

2. Autonomia della banca centrale, inflazione e disavanzo pubblico: osservazioni sulla teoria e sul caso italiano

di Franco Bruni e Mario Monti

It is a question of the support given to the Central Bank by public opinion and academics, so that it can form its long-term outlook, beyond that held by Government. [Baffi 1977, 178]

1. Introduzione

Gli anni Ottanta hanno visto accentuarsi in vari Paesi la tendenza a rendere la banca centrale autonoma dalle influenze politiche. Ciò al fine di migliorare le possibilità della politica monetaria di combattere l'inflazione.

Questa tendenza è ancora in atto e il problema dell'autonomia è di grande attualità. Negli Stati Uniti si discute sul modo per rendere più effettiva un'indipendenza del Federal Reserve System che è appariscente ma spesso si rivela fragile [Economist 1991]. Il progetto del Sistema europeo delle banche centrali ha per base l'idea di costruirlo in modo da garantire la sua autonomia. Il rientro dall'iperinflazione di alcuni Paesi in via di sviluppo è incardinato sul ridisegno dell'autonomia della loro politica monetaria.

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

L'ipotesi che l'autonomia della banca centrale sia un rilevante strumento antiinflazionistico non sembra smentita dall'esperienza di questi anni. Numerose ricerche empiriche hanno concluso in questo senso l'esame dell'evidenza disponibile a livello internazionale [Grilli, Masciandaro e Tabellini 1991; Alesina e Summers 1991]. Il caso italiano conferma questa conclusione. Esso però testimonia anche gli ostacoli che si incontrano nello stabilizzare i prezzi facendo leva solo su di una politica monetaria «indipendente». Il caso italiano, inoltre,

induce 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 [Grilli, Masciandaro e Tabellini 1991].

Alla luce di queste evidenze facciamo nel seguito alcune riflessioni che vogliono essere un contributo per comprendere lo stato della questione dell'autonomia della banca centrale e i modi migliori per perseguirla, con particolare riguardo all'Italia. Il paragrafo 2 riguarda alcuni aspetti della definizione di autonomia. I paragrafi 3 e 4 sintetizzano la teoria che spiega l'effetto dell'autonomia, rispettivamente, sull'inflazione e sul disavanzo pubblico. Il paragrafo 5 considera la relazione fra autonomia, integrazione finanziaria internazionale e unificazione monetaria europea. Il paragrafo 6 discute gli effetti dell'aumento dell'autonomia e della disciplina monetaria verificatosi in Italia dopo il «divorzio». Il paragrafo 7 suggerisce i modi per completare l'autonomia della Banca d'Italia. Il paragrafo 8 riconosce che la disciplina monetaria è una condizione necessaria ma non sufficiente per il riequilibrio della finanza pubblica e discute i vincoli e i controlli diretti che occorre imporre su quest'ultima. Il paragrafo 9 sintetizza le nostre conclusioni.

2. Sulla definizione di autonomia

Solo di recente la letteratura ha cercato di esplicitare la definizione e le condizioni dell'indipendenza di una banca centrale dal potere politico. Non sembra che in materia vi sia ancora sufficiente chiarezza. Non è questo il luogo per analizzare il problema in modo completo e rigoroso e per discutere i singoli connotati che garantiscono tale indipendenza. Vorremmo limitarci ad alcune osservazioni sulle relazioni fra autonomia e responsabilità, fra autonomia formale e sostanziale, fra autonomia della politica monetaria e altre funzioni della banca centrale. Come vedremo vi sono dei nessi importanti fra queste tre questioni.

2.1. Autonomia, responsabilità e obiettivo esplicito della stabilità dei prezzi

Innanzitutto è bene eliminare ogni dubbio circa la *responsabilità* che deve accompagnare l'*autonomia*. A tutti è evidente che una banca centrale autonoma deve rispondere del suo comportamento nei confronti del potere politico; si discute sulle forme tecniche con le quali assicurare questa «accountability», se ad esempio sia preferibile un rapporto con l'esecutivo o con il legislativo. Ma sembra ancora troppo in ombra il fatto che un requisito essenziale dell'autonomia è la

chiara *specificazione dell'obiettivo* della politica monetaria che la banca centrale è tenuta a perseguire.

Ciò può avvenire nello Statuto della banca o con apposita legislazione. Quanto alla natura di tale obiettivo, non possono esservi dubbi: se deve essere realizzabile, inequivocabile, base per una precisa responsabilizzazione, non può che riguardare il tasso di inflazione. Fra le molte insicurezze della macroeconomia più recente non sembra esservi il fatto che l'inflazione è l'unica variabile che la politica monetaria aggregata può controllare nel medio-lungo periodo. Quanto al breve termine, è altrettanto indubbia l'impossibilità di contare sul controllo della liquidità per un puntuale «fine-tuning» della domanda aggregata.

Riteniamo dunque si possa affermare che condizione necessaria per una vera autonomia della banca centrale è che la sua politica monetaria sia istituzionalmente e con chiara priorità rivolta a perseguire la *stabilità dei prezzi*. Come definire esattamente questa stabilità, come prevederne l'interazione con gli altri obiettivi di politica economica, sono questioni delicate ed importanti, ma si possono affrontare solo dopo avere accettato il principio appena affermato. Nell'ambito di una ricerca in corso presso il Centro «Paolo Baffi» dell'Università Bocconi [Masciandaro 1991] è stato preparato un questionario per le banche centrali, chiedendo, fra l'altro, quale importanza attribuiscono (in una scala fra 0 e 1) a ciascuna fra sette diverse norme che possono servire a garantire la loro indipendenza politica. Il valore medio delle risposte ottenute colloca al primo posto l'esistenza di un obiettivo esplicito di stabilità monetaria (0,89, contro un'importanza media di 0.61 degli altri obiettivi indicati).

È solo intorno a questo obiettivo che si può organizzare il controllo politico sull'azione della banca centrale autonoma, che altrimenti non potrebbe che risultare vago, eludibile ed arbitrario. È un controllo che deve prevedere forme di *sanzione* per l'insuccesso nonché *procedure codificate per la soluzione di controversie* con il controllore. Gli studi più recenti sottolineano con crescente insistenza l'importanza di queste procedure per garantire un'autentica indipendenza all'istituto centrale [Goodhart 1991, par. C-ii; Swinburne e Castello-Branco 1991, par. IV.1]. L'indagine del Centro Baffi prima menzionata mostra che le banche centrali ritengono molto importante (con un valore medio di 0,71, terzo fra quelli risultanti per le sette normative indicate) per la loro autonomia l'esistenza di tali procedure. Si noti, fra l'altro, che solo quando esse sono ben disegnate si possono immaginare forme di intervento del Governo e del Parlamento nella fissazione e nella discussione dell'obiettivo di inflazione che la banca perseguirà, tali da non compromettere la sostanza della sua autonomia.

Concludendo su questo punto, è chiaro che la vera autonomia è

proprio il contrario di ciò che alcuni temono. È un modo per evitare che le banche centrali «dipendano solo dal Padreterno» [Onida 1991], e per rendere più nette le responsabilità ultime dell'autorità politica, che «è l'unica autorizzata a scegliere la funzione del benessere sociale» [Salvemini 1989, 8]. Ma perché sia così non basta la presenza di alcuni aspetti dell'indipendenza, che da soli possono anzi esser dannosi, ma essa deve venir sancita dall'obiettivo istituzionale della stabilità dei prezzi.

2.2. Autonomia formale e sostanziale

Si osserva a volte che l'autonomia formale della banca centrale dal Governo non è né necessaria né sufficiente, perché quel che conta è l'autonomia sostanziale, «nei fatti» [Nardozi 1988a, 196], determinata fra l'altro dalla personalità di chi guida la banca, dalle tradizioni e dai rapporti di potere caratteristici di una certa fase della vita politico-economica del Paese, risultante in modo complesso ed indefinibile dal congiungersi delle regole del gioco con la prassi della politica economica. Si confronta, ad esempio, il Giappone con gli Stati Uniti [Cargill 1989], concludendo che la banca centrale con maggiore autonomia formale, quella americana, dimostra di essere meno indipendente nei fatti. In proposito anche la Banca d'Italia è un caso ben noto e significativo di autonomia informale, garantita dalla tradizionale autorevolezza e dal prestigio dei suoi dirigenti.

In un certo senso anche la letteratura sulla reputazione della banca centrale può essere letta come una sottolineatura dell'importanza dell'autonomia sostanziale. Non è l'indipendenza formale della banca che può rendere credibile la politica monetaria annunciata, ma il risultato dell'osservazione del suo comportamento concreto, il «Fed-watching», nel quale il pubblico investe risorse anche per sfuggire all'inganno del banchiere centrale, che può aver convenienza a presentarsi diverso da quello che è, a farsi credere «forte» quando è invece «debole» [Backus e Driffill 1985a e 1985b].

Ma la questione dell'autonomia è troppo importante per essere lasciata allo stato informale. Non è alla tradizione, né alla reputazione, alla coerenza, alla benevolenza del Governatore che vogliamo essere debitori della stabilità dei prezzi. L'attività di «Fed-watching» è comunque importante, ma è bene economizzare le risorse in essa investite e vincolare a priori, istituzionalmente, le caratteristiche del banchiere centrale.

Soprattutto, se l'autonomia non è garantita istituzionalmente e formalmente non è controllabile e sanzionabile, né protetta nelle sue responsabilità: non è cioè vera autonomia. D'altra parte, se le forme che mirano a provvederla sono adeguate, un certo grado di autono-

mia sostanziale non può mancare e può essere continuamente constatato.

È evidente come questo «formalismo» si accordi con quanto sopra affermato circa la necessità che la «costituzione monetaria» del Paese includa esplicitamente l'indicazione dell'obiettivo antiinflazionistico della politica monetaria. Il caso statunitense prima citato vede, ad esempio, una importante proposta Parlamentare, la *House Joint Resolution 409*, diretta ad irrobustire l'autonomia sostanziale tramite una precisazione di tale obiettivo [Hetzel 1990; Corrigan, Hoskins, Black e Parry 1990].

2.3. L'autonomia della politica monetaria e le altre funzioni della banca centrale

I compiti della banca centrale vanno di solito oltre la politica monetaria. Alcuni sono ad essa strettamente connessi, come la supervisione del sistema dei pagamenti. Altri sono più eterogenei. Fra questi, due hanno particolare rilievo: la politica valutaria e la vigilanza sul sistema bancario e in alcuni casi anche sul resto del sistema finanziario.

È importante tener conto di tali altre funzioni nel valutare l'autonomia della politica monetaria; e perché quest'ultima sia garantita occorre che nell'esercizio degli altri suoi compiti la responsabilità e i rapporti col governo della banca centrale siano di un certo tipo.

Nel caso della politica del cambio (i cui riflessi sui rapporti fra banca centrale e Governo hanno avuto l'onore della cronaca nel caso dell'unificazione tedesca) è evidente che deve essere assicurata la compatibilità fra l'obiettivo valutario e quello monetario, soprattutto in condizioni di forte mobilità dei capitali. D'altra parte il Governo non può rinunciare al potere di assumere impegni sul cambio. Ci sembra quindi che due condizioni debbano essere verificate perché l'autonomia della politica monetaria possa dirsi rispettata. La prima è che l'omogeneità e la completezza delle informazioni dell'una e dell'altra autorità siano assicurate da uno «stretto coinvolgimento della banca centrale nella scelta del regime di cambio e in tutte le principali decisioni di politica valutaria» [Swinburne e Castello-Branco 1991, 40] nonché, ovviamente, nell'esecuzione tecnica delle relative operazioni. In secondo luogo, occorre che sia prevista una procedura trasparente e precisa per decidere circa l'eventuale dissenso della banca centrale sull'obiettivo scelto dal Governo per il cambio. Quando si tratti della scelta del regime di cambio, arbitro della controversia potrebbe essere il Parlamento.

Si è già detto (par. 2.1) come la codificazione delle forme di controversia fra istituto centrale e organi politici sia, in generale, una ga-

ranza di autonomia, perché responsabilizza la banca, la stimola a manifestare la sua opinione senza temere di apparire «sediziosa» [Banca d'Italia 1974, 426] e la protegge dalle pressioni politiche che subirebbe nel corso di un disaccordo occulto. La necessaria concertazione di obiettivi valutari e monetari è uno dei casi importanti dove potrebbe succedere di utilizzare tali procedure.

Quanto alla funzione di regolamentazione e vigilanza, la questione della sua possibile interferenza con l'autonomia della politica monetaria è ancora più complessa. In merito non mancano interessanti contributi nella letteratura [Peterson 1977; Cargill 1989; Heller 1990; Swinburne e Castello-Branco 1991; Albareto, 1991; Folkerts-Landau e Garber 1991] che è però tutt'altro che esauriente. Non è questo il luogo per sviluppare adeguatamente l'argomento. Condividiamo l'opinione di Nardozzi quando afferma che i poteri di regolamentazione strutturale e di vigilanza comportano per la banca centrale decisioni che «assumono valenze politiche, e quindi di confronto con il Governo, non meno, e forse più, rilevanti delle scelte relative alla politica monetaria» [Nardozzi 1988b, 206]. Questa non ci sembra però una buona ragione per sminuire l'importanza e la realizzabilità dell'autonomia della politica monetaria.

Si tratta piuttosto di meglio preservare quest'ultima dai pericoli che possono venirle dall'esistenza di altri terreni di confronto col Governo. A questo fine non pare esservi altra soluzione che collocare con chiarezza fuori dalla banca centrale i poteri e le responsabilità estranei alla politica monetaria. Alle corrispondenti funzioni la banca potrà e dovrà prestare le sue risorse, la sua operatività, le sue informazioni. Soprattutto dovrà curare la protezione e l'efficienza del sistema dei pagamenti. Ma dovrà risponderne su un piano esecutivo e tecnico: del potere di indirizzo e di decisione deve essere investito un organo diverso, con un diverso rapporto col Governo e, forse, una sue specifica autonomia. La funzione di «prestatore di ultima istanza» della banca centrale non verrebbe compromessa. Le relative decisioni potrebbero anzi spettarle direttamente, quando non si tratti del salvataggio di una singola istituzione, ma della soluzione di un problema di liquidità generalizzato, con il «prestatore» che si rivolge «al mercato» per farvi fronte ad un rischio sistemico [cfr. Swinburne e Castello-Branco 1991, 41-42].

Come è noto, la separazione delle responsabilità di vigilanza da quelle relative alla politica monetaria vige in Germania ed è considerata un'importante garanzia dell'autonomia della Bundesbank. Nel caso italiano il Rapporto Sarcinelli *Per un'ipotesi di legge delega* presentato nel febbraio di quest'anno [Rapporto Sarcinelli 1991] è molto esplicito nel raccomandare «una più netta separazione fra le funzioni

di vigilanza creditizia e di governo della moneta» [Rapporto Sarcinelli 1991, 24 e art. 3.2, p. 49].

Tale separazione, che come minimo potrebbe essere realizzata con forme di «chinese walls» all'interno della stessa banca centrale, ha due ulteriori motivazioni. La prima consiste nel fatto che, a livello internazionale, la vigilanza risponde ad un'area di concertazione diversa, che va oltre la Comunità Europea. La seconda è la necessità di tener molto vicine la vigilanza del settore bancario e quella del settore non bancario, che l'evoluzione finanziaria va sempre più confondendo fra loro. La politica monetaria fa invece leva su un rapporto con l'attività bancaria in senso stretto ed è a questa attività che deve essere chiaramente diretta l'«autorità monetaria» del banchiere centrale. Nel proporre, in Italia, la costituzione di una Commissione per il coordinamento dell'«alta vigilanza» il sopracitato Rapporto Sarcinelli [1991, 25] richiama questa seconda motivazione, anche se si riferisce soprattutto al coordinamento della regolamentazione, mantenendo alla Banca d'Italia ampia delega per il controllo.

Occorre anche osservare che il problema si ridimensiona tanto più quanto più la legge dispone una precisa «separazione fra le responsabilità normative e quelle di controllo» [Rapporto Sarcinelli 1991, 27] e impone un limite alla discrezionalità nell'esercizio dei poteri di regolamentazione e vigilanza. Se i tipi di vincoli e di controlli che possono essere imposti al sistema finanziario sono ben tipizzati, così come le occasioni in cui imporli, se le autorizzazioni e la vigilanza avvengono in base a requisiti oggettivi e indici quantitativi, è ovvio che si riducono i problemi di indipendenza dal potere politico e il coinvolgimento della banca centrale in funzioni diverse dalla politica monetaria rimane in un ambito tecnico e operativo che non pregiudica la sua autonomia. La tendenza internazionale è in questo senso, mentre la Banca d'Italia ha grande discrezionalità e potere nella regolamentazione e nella vigilanza. In proposito rilevano anche le delicate questioni che possono sorgere dalla proprietà pubblica dei maggiori istituti di credito e dalle procedure seguite per la nomina dei loro dirigenti. I conseguenti problemi di autonomia e i potenziali conflitti con la politica monetaria sono stati finora limitati dalla statura personale di chi ha guidato il nostro istituto centrale. Ma per il futuro, e in occasione dell'organizzazione del sistema europeo delle banche centrali, occorre riflettere a fondo e disporre importanti cambiamenti.

3. Autonomia e inflazione

La teoria secondo la quale l'autonomia della banca centrale contribuisce positivamente al benessere collettivo, perché limita l'inflazione associata ad ogni livello di attività del sistema, è molto nota e non

è qui il caso di dilungarsi ad illustrarla. Essa si basa sul fatto che la politica monetaria antiinflazionistica è «time inconsistent»: una volta preannunciata, l'autorità è incentivata ad abbandonarla, sfruttando l'effetto espansivo di un aumento inatteso dei prezzi. Ma poiché il pubblico è consapevole di questo incentivo, ne tiene conto nel formulare le sue aspettative di inflazione e dunque nel determinare i tassi di interesse, i prezzi ed i salari. Ne viene un'inflazione più elevata e la necessità di ridurre di più il livello di attività per combatterla.

Per uscire da questa sorta di «dilemma del prigioniero» (riconosce che il problema ha tale natura, ad esempio, Cukierman, [1986, 6]) occorre fare in modo che la politica monetaria abbia «le mani legate» con un sistema che renda credibile la rinuncia ad approfittare dei vantaggi (apparenti) della sorpresa inflazionistica. È evidente come l'autonomia della banca centrale possa servire a questo scopo [Barro e Gordon 1983]. Ma conviene distinguere due casi che possiamo chiamare: del banchiere centrale «costretto» e del banchiere centrale «migliore».

L'autonomia migliora la credibilità, in primo luogo, se la banca centrale è «costretta» per legge a perseguire la stabilità dei prezzi. In mancanza di tale impegno esclusivo, l'effetto sulla credibilità si ha solo se il banchiere centrale è «migliore» dell'autorità politica, cioè meno sensibile ai vantaggi della sorpresa inflazionistica, particolarmente «conservatore» [Rogoff 1985, 1187], ed è ritenuto tale dal pubblico.

Questa spiegazione «game theoretic» dell'effetto dell'autonomia sull'inflazione non ci sembra però esaurire la questione. Essa riguarda infatti solo l'inflazione inattesa, che il Governo si autoproibisce «volentieri» per poter raggiungere un «second best» della sua funzione obiettivo, funzione che coincide completamente con quella del benessere sociale. Ma l'inflazione può essere desiderata dal Governo anche indipendentemente dall'effetto espansivo della sua componente inattesa e secondo una funzione obiettivo che può essere diversa da quella della collettività.

Dall'inflazione il Governo ricava infatti signoraggio, col quale agevola il finanziamento della spesa in disavanzo, da cui ricava vantaggi politici che vanno al di là dei benefici sociali. Il suo saggio di preferenza intertemporale può essere molto superiore a quello dei cittadini. Il Governo può avere interesse ad usare la moneta e l'inflazione per facilitare quei comportamenti della politica economica che producono cicli elettorali, ingannando le aspettative del settore privato e destabilizzando l'economia. In altri termini il Governo può essere considerato anche in una prospettiva secondo la quale la sua rinuncia all'inflazione ed al potere di influenzare la politica monetaria avviene «malvolentieri».

In questo caso l'autonomia, che ha comunque senso solo se confe-

rita ad un banchiere centrale «costretto» o «migliore», per usare la terminologia di prima, avrebbe finalità antiinflazionistiche secondo una logica che non c'entra col dilemma del prigioniero: sarebbe un provvedimento, per così dire, del legislatore «costituzionale», adottato per difendere gli interessi della collettività dalle malversazioni dei Governi, affidandone in parte la difesa ad una «agenzia preferita» [Bruni e Masciandaro 1991]. Preferita, in questo senso, anche dall'«opinione pubblica e dagli economisti», come osserva Baffi [1977, 178]. Del resto questo spirito, questo significato difensivo, caratterizzava in parte anche il vincolo di convertibilità aurea della moneta che, in un certo senso, è l'antenato dell'autonomia, quale modo per ovviare alla «fisiologica propensione all'inflazione delle banche centrali controllate monopolisticamente dai Governi [Goodhart 1988, cap. 2, par. 2, 19 e 24].

Un'altra spiegazione dell'effetto antiinflazionistico dell'autonomia può forse trovarsi nell'ambito di un modello di assegnazione ottimale di strumenti a obiettivi alla Tinbergen [Bruni e Masciandaro 1991]. Quando le informazioni sullo stato del sistema e sul suo funzionamento sono imperfette, è improduttivo cercare di concertare la manovra dei diversi strumenti di politica economica. Il miglior modo di muoversi «nella nebbia» è quello di specializzare ciascuno strumento nel perseguimento dell'obiettivo per il quale è più adatto. Dopodiché può essere fonte di instabilità ammettere eccezioni alla regola della specializzazione e permettere agli strumenti di accorrere in aiuto reciproco [Dernburg 1989, 329]. La banca centrale diventa un'agenzia specializzata nel perseguimento della stabilità dei prezzi. In questo caso l'indicazione del suo obiettivo esplicito ed esclusivo costituisce addirittura l'unica condizione, necessaria e sufficiente, per l'autonomia.

Il legame fra autonomia della banca centrale e stabilità monetaria è profondamente influenzato dall'integrazione finanziaria internazionale di un'economia e dal regime di cambio da essa adottato. Esamineremo la questione in un prossimo paragrafo (par. 5) guardando alla prospettiva dell'unificazione monetaria europea.

4. Autonomia e disavanzo pubblico

La relazione teorica fra autonomia della banca centrale ed inflazione appoggia su uno dei cardini della macroeconomia: la relazione fra moneta e prezzi. Se invece si cerca di teorizzare un effetto dell'autonomia sulle decisioni di bilancio, il terreno è molto meno solido, perché normalmente «si suppone, in modo più o meno esplicito, che non esista alcun nesso causale che va dalla politica monetaria a quella fiscale» [Burdekin e Laney 1988, 647].

In verità non mancano le possibilità di modellare tale nesso, leg-

gendo alla rovescia l'abbondante letteratura che spiega il nesso inverso: la «spiacevole aritmetica» di Sargent e Wallace può anche dirci che, se a «muovere prima» è l'autorità monetaria, sarà il bilancio, prima o poi, a doversi aggiustare [Sargent 1985, 248]. Ma i contributi in questa direzione sono pochi (fra cui Tabellini [1986]) e chi argomenta che l'autonomia riduce il disavanzo tende di solito a farlo in modo intuitivo o basandosi su evidenze empiriche discutibili [Parkin 1986].

Un ragionamento plausibile può essere analogo a quello fatto da Bruni e Giavazzi [1987, par. 3, 154 ss.] per spiegare l'effetto disciplina della liberalizzazione finanziaria sul bilancio pubblico. Se la politica monetaria autonoma si traduce in tassi di interesse meno accomodanti, il valore attuale dei costi politici del disavanzo può venire a superare quello dei vantaggi, determinando una diminuzione delle spese e/o un aumento delle entrate. Il meccanismo è basato sul fatto che con tassi più elevati aumentano le imposte che dovranno essere prelevate in futuro per rimborsare il debito; questo per l'autorità rappresenterà un costo politico al quale essa è sensibile già oggi, anche se ne sconta il valore utilizzando il suo saggio di preferenza intertemporale.

Ed è proprio su questo saggio di sconto del tempo che va fermata l'attenzione per comprendere la debolezza che nei fatti ha mostrato il legame fra severità monetaria e disciplina di bilancio. Un'abbondante letteratura spiega l'irresponsabilità intertemporale, la «miopia» dei Governi democratici, che dipende anche dai meccanismi elettorali, dai conflitti fra diversi decisori e dalla fragilità delle coalizioni (ad esempio Alesina e Drazen [1989]; Alesina e Tabellini [1990]; Roubini e Sachs [1988]; Tabellini e Alesina [1990]). Se il saggio di sconto dei politici è troppo alto, le tasse future contano poco e l'aumento degli oneri d'indebitamento, causato dalla disciplina monetaria, non risulta uno stimolo efficace per correggere il bilancio.

Esiste un'altra via attraverso la quale il maggior costo dell'indebitamento pubblico può stimolare la riduzione del disavanzo elevandone il costo politico immediato, senza dover ricorrere alla considerazione di quello futuro scontato. Nella misura in cui la domanda di credito del settore pubblico spiazza la spesa del settore privato, quest'ultimo vedrà ridursi il suo benessere ed il consenso che offre ai governanti. Si noti che questo effetto dipende comunque dall'esistenza di una differenza fra politici e cittadini circa la valutazione dell'utilità marginale sociale della spesa pubblica. Se infatti i privati ritenessero tale utilità pari al tasso di interesse, e quindi all'utilità della spesa spiazzata, l'effetto non sussisterebbe. Un ragionamento diverso ma equivalente si può fare se i tassi di interesse sono calmierati dalla sostituibilità dei titoli di stato con i titoli esteri e parte dell'effetto di spiazzamento della spesa pubblica deriva dalla rivalutazione (reale)

del cambio: il costo politico del disavanzo cresce allora con l'apprezzamento della moneta, che avviene perché essa è offerta senza acconoscenza dalla banca centrale indipendente.

Ma anche questi canali dell'«effetto disciplina», basati sullo spiazzamento, sono molto indiretti e, pur prescindendo dal calcolo intertemporale e perciò dalla «miopia» del Governo, possono risultare indeboliti da altre circostanze. Teorizzare l'impatto della politica monetaria sul disavanzo può diventare scoraggiante, soprattutto quando, come in Italia, si incontra nei fatti evidenza di uno scarso effetto della disciplina finanziaria. In verità crediamo si possa affermare che l'esercizio autonomo di una politica monetaria antiinflazionistica è una condizione necessaria, ma non sufficiente per il contenimento del disavanzo pubblico. Per assicurare quest'ultimo occorre probabilmente ricorrere a vincoli diretti sulla politica di bilancio. Questi vengono proposti anche ai fini dell'organizzazione dell'unione economica e monetaria europea [Frenkel e Goldstein 1991; Bovenberg, Kremers e Masson 1991]. Sulla questione torneremo nel paragrafo 8 di questa relazione.

5. Autonomia e unione monetaria europea

Il concetto di autonomia della politica monetaria diventa più complesso se si considera l'apertura finanziaria sull'estero dell'economia. In un Paese «piccolo» sul mercato monetario internazionale, con cambio fisso e perfetta mobilità di capitali, la quantità di moneta è determinata endogenamente, con il canale estero che eguaglia sempre l'offerta alla domanda di liquidità, mentre la politica monetaria può solo influenzare la quantità di riserve valutarie. La banca centrale abdica, per così dire, a favore degli istituti di emissione dei Paesi più «grandi», che determinano l'andamento della liquidità internazionale.

La sua autonomia mantiene però un significato importante, perché conferisce credibilità all'impegno sul tasso di cambio: nella figura 2.1 questo effetto è indicato dai legami A e B. Un eccessivo finanziamento monetario del Tesoro, infatti, causerebbe una perdita di riserve rendendo insostenibile il cambio e invitando attacchi speculativi [Obstfeld 1984; Buitier 1986].

Ma il collegamento funziona anche nell'altro senso, creando il circolo virtuoso della stabilità monetaria: l'impegno sul cambio accresce infatti la credibilità, e perciò l'efficacia della politica monetaria disinflazionistica. Quando ci si «lega le mani» col cambio, la cui modifica diviene possibile solo nell'ambito di un accordo internazionale, con attriti e costi politici, la credibilità aumenta perché l'inflazione causerebbe un peggioramento della competitività, della produzione e dunque una perdita di benessere, sia per l'autorità che per la collettività

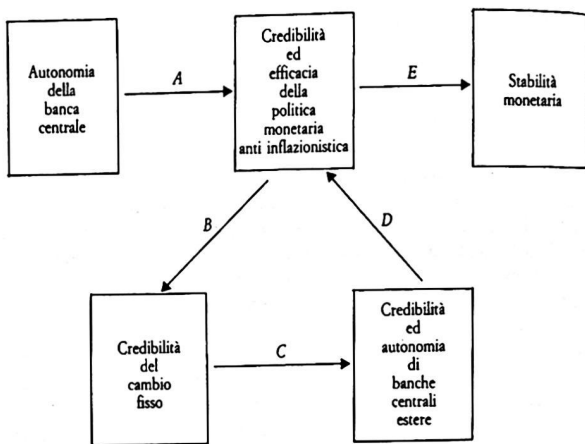


FIG. 2.1. Il circolo virtuoso della stabilità monetaria.

[Giavazzi e Pagano 1988]. Ciò a condizione, ovviamente, che la valuta estera di riferimento sia quella di un Paese a sua volta credibilmente antiinflazionista. Si usa dire allora che il primo Paese «prende a prestito» dal secondo la credibilità della banca centrale. Nella figura 2.1 ciò è descritto dall'insieme dei legami C e D.

L'impegno sul cambio e l'autonomia della banca centrale agiscono dunque come elementi sinergici nel dare credibilità alla politica monetaria. Questa sinergia permette una qualche sostituibilità fra i due elementi: se il cambio è credibilmente fisso, l'autonomia è meno importante, e viceversa. Nella figura 2.1, il circolo B-C-D funziona anche senza il legame A. Ma fra i due ci sembra che l'impegno sul cambio abbia un effetto di credibilità più indiretto e fragile, cosicché l'autonomia diventa indispensabile e gioca un ruolo essenziale come garanzia della stabilità monetaria.

La disciplina derivante dal cambio può rivelarsi fragile per diversi motivi. Innanzitutto, il suo effetto dipende da tre fattori che possono variare nel tempo: l'incidenza di un peggioramento delle ragioni di scambio sul livello di attività economica e, indirettamente, sulla funzione di utilità dei politici; la quantità di credibilità posseduta effettivamente dalla banca centrale che la «presta»; la severità con cui gli altri membri dell'accordo di cambio considerano l'eventualità di riallineamenti. Non è qui il luogo per sviluppare tali questioni. Ma è evidente, ad esempio, che in una fase di ristrutturazione dell'industria

esportatrice, il primo effetto può risultare debole, e lo stesso succede quando si rivalutano le monete (il dollaro) diverse da quelle rispetto alle quali è fissato il cambio (marco). È anche chiaro come la banca centrale di riferimento possa attraversare periodi particolarmente difficili e crisi di credibilità. Quanto alla severità nei confronti dei riallineamenti, basti pensare all'attuale minaccia di un'unione monetaria «a più velocità». È una prospettiva nella quale tale severità si ridurrebbe: per i membri in «prima velocità» il vantaggio di accelerare l'unificazione potrebbe superare quello di ostacolare le svalutazioni dei Paesi ritardatari.

Un'altra minaccia alla credibilità del cambio viene da quei movimenti di capitali che possiamo considerare «perversi», in quanto premiano le valute deboli venendo attratti dai tassi di interesse più alti che esse offrono. Si tratta di un fenomeno che ha avuto notevole importanza negli ultimi anni e che ha messo in crisi l'interpretazione dello SME come accordo centrato sulla politica monetaria dei Paesi più virtuosi [Giavazzi e Spaventa 1990]. Questi movimenti di capitali sono un problema per due ragioni. In primo luogo rendono più difficile la disciplina monetaria e la lotta all'inflazione nei Paesi verso i quali si dirigono, perpetuando una situazione in cui si erode la loro competitività e si intravede un futuro cedimento del cambio, proprio quando esso tenderebbe a rivalutarsi. Per mantenere costante il grado di restrizione monetaria, tali Paesi devono riuscire a sterilizzare crescenti entrate di fondi esteri. In secondo luogo, tali movimenti di capitali complicano il coordinamento delle politiche monetarie all'interno dello SME, che è basato sulla leadership del Paese con minore inflazione: diminuisce così la credibilità complessiva dell'accordo monetario.

Il problema dei movimenti di capitali «perversi» è fra quelli che hanno stimolato, fino a qualche tempo fa, l'accelerazione dei programmi di unificazione monetaria. Sostituendo alla leadership implicita della banca centrale tedesca un'effettiva unificazione delle politiche monetarie, delle banche centrali e, successivamente, delle monete, si tornerebbe a rafforzare la credibilità dell'accordo, risolvendo alla radice la questione dell'inconciliabilità del famoso «quartetto» [Padoa-Schioppa 1982]. La costituzione di una banca centrale comune autonoma serve anche a superare alcune delle difficoltà richiamate più sopra. Permette infatti di prescindere (anche se, in un periodo iniziale, corrispondente alla fase due e all'inizio della fase tre del progetto Delors, solo parzialmente) dalla credibilità del leader, dalla severità nei confronti dei riallineamenti, dalla sensibilità dei politici al peggioramento delle ragioni di scambio.

La prospettiva di una banca centrale europea autonoma (e perciò esplicitamente dedicata alla stabilizzazione dei prezzi) può dunque far sì

che il regime di cambio fisso mantenga il suo effetto positivo sulla credibilità della politica monetaria. Attualmente possiamo dire che l'organizzazione proposta per la banca centrale europea è diretta a realizzare la sua piena autonomia [Bruni e Masciandaro 1991] anche se diversi aspetti importanti debbono ancora essere precisati [Goodhart 1991]. Ma l'andamento dei lavori della conferenza intergovernativa in corso fa pensare che non sia più molto elevata la probabilità di arrivare presto alla costituzione di un istituto centrale comune. Come è noto, è soprattutto il problema del debito pubblico, e in particolare di quello italiano, a rallentare l'unione monetaria.

La prospettiva incerta mette in crisi l'effetto credibilità del cambio fisso. Diventa allora ancora più importante la questione dell'autonomia della banca centrale nazionale. Prendendo i provvedimenti necessari ad aumentare in modo convincente tale autonomia (si veda il paragrafo successivo), si potrebbe proteggere la stabilità dei prezzi anche se dovesse indebolirsi lo SME ($A + E$ nella figura 2.1). Mani più libere sul cambio, ed un eventuale minaccia di collocamento in «seconda velocità», potrebbero interrompere gli afflussi «perversi» di capitali e facilitare il disciplinamento della finanza pubblica. L'aggiustamento del bilancio risulterebbe anche stimolato, dal punto di vista politico, perché con un cambio meno sicuro crescerebbe il timore di esclusione dall'unità europea [Giovannini e Spaventa 1991]. D'altra parte, nonostante le «mani più libere», l'autonomia potrebbe mantenere credibilmente solido il cambio (funzionando, nella figura 2.1, il legame $A + B$ anziché il circolo $C + D + B$) fino alla riammissione del Paese in «prima velocità».

Riassumendo, dunque: in un'economia finanziariamente aperta l'autonomia della banca centrale è sinergica e in parte sostituibile all'impegno di tenere fisso il cambio. Quando gli accordi di cambio tendono ad indebolirsi e a divenire meno credibili, quello è il momento di rafforzare e meglio esplicitare l'autonomia e la responsabilità della banca centrale nel perseguire la stabilità dei prezzi.

6. L'autonomia della politica monetaria in Italia e le sue conseguenze dal «divorzio» in poi

Durante gli anni Ottanta la politica monetaria italiana è diventata più autonoma e più severa. Contro l'inflazione e il disavanzo pubblico è stato esercitato un serio tentativo di disciplina monetaria.

I provvedimenti principali hanno avuto inizio col cosiddetto «divorzio» dell'estate 1981. Per aumentare in modo esplicito e diretto l'autonomia della Banca d'Italia non è stato poi fatto più nulla fino ad esattamente 10 anni dopo, quando è stato varato il disegno di legge

TAB. 2.1. *Indicatori di politica monetaria in Italia*

	1975-78	1979-82	1983-86	1987-90
M2 reale	7,8	-2,4	1,2	4,0
BM reale	4,1	-4,2	3,4	3,9
BM di origine interna, reale	-2,2	-0,3	4,5	-3,1
% monetizzazione del fabb. Tesoro	16,6 *	16,6	11,9	3,5
Tasso di int. reale:				
Italia	-3,1	-1,2	4,4	4,6
Italia-EuroDM	-2,5	-5,4	1,1	0,5

Nota: M2, la base monetaria (BM), totale e di origine interna (cioè al netto della creazione del canale estero) sono indicati con la variazione percentuale media annua della consistenza, deflazionata con i prezzi al consumo. Il grado di monetizzazione è misurato con la percentuale della creazione di base monetaria del canale Tesoro sul fabbisogno totale del settore pubblico. Il tasso di interesse italiano è quello del «mercato monetario» (Tavola A9 della Relazione della Banca d'Italia) al netto dell'inflazione dei prezzi al consumo dell'anno al quale si riferisce. EuroDM è l'euromarco a tre mesi, deflazionato con i prezzi al consumo tedeschi.

* 1976-78.

per l'attribuzione del potere di fissazione del tasso di sconto all'istituto centrale.

Nel frattempo sono stati però presi numerosissimi provvedimenti che hanno gradualmente ma profondamente liberalizzato i flussi finanziari e creditizi all'interno del Paese ed i movimenti valutari con l'estero. Sono stati inoltre ristrutturati e riorganizzati il mercato monetario e quello del debito pubblico, mettendo in condizioni la politica monetaria di operare efficacemente per via indiretta, con interventi sul mercato aperto. Possiamo interpretare questo insieme di misure come un importante sostegno all'autonomia della banca centrale. Infatti, la rinuncia a vincoli e controlli diretti, eliminando strumenti di «repressione finanziaria», ha reso la Banca d'Italia meno influenzabile dall'urgenza politica del disavanzo. Ciò in quanto è divenuto difficile nascondere l'accomodamento dietro provvedimenti amministrativi, il cui contenuto fiscale è occulto e il cui costo politico è perciò basso; il finanziamento del Tesoro deve avvenire in modo palese, creando moneta e rispondendo delle conseguenze sui prezzi e sul cambio.

Forte di una maggiore autonomia e di un armamento meno improprio, la politica monetaria ha esercitato per un decennio, con una certa continuità, un controllo severo della liquidità, coerente col regime di cambio scelto entrando nello SME nel 1979. Ciò appare chiaro dagli indicatori raccolti nella tabella 2.1.

Già nel periodo iniziale dell'accordo europeo, fino al 1982, è stato ridotto drasticamente il ritmo di crescita degli aggregati monetari, lasciandoli diminuire in termini reali in seguito all'inflazione alimentata

dalla liquidità preesistente. La bilancia dei pagamenti distruggeva base monetaria, cosicché è stato possibile frenare gli aggregati pur mantenendo elevato il grado di monetizzazione del disavanzo pubblico. I tassi di interesse reali rimanevano ancora bassi, compresi dall'imposta implicita nei controlli amministrativi, molto inferiori a quelli esteri.

Nel resto del decennio, il ritmo di crescita degli aggregati si è fatto più regolare, non molto discosto, in termini reali, dall'aumento del prodotto nazionale. Dal 1987, però, la crescita reale del PIL è stata inferiore di circa un punto all'anno a quella della moneta e della base monetaria. Una restrizione, dunque, non molto forte, che in alcune fasi ha visto anzi brusche accelerazioni della liquidità. Ma anche per raggiungere questo grado di restrizione, soprattutto negli ultimi anni, la banca centrale ha dovuto costantemente impegnarsi a sterilizzare la creazione di liquidità dell'estero. Al netto di quest'ultima, la base monetaria è diminuita, in termini reali, del 3,1% all'anno nella media del periodo 1987-90. L'operazione ha richiesto l'esercizio dell'autonomia dell'istituto di emissione nei confronti del fabbisogno pubblico, il cui grado di monetizzazione è precipitato, finendo per annullarsi. Gli afflussi di capitali dall'estero sono stati favoriti dalla liberalizzazione valutaria e finanziaria, e dall'aumento dei tassi di interesse che, sgravati dall'imposta implicita nei controlli diretti del credito e nel protezionismo valutario, hanno raggiunto e superato, in termini reali, quelli tedeschi.

Quest'insieme di provvedimenti e di politiche di disciplina monetaria ha avuto considerevoli effetti sia sull'inflazione che sul bilancio del settore pubblico (si veda la tabella 2.2). Il tasso di aumento dei prezzi, e la sua differenza dall'inflazione tedesca, si sono ridotti ad un terzo di quelli della fine degli anni Settanta. Gli interessi sul debito pubblico sono enormemente aumentati. La crescita degli oneri finanziari ha costretto a ridurre il disavanzo primario, che da quasi il 6% del prodotto nazionale si è portato vicino al pareggio. Ma il flusso di indebitamento netto e il disavanzo corrente sono rimasti elevati, e sono anzi cresciuti in rapporto al PIL. La consistenza complessiva del debito del settore pubblico ha così superato il prodotto nazionale, anche se la maggiore autonomia della banca centrale ha permesso di dimezzare la quota da essa detenuta di tale debito, che è ora poco più di 1/10.

Nel complesso si può dire che l'effetto dell'autonomia e della disciplina monetaria, sia sul fronte dei prezzi che su quello del disavanzo, pur essendo evidente, non è stato abbastanza intenso. Anche se molto ridotto, è rimasto un netto differenziale di inflazione rispetto ai Paesi con miglior stabilità monetaria. Ma ancor più insufficiente e, soprattutto, lento è stato l'aggiustamento del disavanzo. Non è vero,

TAB. 2.2. *Inflazione e disavanzo pubblico in Italia*

	1975-78	1979-82	1983-86	1987-90
Deflatore del PNL	17,1	18,2	10,9	6,5
Inflazione dei prezzi al consumo: differenziale con la Germania	11,5	12,7	8,6	3,8
Indebitamento netto del sett. pubb. in % PIL: totale	10,4	11,6	11,9	11,0
al netto degli interessi passivi	5,4	4,2	3,7	2,3
Disavanzo corrente del settore pubbl. in % PIL	5,5	5,7	6,7	6,1
Consistenza del settore pubblico in % PIL				
sul mercato	44,2	51,0	66,8	83,9
con Bi-Uic	22,5	15,1	13,7	12,6

Nota: dati medi annuali.

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

ripetiamo, che manchi evidenza di un effetto della disciplina finanziaria; non ha ragione chi afferma che «numeri alla mano, si può dimostrare che l'elevato livello dei tassi di interesse negli ultimi anni non ha esercitato alcun effetto sul processo di decisione delle spese» [Salvemini 1989, 8]. Ma non c'è dubbio che l'impatto della disciplina finanziaria doveva e poteva essere maggiore, e che attualmente il disavanzo, per essere considerato tecnicamente «sostenibile» dovrebbe, al netto degli interessi, potersi subito trasformare in un considerevole avanzo. Va anche riconosciuto che la contrazione del disavanzo di base è avvenuta senza nessuna incisiva riforma strutturale dei meccanismi di spesa, cosicché l'aggiustamento appare precario e risulta spesso dannoso per la composizione e per la qualità delle spese e perciò dei servizi pubblici.

Perché l'effetto della disciplina monetaria è stato insufficiente? La risposta può essere data in parte in base a quanto detto, in generale, nei paragrafi precedenti, a proposito delle relazioni fra autonomia, inflazione, disavanzo pubblico, integrazione monetaria con l'estero. Quest'ultima, in particolare, è stata una causa importante di attenuazione della disciplina, per via soprattutto degli afflussi «perversi» di capitale che abbiamo prima ricordato.

L'inflazione ha potuto continuare nonostante la sostenutezza del cambio e la conseguente perdita di competitività. Come mostra la ta-

TAB. 2.3. *Indici del tasso di cambio reale della lira (1980 = 100)*

	1975-78	1979-82	1983-86	1987-90	1990
<i>con prezzi manufatti, rispetto a:</i>					
Paesi industriali	95,2	96,8	98,4	103,0	106,8
Germania*	94,4	98,2	105,5	102,2	104,6
<i>con val. medi unitari all'esportazione, rispetto a:</i>					
Paesi industriali	95,9	97,1	96,2	103,2	107,9
Germania*	92,7	100,2	106,8	105,0	108,8
<i>con costi unitari del lavoro, rispetto a:</i>					
Paesi industriali	103,4	101,7	107,1	110,2	117,3
Germania*	107,6	104,4	112,7	101,8	106,1

* Indice di competitività relativa, calcolato rapportando l'indice di cambio reale della lira rispetto ai Paesi industriali a quello del marco tedesco rispetto agli stessi Paesi. Elaborazioni su dati Banca d'Italia.

bella 2.3 questa è stata particolarmente ingente rispetto alla Germania. Ma per diversi anni le imprese italiane sono state in grado di ristrutturarsi e migliorare la produttività, cosicché il costo politico del cambio forte è stato contenuto. Per ragioni analoghe non è stato sofferto in modo acuto lo spiazzamento della spesa privata causato dagli alti tassi di interesse reale.

Per quanto riguarda specificamente l'effetto della disciplina sul disavanzo, abbiamo ricordato nel paragrafo 4 i punti critici delle teorie che lo spiegano. Molto significativo è, nel caso italiano, il problema dell'irresponsabilità intertemporale dei Governi, per affrontare la quale si vanno suggerendo riforme costituzionali ed elettorali. Va forse aggiunto che la persistenza del disavanzo è di per sé una causa di attenuazione della disciplina, perché riduce la credibilità della politica monetaria, la cui severità non appare sostenibile a lungo. Per questa via la resistenza del disavanzo alla disciplina può diventare resistenza dell'inflazione. Abbiamo accennato che, anche in teoria, non si può ritenere la disciplina monetaria una condizione sufficiente per la disciplina di bilancio, e che per ottenere quest'ultima può essere necessario ricorrere a vincoli diretti sul disavanzo. Torneremo su questo nel paragrafo 8. Qui basti sottolineare che il ricorso a tali vincoli risulterà probabilmente indispensabile nel caso italiano.

Vi è un'altra ragione importante che spiega perché l'autonomia e la disciplina monetaria non hanno avuto in Italia l'effetto che si poteva sperare. Ed è che l'autonomia stessa è rimasta incompleta e la di-

sciplina insufficiente. Ciò risulterà chiaro dal paragrafo seguente, nel quale suggeriamo una serie di provvedimenti che renderebbero completa l'autonomia e rigoroso l'assetto istituzionale entro il quale la politica monetaria viene formulata e realizzata.

7. Più autonomia alla Banca d'Italia

A nostro giudizio, i passi che ancora rimangono per realizzare compiutamente il disegno di autonomia della politica monetaria che in Italia è andato precisandosi nello scorso decennio sono i seguenti. La loro giustificazione può trovarsi nelle argomentazioni svolte nei paragrafi precedenti.

1) Occorre attribuire un rilievo costituzionale all'obiettivo della stabilità monetaria ed assegnare tale obiettivo alla Banca d'Italia. Ciò potrebbe essere fatto con una revisione dell'articolo 47 della Costituzione, riguardante la tutela del risparmio, o nell'ambito di un più organico disegno di legge costituzionale.

2) Va eliminato ogni residuo obbligo di finanziamento della Banca d'Italia al Tesoro. Ciò richiede:

a) l'abolizione, o un'adeguata riforma, del conto corrente di Tesoreria, per consentire al Tesoro un'elasticità di cassa, ma non una fonte di finanziamento stabile e quasi gratuita [Rapporto Spaventa 1989, par. 8.2 e 8.3];

b) l'abolizione della facoltà che, in base al Decreto Luogotenenziale n. 544 del 7 maggio 1948, il Parlamento ha di imporre alla Banca d'Italia anticipazioni straordinarie al Tesoro. In periodo recente, di tale facoltà il Parlamento si valse, su proposta del Tesoro, nel gennaio 1983. L'abrogazione di tale decreto appare necessaria. Se poi si volesse scongiurare il rischio che il Parlamento, con una nuova legge ordinaria, possa in futuro nuovamente imporre un'anticipazione, occorrerebbe che la formulazione «costituzionale» di cui al punto 1 più sopra fosse tale da precludere tale imposizione.

Si noti che l'insieme dei punti *a* e *b* non escluderebbe la *facoltà*, ma solo l'*obbligo* di finanziamento diretto della Banca d'Italia al Tesoro. Una formulazione più rigida, talora considerata in sede CEE, arriverebbe a vietare alla banca centrale il finanziamento diretto del Tesoro. Questa seconda formulazione, che in alcuni casi potrebbe ostacolare lo svolgimento di un'efficiente politica monetaria, risulterebbe non necessaria se fossero accolti tutti gli altri presidi suggeriti per l'autonomia della banca centrale. In tal caso si avrebbe infatti la ragionevole certezza che il finanziamento diretto verrebbe usato solo se risultasse, a giudizio della banca centrale, opportuno e compatibile con la stabilità monetaria.

3) Alla Banca d'Italia vanno assegnati, come già raccomandato dal Rapporto Spaventa [1989, par. 8.1 e 8.3], in via esclusiva, i poteri in materia di tasso ufficiale di sconto e sulle anticipazioni (come previsto dal disegno di legge dello scorso luglio) e in materia di riserva obbligatoria (la cui manovra richiede oggi un decreto del Tesoro, seguente una delibera del CICR, in virtù dell'art. 32. lettera *f* della Legge bancaria).

4) Vanno eliminati i poteri che, in base agli articoli 32 e 35 della legge bancaria, il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, il Ministro del Tesoro e la Banca d'Italia ancora hanno di imporre vincoli amministrativi (cfr. anche Rapporto Spaventa [1989, par. 8.4]). Ciò è necessario sia per evitare che il mercato chieda sui tassi di interesse un «premio per il rischio» di reintroduzione dei vincoli; sia perché, ai fini dell'Unione economica e monetaria europea è previsto il divieto di imporre tali vincoli; sia, infine, per mostrare che il complessivo ridisegno delle competenze vuole razionalizzare i poteri delle autorità, eliminando quelli incoerenti con una politica basata su strumenti di mercato, e non semplicemente massimizzare i poteri della Banca d'Italia.

5) Dev'essere eliminato il potere del Comitato interministeriale per la programmazione economica di emanare «direttive per la ripartizione globale dei flussi monetari tra le varie destinazioni, in conformità alle linee di sviluppo fissate dal programma economico nazionale». Tale potere, conferito dal Dpr. n. 626 del 1968, è rimasto in gran parte sulla carta, ma non può tardare l'abrogazione formale di una competenza incoerente con la politica finanziaria attuale e con l'integrazione internazionale del Paese.

Le modifiche sopra elencate – alcune delle quali (2a, 3, 4), come abbiamo notato, furono recepite nel Rapporto Spaventa – andrebbero adottate congiuntamente e contemporaneamente per ottenere un appropriato «effetto di annuncio» e massimizzare l'impatto sulla credibilità della politica monetaria. Si tratta di provvedimenti che attengono specificamente all'assetto istituzionale dei poteri monetari, sia pure in senso ampio.

Ulteriori misure sarebbero complementari, e garantirebbero un aumento dell'autonomia e dell'efficacia della disciplina monetaria. In alcuni casi si tratterebbe di completamenti della liberalizzazione finanziaria e valutaria. Ad esempio, andrebbe eliminata la discriminazione fiscale che ancora sfavorisce gli investimenti in attività finanziarie estere. È probabile, inoltre, che la combinazione di quanto suggerito *sub* 2a e 3 darebbe luogo automaticamente ad una forte riduzione dell'imposta implicita prelevata attualmente con la riserva obbligatoria, con una radicale riforma di tale vincolo.

Altri provvedimenti dovrebbero invece essere presi su fronti che,

come abbiamo sostenuto in diversi punti di questa relazione, sono intimamente connessi alla questione dell'autonomia della politica monetaria: la regolamentazione e la vigilanza sul sistema creditizio e finanziario, e il controllo della finanza pubblica.

Non era scopo di questa relazione approfondire tali questioni. Sul fronte della regolamentazione e della vigilanza ci limitiamo a rinviare alle considerazioni fatte nel paragrafo 2.3. e, in particolare, alle proposte ivi richiamate dal rapporto della Commissione Sarcinelli. L'aspetto più importante è l'opportunità di creare un'adeguata separazione fra tali funzioni e la politica monetaria, collocandone eventualmente la responsabilità ultima in una sede esterna alla banca centrale.

Circa la finanza pubblica si tratta, come già abbiamo accennato, di studiare l'imposizione di vincoli diretti sul disavanzo. Non siamo qui in grado di discutere nel dettaglio la fattibilità e le modalità di tali vincoli. Vogliamo solo proporre una semplice spiegazione analitica della necessità di introdurli e impostare la discussione sull'alternativa fra vincoli sul tasso o sulla quantità delle emissioni di titoli pubblici. A ciò è dedicato il paragrafo che segue.

8. Oltre l'autonomia: vincoli diretti sul tesoro

Per argomentare intorno alla necessità di vincoli diretti sulla politica di bilancio e per discutere la possibile tipologia di tali vincoli, facciamo ricorso ad un modello molto semplice di determinazione endogena del disavanzo *primario* e del tasso di interesse sulle corrispondenti emissioni di debito pubblico. Si suppone assente la creazione diretta di moneta da parte del Tesoro.

Si può pensare ad una curva di domanda e ad una di offerta del *flusso* di nuovi titoli di Stato, in funzione del loro rendimento. La figura 2.2 le mostra con il tasso di interesse in ordinata.

La curva di domanda deriva da una scelta del settore privato fra impieghi alternativi del reddito e dall'eventuale ricomposizione desiderata del portafoglio esistente di ricchezza finanziaria. È inclinata positivamente, perché un maggior tasso di interesse riduce il consumo, l'investimento e la domanda di moneta. In ogni suo punto il tasso di interesse tende ad eguagliare l'utilità marginale degli impieghi alternativi dei fondi utilizzati per l'acquisto dei titoli. La sua elasticità al tasso risente anche dell'assorbimento, da parte del pubblico, delle emissioni destinate a coprire l'onere di interessi sul debito preesistente: tanto più elevato quest'ultimo, perciò, tanto più rigida sarà la curva. Fra i fattori che possono spostare la curva vi è la politica monetaria: in quanto essa può modificare il grado di liquidità del portafoglio del pubblico; quando lo aumenta induce una maggior domanda di nuovi titoli, spostando a destra la curva, e viceversa.

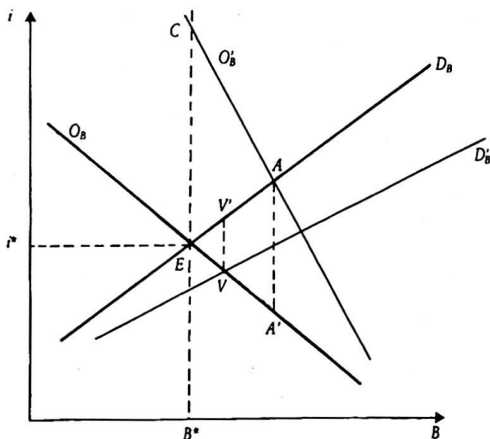


Fig. 2.2. Disavanzo primario, domanda e offerta di titoli di Stato e tasso di interesse.

La curva di offerta descrive invece la decisione del settore pubblico circa la dimensione del disavanzo primario. Seguendo, ad esempio, il modello di Bruni e Giavazzi [1987, par. 3, 154 ss.] prima ricordato, possiamo pensare che, dato un tasso di interesse, l'autorità di bilancio sceglie quella combinazione di spese pubbliche, nel periodo corrente e in quelli futuri, e di imposte, nel periodo corrente e in quelli futuri, che, rispettando il vincolo di bilancio intertemporale, massimizza la differenza fra ricavi e costi politici, correnti e futuri scontati. In corrispondenza della combinazione ottimale, il costo marginale dell'indebitamento risulta debitamente proporzionato ai costi politici marginali delle imposte e ai vantaggi politici marginali delle spese. Al crescere del tasso di interesse deve aumentare il ricavo politico marginale della spesa e diminuire il costo politico marginale della tassazione. Se tali ricavi marginali sono decrescenti e i costi crescenti, ciò significa che deve diminuire il disavanzo primario, e dunque la corrispondente offerta di titoli di Stato. La curva è perciò decrescente. Essa si sposta in seguito a mutamenti del programma di politica fiscale, che in questo ambito sono l'effetto di nuove valutazioni dei ricavi e dei costi politici delle spese e delle imposte.

L'incrocio delle due curve (il punto *E* della figura) determina il costo e la dimensione dell'indebitamento pubblico. Supponiamo dapprima che la valutazione dei ricavi e dei costi politici da parte del Governo sia, diciamo, socialmente corretta, ossia coincida con il valo-

re dei ricavi e dei costi sociali della spesa e della tassazione. Supponiamo inoltre che la politica monetaria che contribuisce a fissare la posizione della curva di domanda di titoli di Stato sia formulata in modo autonomo dalla banca centrale al fine di stabilizzare i prezzi dei beni e servizi. In questo caso il rendimento e il volume delle emissioni pubbliche determinati come sopra potranno dirsi «ottimali».

Questa situazione di equilibrio può risultare modificata da distorsioni dei comportamenti sottesi dalle curve di domanda e di offerta. Dal lato della *domanda* due forme di distorsione sono importanti. La prima consiste nella *mancata autonomia della politica monetaria*, che si fa accondiscendente, devia dall'obiettivo di stabilità dei prezzi e facilita l'abbattimento dei costi di finanziamento del disavanzo. La seconda consiste nella presenza di *vincoli finanziari* sul settore privato che viene forzato ad assorbire titoli di Stato al di là di quanto farebbe spontaneamente al tasso di interesse prevalente. In entrambi i casi la curva di domanda viene abbassata forzatamente e risultano un disavanzo eccessivo e un livello di tassi inferiore all'ottimo e minore dell'utilità marginale (V' nella figura) degli impieghi alternativi dei fondi usati per acquistare i titoli. L'unica cura di questo tipo di distorsioni consiste nella rimozione della loro causa: il ripristino di una politica monetaria autonoma e la liberalizzazione finanziaria.

Va menzionata anche una terza possibile distorsione della domanda, che risulta quando il settore privato *non sa valutare bene il rischio «di insolvenza»* del debitore pubblico e dunque sottostima il tasso di interesse da richiedere perché il rendimento atteso dei titoli sia adeguato ai costi opportunità del loro acquisto. Il caso è connesso ai due precedenti perché l'«insolvenza» può consistere in inflazione inattesa o nell'introduzione di vincoli finanziari. Per ovviare a questo genere di problema, l'organizzazione e la regolamentazione del mercato, a livello internazionale, dovrebbero tener miglior conto del rischio insito nei debiti pubblici.

Veniamo ora alle distorsioni dal lato dell'*offerta*. Si tratta di abbandonare l'ipotesi che la valutazione dei costi e dei ricavi politici sia socialmente corretta (si vedano anche i riferimenti teorici richiamati nel par. 4). Se la *preferenza temporale* del Governo è maggiore di quella della collettività e se la stima dei costi della tassazione e dei vantaggi della spesa è viziata dalla considerazione dell'*interesse «privato»* degli amministratori pubblici, in corrispondenza di ogni tasso può venir scelto un disavanzo eccessivo. Sul mercato si presenta una curva di offerta più alta di quella corretta e più ripida, meno elastica al tasso. L'incrocio con la domanda avviene in corrispondenza di un deficit eccessivo e di un saggio di interesse troppo alto (punto *A* nella figura). In particolare, tale saggio risulta superiore al vero rendimento sociale della spesa (corrispondente ad *A'* nella figura). La distorsione

del rendimento dei titoli è opposta a quella derivante dal lato della domanda.

I due casi sono accomunati invece dal fatto che il vero rendimento sociale della spesa in disavanzo (A' e V) è inferiore al vero costo opportunità dell'investimento in titoli del settore privato (A e V'). Nel caso della domanda distorta la differenza corrisponde ad un'imposta implicita prelevata forzosamente. Nel caso dell'offerta distorta il costo opportunità è invece rimborsato interamente al settore privato, scaricando il mancato rendimento della spesa sulle generazioni future.

Anche nel caso dell'offerta, naturalmente, la miglior cura della distorsione è l'eliminazione radicale delle sue cause, cioè l'effettuazione di un calcolo economico socialmente corretto da parte dei politici. Ma a noi interessa proprio il caso in cui questo è impossibile. Occorre allora ricercare un «second best», la migliore soluzione in presenza di offerta di titoli dimensionata scorrettamente.

Quando l'offerta è distorta, la politica monetaria *autonoma e anti-inflazionistica* non è sufficiente a correggere il disavanzo. Si può lo stesso cercare di contenerlo manovrando l'offerta di moneta. Ma occorre allora una sovrarestrizione della liquidità, che arretri la domanda di titoli fino a farle incrociare l'offerta distorta in corrispondenza del disavanzo «ottimale» (nel punto C della figura). Questa cura non guarisce però la distorsione del tasso di interesse, il cui eccesso rispetto alla vera produttività sociale della spesa (corrispondente ad E nella figura) non si riduce e può anzi aumentare (se, per l'eccessiva preferenza temporale, la curva distorta è meno elastica). Con rendimenti fuori misura, l'accumulo del debito scarica la distorsione sulle generazioni future.

Per ottenere il «second best» non vi è altro da fare che fronteggiare la distorsione con un vincolo diretto sull'emittente. Il vincolo può essere di due tipi: un *limite massimo alla quantità* o al *rendimento* dei titoli offerti. In entrambi i casi la curva di offerta perde ogni ruolo e il vincolo si combina con la domanda per dar luogo ad una soluzione di mercato. Il tentativo dev'essere quello di riprodurre la soluzione «ottimale» (il punto E): perciò il limite alla quantità va fissato in corrispondenza del disavanzo «ottimale» (B^* nella figura) e il limite al rendimento in corrispondenza di quello «ottimale» (i^* nella figura). Nel primo caso la curva di domanda dovrebbe dar luogo automaticamente al tasso «ottimale», e nel secondo alla relativa quantità. In altri termini, è ovvia la relazione di dualità fra i due vincoli. In questo senso essi appaiono equivalenti. Per scegliere si può basarsi su considerazioni di fattibilità tecnico-amministrativa. Ma esiste forse anche un altro criterio.

Si noti infatti che per imporre detti vincoli occorrerebbe conoscere esattamente la posizione dell'incrocio «ottimale» del mercato dei

titoli; e tale posizione dovrebbe essere abbastanza stabile. Invece essa è nota con grande imprecisione e variabile nel tempo: è pensabile che nel breve periodo i suoi spostamenti dipendano soprattutto da quelli della domanda di titoli, che risente anche dell'evoluzione dei mercati monetari internazionali.

Per quanto riguarda l'ignoranza della combinazione ottimale, si può forse argomentare che è più facile risolverla indovinando il tasso anziché la quantità. In effetti il significato economico del tasso massimo è più chiaro ed è più facile trovare i riferimenti per fissarlo. Quanto alle fluttuazioni di breve periodo della domanda di titoli, invece, è probabile che esse risultino più dannose se si fissa il tasso che non se si vincola la quantità. Infatti nel primo caso si causano mutamenti ingiustificati del fabbisogno finanziabile, che possono disturbare la programmazione e l'allocazione della spesa pubblica, mentre nel secondo caso si producono variazioni nel tasso delle emissioni che si compensano nel tempo.

Nel complesso ci sembra che, almeno in teoria, nessuna delle due soluzioni possa ritenersi completamente da escludere. Si noti che, come detto prima, il vincolo di tasso (al pari di quello di quantità) è alternativo alla sovra-restrizione monetaria: deve essere giudicato pensando accompagnato da una politica monetaria più espansiva di quella che dovrebbe adottarsi se essa fosse l'unica arma contro il disavanzo. Se invece si somma la sovra-restrizione al vincolo di tasso si determina, (come è stato osservato criticando la proposta di plafonare il tasso) un'eccessiva contrazione del fabbisogno finanziabile (in Figura quest'ultimo risulta, in corrispondenza di i^* , dalla curva di domanda, arretrata in modo da passare per C).

Va però osservato che, pur dovendosi evitare sovrarestrizioni, la robustezza dell'autonomia e della disciplina monetaria sono tanto più essenziali, anche per la stabilità dei prezzi, in presenza di vincoli (di tasso o di quantità) sull'offerta di titoli di Stato. Infatti i vincoli tendono naturalmente ad accrescere la pressione politica per la monetizzazione del disavanzo.

Perché i vincoli siano efficaci, infine, occorre dettare norme che impediscano la loro elusione con rinvii puramente contabili e con il trasporto di disavanzi «fuori bilancio».

9. Sintesi e conclusioni

In questa relazione abbiamo sostenuto che l'autonomia della politica monetaria deve accompagnarsi alla sua esplicita responsabilizzazione rispetto all'obiettivo della stabilità dei prezzi. Anche in questo senso l'autonomia deve essere formale, non solo sostanziale. L'autonomia richiede un adeguato coinvolgimento della banca centrale nella

politica valutaria, l'esistenza di forme codificate di controversia fra istituto centrale e organi politici, la separazione delle funzioni di vigilanza creditizia da quelle di governo della moneta.

La teoria secondo la quale l'autonomia della politica monetaria ha un effetto antiinflazionistico è abbastanza sviluppata in letteratura e non è smentita empiricamente, né a livello internazionale né per quanto riguarda l'esperienza italiana. Invece, la teoria secondo la quale l'autonomia della politica monetaria contribuisce a contenere il disavanzo è meno sviluppata e più facilmente smentibile in base all'evidenza empirica. Abbiamo anzi sostenuto che, quando la politica di bilancio e l'offerta di titoli di Stato si basa su valutazioni socialmente scorrette, l'autonomia non è una condizione sufficiente per la disciplina fiscale, per ottenere la quale si deve ricorrere a vincoli sulla quantità o sui tassi dell'indebitamento pubblico.

In un'economia integrata finanziariamente con l'estero l'autonomia della politica monetaria è sinergica alla fissazione del tasso di cambio con la valuta di un Paese credibilmente antiinflazionista: insieme contribuiscono a rendere più efficace e credibile la politica monetaria e ad ottenere la stabilità dei prezzi. Abbiamo però sostenuto che l'autonomia ha un legame più diretto e robusto con la stabilità dei prezzi di quanto non abbia l'impegno di cambio fisso. Un tempestivo aumento dell'autonomia può compensare una crisi di credibilità del cambio.

In Italia, nell'ultimo decennio, l'autonomia e la disciplina della politica monetaria sono andate crescendo. Ne è risultata una riduzione dell'inflazione e del disavanzo pubblico primario. Ma la riduzione è stata lenta e, soprattutto nel caso del disavanzo, insufficiente. Abbiamo discusso le ragioni di questo fatto. Fra di esse vi è la natura ancora incompleta dell'autonomia della Banca d'Italia. Abbiamo elencato una serie di provvedimenti che dovrebbero essere presi al più presto per completarla.

Riferimenti bibliografici

- Albareto, G. (1991), *I conflitti fra la politica monetaria e la politica di vigilanza sulle istituzioni finanziarie: aspetti teorici ed istituzionali*, Tesi di laurea, Università Bocconi, dattiloscritto.
- Alesina, A., Drazen, A. (1989), *Why are Stabilizations delayed?*, Harvard University, dattiloscritto.
- Alesina, A., Summers, L.H. (1991), *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence*, Harvard University, dattiloscritto.
- Alesina, A., Tabellini, G. (1990), *A Political Theory of Fiscal Deficits and Government Debt in a Democracy*, in «The Review of Economic Studies».

- Backus, D., Driffill, J. (1985a), *Inflation and Reputation*, in «American Economic Review», giugno.
- (1985b), *Rational Expectations and Policy Credibility following a Change in Regime*, in «Review of Economic Studies», pp. 211-221.
- Baffi, P. (1977), *Intervento al dibattito sulle «Lezioni Mattioli» di Franco Modigliani*, come riportato in F. Modigliani, *The Debate over Stabilization Policy*, a cura di F. Bruni, Cambridge, Cambridge University Press, 1986.
- Barro, R.J., Gordon, D.B. (1983), *A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural rate Model*, in «Journal of Political Economy», agosto.
- Bovenberg, L., Kremers, J. J. M., Masson, P. R. (1991), *Economic and Monetary Union in Europe and Constraints on National Budgetary Policies*, in IMF, «Staff Papers», giugno.
- Bruni, F., Giavazzi, F. (1987), *Debito pubblico, debito estero e protezionismo valutarario*, in *Debito pubblico e politica economica in Italia*, a cura di F. Bruni, Roma, SIPI.
- Bruni, F., Masciandaro, D. (1991), *Evaluating Central Bank Independence. Theoretical Issues and European Perspectives*, in «Rivista internazionale di Scienze Sociali».
- Buiter, W. (1986), *Fiscal Prerequisites for a Viable Managed Exchange Rate Regime: A Non-technical Eclectic Introduction*, in «NBER Working Papers», n. 2041, ottobre.
- Burdekin, R.C.K., Laney, L.O. (1988), *Fiscal Policymaking and the Central Bank Institutional Constraint*, in «Kyklos», 41, n. 4.
- Cargill, T.F. (1989), *Central Bank Independence and Regulatory Responsibilities: The Bank of Japan and the Federal Reserve*, in «Monograph Series in Finance and Economics», New York, New York University, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, n. 2.
- Corrigan, G., Hoskins, W.L., Black, R.P., Parry, R.T. (1990), *Statements before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U. S. House of Representatives, February 6*, in «Federal Reserve Bulletin», marzo.
- Cukierman, A. (1986), *Central Bank Behavior and Credibility: Some recent Theoretical Developments*, in «Federal Reserve Bank of St. Louis Review», maggio.
- Dernburg, T.F. (1989), *Global Macroeconomics*, Harper & Row.
- «Economist, The» (1991), *Monetary Masquerade*, 10 agosto pp. 13-14.
- Folkerts-Landau, D., Garber, P. (1991), *The ECB: A Bank or a Monetary Policy Rule*, CEPR/Paolo Baffi Centre, Conference on Monetary Policy in Stage Two of EMU, Milano, 27-28 settembre, dattiloscritto.
- Frenkel, J.A., Goldstein, M. (1991), *Monetary Policy in an Emerging European Economic and Monetary Union*, in «IMF Staff Papers», giugno.
- Giavazzi, F., Pagano, M. (1988), *The Advantage of Tying one's Hands: EMS Discipline and Central Bank Credibility*, in «European Economic Review».
- Giavazzi, F., Spaventa, L. (1990), *The «new» EMS*, in «CEPR Discussion paper», n. 369.
- (1991), *Fiscal Rules in the European Monetary Union: A No-entry Clause*, in «CEPR Discussion Paper», n. 516, gennaio.
- Goodhart, C. (1988), *The Evolution of Central Banks*, Cambridge (Mass.), MIT Press.

- (1991), *The Draft Statute of the European System of Central Banks: A Commentary*, CEPR/Paolo Baffi Centre, Conference on Monetary Policy in Stage Two of EMU, Milano, 27-28 settembre, dattiloscritto.
- Grilli, V., Masciandaro, D., Tabellini, G. (1991), *Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries*, in «Economic Policy», di prossima pubblicazione.
- Heller, H.R. (1990), *Prudential Supervision and Monetary Policy*, in «IMF Seminar on Central Banking», Washington, novembre, dattiloscritto.
- Hetzel, R.L. (1990), *A Mandate for Price Stability*, in «Economic Review», Federal Reserve Bank of Richmond, 76, n. 2, pp. 45-55.
- Masciandaro, D., Spinelli, F. (1991), *Why a Monetary Constitution? Macroeconomic Theory and Italian Case*, Milano, Centro Paolo Baffi, Università Bocconi, dattiloscritto.
- Nardozi, G. (1988a), *Considerazioni teoriche sull'autonomia delle banche centrali: il caso italiano*, in *Teorie monetarie e banche centrali*, a cura di B. Jossa e G. Panico, Napoli, Liguori.
- (1988b), *Autonomia della banca centrale e istituzioni di governo: il caso della Banca d'Italia*, in *L'autonomia delle banche centrali*, a cura di D. Masciandaro e S. Ristuccia, Milano, Edizioni di Comunità.
- Obstfeld, M. (1984), *Balance of Payments Crises and Devaluation*, in «Journal of Money, Credit and Banking», maggio.
- Onida, F. (1991), *A chi rispondono i governatori? Solo al Padreterno?*, in «Il Mondo», 3 giugno.
- Padoa-Schioppa, T. (1982), *I mercati europei dei capitali fra liberalizzazione e restrizioni*, in «Bancaria».
- Parkin, M. (1986), *Domestic Monetary Institutions and Deficits*, in *Deficits*, a cura di J. Buchanan, C. Rowley e R. Tollison, Oxford, Basil Blackwell, pp. 310-337.
- Peterson, D. (1977), *Conflicts between Monetary Policy and Bank Supervision*, in «Issues in Bank Regulation».
- Rogoff, K. (1985), *The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target*, in «The Quarterly Journal of Economics», novembre.
- Rapporto Sarcinelli (1991), *Per un'ipotesi di legge delega*, Rapporto al Ministro del Tesoro del Gruppo di Lavoro per il riordinamento delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria bancaria e non bancaria, Roma, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato.
- Rapporto Spaventa (1989), *Per una politica del debito pubblico in Italia*, Rapporto del Comitato Scientifico Consultivo del Debito Pubblico al Ministro del Tesoro, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato.
- Roubini, N., Sachs, J., (1988), *Political and Economic Determinants of Budget Deficits in the Industrial Democracies*, in «European Economic Review».
- Salvemini, M.T., (1989), *Compiti e responsabilità della banca centrale e del Tesoro*, in «Bancaria» n. 10, ottobre, pp. 3-8.
- Sargent, T.J. (1985), *Reaganomics' and Credibility*, in *Monetary Policy in Our Times*, a cura di A. Ando, H. Eguchi, R. Farmer e Y. Suzuki, Mit Press, pp. 235-252.
- Swinburne, M., Castello-Branco, M. (1991), *Central Bank Independence: Issues and Experience*, IMF working paper, giugno, dattiloscritto.

- Tabellini, G. (1986), *Money, Debt and Deficits in a Dynamic Game*, in «Journal of Economic Dynamics and Control», vol. 10, pp. 427-442.
- Tabellini, G., Alesina, A. (1990), *Voting on the Budget Deficit*, in «American Economic Review» marzo.