



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E
AZIENDALI "MARCO FANNO"
CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA INTERNAZIONALE
L-33 Classe delle lauree in SCIENZE ECONOMICHE

Tesi di laurea
UNA FORMULA DI SUCCESSO: LA TAYLOR RULE
A SUCCESSFUL GUIDANCE: THE TAYLOR RULE

Relatore:
Prof. TUSSET GIANFRANCO

Laureando:
VIOLA MARCO

Anno Accademico 2015-2016

Indice

Introduzione	pagina 4
1. La Regola di Taylor	pagina 5
1.1 Le variabili della regola	
1.2 Dibattito tra regolamentazione e discrezionalità	
1.3 Impiego presso la Federal Reserve	
2. Diffusione presso le altre banche centrali	pagina 14
2.1 Banca Centrale Europea	
2.2 Banca del Giappone	
2.3 Banca d'Inghilterra	
2.4 Impiego nelle economie in crescita	
3. Crisi economica e regola di Taylor	pagina 21
3.1 Primo periodo, 2000-2006	
3.2 Secondo periodo, 2007-2010	
3.3 Le osservazioni di Taylor	
Conclusione	pagina 30
Bibliografia e Sitografia	pagina 31

Introduzione

A partire dagli anni successivi alla conferenza di Bretton Woods, gli obiettivi principali della politica monetaria erano riferiti alla crescita del reddito e alla stabilizzazione delle fluttuazioni cicliche dell'economia, sotto l'influenza delle teorie keynesiane verificatesi dopo la Grande Depressione. Durante gli anni settanta, a causa delle crisi petrolifere e delle conseguenti spirali inflazionistiche, si verificò un'inversione di tendenza e gli obiettivi principali di politica monetaria divennero il controllo dell'inflazione e la stabilità dei prezzi. Tuttavia la grande crisi finanziaria del 2007, da cui le principali economie mondiali non si sono ancora riprese, ha suscitato molti dubbi sul peso assegnato al controllo delle fluttuazioni dei prezzi sottolineando, invece, l'importanza della stabilità del sistema nel suo complesso per il benessere sociale e per il regolare funzionamento dell'economia. L'economista americano John Taylor, in seguito ad approfondite ricerche sulle politiche monetarie attuate della Federal Reserve durante gli anni ottanta e novanta, teorizzò una regola di politica monetaria, che consiste in una semplice equazione, che legava l'andamento del tasso d'interesse dei federal funds con due variabili rappresentanti gli obiettivi monetari della Banca Centrale: la stabilità dei prezzi, ovvero il controllo del tasso di inflazione, e la deviazione del PIL dal suo potenziale. I tassi indicati da tale regola, rapportati ai valori dell'economia statunitense, seguivano un andamento simile a quelli effettivi. La regola di Taylor, quindi, si è dimostrata una regola empirica utile per l'interpretazione della condotta di politica monetaria delle Banche Centrali. La seguente trattazione ha l'obiettivo di esaminare questa regola di politica monetaria, valutandone gli aspetti principali e chiarendone le assunzioni di base. In seguito, verrà affrontato un approfondimento sulla politica monetaria condotta dalle più importanti banche centrali mondiali e sul ruolo che svolge la regola di Taylor all'interno del loro processo decisionale. In fine si condurrà un'analisi sulla validità dei concetti esposti da Taylor in una situazione reale come la crisi che ha colpito il mercato mondiale nel 2008.

1. La Regola di Taylor

John Taylor è un economista statunitense nato a New York l'8 dicembre 1946. Si è laureato in economia nel 1968 all'Università di Princeton conseguendo il dottorato di ricerca nel 1973 all'Università di Stanford, dove ora è docente. Precedentemente ha insegnato presso l'Università della Columbia e di Princeton. Fu sottosegretario al Dipartimento del Tesoro durante il primo mandato di George W. Bush.

Nel 1993, dopo studi approfonditi, ha teorizzato una regola di politica economica che ha rivoluzionato l'approccio economico alle politiche monetarie e stupito per la sua semplicità d'applicazione.

Con il tempo detta teoria ha guadagnato molti consensi grazie al fatto che può essere usata in regimi economici con doppio mandato, cioè rivolti sia alla crescita economica che alla stabilità dei prezzi come negli Stati Uniti, oppure in regimi in cui l'unico obiettivo è tenere sotto controllo l'inflazione, come nei paesi inflation targeting. Essa, infatti, incorpora un obiettivo esplicito per l'inflazione, relativamente all'attività economica reale, volto a raggiungere la stabilità dei prezzi nel medio termine e interpreta l'output gap, cioè la differenza tra la produzione reale e la produzione potenziale, come una previsione sulle future pressioni inflazionistiche con la conseguenza di determinare una particolare attenzione al contenimento dell'inflazione attuale e futura.

Essa non fornisce nuovi strumenti ai funzionari governativi per la messa in atto delle manovre economiche, ma piuttosto modifica la prospettiva con cui i policy makers, presso le banche centrali, si relazionano alla politica monetaria.

Dal momento della sua teorizzazione, infatti, l'attenzione si è spostata sul tasso di interesse nominale di breve termine che costituisce il mezzo principale attraverso cui le banche centrali gestiscono le economie nazionali.

Secondo gli studi svolti, negli anni precedenti alla prima formulazione di Taylor, sulle politiche attuate dalle banche centrali di tutto il mondo, tra cui la Fed, la Bank of England e la Bundesbank tedesca, queste stavano già seguendo, se pur inconsapevolmente, i principi di questa regola.

Esse, infatti, già cercavano di mantenere la stabilità delle loro economie interne per mezzo di politiche anti-cicliche, che si contrapponevano agli shock temporanei nella domanda e nell'offerta aggregata, agendo in modo indiretto sul tasso di interesse.

La regola di Taylor, in questo senso, ha cambiato il modo di guardare alla politica economica in quanto ha spostato l'attenzione dall'offerta di moneta al tasso di interesse nominale di breve termine.

Si tratta, infatti, di due modi per raggiungere lo stesso scopo, anche se concentrarsi direttamente sul tasso di interesse rende l'obiettivo di politica economica più facile da raggiungere e permette di mantenere la manovra stessa maggiormente sotto il controllo della competente banca centrale.

Inoltre, ciò che rese la regola di Taylor uno strumento di riferimento per tutto il panorama economico, fu il successo che riuscì a riscuotere tra gli osservatori esterni delle politiche messe in atto dalla Fed e per i quali tale regola si tramutò in una linea guida e uno strumento di valutazione delle manovre economiche molto utile ed affidabile.

La formula della regola è la seguente:

$$r = p + 1/2y + 1/2(p-2) + 2$$

Dove r rappresenta il tasso di interesse dei federal funds, p è il tasso di inflazione nel corso degli ultimi quattro trimestri e y si riferisce alla differenza tra il PIL reale e il PIL potenziale, l'output-gap. Se è positivo viene chiamato inflationary gap e indica che il prodotto effettivo di un'economia risulta superiore a quello potenziale, se risulta negativo, allora lo output gap viene chiamato recessionary gap. Una distanza molto piccola tra PIL effettivo e quello potenziale indica che le risorse economiche sono utilizzate in modo efficiente e tale situazione, diversamente dalle due precedenti, può influenzare positivamente l'economia nel lungo periodo.

La regola, a cui Taylor diede il nome, è un'equazione che, in base agli obiettivi fissati dalla politica per la stabilità dei prezzi e il mantenimento del livello di piena occupazione, indica in che modo si debba intervenire sul tasso di interesse di breve termine. Il principale strumento di politica monetaria attraverso cui la banca centrale gestisce l'economia di una nazione è, come abbiamo già detto, il tasso di interesse nominale, ovvero è il tasso corrisposto dalle banche commerciali alla banca centrale nel mercato interbancario.

Questa regola si propone come obiettivo di mantenere la stabilità economica e fornire ai policy makers segnali di allarme, nel caso in cui la politica monetaria non seguisse di pari passo

l'andamento dell'attività economica, e, quindi, di far sì che si ritorni in linea con le fluttuazioni del livello generale dei prezzi.

Dal punto di vista pratico si ha che quando nel sistema la disoccupazione è bassa, e ci si trova in un periodo di crescita economica, la regola di Taylor suggerisce di contrastare la probabile frenesia del momento con un aumento dei tassi di interesse così da contrastare l'inflazione ed evitare che l'economia venga eccessivamente sollecitata.

Al contrario, durante una fase di recessione in cui la disoccupazione si trova a livelli elevati, la regola indica di diminuire il tasso di interesse a breve termine così da favorire il rilancio dell'economia.

L'equazione esprime due concetti chiave appena esposti. In primo luogo, quando l'inflazione comincia ad aumentare, la banca centrale dovrebbe alzare il tasso di interesse ufficiale.

Infatti un aumento del tasso di interesse porta, nel lungo periodo, ad una diminuzione dei saldi monetari reali e conseguentemente un minore potere d'acquisto. Gli investimenti, essendo inversamente proporzionali al tasso di interesse, diminuiscono. A causa di ciò il reddito nazionale si riduce e la disoccupazione aumenta. Questi ultimi effetti negativi sono dovuti al tentativo, da parte della banca centrale, di limitare l'aumento progressivo dei prezzi. Allo stesso modo, però, si avrebbe un costo maggiore se si lasciasse l'inflazione libera di muoversi accettando il rischio di spirali inflazionistiche che potrebbero, a lungo andare, portare l'economia ad una recessione.

Il secondo concetto espresso dalla regola di Taylor afferma che, quando l'attività economica rallenta, la banca centrale, per opporsi a questa flessione, dovrebbe diminuire il tasso di interesse di breve periodo.

Questa manovra dovrebbe determinare un aumento dell'offerta di moneta e quindi un aumento dei saldi monetari reali che, a sua volta, stimolerebbe gli investimenti privati favorendo l'aumento dell'occupazione e della produzione.

Riordinando i fattori nell'equazione è possibile riscrivere il principio economico come segue:

$$r = 1.5 p + 0.5 y + 1$$

In questo modo è ancora più chiara la relazione diretta tra il tasso di interesse dei federal funds (r) e gli obiettivi di politica monetaria in riferimento all'inflazione e alla produzione.

Da questa variante della regola si deduce che il tasso di interesse dei federal funds dovrebbe aumentare di più di un punto percentuale rispetto ad un aumento di un punto dell'inflazione sopra il livello obiettivo.

Si può, altresì, facilmente notare quanto e come siano necessari, per poter applicare la regola, il tasso di inflazione e l'output gap correnti.

La possibilità di ricorrere alla regola di Taylor potrebbe essere ostacolata nel momento in cui non fosse possibile osservare il livello del PIL nel trimestre in corso. Si è cercato di ovviare a questo problema ricorrendo all'uso di valori passati, che si discostassero il meno possibile dai valori attuali, oppure basandosi su delle stime.

1.1 Le variabili della regola

Ci sono due modi per derivare i parametri economici: un metodo backward-looking e uno forward-looking.

Se le variabili sono conosciute, cioè passate e quindi note, si tratta di variabili backward-looking, se, invece, le variabili sono pronosticate, quindi non note al momento e frutto di una previsione, allora si parla di variabili forward-looking.

La regola di Taylor non è una regola forward-looking ad eccezione del fatto che, grazie alla presenza dell'output-gap sul lato destro dell'equazione, essa fornisce un'indicazione sulla futura pressione inflazionistica.

È stato osservato che le prestazioni di una politica monetaria potrebbero essere migliorate per mezzo dell'uso di valori dell'inflazione e dell'output gap basati su previsioni invece che sui loro livelli istantanei.

In secondo luogo, l'uguale peso dato all'inflazione e all'output-gap nella regola di Taylor, non si dimostra essere sempre appropriato. Infatti, pesi uguali potrebbero essere adatti per descrivere gli shock che provengono dal lato dell'offerta, ma conferire un maggiore peso dell'output-gap potrebbe aiutare a descrivere gli shock che hanno origine dal lato della domanda.

È chiaro, quindi, come il target prefissato per il livello dei tassi di interesse, risultante dall'applicazione della regola di Taylor, sia altamente sensibile al modo in cui vengono misurati i valori della produzione e dell'inflazione.

Il problema si è presentato nel 2003, quando il Consiglio della Fed ha esaminato se e in che modo aumentare il tasso di interesse visto il miglioramento delle condizioni economiche provocato dal corrente tasso dell'uno per cento. Il governatore Bernanke (Asso, Kahn e Leeson, 2010) notò che la regola di Taylor backward-looking richiedeva, per i federal funds, un tasso di interesse pari all'1.5 per cento, mentre il valore reale corrente era dell'uno per cento. In parte ciò rappresentava una polizza di assicurazione contro la deflazione. Rimuovere tale assicurazione gradualmente, e seguire il percorso descritto dalla regola di Taylor backward-looking, avrebbe portato ad un graduale aumento del tasso di interesse fino al 3.5 per cento entro la fine del 2005. Questo percorso era molto simile a ciò che il mercato si aspettava sull'andamento del tasso di interesse dei federal funds in futuro.

Al contrario, una regola di Taylor forward-looking che attribuisse un elevato peso alle aspettative di inflazione, avrebbe determinato una politica restrittiva molto più morbida. Il tasso di interesse avrebbe raggiunto, solo entro la fine del 2004, il livello del 1.5 per cento contrariamente a quanto previsto sia della regola backward-looking che dagli agenti del mercato che si aspettavano, invece, un tasso del 2.25 per cento.

Bernanke preferiva la versione forward-looking per due ragioni. Innanzitutto si tratta di una regola in tempo reale, cioè deriva i parametri e i valori da applicare dai dati reali disponibili nel momento in cui la decisione viene presa. In secondo luogo, l'economia mondiale si trovava all'interno di un periodo molto particolare e raro, quindi, era possibile che basarsi sulle conoscenze storiche non fosse sufficiente.

Era necessario che una regola forward-looking analizzasse il modo in cui le previsioni influenzano le decisioni di attualità riguardanti la politica monetaria. In conseguenza di tutto ciò la futura posizione del Consiglio, riguardo l'utilizzo di una regola backward o forward looking, sarebbe dipesa dalle aspettative che essi nutrivano riguardo l'inflazione. Infatti, se il comitato si fosse aspettato un'inflazione bassa e stabile basandosi sulle stime della regola forward-looking, l'attuazione di una politica restrittiva avrebbe dovuto avvenire in modo più lento e graduale di quanto suggerito dai rapporti storici e dalle aspettative dei mercati relativamente ai tassi di interesse. Come si scoprì successivamente, nel corso della riunione avvenuta nel novembre del 2004, il FOMC alzò il tasso di interesse obiettivo dal 1.75 per cento al 2 per cento, ovvero quasi a metà strada tra le due previsioni backward e forward.

1.2 Dibattito tra regolamentazione e discrezionalità

Taylor, con la sua teoria, combatte la sua personale battaglia contro le politiche economiche discrezionali le quali, all'epoca della sua formulazione, erano prassi consolidata presso le banche centrali di tutto il mondo.

Per politica discrezionale si intende la libertà da parte dei banchieri centrali di rispondere agli eventi economici nel modo che ritengono più opportuno scegliendo di volta in volta una diversa linea di condotta che, secondo loro, sarebbe la più appropriata.

Ciò, quindi, li solleva dall'onere di dover giustificare le loro scelte e di perseguire obiettivi univoci nel lungo periodo.

Tutto ciò, in alcune situazioni, potrebbe portare i policy makers ad annunciare degli interventi di politica economica di una certa entità in modo da influenzare le aspettative degli investitori, ma, una volta che questi avessero preso delle decisioni basate sull'annuncio, i responsabili della politica potrebbero essere tentati di disattendere i propri impegni per raggiungere uno scopo diverso da quello prefissato inizialmente. Ovviamente questo tipo di condotta porterebbe gli investitori a non prendere più in considerazione le dichiarazioni provenienti dalla banca centrale rendendo, così, inefficaci le manovre future. Per far sì che ciò non accada, e rendere più credibile il proprio impegno, i policy makers potrebbero disciplinare le loro scelte di politica economica con regole vincolanti, così da infondere nuova fiducia negli investitori.

Secondo il pensiero di Taylor, una politica basata su regole e principi solidi gioverebbe maggiormente al miglioramento delle performance economiche nazionali rispetto ad una politica legata alla discrezionalità delle banche centrali.

Egli sosteneva, infatti, che il bisogno primario fosse quello di trovare regole valide per la politica monetaria che, in futuro, avrebbero dovuto garantire il mantenimento del livello costante dei prezzi, riducendo così al minimo le variazioni dell'inflazione e della produzione. Ciò, secondo il suo punto di vista, era possibile solamente portando la politica a qualcosa di più rispetto alla sola e mera discrezionalità. Si dimostra, quindi, molto importante attenersi al concetto delle regole economiche anche, e soprattutto, in un ambiente in cui è quasi impossibile seguire meccanicamente delle formule algebriche.

Taylor dichiarò che i policy makers non sono tenuti a seguire pedissequamente le regole economiche ogni qual volta si trovassero davanti ad una decisione di politica economica e che ci sarebbero stati sicuramente episodi in cui si sarebbero resi necessari dei provvedimenti eccezionali per far fronte ad avvenimenti inaspettati. Nonostante ciò è di vitale importanza, per

l'intero sistema economico, che dietro ogni decisione presa dalla banca centrale vi siano valide giustificazioni di teoria economica. Potrebbe essere possibile interpretare e monitorare la discrezionalità con cui la Federal Reserve prende alcune delle sue decisioni di politica economica analizzando le deviazioni fatte rispetto a ciò che avrebbe previsto la regola di Taylor.

Date le sue caratteristiche, l'avvento della regola ha favorito il ritorno al dialogo, tra gli accademici e gli economisti in carica presso delle banche centrali, che si era interrotto a causa delle opposte visioni sui cambiamenti, nel ciclo economico e nelle aspettative, avvenuti durante gli anni novanta.

Essa, insieme ai modelli neo-keynesiani, ha contribuito a riportare entrambe le correnti di pensiero sullo stesso sentiero. Oggi, infatti, le idee economiche si spostano liberamente tra i dipartimenti di ricerca e le banche centrali.

La prima apparizione ufficiale della regola di Taylor ebbe luogo il 31 gennaio del 1995 durante una riunione, tenutasi in due giornate, del FOMC (Asso, Kahn e Leeson, 2010). Il Federal Open Market Committee è l'organismo della Federal Reserve che ha l'incarico di monitorare ed eseguire le operazioni di mercato aperto negli Stati Uniti e regola la politica monetaria modificando il tasso di interesse a breve termine dei federal funds in base agli obiettivi prefissati.

Taylor, in una delle sue dichiarazioni successive alla formulazione della sua teoria, ha sostenuto che il FOMC sembrava aver già seguito in modo preciso e coerente la sua regola dal 1987 fino al 1992.

Il modo in cui l'economista di Stanford descrisse l'uso pratico della sua regola, si dimostrò lungimirante. A partire dal 1995, infatti, i membri del FOMC cominciarono regolarmente a servirsi di tali principi come base per la loro politica.

Ciò che emerge dalle trascrizioni delle riunioni della Fed, dal 1993 al 2003 ultimo anno in cui sono state rese pubbliche, è che il consiglio direttivo faceva affidamento sulla regola molto più di quanto il suo autore avrebbe mai potuto immaginare. Non solo il personale raccoglieva una serie di stime sull'orientamento attuale della politica e sul percorso futuro che avrebbe intrapreso basate sulle varie regole di politica economica, ma i membri stessi del FOMC facevano riferimento a tali regole nelle loro dichiarazioni per conferire maggior valore alle loro riflessioni.

1.3 Impiego presso la Federal Reserve

Una grande sostenitrice dell'uso della regola di Taylor, come principio base per le decisioni di politica economica, fu Janet Yellen, economista e politico statunitense. Durante gli anni novanta fu membro votante del FOMC e nel 2010 fu nominata vicepresidente della Federal Reserve da Barack Obama, carica che mantenne fino a quando non venne eletta presidente diventando così la prima donna a rivestire quella carica che ricopre tuttora.

Janet Yellen (Asso, Kahn e Leeson, 2010), nel 1995, descrisse lo stretto legame della regola con le effettive decisioni di politica economica del FOMC e notò che la norma indicava, per il periodo corrente, un tasso di interesse pari al 5.1 per cento, che si avvicinava di molto al suo livello effettivo. Difese l'utilizzo della regola anche rispetto al Greenbook, documento preparato prima di ogni riunione del FOMC, che contiene delle previsioni dettagliate redatte dal personale incaricato relativamente all'inflazione e all'attività economica generale. Infatti, dichiarò di non essere d'accordo con il tasso proposto dal Greenbook, pari al 7 per cento, e di non trovarsi in linea con i mercati che manifestavano un'aspettativa di rialzo pari a 150 punti base. Per avvalorare la sua tesi si appellò proprio ai principi della regola di Taylor e ad altre norme che indicavano un tasso di interesse nel range del 5 per cento a suo avviso corretto.

Negli incontri successivi, la Yellen ha chiarito più volte di considerare la regola di Taylor come una guida per le manovre di politica monetaria. Allo stesso modo altri membri del Consiglio, come in particolare i governatori Laurence Meyer ed Edward Gramlich ed il presidente della Federal Reserve di San Francisco Robert Parry, facevano grande affidamento sulla regola di Taylor.

Dal 1995 al 2003, la regola di Taylor è stata utilizzata dagli economisti delle banche centrali e dai ricercatori per tentare di ricucire la spaccatura tra loro esistente e si è dimostrata, altresì, adatta a permettere di aprire un dialogo nelle loro annose controversie anche se, non sempre, si è giunti a delle conclusioni condivise. E', tuttavia, chiaro dalle trascrizioni che la regola di Taylor sia diventata nel tempo un input fondamentale per quanto riguarda i processi decisionali del FOMC.

Alla riunione avvenuta nel maggio del 1995 i membri del FOMC hanno discusso quale misura dell'inflazione fosse la più adeguata a determinare i valori dei fattori della regola di Taylor.

Per primo l'ex presidente Greenspan si è domandato quale misura dell'inflazione avesse utilizzato Taylor nella sua formulazione osservando che, una volta rivisti i dati sul PIL, l'indirizzo di politica economica risultante sarebbe cambiato.

Donald Kohn, allo stesso modo, ha indicato che, usando il deflatore del PIL, la regola suggeriva un tasso di interesse per i federal funds pari al 4.25 per cento mentre, usando l'Indice dei Prezzi al consumo (IPC), il tasso di interesse risultante sarebbe stato circa del 5.75 per cento. Kohn ha osservato, tuttavia, che una regola che si serve dell'Indice dei Prezzi al consumo non sarebbe stata in grado di descrivere il comportamento passato del FOMC in modo preciso e puntuale quanto la regola di Taylor, che misura l'inflazione per mezzo del deflatore del PIL. Alan Blinder, ex vice presidente del Consiglio dei Governatori della Federal Reserve, ha evidenziato che i parametri presenti nella regola di Taylor, molto probabilmente, cambierebbero se le variabili, presenti nel lato destro dell'equazione, venissero modificate.

L'ex governatore della Federal Reserve Greenspan (Asso, Kahn e Leeson, 2010) ha dichiarato di considerare la Taylor Rule una prima approssimazione utile per definire il sentiero della politica monetaria. Egli, tuttavia, ha anche precisato come la teoria proposta da Taylor non tenga conto dei cambiamenti che avvengono nell'economia globale negli anni. Egli evidenzia che la regola di Taylor si basa sul fatto che il futuro si presenti in modo sempre identico al passato, ma, come l'ex governatore sostiene, la storia non è mai una guida infallibile per il futuro.

La critica principale che viene mossa alla regola di Taylor è quella secondo cui non sempre si dimostra possibile, per le autorità di politica monetaria, rispondere alle circostanze impreviste seguendone i precetti.

Taylor, dal canto suo, risponde a questa critica sottolineando come la sua regola si sia dimostrata un'ottima ricetta utile nei periodi in cui l'evoluzione economica è maggiormente prevedibile. Allo stesso modo, però, egli non esclude che, nel momento in cui si dovessero presentare delle condizioni economiche impreviste, sarebbe sicuramente necessaria una maggiore discrezionalità da parte dei policy makers. Anche in quel caso, però, la regola dovrebbe servire per indirizzare e stimolare l'operato dei banchieri centrali. Nei casi eccezionali, infatti, essi non dovrebbero eccedere con la discrezionalità, ma piuttosto prendere le decisioni necessarie mantenendo, alla base delle loro decisioni politiche, le linee guida delle regole economiche.

2. Diffusione presso le altre banche centrali

2.1 Banca Centrale Europea

Proprio come è successo con la Federal Reserve, la regola di Taylor è presto diventata un punto di riferimento per l'analisi politica di altre banche centrali.

La Banca Centrale Europea, a quanto traspare dalle dichiarazioni e dalle pubblicazioni ufficiali, si è dimostrata molto scettica riguardo l'utilizzo della regola di Taylor.

In parte, ciò è dovuto alla grande importanza che la BCE attribuisce alle analisi monetarie nelle valutazioni di politica monetaria.

L'obiettivo primario della sua politica monetaria è, infatti, il mantenimento della stabilità dei prezzi che si realizza con un tasso di inflazione di poco inferiore al 2 per cento nel medio periodo. La strategia della BCE, per raggiungere tale obiettivo, si basa su due capisaldi quali l'analisi monetaria e l'analisi economica.

L'analisi monetaria, che non trova corrispettivo presso la Federal Reserve, consiste in un documento dettagliato in merito agli effetti della moneta e del credito sull'inflazione e sull'attività economica. Quest'analisi è contenuta nei Rapporti Trimestrali, un documento che analizza gli sviluppi degli aggregati monetari per capirne gli effetti sull'inflazione e sulla politica monetaria. Essa non si concentra sulle fluttuazioni di breve periodo, ma sulle implicazioni della crescita della moneta nel medio-lungo periodo.

L'analisi economica, dove la regola di Taylor potrebbe potenzialmente svolgere un ruolo importante, è costituita da valutazioni economiche molto ampie e definite come proiezioni macroeconomiche.

In questa sezione vengono identificati e analizzati gli shock economici e l'evoluzione dell'attività economica e dell'inflazione. Vengono fornite anche delle previsioni riguardo l'inflazione e l'attività economica nei futuri due o tre anni. Questo tipo di analisi è simile a quello condotto presso la Fed e altre banche centrali.

Nel modello utilizzato dalla BCE per la valutazione delle condizioni economiche riguardanti l'eurozona, che si basa su un'equazione della domanda di moneta e una curva dei rendimenti, i tassi di interesse a breve termine vengono determinati per mezzo di una regola di Taylor standard. Tuttavia è necessario precisare che essa non ha rilevanza in quanto tale, ma piuttosto viene utilizzata come elemento necessario a far convergere il modello al suo punto stazionario, cosa che altrimenti non avverrebbe.

Più in generale, la BCE ha motivato la sua resistenza verso l'utilizzo della regola di Taylor in un articolo del suo bollettino mensile. Molte delle preoccupazioni fanno eco a quelle di Greenspan. In primo luogo, si sostiene che le strategie di politica monetaria che non seguono il principio di Taylor, essendo basate su obiettivi di crescita della moneta, potrebbe non essere possibile distinguerle da una politica basata sulla regola di Taylor nel caso in cui riuscissero a mantenere la stabilità dei prezzi nel lungo periodo. Allo stesso modo una regola di Taylor, che ben si adattasse ai dati empirici, potrebbe risultare poco utile nell'interpretare il modo in cui i policy makers hanno preso le loro decisioni e le informazioni alle quali si sono affidati.

In secondo luogo, la regola non prende in considerazione variabili rilevanti come la crescita della moneta e del credito, i tassi di cambio, nonché il livello dei prezzi delle materie prime e dei salari, che sono tutti indici molto utili nella conduzione della politica monetaria.

Le decisioni non possono essere prese basandosi esclusivamente sul tasso d'inflazione attuale e sul valore dell'output gap. Far riferimento sulla sola regola di Taylor, per la BCE, significherebbe ignorare una vastità di informazioni altrettanto importanti.

Diversi tipi di shock economici richiedono diverse risposte, infatti, la loro natura è differente nel caso in cui essi provengano dal lato della domanda o da quello dell'offerta, se siano temporanei o permanenti. Eventi di diversa natura, associati ad uno stesso livello d'inflazione, è possibile che necessitino di manovre compensative di diversa intensità e durata, in quanto esse sono il risultato di dinamiche economiche diverse e possono portare a risultati opposti nel corso della loro evoluzione.

La regola di Taylor quindi, restringendo forzatamente il panorama di informazioni sulle quali i policy makers si affidano, si dimostra una guida poco affidabile per la conduzione della politica monetaria. Inoltre, la regola di Taylor, per come è stata formulata, non è immediatamente applicabile in quanto l'output gap e il tasso di interesse di equilibrio non sono osservabili in tempo reale.

Formulare una stima di queste due variabili è un compito molto complesso che coinvolge sia considerazioni empiriche che teoriche e fa affidamento su ipotesi alquanto discutibili, ciò potrebbe portare ad una serie di stime talmente grande che, a quel punto, la regola di Taylor non fornirebbe più nessun aiuto tangibile alla politica.

Una regola di Taylor basata su previsioni condurrebbe ad una politica con doppio mandato rendendo l'inflazione e l'output gap due obiettivi distinti e ciò contrasterebbe con l'obiettivo principale della BCE diretto alla stabilità dei prezzi.

Per capire meglio il reale utilizzo di tale regola è utile riprendere la dichiarazione di Otmar Issing (Asso, Kahn e Leeson, 2010), membro esecutivo presso la BCE fino al 2006, durante una conferenza tenutasi a Dallas in merito ai contributi di John Taylor alla teoria e alla politica monetaria. Egli ha dichiarato che, presso la BCE, la regola di Taylor è diventata un punto di riferimento per la politica sotto molti aspetti, nonostante la difficoltà nel raccogliere dati attendibili sull'output gap ed il tasso di interesse di equilibrio, e si è rivelata utile per monitorare le variazioni nell'economia europea.

In conclusione si può arguire che la regola viene utilizzata in affiancamento ad altri principi, svolgendo un ruolo di verifica e controllo nel processo decisionale della Banca Centrale Europea.

2.2 Banca del Giappone

La Banca del Giappone, diversamente dalle altre banche centrali, non ha potuto sperimentare la regola di Taylor durante la prima metà degli anni novanta poiché in quel periodo stava conducendo una politica monetaria con un tasso di interesse pari a zero successivamente all'esplosione di una bolla speculativa che aveva coinvolto il mercato azionario e il settore immobiliare giapponese. Ciò aveva portato ad un aumento vertiginoso della disoccupazione e ad una diminuzione dell'inflazione e della crescita del PIL.

I funzionari della Banca del Giappone, ancorché fossero a conoscenza del lavoro di Taylor essendo stato consulente onorario della Banca del Giappone dal 1994 al 2001, considerarono che la sua regola avesse perso tutta la sua rilevanza nel momento in cui il tasso di interesse raggiunse lo zero alla fine del 1995.

L'ex vice governatore Yamaguchi (Asso, Kahn e Leeson, 2010), analizzando il contesto economico in cui ha operato la Banca del Giappone in quegli anni, ha ammesso che, nelle fasi iniziali della crisi finanziaria, era opinione largamente condivisa che gli shock nel settore finanziario non avrebbero contagiato l'economia reale. Di conseguenza, c'era la convinzione che le condizioni economiche avrebbero continuato a migliorare.

Nell'aprile del 1999, l'economia giapponese sembrava essere uscita dall'occhio del ciclone, ma l'attività economica era rimasta debole e le prospettive per il recupero erano incerte. La politica monetaria dell'epoca sosteneva i mercati finanziari e avrebbe gradualmente spinto anche l'attività economica. Date le circostanze, la maggioranza dei membri del Consiglio ha preferito continuare con la politica esistente mantenendo il tasso di interesse pari allo zero

per cento fino a che le paure per una possibile deflazione, non fossero superate. Tuttavia un membro del consiglio, servendosi di una stima basata sulla regola di Taylor, sosteneva che il quantitative easing attuale, che aveva portato ad una crescita annua del 4-5 per cento della base monetaria, era insufficiente. Questo tasso di crescita della base monetaria avrebbe potuto causare l'aspettativa nei mercati di una politica ancora più espansiva. Il quantitative easing non aumentò fino al marzo del 2001, ma nel frattempo, la regola di Taylor veniva portata ad esempio sia da chi era favorevole alla politica del tasso di interesse pari a zero sia da coloro che erano contrari. La preoccupazione stava nel fatto che, se la politica del tasso pari a zero fosse terminata, l'economia avrebbe potuto convergere nuovamente in una fase di stallo e si sarebbe, quindi, dovuto provvedere a reintrodurla al più presto.

Nel giugno del 2000 (Asso, Kahn e Leeson, 2010), Nobuyuki Nakahara, membro del Consiglio, ha espresso il suo disaccordo nei confronti della decisione, presa dalla maggioranza, di mantenere il tasso di interesse pari a zero. Egli sosteneva che era necessaria per stimolare l'economia, ma le condizioni economiche avrebbero potuto peggiorare ulteriormente a causa dell'aumento dei prestiti da parte degli istituti finanziari. Era, secondo lui, necessario l'uso di una regola di politica esplicita, come ad esempio la regola di Taylor, in modo da migliorare la comunicazione i mercati. Dopo un ampio dibattito, nel mese di agosto, la Banca centrale ha finalmente abbandonato la politica del tasso di interesse pari a zero, spostando l'obiettivo allo 0.25 per cento.

La regola di Taylor è stata utilizzata anche su base ex-post per valutare gli effetti della politica monetaria attuata dalla Banca del Giappone durante il periodo tra il 1980 e il 1990. Sono stati condotti numerosi studi sia dai ricercatori autonomi che dai membri della Banca centrale. Questi documenti hanno evidenziato il fatto che, rispetto a quanto suggerirebbe la regola di Taylor, la politica monetaria in Giappone, dal 1993 in poi, è stata eccessivamente restrittiva.

L'ex membro del Consiglio Miyako Suda (Asso, Kahn e Leeson, 2010), in un intervento recente, ha espresso il suo punto di vista sulla regola secondo il quale, essendo la struttura del sistema economico molto complessa nella realtà, le banche centrali non dovrebbero applicare meccanicamente una particolare regola di politica economica. Inoltre, essendoci molte versioni della regola di Taylor, è possibile che la banca centrale e il mercato non condividano lo stesso modello quando comunicano fra loro.

La regola di Taylor è utile, invero, la si considera come uno dei punti di riferimento per la conduzione della politica monetaria e come linea guida per il modo in cui un banca centrale

debba rispondere a diversi shock e in questo modo la sua affidabilità presso i mercati aumenterà.

2.3 Banca d'Inghilterra

La Banca d'Inghilterra, come molte altre banche centrali, opera perseguendo il regime formale dell'inflation targeting, che ha come obiettivo finale della politica monetaria la stabilità dei prezzi nel lungo periodo. Non vi è, tuttavia, alcun dualismo tra l'inflation targeting e la regola di Taylor, anche nel caso estremo in cui la banca centrale non abbia assegnato alcun peso alla produzione all'interno della sua funzione obiettivo. Infatti, la produzione potrebbe dimostrarsi utile come indicatore dell'inflazione futura attesa, oppure, in alternativa, nel caso di un regime di inflation targeting più flessibile e al fine di minimizzarne le fluttuazioni, si potrebbe conferire un peso positivo alla produzione all'interno della funzione obiettivo.

La differenza fondamentale tra un regime di politica basato sull'inflation targeting ed uno fondato sulla regola di Taylor, riguarda principalmente il modo in cui i policy makers comunicano tra di loro e, successivamente, con il mercato. Nel primo caso tendono a parlare in termini di aggiustamenti della politica monetaria necessari ad allineare le previsioni di medio termine riguardanti l'inflazione con l'obiettivo inflazionistico di lungo periodo. Al contrario, nel secondo caso, si tratta di regolare il tasso di interesse in risposta agli shock temporanei secondo quanto prescritto dalla regola di Taylor.

Sotto il regime di inflation targeting, la Monetary Policy Committee, ovvero l'organo decisionale della Banca d'Inghilterra, basa le sue decisioni politiche sulla previsione d'inflazione nel medio termine. Questo non significa non tener conto dell'andamento dell'attività economica reale nella definizione della politica monetaria in quanto le viene richiesto di sostenere il governo nel raggiungere anche altri obiettivi economici. Le previsioni di inflazione redatte della MPC si basano sulle aspettative dei mercati relativamente ai tassi di interesse futuri. Il modello di previsione non incorpora la regola di Taylor o una qualsiasi funzione di reazione che caratterizzi la risposta economica agli indicatori reali. Inoltre, non vi è alcun collegamento tra le previsioni di inflazione, e la relativa incertezza, con le decisioni politica monetaria definitive. I responsabili della politica monetaria presso la Banca d'Inghilterra trovano che, basare le decisioni sugli obiettivi inflazionistici, porti maggiori vantaggi rispetto ad una regola strumentale.

Secondo il loro punto di vista, una semplice regola strumentale come quella di Taylor, che risulta facilmente comprensibile al pubblico, è improbabile che si dimostri ottimale dal punto di vista applicativo e allo stesso modo che le regole efficaci siano semplici da comprendere per gli osservatori esterni.

Al contrario, l'inflation targeting permette ai policy makers di adattare il loro processo decisionale ad una vasta gamma di indicatori e di poter beneficiare di una maggiore flessibilità. Senza trascurare la trasparenza, la facilità di comunicazione ed il fatto che permetta di mantenere la concentrazione sugli obiettivi di politica monetaria.

Nella versione della regola di Taylor utilizzata presso la Banca d'Inghilterra (Asso, Kahn e Leeson, 2010), l'output gap e l'inflazione sono rilevate con un ritardo di un periodo e l'obiettivo di inflazione è fissato al 2.5 per cento. L'output gap è misurato attraverso una funzione di produzione. Il tasso di interesse reale di equilibrio viene derivato dai titoli indicizzati e il peso dell'output gap varia da 0.25 a 0.75 punti.

Pur non svolgendo un ruolo di primo piano nelle valutazioni politiche della Banca d'Inghilterra, la regola di Taylor, come nella maggior parte delle altre banche centrali mondiali, svolge un ruolo complementare e di verifica. Le disposizioni delle varie regole, tra cui la regola di Taylor, vengono confrontate con il tasso di interesse corrente in modo da fornire una cartina tornasole ai policy makers sull'efficacia della politica monetaria che stanno applicando.

2.4 Impiego nelle economie in crescita

L'utilizzo da parte delle banche centrali che operano all'interno di economie emergenti della regola di Taylor viene spesso ostacolato dal ruolo di primo piano che il tasso di cambio svolge nei confronti della politica monetaria nella maggior parte di essi. Ciò si deve all'elevato grado di pass-through del tasso di cambio, cioè l'intervallo di tempo nel quale una variazione del tasso di cambio si trasferisce ai prezzi dei beni importati in valuta domestica, nonché alla necessità di mantenere alta la competitività dei beni esportati e al notevole effetto che tutto questo ha sulla stabilità finanziaria.

Secondo uno studio, la maggior parte delle banche centrali nei paesi in via di sviluppo perseguono obiettivi di stabilizzazione dell'inflazione, aumento costante della produzione e mantenimento di un tasso di cambio che favorisca le loro esportazioni e, solo in alcuni casi, si propongono obiettivi per lo sviluppo del mercato finanziario interno.

Taylor, tuttavia, sostiene che le economie emergenti, che non scelgono una politica permanentemente fissa riguardo il tasso di cambio, fondano la loro politica su un trilemma economico che poggia su un tasso di cambio flessibile, un obiettivo di inflazione e una regola di politica monetaria. Egli ha riconosciuto che alcune caratteristiche della sua regola devono essere modificate per far sì che sia possibile la sua applicazione alle politiche economiche di quelle in via di sviluppo. Innanzi tutto, ha notato che i policy makers nei mercati emergenti potrebbero preferire una regola che prenda in esame un aggregato monetario piuttosto che il tasso di interesse ed, inoltre, potrebbe rivelarsi vantaggioso definire un obiettivo per il tasso di cambio a condizione che questo sia coerente con l'obiettivo di inflazione di lungo periodo.

Mancando ancora un mercato consolidato dei capitali all'interno di queste economie, si dimostra di fondamentale importanza, per le banche centrali, poter modificare con grande rapidità e in maggiore quantità i tassi di interesse a breve termine, poiché questi svolgono il ruolo più importante nella stabilizzazione dell'economia.

Infine, la regola, concentrandosi sulla riduzione dell'inflazione e sulle fluttuazioni della produzione, non viene influenzata eccessivamente dal tasso di cambio e quindi potrebbe funzionare anche in questo tipo di contesto.

La politica monetaria della Banca Centrale del Cile è un chiaro esempio di come venga gestito uno shock sul lato dei prezzi. Infatti solo gli shock che colpiscono direttamente l'inflazione vengono neutralizzati con modifiche al tasso di interesse e la risposta è simmetrica alle deviazioni positive e negative. Diversamente la Banca di Corea segue un approccio a trecentosessantasei gradi in situazioni di conflitto tra gli obiettivi. Trovandosi di fronte un rallentamento economico o un'incertezza nei mercati finanziari, in concomitanza con il superamento del livello obiettivo dell'inflazione, segue un approccio eclettico basato su diversi aspetti economici e facendo riferimento a diverse teorie nell'impostazione della politica.

Come per le economie sviluppate, i banchieri centrali delle economie in crescita si servono della regola di Taylor come sostegno per le loro politiche monetarie che perseguono l'obiettivo principale di aumentare la domanda estera. Nessuno di questi però la segue come principio cardine, ma piuttosto a integrazione di una politica monetaria altamente diversificata.

3. Crisi economica e regola di Taylor

Dopo aver presentato la regola ed aver cercato di comprendere come le banche centrali mondiali operino agendo sul tasso di interesse per raggiungere gli obiettivi macroeconomici prefissati, possiamo procedere con l'analizzare l'evento che ha stravolto l'economia mondiale, e non solo, attraverso il modello proposto da Taylor e, se, e in che modo, i policy makers abbiano effettivamente seguito tale regola.

3.1 Primo periodo, 2000-2006

Negli Stati Uniti era in corso la crisi dovuta allo scoppio della bolla speculativa, sviluppatasi durante gli anni precedenti al duemila, relativa alle dot-com. Nacquero, in quegli anni, molte società nell'ambito del settore informatico, dette dot-com, il cui nome deriva dal diffuso utilizzo da parte di queste società di siti appartenenti al dominio di primo livello .com. Queste, grazie alla crescente fiducia nel progresso tecnologico, videro i prezzi delle loro azioni aumentare esponenzialmente. Infatti, furono in molti ad investire in questo mercato senza avere una preparazione adeguata e senza essere a conoscenza della effettiva solidità societaria delle aziende nelle quali stavano investendo. A cavallo tra il 2000 e il 2001, dopo una crescita senza precedenti del mercato azionario, si verificò il collasso.

I prezzi crollarono a picco e causarono la perdita di gran parte del capitale investito e molto spesso anche il fallimento di queste società.

La Federal Reserve individuò in una politica di grande espansione la via per uscire dalla recessione con la conseguenza di ridurre di oltre quattro punti percentuali il tasso di interesse dei federal funds.

Questo stimolò l'economia statunitense che si riprese velocemente e conobbe un periodo di grande prosperità dovuto anche alla continua espansione del settore finanziario.

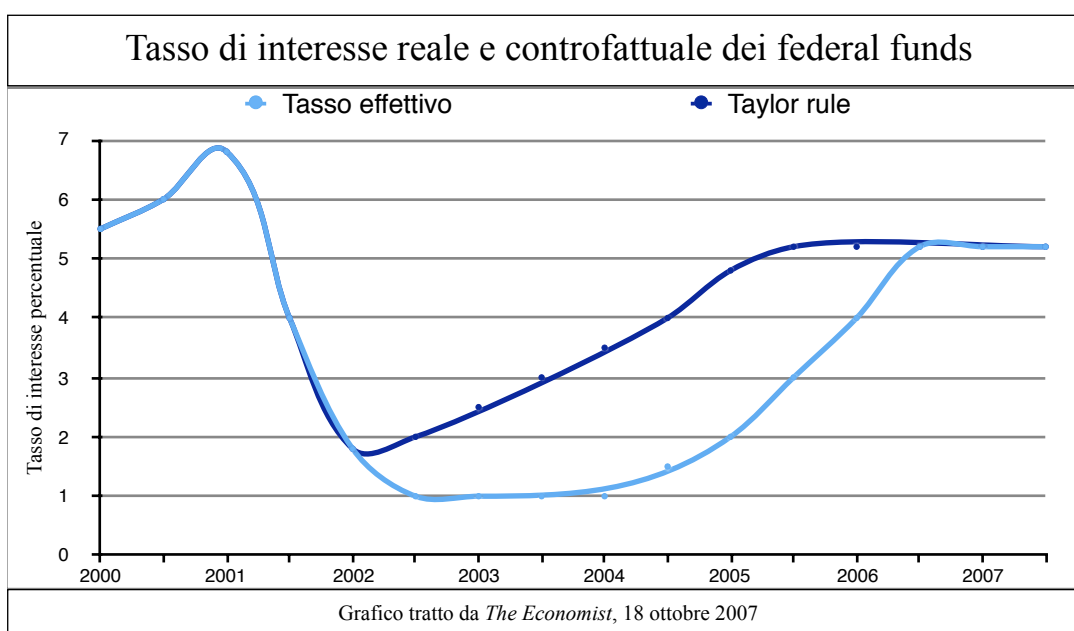
Il livello eccezionalmente basso dei tassi di interesse, dato il minimo costo del denaro, agevolò notevolmente l'erogazione del credito e spinse i consumatori e le istituzioni finanziarie ad indebitarsi, gli uni per aumentare i consumi e gli altri per investire nei nuovi prodotti finanziari a scopo speculativo.

La Fed attuò, pertanto, una politica monetaria diretta ad equilibrare lo shock finanziario accelerando l'attività economica che si era improvvisamente bloccata. Tale manovra, come abbiamo osservato, ha avuto un effetto propulsivo per l'economia, favorendo la concessione del

credito da parte delle banche e conseguentemente sugli investimenti. La strategia sembrava aver avuto successo. Infatti l'economia stava conoscendo un periodo di crescita del PIL pari al 3 per cento annuo. Fino al quel momento, quindi, la Fed era riuscita ad affrontare con successo la crisi finanziaria invertendone il segno in positivo, rispondendo con una diminuzione del tasso di interesse dei federal funds e con un'iniezione di liquidità nel sistema.

Esaminiamo ora gli effetti sulla crisi nel caso in cui la Fed avesse operato sul tasso di interesse in base alla regola di Taylor.

Tale regola esprime quale dovrebbe essere il tasso obiettivo di una Banca Centrale dato il suo tasso reale di equilibrio, che per gli Stati Uniti viene stimato pari al 2 per cento, il tasso di inflazione corrente e la sua deviazione dall'obiettivo, solitamente viene considerato ottimale un aumento generalizzato dei prezzi di circa il 2 per cento annuo, e l'output gap corrente, ovvero la deviazione del PIL reale effettivo dal suo potenziale.



Come è possibile notare dal grafico, il tasso di interesse dei federal funds che si ottiene è molto distante dal tasso effettivo che la Fed ha attuato dal 2002 in poi. Con l'aggravarsi della crisi la Fed operò ancora di più sulla contrazione del tasso di interesse per assorbire e limitare lo shock. Il tasso secondo la regola di Taylor invece, già dal 2002, avrebbe dovuto cominciare a riprendersi, così da contrastare la nascente euforia dovuta al così basso costo della moneta. Ai primi segni della ripresa economica nel 2004, il tasso di interesse dei federal funds iniziò ad

alzarsi, fino ad arrivare alla convergenza nel 2006. Tuttavia, questo avvenne due anni dopo quanto previsto dalla regola di Taylor e quindi, sfortunatamente, troppo tardi.

3.2 Secondo periodo, 2007-2010

Il periodo precedente si è concluso con una grande crescita economica, realizzatasi in un aumento del PIL e del livello generale dei prezzi, nonché con una crescente fiducia nel mercato finanziario e negli elevati rendimenti che garantiva. Tale sistema, però, si fondava su aspettative irrazionali e pratiche creditizie rischiose da parte delle istituzioni finanziarie. Il basso costo del denaro indusse gli intermediari a concedere mutui a soggetti con alto rischio di insolvenza e senza idonee forme di garanzia.

Questa miscela altamente esplosiva era stata determinata dal comportamento della stessa Fed non essendo intervenuta sulla politica monetaria, posta in essere nel 2001 per fronteggiare la crisi, quando nel 2002 il PIL cominciò a crescere. Infatti, invece che aumentare secondo quanto previsto dalla regola di Taylor, il tasso di interesse venne abbassato ulteriormente, favorendo comportamenti di azzardo morale da parte degli istituti finanziari e dei risparmiatori.

Quando nel 2005 le autorità americane si resero conto della speculazione in atto, avviarono una politica restrittiva aumentando il tasso di interesse, inizialmente di due punti percentuali, fino ad arrivare al 5 per cento nel 2006, nella speranza di riuscire ad assorbire l'eccessiva liquidità nel sistema. Ciò portò all'immediato incremento delle rate dei mutui sottoscritti, che costrinse molti acquirenti a dichiararsi insolventi. Le banche, quindi, cominciarono a pignorare le case appena comprate, uniche garanzie dei prestiti, e questo portò al crollò verticale del prezzo delle abitazioni, facendo inevitabilmente scoppiare la bolla.

L'anno del 2010 fu quello in cui l'economia statunitense incominciò finalmente a risalire a seguito di una corposa immissione di denaro nel sistema da parte della Fed, in questo modo, però, il tasso dei federal funds raggiunse quasi lo zero.

Non ci volle molto tempo prima che la crisi si allargasse fuori dei confini degli Stati Uniti ed in particolare in Europa. La strategia di austerità, scelta nel vecchio continente per contrastare lo sviluppo della crisi finanziaria, con l'unica conseguenza di complicare la ripresa economica e allargare la recessione.

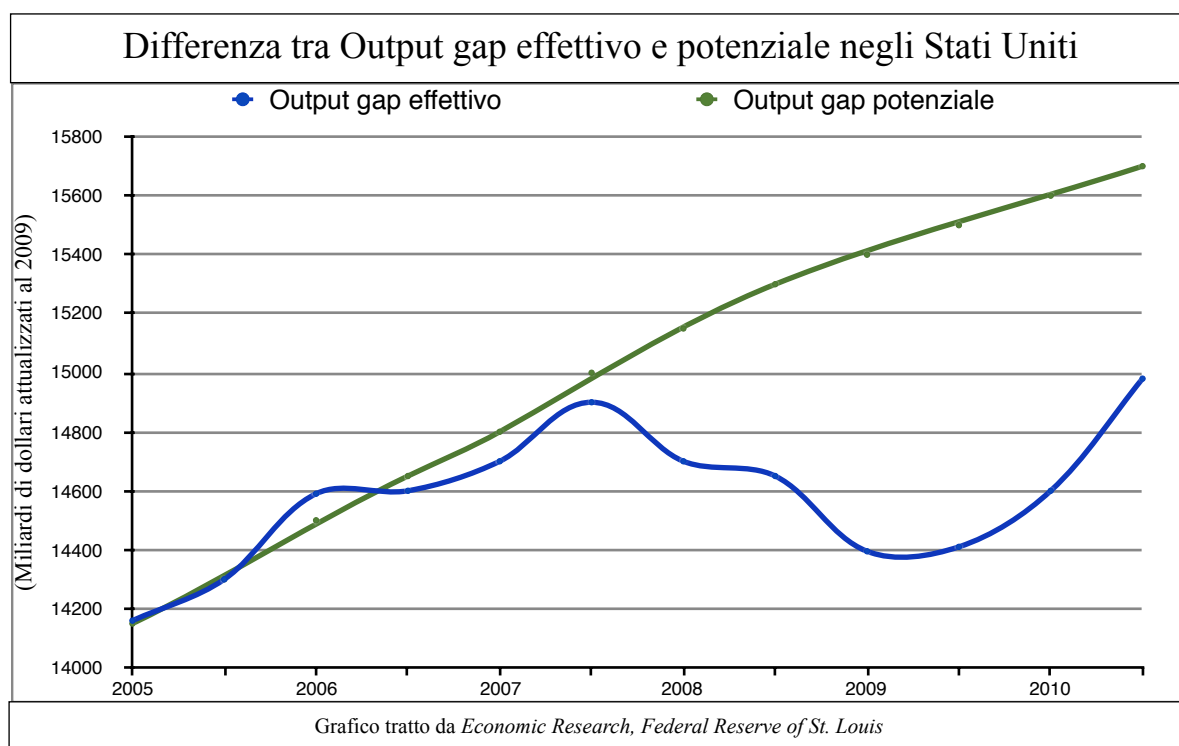
La Banca Centrale Europea, superate le iniziali reticenze, seguì le medesime strategie espansive della Fed, abbassando i tassi di interesse ai minimi e impegnandosi nell'acquisto di titoli di debito pubblico. Tuttavia la risposta europea non è stata robusta e tempestiva, ma più gra-

duale, anche per via delle resistenze dovute alle politiche di austerità. Solo nel 2011, con l'avvento della crisi dei debiti sovrani e grazie all'impegno del presidente Mario Draghi, la BCE invertì decisamente la rotta per intraprendere politiche di sostegno all'economia.

La Fed proprio per la maggiore flessibilità di cui gode, a differenza di quanto avviene strutturalmente per la BCE, ha potuto agire in modo più rapido ed efficace alla crisi finanziaria, evitando così una recessione nel breve periodo.

La politica della Fed di questi ultimi anni ebbe quindi un duplice scopo, completare la ripresa economica per superare finalmente la fase recessiva e contenere l'eccessivo indebitamento del governo.

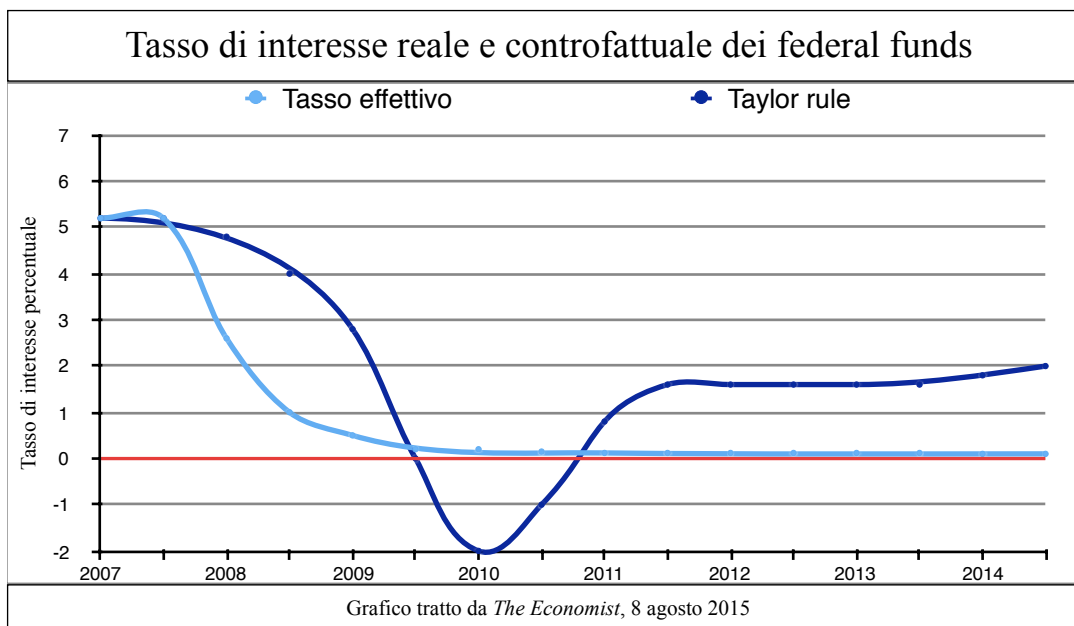
Vediamo quale avrebbe dovuto essere la politica in termini di tasso di interesse secondo la regola di Taylor.



Si nota dal grafico come il PIL reale nel 2006, per via dell'ingente liquidità presente nel sistema e del basso costo del denaro che favoriva gli investimenti, fosse addirittura superiore al suo potenziale, cosa che di certo aiutò ad aumentare le dimensioni della bolla speculativa.

Il tasso di disoccupazione si trovava di poco al di sopra del 4 per cento, segnale che più di ogni altro avrebbe dovuto suggerire alla Fed di aumentare il tasso di interesse dei federal funds,

cosa che sfortunatamente non avvenne, portando alle tragiche conseguenze che abbiamo descritto.



Da questo ulteriore grafico si può notare la deviazione del tasso di interesse dei federal funds rispetto a quello della regola di Taylor. Inizialmente i due tassi convergevano intorno ai 5 punti percentuali, fino a che, dopo un anno, la Fed non decise di attuare una politica fortemente espansiva in modo da fronteggiare la recessione in corso. A causa di ciò il tasso di Taylor, per riuscire ad adattarsi alla politica monetaria della Fed, raggiunse addirittura un livello negativo tra il 2009 e il 2010, giustificando così il tasso di interesse obiettivo della Fed pari a zero.

La Fed proseguì con la politica del tasso pari a zero, e ciò ancorché fosse aumentato fino a due punti percentuali il tasso di interesse ottenuto con la regola di Taylor, fino a che l'economia non avesse raggiunto un livello di stabilità e crescita soddisfacenti.

3.3 Le osservazioni di Taylor

Nel suo libro *Fuori Strada* John Taylor analizza il modo in cui la Federal Reserve abbia gestito la politica monetaria negli anni precedenti alla crisi del 2008. Secondo il suo pensiero, in entrambi i periodi che abbiamo appena esaminato, la Fed ha invertito la rotta rispetto alla politica che fino agli anni duemila aveva garantito ottimi risultati. Questa politica viene sintetizzata perfettamente dalla regola di Taylor. Essa, infatti, mostra il livello che avrebbe dovuto mantenere il tasso di interesse se la Fed avesse seguito lo stesso tipo di politiche che avevano

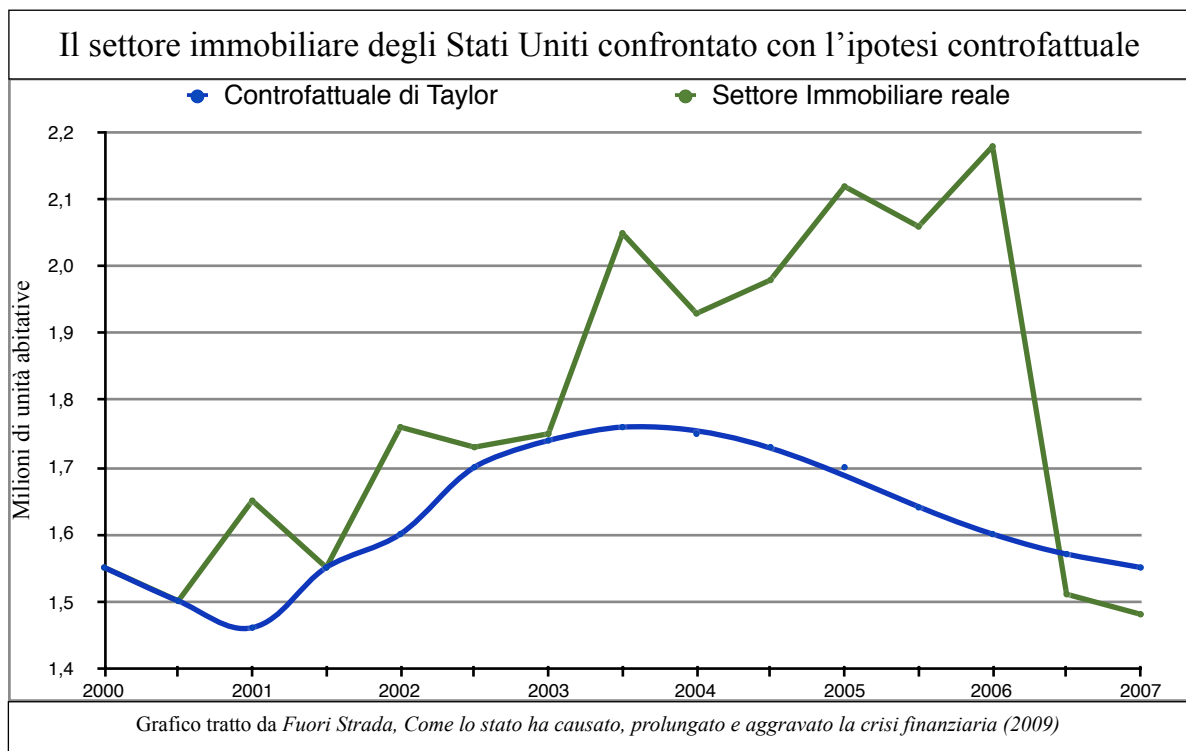
ben operato durante il periodo iniziato negli anni ottanta e che fu definito Great Moderation proprio per la grande stabilità economica che aveva contraddistinto quegli anni.

Entrambi i grafici precedenti, che attengono al tasso di interesse, mostrano che le decisioni di politica monetaria si sono mantenute di molto al di sotto del livello ottimale, offrendo un'evidenza empirica del fatto che i policy makers si siano mossi con molta disinvoltura e discrezionalità. Queste deviazioni della politica monetaria dalla regola di Taylor sono state insolitamente ampie e persistenti, cosa che non succedeva sin dagli anni settanta. Si possono interpretare come delle deviazioni intenzionali dagli schemi ordinari, che trovavano il loro fondamento in nuove variabili economiche.

La Fed ha giustificato tali decisioni sostenendo che i tassi di interesse, per riuscire a contrastare le turbolenze economiche, avrebbero dovuto mantenersi bassi per un periodo significativo. Si è trattato di azioni che hanno preso la forma di interventi statali discrezionali, frutto di una deviazione dalla normale conduzione della politica per affrontare un problema specifico, come accadde per il Giappone durante gli anni novanta.

Nel 2007, durante un discorso tenuto al congresso di Jackson Hole, Taylor (2009) sostenne che le politiche monetarie troppo disinvolute avevano accelerato il boom immobiliare e, di conseguenza, portato allo scoppio della relativa bolla. Per sostenere empiricamente questa posizione portò alcune prove statistiche a dimostrazione del fatto che le deviazioni del tasso di interesse dalla regola avevano presumibilmente favorito il boom immobiliare. Egli ha elaborato un modello di relazione empirica, basato su tecniche di regressione tra il tasso di interesse ed i prezzi delle abitazioni, che illustrava cosa sarebbe accaduto nel caso in cui la politica monetaria fosse rimasta allineata alla sua regola. In questo modo riuscì a portare prove empiriche del fatto che proprio le politiche monetarie attuate in quegli anni avessero causato il boom ed il successivo scoppio della bolla immobiliare.

Questo grafico, tratto direttamente dal documento esposto a Jackson Hole da Taylor stesso, è una rappresentazione dei picchi del settore immobiliare statunitense e ne mostra sia l'espansione che il crollo.

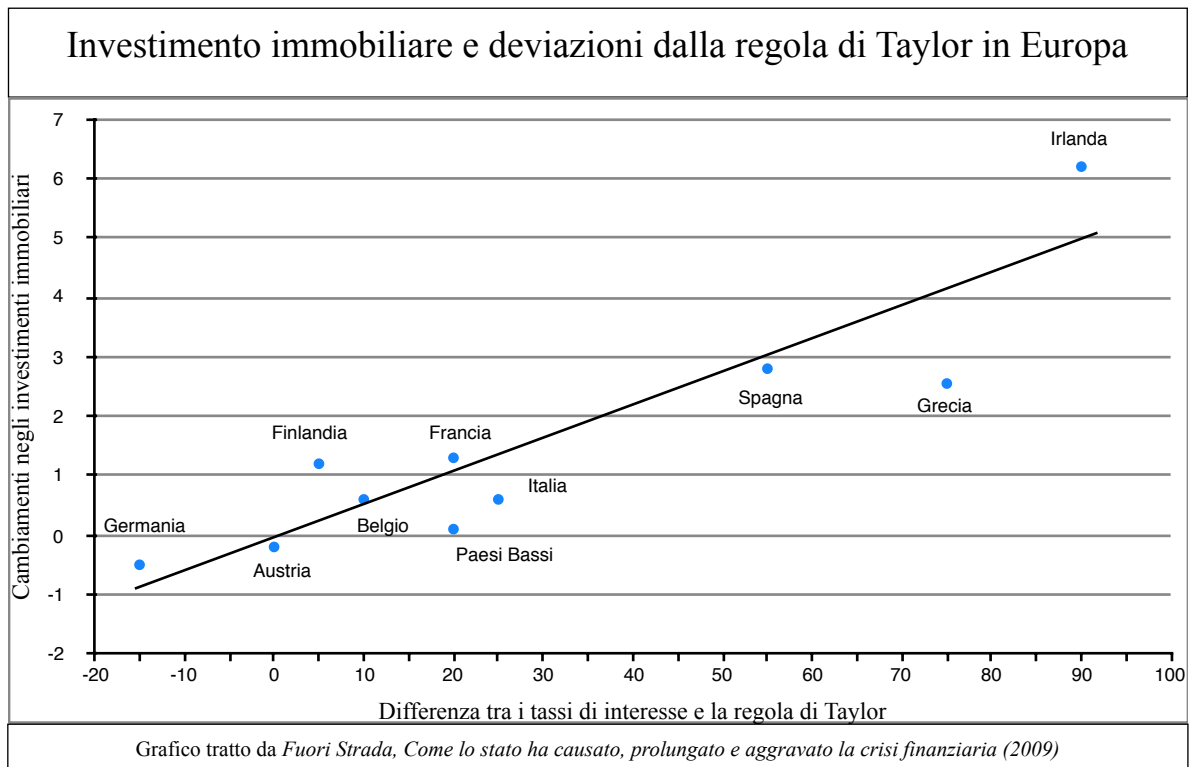


La linea curva rappresenta quello che, secondo il modello statistico, sarebbe accaduto se i tassi di interesse avessero seguito la regola di Taylor. Appare evidente che in questo caso non ci sarebbe stata né un'espansione e nemmeno, però, un crollo così ingente. Questa rappresentazione grafica offre, quindi, la prova empirica del fatto che una politica monetaria insolita, fondata su tassi di interesse troppo bassi, abbia svolto un ruolo di primo piano nello sviluppo della crisi finanziaria.

Sempre nel suo libro, Taylor analizza il lavoro realizzato da tre economisti in carica presso l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Ahrend, Cournède e Price, 2008). Loro hanno fornito un'analisi sulle diverse esperienze dei paesi OCSE nel periodo precedente al 2008.

Gli autori hanno dimostrato che le deviazioni dalla regola di Taylor spiegano gran parte delle differenze nel mercato immobiliare tra i paesi. Ciò che maggiormente colpisce è che gli aumenti nei prezzi delle abitazioni sono stati più consistenti laddove ci si allontanava in modo più rilevante dal tasso di interesse previsto dalla regola.

Nel contesto europeo le deviazioni dalla regola sono di diversa entità poiché le inflazioni e i dati elaborati differiscono da paese a paese.



Il grafico è stato costruito collocando sull'asse verticale il cambiamento percentuale negli investimenti immobiliari e sull'asse orizzontale la deviazione dei tassi d'interesse nazionali dalla regola di Taylor. Le nazioni con la maggiore deviazione dalla regola, escludendo la Grecia, furono la Spagna e l'Irlanda, le quali hanno subito un'esposizione maggiore alla crisi, misurata come variazione dei valori immobiliari rispetto al PIL. L'economia spagnola e irlandese, dopo anni caratterizzati da una crescita economica bassa, hanno vissuto una trasformazione radicale prima dello scoppio della crisi. Tra il 1990 e il 2007 la crescita in Irlanda si collocava al 6.5 percento, mentre l'economia spagnola era cresciuta quasi del 4 percento annuo nell'ultimo decennio. Tuttavia, entrambe le economie hanno avuto pesanti ripercussioni durante il periodo di crisi e ciò era dovuto soprattutto al tracollo del mercato immobiliare. Mentre il paese con la deviazione minore, l'Austria, ha registrato la variazione minore dei valori immobiliari rispetto al PIL. Essa, infatti, si colloca tra i paesi dell'area euro che hanno meno risentito delle condizioni economiche sfavorevoli prevalse negli ultimi anni.

Rispetto al 2007, il PIL austriaco è cresciuto di quattro punti percentuali a fronte di una flessione in media dell'uno percento per l'intera zona euro.

Tutto ciò depone a favore dell'utilità della regola di Taylor e della sua efficacia anche nei momenti economici più delicati e controversi. I policy makers dovrebbero tenere maggior-

mente in considerazione i principi che la regola esprime ed il fatto che i dati empirici misurati nel corso degli anni hanno verificato la sua attendibilità.

Conclusione

La regola di Taylor chiarisce, in modo molto semplice, che la politica monetaria dovrebbe essere considerata una risposta immediata al mutamento delle condizioni economiche e non una ricerca continua di crescita da un periodo all'altro. Il concetto principale è l'idea che il tasso di interesse debba essere regolato in modo da rispondere con un aumento più che proporzionale a quello dell'inflazione. La tesi che la politica monetaria sia un piano di emergenza, che detta i modi e i tempi in cui regolare gli strumenti economici per rispondere a diversi shock, si è diffusa rapidamente sia nelle pubblicazioni accademiche che nelle conferenze e nelle sedi delle banche centrali. Molti aspetti economici e strategie politiche sono state discusse secondo le regole di politica monetaria.

Molte banche centrali, infatti, hanno seguito l'esempio della Federal Reserve utilizzando la regola di Taylor per effettuare un controllo incrociato delle decisioni politiche.

Presso altre banche, come la BCE, la regola non ha avuto il successo sperato, poiché altre analisi economiche godono di maggiore rilevanza.

Allo stesso modo, a causa della persistente deflazione, la Banca del Giappone non ha potuto servirsi della regola a supporto delle decisioni di politica monetaria. Nelle altre economie il ruolo del tasso di cambio è ancora oggetto di accesi dibattiti.

La regola di Taylor, ciò nonostante, può essere vista come parte fondamentale di un movimento più ampio in cui le Banche Centrali si impegnano ad investire in credibilità e trasparenza sostituendo la precedente cultura della discrezionalità mistica e delle politiche economiche occasionali.

Bibliografia

Asso P.F., Kahn G.A., Leeson R., *The Taylor Rule and the Practice of Central Banking*, Research Working Papers, 2010

Bruni F., *L'acqua e la spugna: I guasti della troppa moneta*, Università Bocconi Editore, 2009

Taylor J.B., *Fuori Strada, Come lo stato ha causato, prolungato e aggravato la crisi finanziaria*, IBL Libri, 2009

Ahrend R., Cournède B., Price R.W., *Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil*, OECD Economics Department Working Papers, 2008

Sitografia

Brancaccio E., Fontana G., *A Critique of Interpretations of the Crisis based on the "Taylor Rule"*, <http://www.theglobalcrisis.info/docs/relazioni/BrancaccioFontana.pdf>

The Economist, *Rule it out*, <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21660598-setting-interest-rates-according-fixed-formula-bad-idea-rule-it-out>

The Economist, *Fast and loose, How the Fed made the subprime bust worse*, <http://www.economist.com/node/9972453>