

Introduzione

di Mario Arcelli

1. La sessione della Società Italiana degli Economisti del 18-19 ottobre 1991, dedicata al ruolo della banca centrale nella politica economica, i cui *Atti* sono riportati in questo volume, ha fornito stimolanti contributi su un tema di grande attualità nell'ottica di quanto è poi venuto emergendo col trattato di Maastricht; ma si è anche caratterizzata come momento di rivisitazione della teoria del *central banking* e di analisi delle modalità operative della politica monetaria nei suoi riflessi sull'inflazione e sulle principali variabili macroeconomiche.

Nel dibattito si sono confrontate posizioni teoriche diverse e la rappresentazione di sintesi dei contenuti delle relazioni e degli interventi che qui proponiamo, intende porre in rilievo le principali conclusioni ma anche le questioni ancora aperte.

Al riconoscimento dell'importanza di un filone di analisi che attraverso il contributo della teoria delle aspettative razionali e delle applicazioni della teoria dei giochi ha confermato il ruolo cruciale dell'autonomia della banca centrale per il controllo dell'inflazione e per orientare l'economia su un sentiero di crescita stabile, si è accompagnata un'approfondita discussione sulle conseguenze dell'assumere come unico obiettivo della politica monetaria la stabilità dei prezzi. Nell'ambito della moderna teoria tale assunzione sembra trovare giustificazione nell'ipotesi di mercati (monetari e finanziari in particolare) perfettamente funzionanti, da cui discende la sostanziale neutralità della moneta e il dispiegarsi delle forze reali dell'economia a sostegno di un'efficiente allocazione delle risorse. Minore fondamento teorico dell'autonomia monetaria si rileva invece nel caso di mercati imperfetti e di moneta non neutrale. La giustificazione dell'autonomia della banca centrale dal Tesoro si troverebbe in tal caso nel postulare una maggiore «lungimiranza» della autorità monetaria rispetto alla visione tendenzialmente *short-sighted*, delle autorità di governo.

2. Le ragioni dell'indipendenza della banca centrale sono state esaminate nell'ottica soprattutto dell'autonomia della politica monetaria dalla politica di bilancio e l'analisi si è concentrata sulle conseguenze di tale separatezza sul tasso di inflazione e sulla disciplina della finanza pubblica.

È stata generalmente condivisa la proposizione che l'autonomia della politica monetaria è condizione necessaria ma forse non sufficiente, della stabilità dei prezzi, ne accresce il controllo e giova ai programmi di rientro dell'inflazione (anche se solo nel lungo periodo quando l'inflazione dipenda dalla struttura dei mercati, da conflitti distributivi e da shocks dal lato dell'offerta); mentre più controverso è apparso il giudizio e meno probante l'evidenza empirica sul contributo portato dalla disciplina monetaria al risanamento della finanza pubblica.

In apparente antitesi al tema precedente, alcuni partecipanti alla riunione hanno però sollevato il quesito se sia auspicabile e che forma debba assumere il coordinamento tra politica monetaria e politica macroeconomica e se ciò non contraddica il principio di autonomia della banca centrale.

La banca centrale è certamente chiamata a compiere scelte da cui dipende non solo la stabilità dei prezzi ma anche, nel breve periodo, il livello dell'attività economica. Sono scelte non meramente tecniche; la loro natura, in senso lato anche politica, scrivono Padoa Schioppa e Saccomanni¹ è stata invocata per sostenere la tesi che le decisioni di politica monetaria debbano essere assunte, in ultima istanza, in una sfera politica.

La lunga inflazione degli anni Settanta e la revisione critica, condotta in sede scientifica, di un ruolo molto attivo della politica monetaria lungo il ciclo, hanno però fatto ormai prevalere una concezione che vuole la politica monetaria primariamente orientata al mantenimento della stabilità dei prezzi. Da qui il principio dell'autonomia.

Ciò non esclude tuttavia la possibilità di individuare forme ed istituzioni in cui si attui un coordinamento tra politica monetaria e politica macroeconomica pur nella salvaguardia dell'obiettivo della stabilità dei prezzi, presidiato dall'autonomia della banca centrale. Resta in ogni caso acquisito il principio di responsabilità in base al quale le autorità monetarie devono fornire *ex-post* al paese, nelle forme previste, le motivazioni della loro condotta.

Tutto il dibattito è stato filtrato da considerazioni storiche che hanno giovato anche a far emergere la consapevolezza che aspetti di natura istituzionale non possono essere trascurati per una comprensione non superficiale della posizione delle banche centrali e del *modus operandi* della politica monetaria. Vi è stato in tale quadro un frequente richiamo al tema della cosiddetta «costituzione monetaria»

¹ Si veda Padoa Schioppa T. e Saccomanni F., *Dopo il trattato UEM: agenda per la fase due*, Working paper, 1991.

quale strumento giuridico atto a garantire l'effettiva autonomia della banca centrale².

3. Marcello De Cecco nella sua relazione di taglio storico, su alcuni problemi del Sistema europeo di banche centrali, rileva che il negoziato odierno in sede CEE sembra ripetere alcuni tentativi di riforma monetaria intrapresi negli anni Venti.

Anche allora i difensori dei risparmiatori dovettero misurarsi con parlamenti nazionali con sempre più scarse preoccupazioni per un finanziamento non inflazionistico dei deficit di bilancio. E anche allora la via d'uscita sembrò essere la costituzione di un sistema europeo di banche centrali assolutamente indipendenti per statuto da ogni interferenza politica, votate al mantenimento della stabilità monetaria a tutti i costi e prive di preoccupazioni relative agli effetti di tale politica sul tasso di sviluppo e di occupazione.

Di fronte tuttavia alla minaccia della disoccupazione di massa e della stagnazione economica, con conseguenti crisi bancarie nazionali ben presto trasformatesi in crisi finanziaria internazionale, i puntigliosi statuti delle banche centrali autonome e ancorate strettamente alla stabilità monetaria, ricorda De Cecco, poco o nulla poterono. Fu la fine del sogno del grande architetto di quella politica, il governatore della Banca d'Inghilterra Montagu Norman.

Molte cose sono tuttavia cambiate da allora nella realtà ma anche nell'elaborazione teorica, e la consapevolezza dei rischi e delle difficoltà cui far fronte nel perseguimento degli obiettivi monetari non può impedire la validità della riaffermazione del disegno strategico di consolidare l'autonomia della politica monetaria.

In Italia, scrivono Bruni e Monti nella loro relazione,

l'indipendenza della banca centrale è stata sempre vista come uno strumento per stimolare il riequilibrio della finanza pubblica, oltre che di contenimento dell'inflazione. Un riequilibrio ritenuto necessario indipendentemente dai suoi effetti indiretti sulla stabilità dei prezzi, per correggere una evidente misallocazione delle risorse fra impieghi alternativi e fra generazioni successive.

Il caso italiano induce tuttavia a mettere in dubbio la robustezza del nesso causale fra autonomia della banca centrale e disciplina della finanza pubblica. Tale nesso trova difficoltà ad essere comprovato anche dall'indagine internazionale comparata.

L'ipotesi che l'autonomia della banca centrale sia un rilevante strumento antinflazionistico non sembra invece smentita dall'esperien-

² Spinelli nel suo intervento ritiene tuttavia che anche sanzionare a livello costituzionale la inviolabilità della stabilità monetaria non sia comunque una panacea e sia necessario estendere il costituzionalismo anche alla politica fiscale.

za di questi anni. Numerose ricerche empiriche hanno concluso in questo senso l'esame dell'evidenza disponibile a livello internazionale. Il caso italiano conferma questa conclusione. Esso però testimonia anche gli ostacoli che si incontrano nello stabilizzare i prezzi facendo leva solo su una politica monetaria indipendente.

La teoria che afferma che l'autonomia della banca centrale è un fattore di contenimento dell'inflazione associata ad ogni livello di attività economica, trova sostegno anche in un cospicuo filone della moderna letteratura economica basata sulle aspettative razionali.

Secondo tale indirizzo la politica monetaria è minata da un'incoerenza logica che si manifesta nel tempo: una volta preannunciata una politica antinflazionistica, l'autorità di governo è incentivata ad abbandonarla, sfruttando l'effetto espansivo di un aumento inatteso dei prezzi³. Ma poiché il pubblico è consapevole di questo incentivo, ne tiene conto nel formulare le sue aspettative di inflazione e dunque nel generare con i suoi comportamenti prezzi, salari e tassi di interesse più elevati. Per riportare l'inflazione al livello originario, occorre comprimere di più il livello di attività economica. Per uscire da questa contraddizione occorre far sì che la politica monetaria abbia le «mani legate» con un sistema che renda credibile la rinuncia ai vantaggi apparenti dell'inflazione a sorpresa. L'autonomia della banca centrale può servire a tale scopo migliorando la credibilità della politica monetaria specie se essa è costretta per legge a perseguire la stabilità dei prezzi.

4. Vaciago nella sua relazione sottolinea il ruolo del mercato finanziario nella giustificazione dell'autonomia monetaria. Un mercato finanziario sviluppato è parte essenziale del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Ed è in primo luogo su questo mercato che «si gioca» l'interazione strategica tra banca centrale e governo. Un'autonomia completa è ottimale solo in presenza di un mercato finanziario perfetto perché ciò è il requisito dell'indipendenza dell'obiettivo assegnato alla banca centrale (la stabilità dei prezzi) dagli altri obiettivi di cui il Governo dovrebbe continuare a darsi carico (reddito, occupazione, finanza pubblica ecc.)

Con un mercato finanziario imperfetto, l'autonomia della banca centrale si giustifica invece solo con una presunta maggiore lungimiranza delle autorità monetarie rispetto alle scelte governative. Rimarrebbe in tal caso da approfondire il legame esistente tra autonomia, lungimiranza ed argomenti della funzione obiettivo della banca centrale, come rileva il Dr. Ciccarone nel suo intervento; ma forse per

³ Cfr. Arcelli M., *Economia e Politica Monetaria*, Padova, CEDAM, 1991, capitolo 15, *Regole, Discrezionalità, Reputazione*.

desiderio di estremo rigore teorico si rischia di cadere nell'astratto o nell'indeterminazione.

Si noti che l'affermazione dell'autonomia della banca centrale non implica una preferenza indiscussa per regole fisse di politica monetaria e non è dunque decisiva per l'esito della controversia «regole versus discrezionalità», essendo ormai chiaro che il contributo di Kydland e Prescott sull'incoerenza temporale della politica economica ottimale di breve periodo non chiude il dibattito.

La superiorità delle regole è rimessa in discussione, risultando migliore la combinazione di regole e discrezionalità rappresentata da una politica monetaria «flessibile» che può neutralizzare shocks inattesi, realizzata però da una banca centrale che gode di «reputazione» nel perseguire una politica credibile di stabilità monetaria. L'indipendenza della banca centrale e l'autonomia della politica monetaria sono alla base della credibilità della sua azione.

5. Nardozzi, nel suo intervento sulle relazioni di Bruni-Monti e di Vaciago, si propone di cogliere l'origine contingente del «mito» dell'autonomia della banca centrale.

Alle radici della proposizione che la banca centrale debba occuparsi con assoluta sovranità di un solo obiettivo, quello della stabilità dei prezzi, stanno due fatti che formano una coincidenza storica. Si tratta «della coincidenza tra il rilievo assunto, con il progetto dell'Unione monetaria europea, dall'approccio tedesco al problema dell'autonomia della banca centrale, e l'esperienza, appena trascorsa del lungo ciclo espansivo degli anni Ottanta realizzatosi con banche centrali che, a differenza dei due decenni precedenti, hanno perseguito con particolare severità l'obiettivo della stabilità dei prezzi». Quanto al primo punto, nota Nardozzi, il rilievo costituzionale dell'obiettivo di prezzi stabili affidato alla Bundesbank esprime la specificità del capitalismo tedesco che si basa su di un particolare rapporto di controllo del capitale finanziario (le grandi banche miste) sul capitale industriale. Questo controllo richiede un orientamento verso il lungo periodo degli impieghi finanziari e quindi la stabilità monetaria, tema a cui sono particolarmente sensibili i tedeschi dopo la nefasta esperienza dell'inflazione tra le due guerre.

Quanto al secondo punto, la crescita elevata e stabile dello scorso decennio ha diffuso l'opinione che una politica monetaria rigorosa non comprometta lo sviluppo dei sistemi economici, ma anzi lo renda più sano e durevole.

Rilevata l'origine contingente del mito dell'autonomia della politica monetaria, esso richiede comunque un esame dei suoi fondamenti teorici. È bensì vero che la revisione critica, condotta in sede scientifica, di un ruolo attivo della politica monetaria lungo il ciclo, ha fatto ormai prevalere una concezione che vuole la politica monetaria pri-

mariamente orientata al mantenimento della stabilità dei prezzi; ma occorre non trascurare la critica alla neutralità della moneta, sollevata dai neo-keynesiani alla Stiglitz, che fa leva sulle imperfezioni e quindi sui fallimenti dei mercati. Né si deve dimenticare che da più parti viene rimessa in discussione la possibilità di definire un equilibrio naturale, ciò che rende inopportuna la scissione tra gli obiettivi monetari della banca centrale e gli obiettivi reali, affidati al Governo.

Su questa linea si pone il contributo dell'intervento di Cozzi.

Una politica monetaria restrittiva per un periodo prolungato può provocare un indesiderato aumento del tasso naturale di disoccupazione, mentre politiche monetarie moderatamente espansive potrebbero agire favorevolmente sul tasso di crescita del reddito, come la nuova generazione di modelli, tutti di impostazione neoclassica, tende ad evidenziare, attraverso una più sostenuta dinamica degli investimenti.

Se quello che conta, anche gli effetti dell'inflazione, non è solo la politica monetaria ma l'intera politica economica, occorre esaminare da questo punto di vista, osserva Cozzi, anche la gestione dell'autonomia della banca centrale. È fuorviante, a suo avviso, ogni analisi di correlazione tra tassi di inflazione registrati nei diversi paesi e grado di autonomia delle rispettive banche centrali.

Si potrebbe agevolmente mostrare che l'inflazione è stata più facilmente contrastata dove funzionano meglio le istituzioni politiche, le pubbliche amministrazioni, i mercati reali e finanziari; dove cioè erano meno gravi i problemi che le banche centrali dovevano fronteggiare.

Una maggiore autonomia della banca centrale è dunque certamente un bene se, correttamente viene vista come modo per consentirle di far valere nei confronti del governo l'esigenza di non privilegiare l'ottica di breve periodo a scapito di quella di lungo. Non deve tuttavia creare una divaricazione maggiore tra i responsabili della politica economica, ma deve rendere la loro collaborazione più fruttuosa in termini sia di crescita sia di stabilità.

Al riguardo giova rammentare che un capitolo della moderna politica economica è proprio dedicato al coordinamento delle politiche monetarie e fiscali: lo schema di analisi è fornito dalla teoria dei giochi che, in modo semplificato, permette di far emergere i potenziali conflitti tra le strategie delle diverse autorità e rende esplicite le conseguenze di adottare o meno comportamenti cooperativi. Pur con la consapevolezza dell'astrazione dell'analisi, dall'esame delle strategie e delle soluzioni dei giochi, si colgono interessanti motivi di riflessione sull'opportunità di soluzioni cooperative tra banca centrale e Tesoro.

Supponiamo che il Governo e la banca centrale che agiscono autonomamente, abbiano obiettivi non coincidenti ma comunque non

completamente indipendenti⁴: la priorità governativa essendo assegnata alla crescita, mentre la banca centrale si preoccupa della stabilità del valore della moneta. Date le preferenze delle due autorità nei confronti delle diverse combinazioni di politica economica, in relazione alle diverse priorità degli obiettivi, se esse non cooperano, l'esito del «gioco», quando i prezzi non siano stabili, sarà senz'altro subottimale rispetto a decisioni coordinate e tenderà a tradursi in una politica monetaria restrittiva oltre il dovuto e in una politica fiscale eccessivamente espansiva.

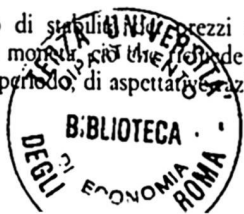
6. In Italia una forma molto *soft* di coordinamento istituzionale della politica monetaria con le scelte macroeconomiche si realizza nella riunione del CIPE in occasione della presentazione della *Relazione previsionale e programmatica* a fine settembre di ogni anno. In tale riunione il Governatore illustra i flussi monetari e finanziari programmati per il prossimo anno che sono stati calcolati dalla Banca d'Italia sul fondamento del quadro macroeconomico governativo contenuto nella Relazione e recepito dalle autorità monetarie.

Esistono poi numerose forme di coordinamento non istituzionalizzate, che non dovrebbero cessare anche quando si realizzerà la piena autonomia della Banca d'Italia dal Tesoro.

Spostando l'attenzione alla realtà comunitaria, possiamo ricordare che il *Rapporto Delors* aveva sottolineato la necessità di coordinamento tra la politica monetaria e la politica di bilancio dei paesi membri per realizzare gli obiettivi di crescita dell'economia e dell'occupazione, senza determinare conflitti con l'obiettivo della stabilità dei prezzi perseguito dal Sistema europeo di banche centrali. È possibile rilevare qui una sostanziale corrispondenza tra i temi trattati in forma problematica dalla sessione della Società Italiana degli Economisti e la logica comunitaria.

L'accordo di Maastricht, conclusosi dopo la riunione scientifica della Società degli Economisti, accentua la valenza positiva dell'autonomia della politica monetaria e dell'indipendenza della banca centrale europea (BCE), delle Banche centrali nazionali e dei membri dei loro organi decisionali dai Governi degli Stati membri; ma prevede anche, al fine di facilitare il coordinamento delle politiche economiche, che il Presidente del Consiglio dei ministri e un membro della Commissione possano partecipare, senza diritto di voto, alle riunioni del Consiglio direttivo della BCE e parimenti che il Presidente della Banca centrale europea sia invitato a partecipare alle riunioni del

⁴ L'indipendenza assoluta dell'obiettivo monetario di stabilità dei prezzi dagli obiettivi reali è infatti ristretta al caso di neutralità della moneta, ciò che richiede l'accettazione di un quadro teorico monetarista e, nel breve periodo, di aspettative razionali.



Consiglio dei ministri quando si discutano argomenti relativi agli obiettivi e ai compiti del Sistema europeo di banche centrali.

In ogni caso, il trattato di Maastricht prevede che la BCE trasmetta al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione, nonché al Consiglio europeo, una relazione annuale sulle attività del Sistema europeo di banche centrali e sulla politica monetaria dell'anno precedente e dell'anno in corso. Il Presidente della BCE presenta tale relazione al Consiglio e al Parlamento europeo, che può procedere su questa base ad un dibattito generale.

Il Presidente della BCE e gli altri membri del Comitato esecutivo possono inoltre, a richiesta del Parlamento europeo o di propria iniziativa, essere ascoltati dalle Commissioni competenti del Parlamento europeo.

7. Ritornando ai problemi interni, completano il quadro degli interventi presentati durante la riunione della Società Italiana degli Economisti, alcuni contributi di rilievo su modalità specifiche della politica monetaria come quelli di Cesarini su *Gestione della liquidità e credito di ultima istanza*, e di Micossi e Imperato su *Modifiche urgenti nel regime di riserva obbligatoria*.

Micossi e Imperato dopo una sintetica rappresentazione delle modalità della politica monetaria in Italia e un esame del significato degli annunci degli obiettivi intermedi, si soffermano sulle procedure di controllo e sul ruolo svolto, in questo quadro, dalla riserva obbligatoria, con l'ausilio di un modello semplificato del mercato monetario. Da tale analisi essi ricavano le possibili conseguenze di una diminuzione del coefficiente di riserva obbligatoria e le implicazioni finanziarie per il bilancio dello Stato di tale riduzione.

La ricerca appare particolarmente utile in vista di modifiche in tal senso preannunciate dalla Banca d'Italia, che dovrebbero aver luogo in concomitanza con la soppressione della possibilità di finanziamento in base monetaria del Tesoro, attraverso il conto corrente di Tesoreria: ciò in sintonia con quanto previsto dal trattato di Maastricht.

Cesarini effettua invece una magistrale rassegna dell'evoluzione dei rapporti tra singole banche e la banca centrale sottolineando come tali rapporti bilaterali tendano a trasformarsi in negoziazioni di mercato a carattere impersonale. Sarebbe tuttavia pericoloso, afferma Cesarini, se i vantaggi che se ne possono trarre dal punto di vista dell'accuratezza e dell'autonomia della gestione monetaria a livello macroeconomico non fossero accompagnati da misure volte a migliorare la capacità del sistema di assicurare la sopravvivenza di singole istituzioni creditizie che, pur essendo solvibili, non detengono una quantità sufficiente di attività idonea a formare oggetto di cessione o di pegno nei confronti della banca centrale e quindi ad ottenere da quest'ultima il necessario sostegno di liquidità.

La preoccupazione di Cesarini sembra aver trovato una pronta risposta in un intervento del Governatore Ciampi⁵ svolto in occasione della cerimonia durante la quale gli fu conferita la laurea *honoris causa* dall'Università di Pavia.

Tale saggio a cui rinviando, è importante non solo perché collega il credito di ultima istanza al sistema dei pagamenti e alla vigilanza bancaria, ma anche perché ripropone dal punto di vista di un banchiere centrale gli interrogativi e le risposte del nostro Convegno.

Il coordinamento fra la politica monetaria e le altre politiche, dice Ciampi, è necessario e auspicabile per la condotta economica del paese. Si realizza soprattutto nel momento della definizione di un quadro coerente di obiettivi, intermedi e finali, esteso a orizzonti temporali né troppo brevi né troppo lunghi.

Il problema diviene quello di salvaguardare l'autonomia della banca centrale nel suo ruolo di garante della stabilità monetaria. «La soluzione più equilibrata, sostiene Ciampi, sta nel riconoscere alla banca centrale un'indipendenza che le permetta di rendere manifesto il conflitto eventuale fra politica monetaria e politica di bilancio, e nel prevedere procedure che ne assicurino, nel Parlamento, la composizione».

Si tratta in ogni caso di liberare la banca centrale da forme di endogeneità politica dell'offerta di moneta, caso descritto accuratamente da Musella nel suo intervento⁶; cioè di evitare che per ragioni politiche o sociali le autorità monetarie scelgano di adeguare la quantità di moneta offerta ad eventuali richieste improprie del sistema economico, abbandonando il presidio della stabilità monetaria.

È una conclusione che è al cuore dell'autonomia della politica monetaria e che costituisce un punto fermo rispetto alle molte questioni aperte a cui la riunione della Società degli Economisti non ha potuto fornire una risposta definitiva.

⁵ Si veda Ciampi C.A., *Funzioni e aspetti istituzionali del central banking: orientamento e tendenze*, Pavia, dic. 1991.

⁶ L'intervento di Musella si propone tuttavia solo di approfondire le relazioni tra moneta, politica monetaria e inflazione da conflitto, con conclusioni articolate secondo le diverse tipologie dei fenomeni esaminati.