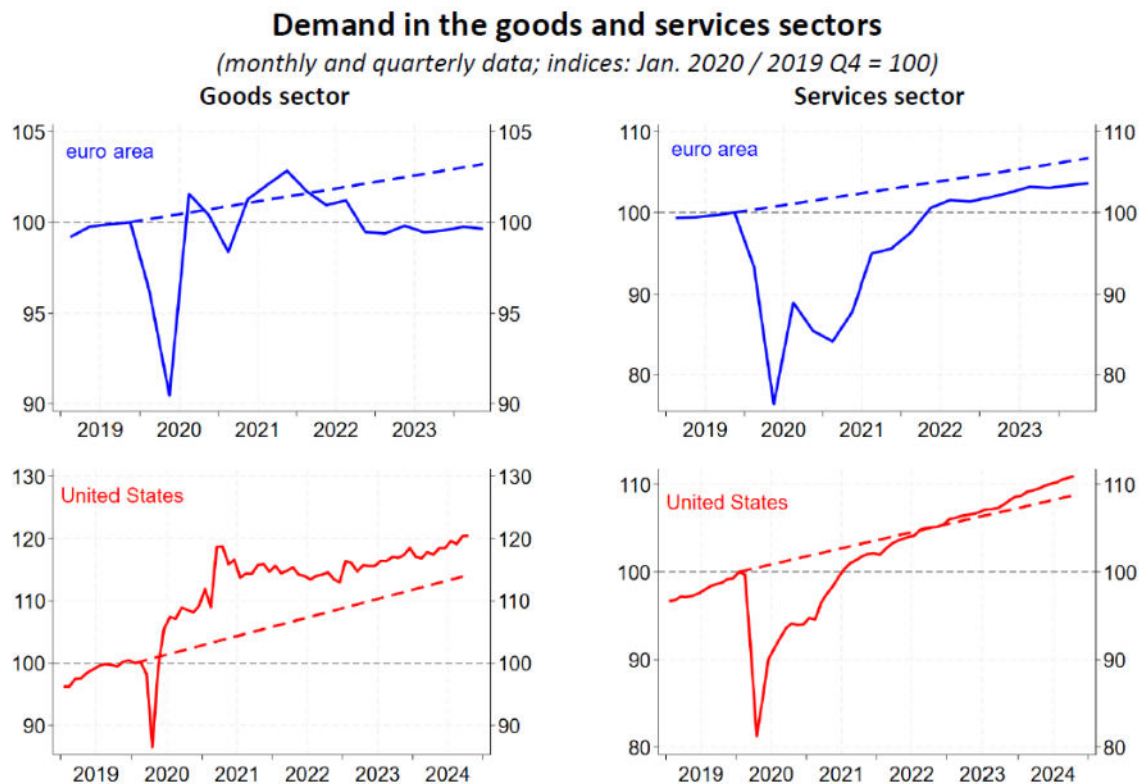
(monthly data; annual percentage changes)



Source: Eurostat and US Bureau of Labor Statistics.

Note: Harmonised Index of Consumer Prices for the euro area and Consumer Price Index for the US.

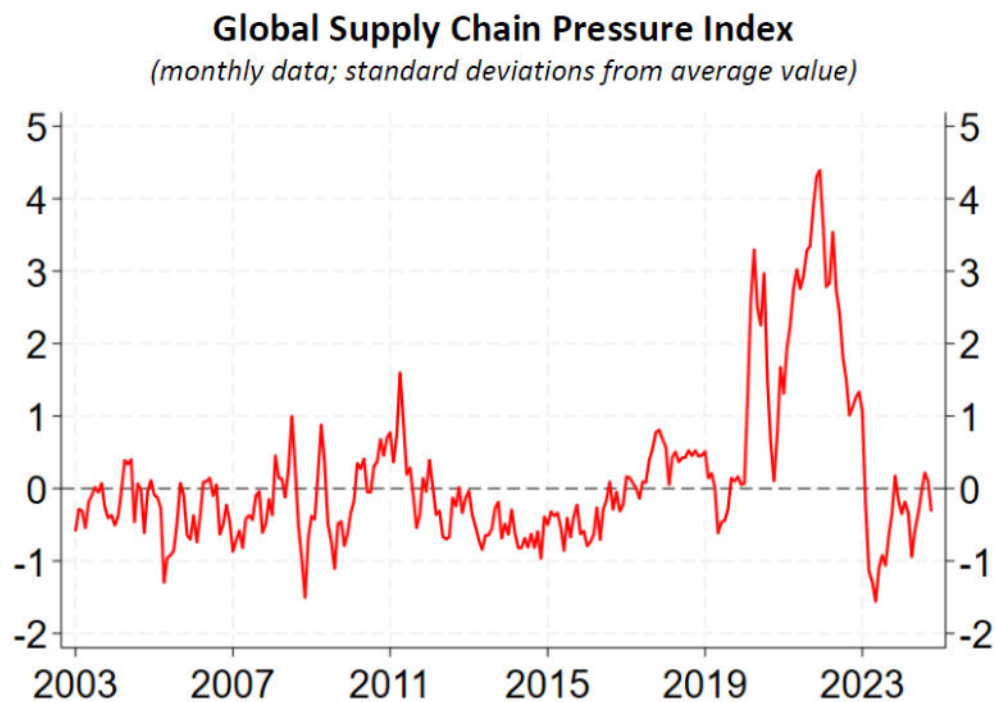
Fig. 3 Domanda di beni e servizi – AE vs USA



Source: US Bureau of Economic Analysis and estimates based on Eurostat.

Note: dashed lines show pre-pandemic trends.

Fig. 4 Strozature di offerta a livello globale



Source: Federal Reserve Bank of New York.

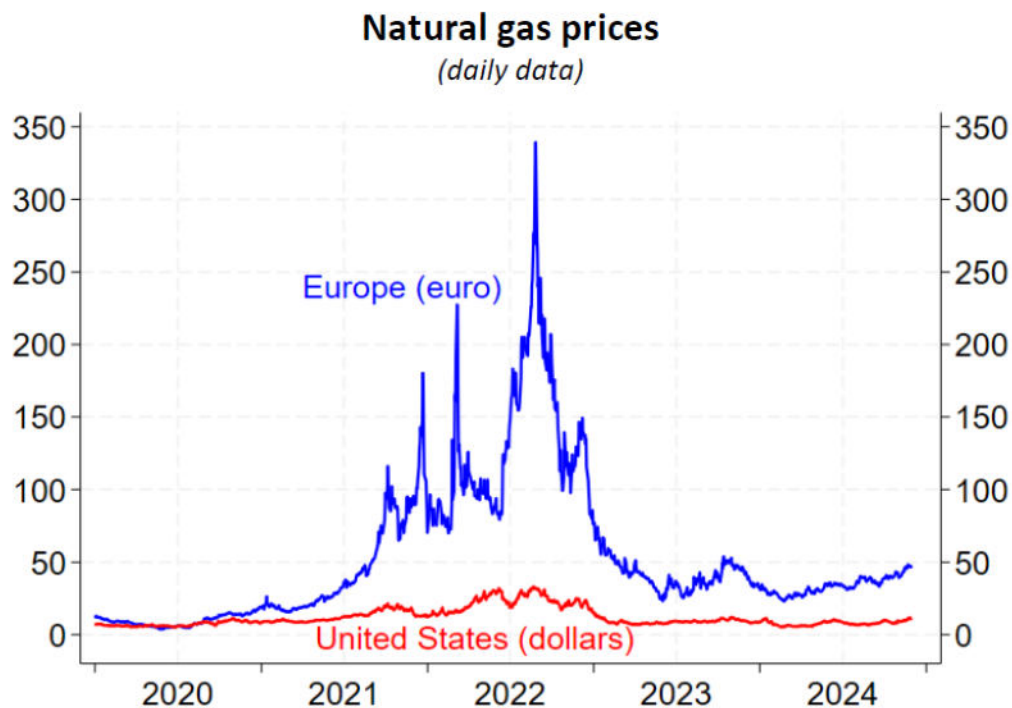
Note: the index integrates transportation cost data and manufacturing indicators to provide a gauge of global supply chain conditions.

Fig. 5 Disoccupazione e posti vacanti nella AE



Source: Eurostat.

Fig. 6 Prezzo del gas naturale – AE vs USA



Source: LSEG.

Note: Title Transfer Facility (TTF) quotations for European gas and Henry Hub for US gas.

Fig. 7 Quotazioni futures prezzi gas naturale

Market expectations of natural gas prices in Europe
(euro)



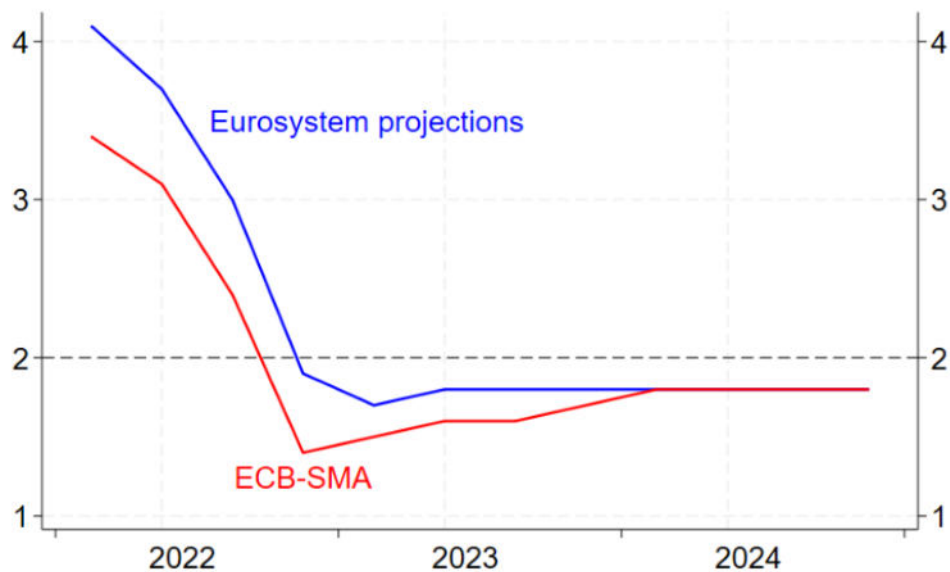
Source: LSEG.

Note: profiles of Title Transfer Facility (TTF) futures quotations at the dates reported in the figure.

Fig. 8 Previsioni Eurosystem e analisti monetari a dicembre 2021

Inflation in the euro area: Eurosystem projections and analysts expectations in December 2021

(quarterly data; per cent)



Source: ECB and ECB Survey of Monetary Analysts (ECB-SMA).

Note: median expectations in ECB-SMA and central values in Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area headline inflation.



Shocks di offerta o di domanda?

- Valutazione di impatto e propagazione degli shocks
- Analisi «controfattuali» e questioni metodologiche
 - modelli macroeconomici e inclinazioni delle curve di domanda e di offerta aggregata (curva di Phillips)
 - Modelli statistici (SVAR), non linearità e identificazione degli shocks
 - Innovazioni rispetto alla «storia», dinamica e condizioni iniziali
- Due esercizi: Banbura et al (ECB, 2023) vs Giannone-Primiceri (NBER, 2024)
- Strozzature offerta globale e prezzi del gas vs ripresa domanda post pandemia e risposta ritardata della politica monetaria



Gli errori di previsione

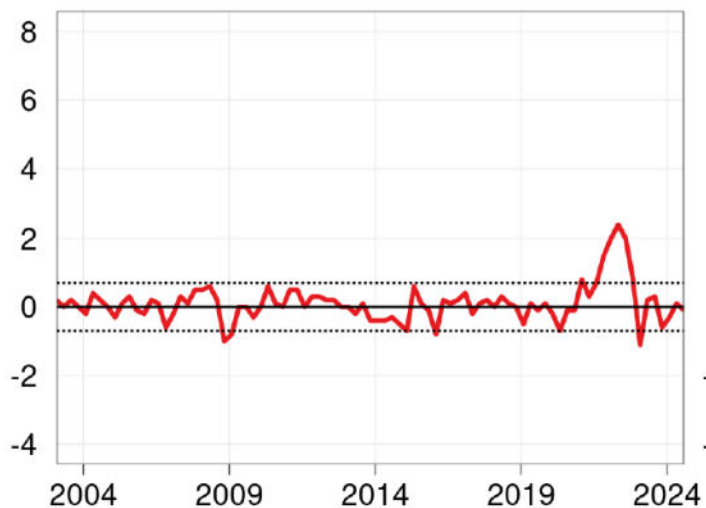
- Sottostima senza precedenti dell'inflazione da parte dell'Eurosistema (Fig. 9)
 - Errori analoghi in altre istituzioni e centri di previsione
 - Particolarmente forti da IV trim 2021 a III trim 2022 (errori trimestrali vs 12 mesi)
- Errori nelle ipotesi e nelle relazioni stimate dai modelli
 - Variabili esogene (prezzo gas e altre ipotesi tecniche) vs errori su trasmissione shock
 - Esercizi «controfattuali» [Chahed et al, ECB, 2023; Delle Monache e Pacella, BI, 2024]: prezzo del gas!
 - Nuovo esercizio [Chahed et al, ECB 2024]: sottostime prezzo del gas dominano per IV 2021 e I 2022, poi vi si affiancano errori su prezzi alimentari e su prezzi di altri beni e servizi (Fig. 10)
 - Mutamenti strutturali e non linearità trasmissione shock su prezzi alla produzione e al consumo

Fig. 9 Errori di previsione dell'inflazione

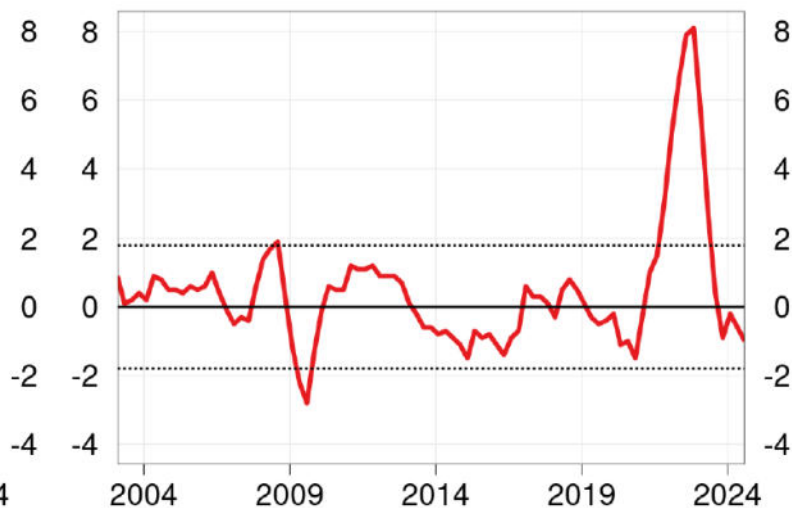
ECB/Eurosystem projections errors for euro area headline inflation

(quarterly data; percentage points)

1 quarter ahead projection errors



4 quarters ahead projection errors



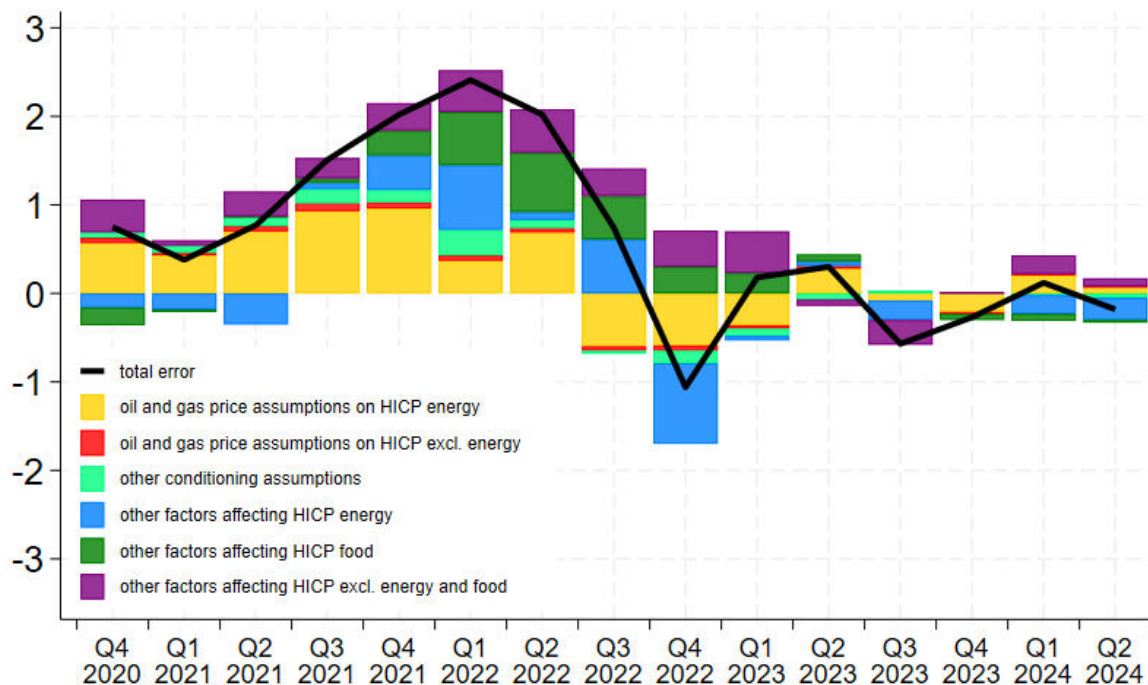
Source: Bank of Italy and ECB.

Note: dashed lines denote an interval around zero of plus/minus two standard deviations of projection errors realized in 2003-2020.

Fig. 10 Scomposizione degli errori di previsione

Decomposition of recent one-quarter-ahead HICP inflation errors in Eurosystem/ECB staff projections

(quarterly data; annual percentage points and percentage point contributions)





La curva di Phillips

- Uno strumento consolidato per valutare determinanti fondamentali della dinamica di prezzi e salari, ma storie e implicazioni diverse da diverse ipotesi teoriche
- In sintesi: prezzi da margini sui costi e salari in relazione a stato mercato del lavoro
- Un po' di storia (pre e post Phillips; curva «aumentata» per le aspettative; i micro fondamenti e le rigidità di prezzo; conflittualità profitti/salari)
- Aspettative d'inflazione (mercati, famiglie, imprese): razionalità, *inattention*, estrapolazione
- Due recenti contributi
 - Più prezzi o più salari? Sistemi dinamici lineari e omogenei (e *catch-up* dei salari)
 - Frequenza degli aggiustamenti (e non linearità)



Le aspettative d'inflazione

- Le aspettative quanto sono importanti? E da cosa dipendono?
 - Tassi d'interesse reali e decisioni di investimento
 - Inflazione attesa e variazioni di prezzi e salari
- Ipotesi sulla loro formazione (estrapolative, adattive, regressive... razionali?)
 - La «rivoluzione» delle aspettative razionali, modelli *«forward looking»* (da NMC a NEK: i modelli DSGE)
 - Verifiche empiriche: formazione vs capacità esplicativa
- Aspettative implicite (da contratti finanziari) e indagini dirette (oggi un'industria...)
 - I mercati finanziari, l'ancoraggio delle aspettative a lungo termine (Fig. 11)
 - Famiglie (Fig. 1) e imprese (Fig. 13), ritardi di aspettative a breve (estrapolative?, eterogeneità)
 - Da *«rational» inattention»* ad *attention*, costi di informazione, *learning?*

Fig. 11 Aspettative d'inflazione estratte dai dati di mercato nella AE

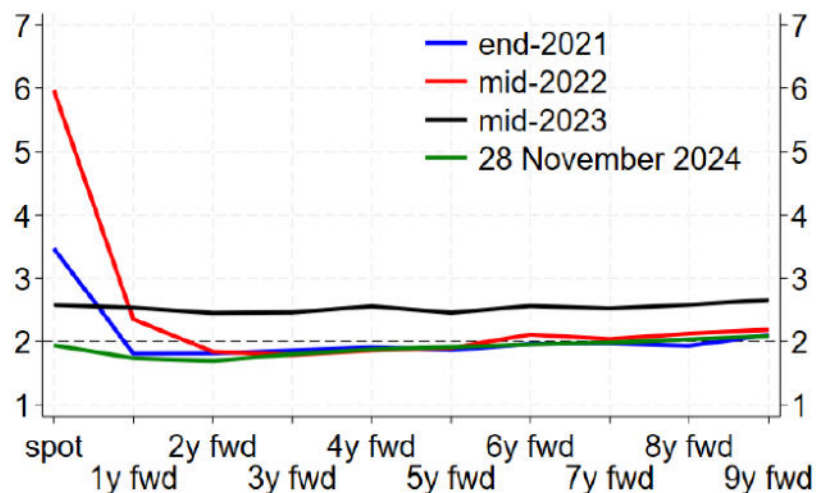
Market-based inflation expectations in the euro area

(per cent)

Inflation-linked swaps, spot rates
(daily data)

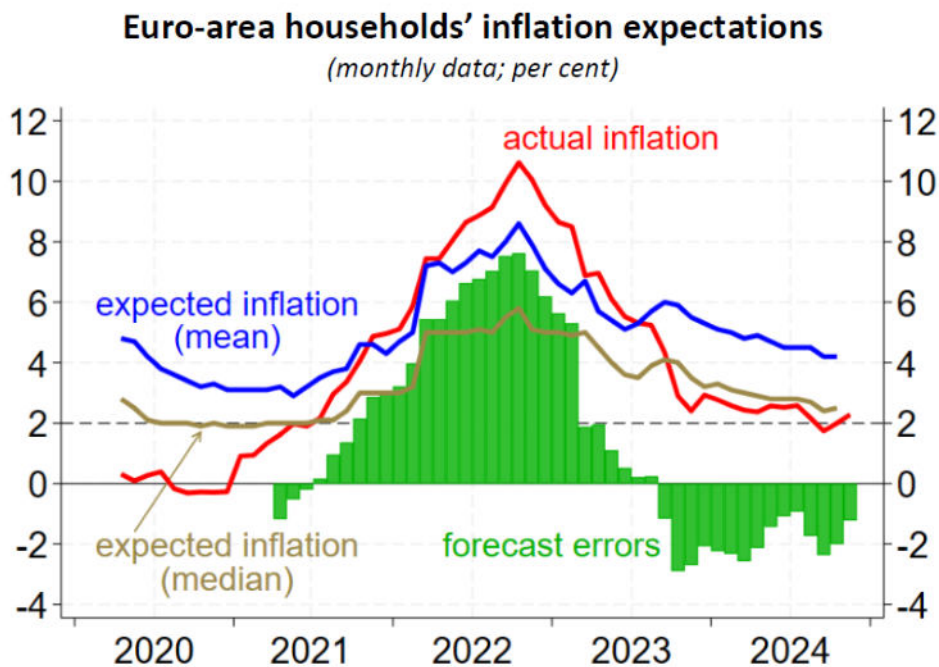


Inflation-linked swaps, 1-year forward rates



Source: Bloomberg.

Fig. 12 Aspettative d'inflazione delle famiglie nella AE



Source: ECB (Consumer Expectations Survey) and Eurostat.

Note: expectations about euro-area headline inflation (HICP) 12 months ahead; for each date, forecast errors are computed as the difference between realized inflation and (median) expected inflation (12 months earlier).

Fig. 13 Aspettative d'inflazione delle imprese in Italia



Source: Bank of Italy (Survey on Inflation and Growth Expectations) and Eurostat.

Note: expectations (mean) about Italian headline inflation (HICP) 12 months ahead; for each date, forecast errors are computed as the difference between realized inflation and expected inflation (12 months earlier).



Prezzi e salari: gli shock operano attraverso i prezzi

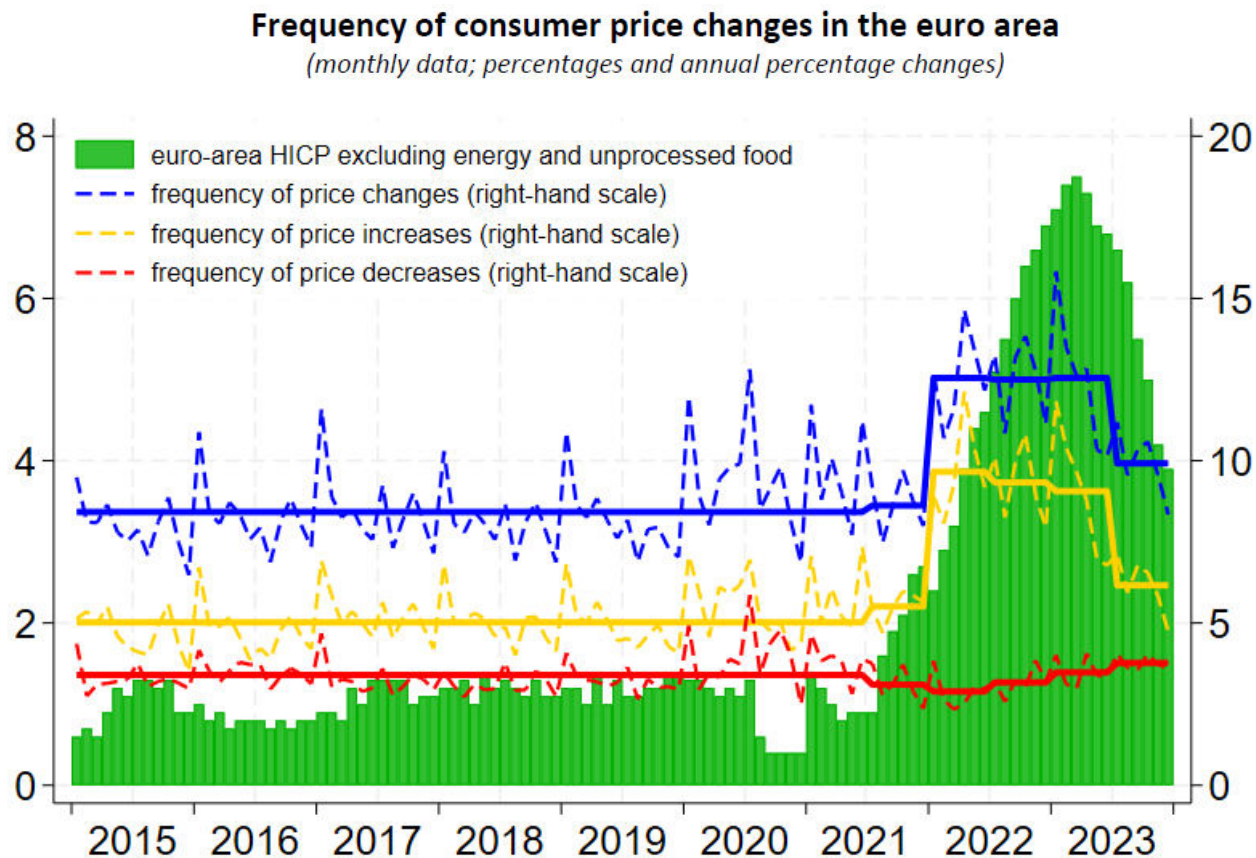
- Blanchard-Bernanke, 2023, modello prezzi-salari-aspettative con ritardi (rigidità)
 - Per economia USA, poi esteso (2024) ad altre economie
 - Fattori principali inflazione 2021-22: prima l'eccesso della domanda sull'offerta, poi l'aumento dei prezzi energia
 - Effetti modesti dal mercato del lavoro, nonostante posti liberi \ll disoccupati
- Quindi una storia di «*prices given wages*»
 - Con omogeneità lineare di prezzi e salari
 - I salari crescono in linea con l'inflazione attesa a breve (che tende a quella, ancorata, a lunga)
 - Ma con effetti nulli o molto ridotti (anche in Italia e AE) dei termini di *catch-up* (recupero dell'inflazione effettiva in eccesso rispetto all'attesa)
- Non da aumento margini di profitto (su costi totali:) anche se quota profitti su VA sale (Cavallo et al, BI 2023; Alvarez et al, Harvard 2024)



La frequenza degli aggiustamenti di prezzo

- Con alta inflazione aggiustamenti di prezzo più frequenti (fig. 14)
- In modelli micro-fondati questo implica più inflazione
 - gli shock operano «più in fretta» (Cavallo et al, 2024) in alta inflazione (shock > 0 , ma asimmetria)
 - per non linearità se *state-*, non *time-dependent* anche Karadi et al, 2024; anche Phelan-L'Huillier, 2023)
- In modelli autoregressivi (forma ridotta del blocco prezzi salari) lineari e omogenei
 - con somma pari a uno dei coefficienti dei ritardi (radice unitaria)
 - dopo shock convergenza a inflazione più alta = shock / *mean lag* distribuzione dei ritardi (Bruno, 1993)
 - se la frequenza aumenta permanentemente → *mean lag* minore e inflazione di *steady state* più alta

Fig. 14 Frequenza dei cambiamenti dei prezzi al consume nella AE



Source: ECB (2024), "What does new micro price evidence tell us about inflation dynamics and monetary policy transmission?", Economic Bulletin, Issue 3.



Conclusioni e novità su inflazione e aspettative

- Il ritorno dell'inflazione dovuto a shock di offerta (in parte semantica)
 - Prima strozzature da catene globali valore quando riparte la domanda (USA >> AE)
 - Poi «esplosione» prezzi del gas colpisce AE, lungo trend già crescente prezzi energia
- Non per canale (su inflazione *core*) domanda/mercato del lavoro ma per strozzature offerta su domanda e costi su prezzi di produzione (a parità di margini su costi totali)
- Più rapida frequenza di aggiustamento dei prezzi (da cui anche margini costanti), non linearità nella risposta a shock
- Aspettative a lungo termine (mercati) ancorate nonostante inflazione, ma a breve/medio termine (famiglie e imprese) estrapolative («*old fashioned* ...)
- [E la politica monetaria di fronte a questi risultati?]



La politica monetaria, 2021-24 (1)

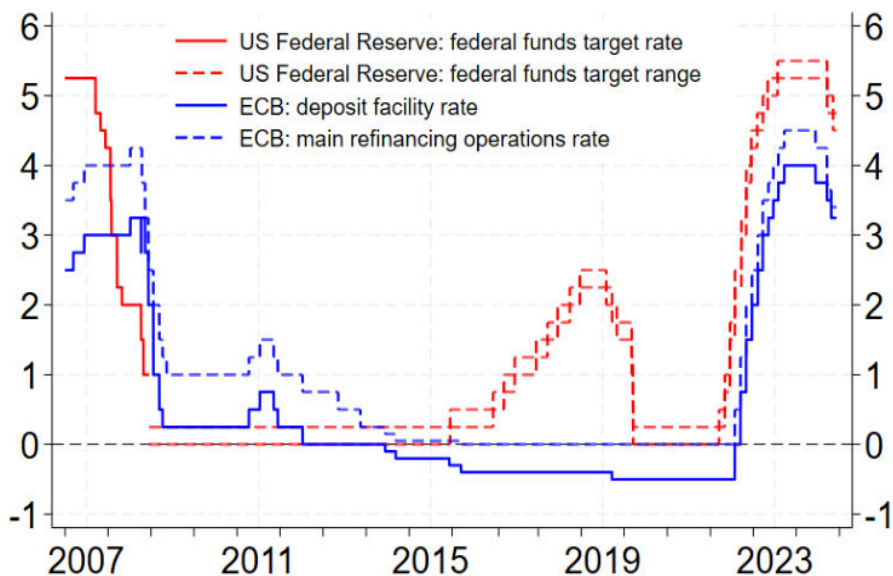
- La politica monetaria, sia in USA sia in AE, si è mossa, partendo da condizioni iniziali estremamente accomodanti (*quantitative easing*, QE), alcuni mesi dopo il primo significativo aumento dell'inflazione (Fig. 15)
- In effetti, non ha reagito alla forte espansione fiscale (anzi si è con essa spesso coordinata, almeno nel segno) ai primi segnali (di inizio 2021) di squilibrio tra domanda e offerta aggregata, meno forti ma presenti anche in AE (strozzature temporanee per pandemia?)
- Aumento dei prezzi dell'energia interpretato come esogeno. Certamente ok per il gas in AE, meno ovvio per il trend del prezzo del petrolio, in connessione con gli squilibri globali
- La *stance* molto accomodante di politica monetaria, accentuata nella fase più calda della crisi pandemica, è stata mantenuta nel 2021 anche per la presenza di forti incertezze sulla ripresa dell'economia.

Fig. 15 Tassi d'interesse ufficiali e attività nei bilanci di FED e BCE

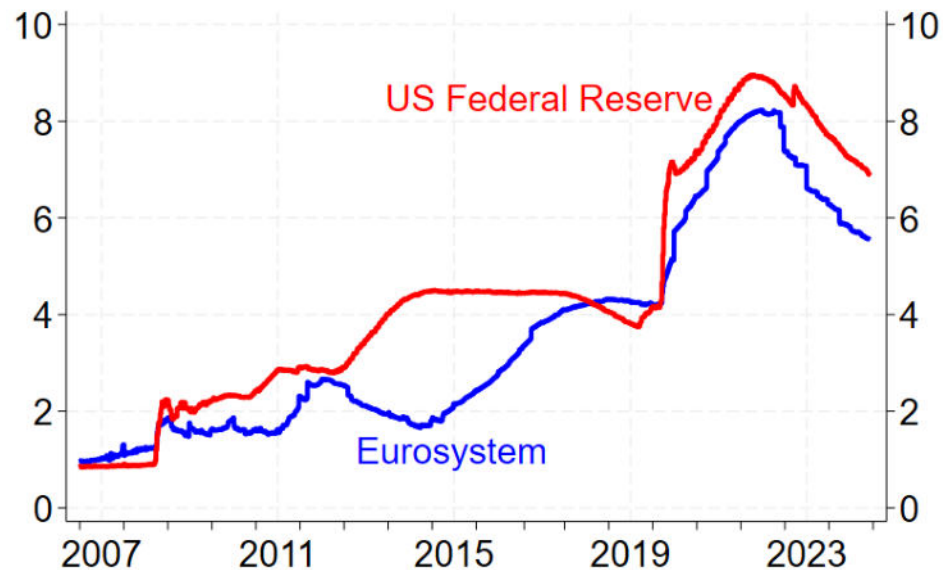
Central banks' key rates and balance sheets

(daily data)

Key rates
(per cent)



Total assets, net of gold
(thousands of billions of euros / US dollars)



Source: Board of Governors of the Federal Reserve System and ECB.



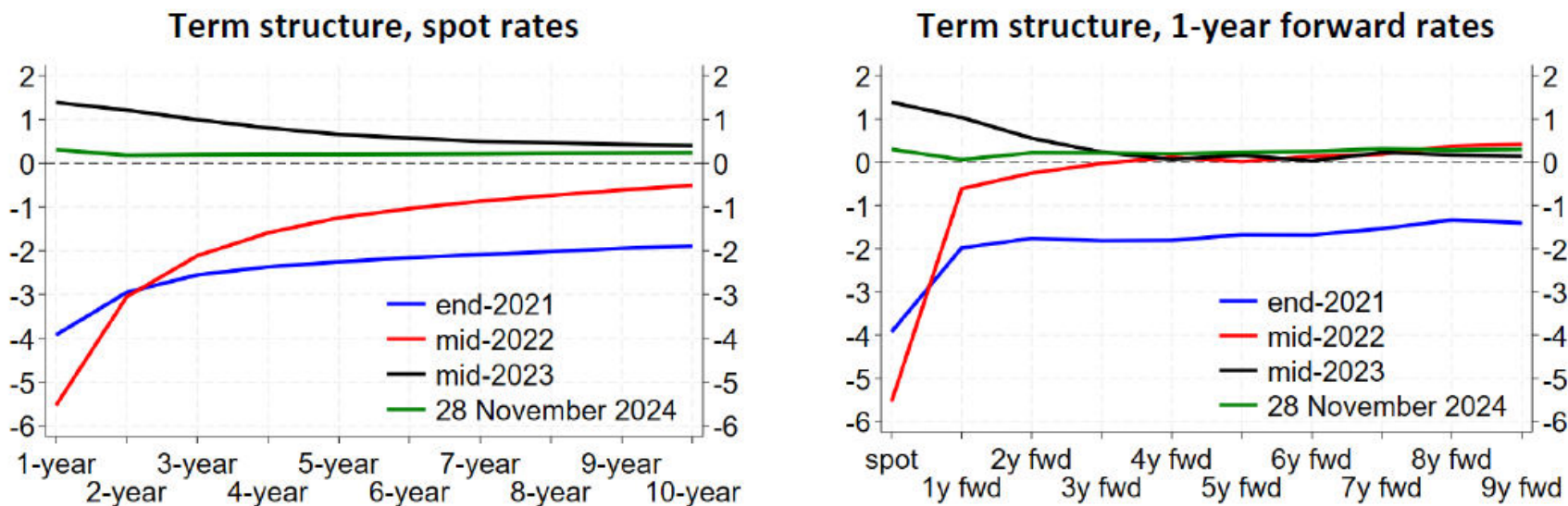
La politica monetaria, 2021-24 (2)

- In ogni caso non si è verificato un disancoraggio (verso l'alto) delle aspettative d'inflazione (Fig. 11) e ancora a fine 2021 i mercati finanziari segnalavano il prevalere di rischi di deflazione (Hilsher et al, 2022)
- Anche se la BCE ha iniziato ad alzare i tassi ufficiali solo a luglio 2022, in realtà l'annuncio si mostrava efficace già a fine 2021 (ma da *forward guidance*: sequenza QE-tassi)
- Mentre sui mercati tassi a un anno ancora negativi a giugno 2022, sui 10 anni risalivano rapidamente da pressoché zero a fine 2021 a 2% a metà 2023, e a 3% nella primavera 2023, quando l'intera curva dei tassi d'interesse segnalava il ritorno dei tassi reali su livelli positivi (Fig. 16)
- L'uscita sostenuta e progressiva dall'accomodamento monetario è altresì chiaramente visibile nell'evoluzione degli aggregati monetari e creditizi (Fig. 17)

Fig. 16 Politica monetaria e tassi reali d'interesse nella EA

Real interest rates in the euro area

(per cent)



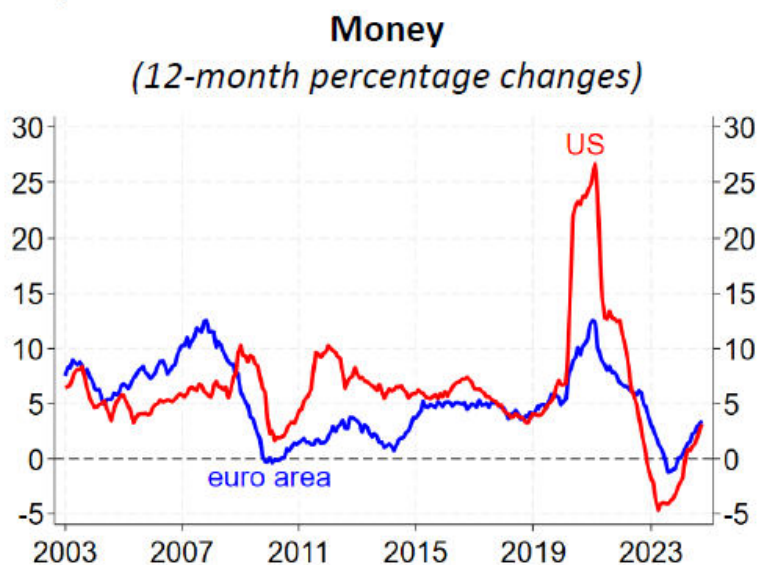
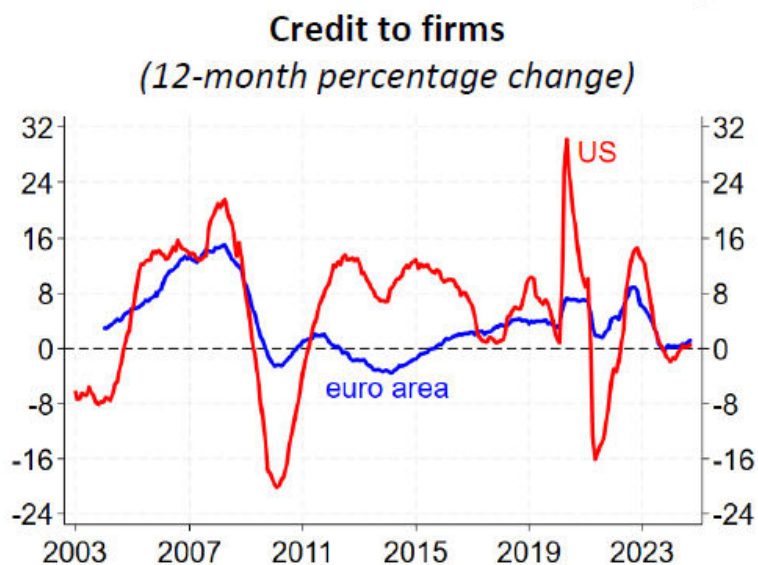
Source: Bloomberg and LSEG.

Note: nominal OIS interest rates deflated by the corresponding inflation-linked swap rates.

Fig. 17 Politica monetaria, credito e moneta – EA vs US

Credit and money growth

(monthly data)



Source: Board of Governors of the Federal Reserve System and ECB.

Note: M3 for the euro area and M2 for the US.



La politica monetaria, 2021-24 (3)

- L'inflazione appare oggi molto prossima all'obiettivo (2% nel medio periodo). È quindi utile riassumerne l'evoluzione, alla luce delle sue determinanti e della risposta della politica monetaria in AE (e, con qualche differenza, negli USA)
- Mie, provvisorie, valutazioni (di parte...)

Le condizioni iniziali

- Allo scoppio della pandemia mentre si usciva da anni di inflazione molto bassa e con rischi deflativi e di disancoraggio (verso il basso) delle aspettative, le politiche non convenzionali erano ancora attive (QE e vincoli all'ulteriore riduzione dei tassi – *effective lower bound*)
- Pandemia: uno shock globale senza precedenti, inizialmente (senza vaccini...) dalle conseguenze non prevedibili, ma con timori diffusi di gravi e permanenti conseguenze economiche, finanziarie e sociali
- Quindi: risposta quindi estremamente espansiva delle politiche monetarie e di bilancio (troppo? gli storici valuteranno il contributo da esse dato all'uscita dalla fase acuta degli effetti della crisi pandemica)



La politica monetaria, 2021-24 (4)

La prima fase

- Ritardo nella risposta ai primi segnali (le strozzature: domanda o offerta? – ma anche il trend al rialzo dei prezzi dell'energia: fattori globali o locali? petrolio vs gas)
- Un ritardo comprensibile? Ancora rischi seconda/terza ondata pandemia, logistica della diffusione (globale?) dei vaccini; in AE ancora in estate 2021 (*Monetary Policy Review* del Consiglio Direttivo BCE) discussione su quanto aspettare prima di fermare il QE e uscire da tassi negativi (sui depositi delle banche in banca centrale)
- Analisti e anche mercati finanziari ancora presentavano aspettative d'inflazione ancora sotto il 2%; in AE rischi di deflazione erano percepiti dai mercati fino alla fine del 2021
- [Controfattuale su maggiore celerità della risposta? Quanto avrebbe contribuito a contenere l'inflazione? Con ritardi «lunghi e variabili» della politica monetaria?]



La politica monetaria, 2021-24 (5)

La seconda fase

- A dicembre 2022 percezione dei rischi di possibili effetti di *second round* (ancorché nella comunicazione si parlasse di shock di offerta – strozzature/energia – che se non si fossero propagati non avrebbero necessitato risposta: aumento dei prezzi da energia importata = tassa da non trasferire all'interno). Ma consapevolezza di condizioni monetarie troppo rilassate (da prima pandemia)
- Annuncio: prima uscita da QE e (*forward guidance*), poi aumento dei tassi ufficiali. Annuncio credibile: già a fine 2011 i tassi di mercato salgono (i mercati anticipano il passaggio alla restrizione)
- Ma l'aumento effettivo ritarda nel 2022 di qualche mese anche per l'incertezza connessa all'invasione russa in Ucraina: ragioni di scambio → domanda interna → prezzi)



La politica monetaria, 2021-24 (6)

La terza fase

- Da luglio 2022 la BCE (politica monetaria unica) inizia, e poi prosegue con determinazione per oltre un anno, il suo orientamento restrittivo, con una sequenza (partendo da -0,50%) di dieci aumenti dei tassi (ma un livello massimo inferiore a quello della FED) e la riduzione, graduale (ma più di FED), delle attività finanziarie (in massima parte titoli pubblici) accumulate nei bilanci delle banche centrali (Fig. 15)
- L'inflazione *headline* (misurata sui 12 mesi) continua a scendere decisamente in AE, riflettendo soprattutto dall'autunno 2022 il rientro della «bolla» sui prezzi del gas, ma con un ritardo di quasi un anno nella componente *core* (al netto di energia e alimentari) (Fig. 2)
- Ultimo aumento dei tassi ufficiali al tasso massimo del 4 per cento (vs anni '70-'80, a oltre due cifre...) nel settembre 2023 («assicurazione» finale contro rischi trasferimento prezzi-prezzi → prezzi-salari → salari-prezzi – soprattutto in mercati del lavoro con disoccupazione frizionale: Germania, Paesi Bassi)
- Con la chiara discesa dell'inflazione verso il 2 per cento inizia il rientro della restrizione monetaria, con una sequenza di riduzioni di 25 punti base → tasso reale oggi prossimo all'1 per cento



Il ritardo nella risposta di politica monetaria (1)

- Tre osservazioni critiche (avanzate già nel 2021/22)
 - Le banche centrali hanno continuato a contrastare i rischi di deflazione (se pure vi erano) per un periodo decisamente troppo lungo
 - Le banche centrali si sono troppo facilmente schierate dalla parte di chi considerava «temporanei» gli aumenti dei prezzi occorsi nel 2021
 - Le banche centrali si sono legate troppo le mani con l'annuncio (*forward guidance*) che avrebbero iniziato a far salire i tassi d'interesse solo dopo aver portato a termine il QE (smesso cioè di acquistare titoli)



Il ritardo nella risposta di politica monetaria (2)

- Timori eccessivi di rischi di deflazione?
 - Non c'è dubbio che le condizioni iniziali fossero già straordinariamente accomodanti, ma la discussione prima della pandemia riguardava come uscire dalla «trappola della liquidità» (con QE, in assenza di un buon *policy mix* tra politica monetaria e politica fiscale) e i connessi rischi deflativi
 - Non vi è una ovvia analisi controfattuale tale da consentire di concludere che la politica monetaria espansiva post pandemia sia stata inutile poiché non vi erano evidenti rischi di deflazione; non si può infatti ignorare lo straordinario shock prodotto dalla crisi sanitaria e l'incertezza «radicale» da essa generata. Ma, come si dice, «*the jury is still out!*»
 - Inoltre, nel corso del 2021 nelle discussioni tra le banche centrali, e al loro interno, si sono continuati a dibattere i rischi connessi con una seconda (e poi terza...) ondata della pandemia. Tutte le nostre riunioni hanno in effetti continuato ad aver luogo in modalità remota!



Il ritardo nella risposta di politica monetaria (3)

- Imprudente l'iniziale partecipazione alla squadra dell'inflazione «temporanea»?
 - Almeno in AE non vi erano segnali di disancoraggio delle aspettative (verso l'alto) nel 2021
 - Nell'estate del 2021 (quando in BCE si discuteva di come uscire dai tassi negativi) inflazione *headline* e *core* erano ancora rispettivamente sotto il 2 e l'1 per cento
 - Il sentimento dei mercati, ancora a fine 2021, quando effettivamente l'inflazione superò abbondantemente il target del 2% le previsioni futures sul prezzo del gas segnalavano un netto ridimensionamento delle quotazioni, e i mercati ancora propendevano più per un rischio di riduzione nel tempo, più che di un aumento, dei prezzi al consumo
 - Più che di inflazione «temporanea» si parlava quindi di «shock» transitori. Tali sono stati, ma il rientro è stato ritardato dalla loro propagazione nell'economia più via prezzi-prezzi (anche se non con aumenti dei margini sui costi totali) che prezzi-salari-prezzi (a differenza degli anni '70, e anche '80 in Italia); non vi è stato quindi un evidente e forte conflitto distributivo



Il ritardo nella risposta di politica monetaria (4)

- Mantenimento della sequenza tra fine del QE e inizio aumento dei tassi essenzialmente dovuto a ragioni di credibilità (evitare di «destabilizzare» i mercati)
- È dubbio che invertendo la sequenza si sarebbero avuti effetti particolarmente diversi. È invece possibile (e vi è qualche analisi controfattuale a favore di questa tesi) che un precoce (I semestre 2021?), forte, aumento dei tassi avrebbe avuto effetti sull'inflazione, al costo di una grande recessione e rischi di instabilità finanziaria (cfr esercizi BCE: Lane, 2024b)
- La *forward guidance* fu introdotta come complemento del QE pre pandemia (con politica monetaria non convenzionale troppo a lungo «*only game in town*») per dar modo ai mercati di adeguarsi senza tensioni all'indirizzo monetario. Anche se vi erano clausole per una possibile revisione, non erano però facili da seguire. Una sua nuova introduzione (dopo la sospensione del 2022) richiede probabilmente formulazioni diverse



Efficacia della politica monetaria (1)

- I ritardi nella risposta della politica monetaria all'impennata dell'inflazione non sono dovuti al fatto che essa sia stata prodotta dall'aumento dei costi (o da shock di offerta)
- Era infatti chiaro che sarebbe stato necessario contrastare la propagazione degli shock se si fossero rivelati «permanententi». In realtà, pur non permanenti, essi sono stati così forti da mettere in moto un meccanismo molto rapido di adeguamento dei prezzi (alla produzione e poi al consumo)
 - Come nel titolo di un recente articolo volto a interpretare la risposta micro delle imprese: «*large shocks travel fast*», attraverso le non linearità connesse alla più alta frequenza degli aggiustamenti di prezzo
 - Se questa frequenza non fosse ritornata più bassa, ovvero l'inerzia maggiore, da aumenti proporzionali tra prezzi e salari sarebbe disceso un livello d'inflazione «di equilibrio» permanentemente più alto



Efficacia della politica monetaria (2)

- Da qui l'intuizione che, mantenendo ben ancorate le aspettative (l'inflazione di trend) e contrastando possibili aumenti eccessivi della domanda, la politica monetaria ha facilitato il ritorno al più elevato grado di inerzia nell'aggiustamento dei prezzi precedente agli shock
 - A differenza dei più noti modelli di micro-fondazione degli aggiustamenti (e quindi rigidità) dei prezzi in un contesto NEK (Calvo, Rothemberg, Taylor) questi appaiono non *time-* ma *state-dependent*
 - Ne derivano variazioni (temporanee) dei parametri (pure non presenti nelle analisi alla Bernanke-Blanchard) che accentuano (e prolungano) il processo inflazionistico. Da qui anche una giustificazione per una politica monetaria «dipendente dai dati», come nella comunicazione della BCE
- Quanto alla dimensione del contributo della politica monetaria al rientro dell'inflazione le analisi controfattuali ovviamente dipendono dai modelli utilizzati
 - Il complesso di quelli della BCE (Lane, 2024a) Lezioni Federico Caffè 2024 indica questo contributo in circa 2 punti percentuali di minore inflazione (tra il 2022 e il 2026); risultati simili ottenuti in Banca d'Italia (Panetta, 2024)



Aspettative, modelli e politica monetaria (1)

- Ricordiamo la critica di Mervin King: troppa fiducia in una politica monetaria troppo operante attraverso le aspettative e sulla base di modelli troppo semplificati?
 - In effetti la questione riguarda quanto l'inflazione dipenda dalle aspettative e quanto queste siano influenzate dalla politica monetaria
 - Possibili canali messi in luce nei libri di testo: Domanda aggregata \leftarrow negativamente dai tassi d'interesse reali (che aumentano al diminuire delle aspettative d'inflazione); con un forte peso al target d'inflazione (es. regola di Taylor) \rightarrow contenimento delle aspettative; se la curva di Phillips risponde alla domanda (inflazione \leftarrow influenzata negativamente da tassi di disoccupazione e positivamente da «output gap») \rightarrow controllo dell'inflazione (e, forse, mantenimento della piena occupazione – o un livello strutturale/naturale di PIL)
 - L'evidenza è piuttosto incerta, con dubbi riguardo alla pendenza più o meno forte della curva di Phillips (variabile con lo stato dell'economia, non linearità?), gli effetti dei tassi sulla domanda (modesti, alla Keynes?) e la risposta (scarsa) delle aspettative di imprese e famiglie alle decisioni di politica monetaria



Aspettative, modelli e politica monetaria (2)

- Ma una politica monetaria aggressiva ha certamente contribuito ad ancorare le aspettative di inflazione di medio-lungo termine
 - Quali sono le aspettative che contano? Mercati vs imprese e famiglie
 - Comunque per queste ultime, ancorché eterogene, si osserva una drastica riduzione della *rational inattention* in corrispondenza di forti aumenti dell'inflazione, ma in modo estrapolativo (non *forward looking*)
 - Ne è conseguita la necessità di una più forte risposta della politica monetaria: con l'intensità della sua risposta nel 2022-23 la politica monetaria ha favorito l'ancoraggio delle aspettative a più lungo termine; questo ha giocato un ruolo nell'evitare che quelle a breve restassero troppo a lungo elevate (con tassi reali troppo bassi)
 - Ma servono maggiori analisi su formazione delle aspettative e loro eterogeneità, e su come accrescere conoscenza e comprensione degli obiettivi delle banche centrali (e l'utilità della loro indipendenza)



Aspettative, modelli e politica monetaria (3)

- Quanto ai modelli abbiamo visto che sono stati commessi nel 2021-22 forti errori di previsione
- Un'osservazione di Herbert Simon (1981) è rilevante: «buone previsioni dipendono da due difficili requisiti»
 - Una buona comprensione dei fenomeni oggetto della previsione o loro sufficiente regolarità
 - Un'attendibile base di informazioni sullo stato iniziale da cui procedere nella previsione
- Un grande problema è dato dalla mancanza di regolarità, poiché i fenomeni economici tendono a essere non stazionari e l'uso di modelli stimati su dati «storici» deve confrontarsi con questo fatto



Aspettative, modelli e politica monetaria (4)

- Questo vale per tutti i modelli, in particolare con quelli che impongono troppe restrizioni derivate dalla «teoria» e quantificate sulla base dell'evidenza statistica generata nella storia
- Ma i modelli (macro)econometrici (di cui non si può fare a meno) vanno – e generalmente sono – utilizzati con cura, in modo non meccanico, ricorrendo anche a informazioni aggiuntive rispetto a quelle sulla cui base essi sono stati stimati
 - Devono quindi essere degli schemi adattabili e flessibili, non strumenti chiusi in se stessi (perciò, per effettivo ausilio nella generazione di previsioni utili per la politica monetaria, meglio modelli «semi strutturali» che «DSGE» (più utili come schemi di riferimento, anche se con attenzione alle basi teoriche); e si deve tener conto di aggregazione e conseguenze distributive
 - Quanto alle condizioni iniziali, va migliorata la produzione di dati economici attendibili e tempestivi, nonché quella relativa a informazioni su variabili di cui è difficile «modellare» l'evoluzione (ma epidemie e guerre appartengono in buona misura alla categoria degli eventi «non» prevedibili)



Valutazione conclusiva sulla politica monetaria 2021-24

- Ritengo alla fine di questo percorso, e prima di una breve sintesi di lezioni e sfide prospettiche, di poter aderire alle nette conclusioni di un ampio rapporto su *Monetary policy responses to the post pandemic inflation*, pubblicato sotto gli auspici del CEPR nei primi mesi dell'anno in corso:
 - «In breve, la risposta aggressiva della politica monetaria messa alla fine in atto dalle banche centrali è stata probabilmente sufficiente ad assicurare che gli effetti inflazionistici delle perturbazioni collegate alla pandemia si siano dopotutto rivelati essere di natura effettivamente transitoria»



Lezioni e sfide per la politica monetaria (1)

- Il «nuovo» assetto istituzionale delle banche centrali sembra quindi aver passato il (primo) test posto da un periodo di inflazione elevata
 - Occorrerà comunque accrescere gli sforzi volti ad apprendere come tener meglio conto di non-linearità, aspettative e cambiamenti di regime
 - Le banche centrali, pur proseguendo a operare in modo flessibile e discrezionale, dovranno migliorare nel comunicare e dar conto dei loro obiettivi e degli strumenti di cui fanno uso
- Quanto a regole e discrezionalità è utile ricordare le parole di Paul Samuelson (1951):
 - «Un meccanismo automatico è spesso posto a confronto con quello che viene definito come un ‘sistema discrezionale’. ... Ma io non sono in grado di individuare una qualunque effettiva differenza tanto sul piano logico quanto su quello pragmatico. ... E non solo perché, dopo tutto, un tale meccanismo viene definito con una decisione discrezionale, viene abbandonato con una decisione discrezionale e con esso si interferisce con decisioni discrezionali.»



Lezioni e sfide per la politica monetaria (2)

- Due sfide per la politica monetaria sono state negli ultimi tempi messe in rilievo anche da noti economisti
 - La prima sfida riguarda come far fronte al rischio di «dominio fiscale», connesso con possibili pressioni di natura politica in un contesto di forte crescita dei debiti pubblici, e che avrebbero come inevitabile conseguenza una nuova ondata inflazionistica
 - La seconda sfida ha a che fare con un rischio di «dominio finanziario» connesso anche con l'eredità che deriva dalle politiche monetarie non convenzionali e dalla sostituzione delle banche centrali ai mercati interbancari nel fornire liquidità agli intermediari creditizi. In ultima istanza essa riguarda la complementarità e i *trade-offs* tra gli obiettivi della stabilità dei prezzi e della stabilità finanziaria



In conclusione

- Si tratta di sfide certo da non sottovalutare, alle quali non possono non aggiungersi per le banche centrali, anche nell'esercizio della politica monetaria, quelle che derivano dai mutamenti in corso, sul piano geopolitico, della frammentazione dei mercati, dei cambiamenti tecnologici e della transizione energetica (in una traiettoria «verde e digitale»)
- Per affrontarle non si può che ricordare, con tutte le difficili conseguenze a esse associate, un semplice ma cruciale dato di fatto: l'attività delle banche centrali non può fondarsi solo sulla comprensione delle basi offerte dall'analisi economica (la «scienza») ma dipende anche dalle intuizioni, le conoscenze generali, e perché no, il coraggio di chi è chiamato a guidarle (l'«arte» del banchiere centrale)