

1. Note su alcuni problemi relativi al sistema europeo delle banche centrali

di Marcello de Cecco

Ci si affanna da alcuni mesi al negoziato preliminare che condurrà alla riunione di Maastricht, dalla quale ci si attende il varo della seconda fase del sistema monetario europeo.

La scadenza di Maastricht, insieme alla pubblicazione, all'inizio di quest'anno, di un progetto di banca centrale europea, ha dato via libera alla riflessione accademica, oltre che politica, sulle caratteristiche più importanti da conferire a tale istituzione, che si suppone sarà l'asse portante dell'unione politica europea. La recente riunione di Apeldoorn, tuttavia, ha mostrato con estrema chiarezza quanto poco fossero d'accordo i partners dello SME sul contenuto delle ulteriori fasi dell'Unione monetaria europea, quali il *Rapporto Delors* suggeriva, e il compromesso sembra essere stato trovato su una istituzione intermedia, l'Istituto monetario europeo, che già mostra tutte le caratteristiche di una di quelle istituzioni temporanee destinate a durare molto a lungo.

In effetti la successione di fasi suggerita dal *Rapporto Delors* aveva il conforto di assai rari esempi storici. Nella esperienza storica, la sovranità monetaria ha seguito e non preceduto la sovranità politica. La successione di fasi che il *Rapporto Delors* proponeva, tuttavia, poteva meglio vedersi come erosione progressiva della sovranità nazionale, e in questa ottica è chiaro che le cose più facili si facciano prima di quelle più difficili. In questa classifica è ovvio che l'Unione politica sia vista come l'ultimo passo nella lunga strada percorsa dalla Comunità europea dal 1958 ad oggi, e che l'Unione monetaria ne rappresenti sia il penultimo sia la piattaforma che rende l'ultimo più agevole.

Forse proprio perché si è suggerito che l'Unione monetaria precedesse quella politica le discussioni relative alla banca centrale europea hanno avuto la tendenza a mostrare la natura di una tradizionale disputa sullo standard monetario. Nel secolo passato, così come in quelli precedenti, le dispute nazionali e internazionali relative alla scelta dello standard monetario sono state numerose e affascinanti. La natura di merce degli standard in questione, e di merce commerciata internazionalmente, rendeva assai più agevole la discussione internazionale sullo standard stesso.

Il passaggio a sistemi monetari basati sulla carta e cioè completa-

mente fiduciari ha reso più difficile la discussione sullo standard monetario europeo. Essa viene sempre più a rassomigliare, anche per motivi di analogia storica, alla disputa sugli standards che appassionò economisti teorici e pratici dopo la prima guerra mondiale, quando si trattò di stabilizzare la gran parte dei sistemi monetari nazionali, dopo le perturbazioni più o meno profonde ad essi apportate dalla finanza di guerra.

Il ritorno al *gold standard* sembrò allora una scelta universalistica e libero scambista, che cristallizzava attorno a sé tutti coloro che identificavano l'anteguerra con la stabilità e la stabilità con il *gold standard*.

Il monometallismo aureo, tuttavia, era da alcuni postulato come praticabile solo dalle nazioni economicamente più forti. Queste avrebbero dovuto costituire un circuito di scambi di merci e capitali interamente libero da controlli, mentre attorno ad esso si sarebbe costituita una cintura periferica di paesi dalle finanze come si diceva allora avariate, cui si addicevano meglio i cambi fluttuanti.

Si comprende facilmente come l'intero dibattito vertesse su quali paesi potessero adottare quali indici di prezzi. I difensori del ritorno generalizzato al *gold standard* ritenevano che tutti potessero indicizzare le proprie monete al prezzo dell'oro. Coloro che invece credevano indispensabili le due velocità ritenevano che alcuni paesi, forse addirittura la maggioranza di essi, non fossero in grado di prendere l'oro come indice per i propri prezzi, e dovessero invece ancorare le loro monete a un indice medio dei propri prezzi interni, considerato più realistico e più stabile, in modo da rendere il governo della propria moneta del tutto indipendente dal prezzo dell'oro o di altri metalli, e legato invece a precise scelte politiche, che indicassero quali indici di prezzi preferire e quindi quali assetti produttivi e distributivi avvantaggiare all'interno del paese stesso. In tal caso la banca centrale diventava il guardiano della legittimità della scelta dell'indice sul quale basare la politica monetaria, l'arbitro della fedeltà del sistema monetario alla scelta politica di fondo relativa a produzione e distribuzione.

Nella discussione attuale sulla seconda fase del sistema monetario europeo, la discussione si è del tutto allontanata, come è naturale, dal dibattito su quali merci mettere a base del sistema monetario comune, e si è concentrata invece sulla fattibilità o meno di una messa in comunicazione senza diaframmi di sorta di sistemi di prezzi tra loro assai differenti. La discussione verte quindi sulla previsione di quale potrà essere l'esito di una tale messa in comunicazione diretta. Ci si chiede cioè se, in mancanza di precisi meccanismi che lo impediscano, non debba necessariamente accadere che dare alle varie monete nazionali potere d'acquisto a cambi fissi all'interno del Sistema monetario europeo non debba necessariamente portare all'affermazione dei

principi della legge di Gresham, e cioè alla possibilità da parte dei cittadini dei paesi a sistema monetario e fiscale avariato, di acquisire un diritto di prelazione sul prodotto nazionale della Comunità rispetto ai cittadini dei paesi a finanza e moneta sana. In verità se si guarda alla storia monetaria del passato meno prossimo, quando i sistemi monetari consistevano di monete metalliche, l'esperienza mostra inevitabilmente i paesi a moneta sana esportare la propria moneta verso l'estero, dove viene tesaurizzata, e importare loro malgrado la cattiva moneta coniata da altri paesi.

A circolare come si sa erano le monete cattive, mentre quelle buone erano tesaurizzate, e scomparivano dalla circolazione.

Nel caso di sistemi monetari basati sulla carta, ma legati tra loro da vincoli di cambi fissi, il deficit fiscale dei paesi a finanze maggiormente avariate determina la politica monetaria dell'intera area monetaria, e cioè il livello della domanda effettiva e le condizioni della produzione e della distribuzione.

Il timore di perdere il controllo sul livello della domanda e sulla struttura della produzione e distribuzione nel proprio paese, a favore di paesi che hanno una diversa idea dei percorsi ottimali della domanda e dell'offerta, sembra informare la strategia della Germania e dei paesi che fanno parte della sua area di influenza nei confronti della realizzazione delle fasi ulteriori dell'unione monetaria europea.

Per costituire contro questo pericolo una difesa abbastanza affidabile, si tratta da questi paesi in ambito europeo per mettere limiti stretti alla dinamica delle finanze pubbliche dei paesi dell'area monetaria europea, e per istituire un sistema di banche centrali europee votato in maniera assolutamente esplicita al mantenimento, a tutti i costi, della stabilità monetaria.

Questo ordine assai preciso di priorità ripete, forse inconsciamente da parte dei protagonisti del negoziato e del dibattito intereuropeo odierni, le mosse dei loro antenati che si occuparono di riforme monetarie negli anni Venti.

Come dicevo all'inizio di queste note, anche allora i principali paesi europei ebbero a che fare con uno spinoso problema di finanze pubbliche avariate dalla guerra e di creazione di quantità considerate eccessive di debito pubblico e moneta.

Anche allora i difensori dei ceti risparmiatori dovettero misurarsi con parlamenti nazionali intenti a votare sempre maggiori spese con sempre più scarse preoccupazioni per un finanziamento non inflazionistico delle medesime. 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 preoccupa-

zioni relative agli effetti di tale politica sul tasso di sviluppo e di occupazione.

Il sogno del grande architetto di quella politica, il governatore della Banca d'Inghilterra Montagu Norman, si infranse come è noto sulla indisponibilità del sistema economico americano a sperimentare una prolungata e significativa inflazione. Di fronte 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 poco o nulla poterono. Resserò però abbastanza da indurre stagnazione crisi finanziaria e disoccupazione di massa nella gran parte dei paesi europei.

Come allora, non è difficile scorgere, nelle preoccupazioni di coloro che si affannano a costituire argini alla spesa pubblica e statuti che garantiscano l'istituzione di un sistema europeo di banche centrali votato all'esclusivo mantenimento della stabilità monetaria, l'intimo desiderio di assicurare che tali garanzie di base siano prima che altrove rispettate nei propri paesi di origine. Non si spiegherebbe altrimenti l'insistere di governanti e banche centrali di paesi come la Germania, l'Olanda e l'Inghilterra su questi temi, quando in tutt'e tre questi paesi si profilano condizioni di finanza pubblica assai più inflazionistiche che per il passato, con tutte le conseguenze che ciò comporta sulla dinamica delle grandezze macroeconomiche dei paesi stessi.

Il concentrarsi della disputa relativa alla banca centrale europea su quella che ho chiamato la versione moderna della questione dello standard, rischia invece di far passare sotto silenzio una serie di altri problemi, che hanno a che fare direttamente con quelle che possiamo chiamare le funzioni di vigilanza e controllo della banca centrale sul sistema finanziario europeo.

Sembra che anche oggi autorità e opinioni pubbliche specializzate preferiscano occuparsi di moneta, e trascurare il credito. Sembra cioè prevalere ancora una volta la *Currency School*, in versione moderna ma non sostanzialmente differente da quella del primo Ottocento. Ci sono invece fondati motivi per preoccuparsi della modalità secondo le quali si sta procedendo alla costruzione dello spazio finanziario europeo, e per chiedersi se a una tale entità che viene in essere non debba necessariamente essere preposto un organismo di supervisione e controllo anch'esso a livello europeo e coincidente con la Banca centrale europea.

Da alcuni anni insieme ad altri economisti, mi sono occupato di studiare le modalità di sviluppo dei sistemi finanziari dei maggiori paesi occidentali. Da questo studio ho tratto la convinzione che l'opinione prevalente tra gli economisti inglesi e americani, secondo la quale il modello di sviluppo finanziario dei paesi capitalisti sia uno

solo, procedente ineluttabilmente dalla repressione alla liberalizzazione finanziaria, sia profondamente lontana dalla realtà. Come è spesso accaduto, la teoria è stata costruita sulla esperienza dell'Inghilterra e poi degli Stati Uniti e quel che si crede sia accaduto in quei paesi è stato assunto *sub specie aeternitatis* e razionalizzato come modello normativo per tutto il resto dell'umanità.

Non c'è tempo oggi di chiarire se perfino nel caso di Inghilterra e Stati Uniti le cose siano andate come i teorici dello sviluppo finanziario vogliono farci credere. Basti qui dire solo che esistono fondatissimi dubbi in proposito.

Urge sottolineare invece che la repressione finanziaria, come la chiamano i teorici stessi, è in realtà un modello di sviluppo finanziario alternativo, che inizia con le banche e continua con le medesime, invece di acquisire, in fasi successive, sempre nuovi e sempre più ampi mercati, nei quali si stempera fino ad annullarsi la rilevanza degli intermediari e prevalgono invece le relazioni dirette tra creditori e debitori finali, mediate unicamente da mercati sempre più perfetti e anonimi.

Quel che è vero è che alcuni importanti sistemi finanziari come quello americano e quello inglese sono stati sottoposti negli ultimi due decenni a un lungo processo di deregolamentazione che la gran parte degli osservatori ha giudicato come una tendenza definitiva. Come nel caso dell'industria del trasporto aereo negli Stati Uniti, la fase della liberalizzazione è servita a far scomparire un grande numero di concorrenti e non necessariamente i meno efficienti, allo scopo di riorganizzare l'industria stessa su basi più strettamente oligopolistiche. Che l'operazione sia difficile, lunga e non priva di grandi rischi è innegabile, ma essa sarà fruttuosa, almeno nel lungo periodo, per i concorrenti più forti ma non necessariamente più efficienti che saranno riusciti a sopravvivere, quando il loro numero sarà abbastanza ridotto da permettere loro un aumento deciso di prezzi e profitti, del quale già si avvertono i primi inequivocabili segni. Ci si chiede di quanto sarà aumentato il benessere pubblico al termine di questo lungo processo, che in altri tempi si sarebbe chiamato più propriamente una battaglia per assicurarsi quote di mercato. In vista di alcuni recenti calcoli relativi al costo del salvataggio delle Savings and Loans Institutions negli Stati Uniti si possono esprimere fondati dubbi sulla necessaria virtuosità dell'esperienza nel suo complesso.

Essa ha però ottenuto almeno un risultato. Attualmente, negli Stati Uniti e in Inghilterra, è venuto in essere un sistema finanziario basato sulla illiquidità strutturale delle istituzioni che ne fanno parte. Tale illiquidità strutturale è *condicio sine qua non* per la sopravvivenza delle istituzioni stesse nel clima di competitività esasperata che si è stabilito sul mercato finanziario anglo-americano. Allo stesso tempo

l'illiquidità strutturale dell'intero mercato ha la conseguenza che la banca centrale viene ad assumere nella nuova configurazione un ruolo assolutamente essenziale di prestatore di ultima istanza.

In altre parole la liberalizzazione ha ottenuto il notevole risultato, in termini di benessere sociale, di gettare il costo della solvibilità e liquidità delle istituzioni finanziarie, in ogni momento, sulle spalle di una istituzione pubblica quale è la banca centrale. È stato, in altre parole, istituzionalizzato da parte dell'intero mercato finanziario anglo-americano un sistema di *free riding* sulle istituzioni pubbliche di controllo finanziario, le banche centrali inglese e americana. L'enorme mercato finanziario anglo-americano funziona cioè sulla ipotesi di base che l'esistenza del sistema dei pagamenti è un bene pubblico e che la banca centrale è obbligata a intervenire in qualsiasi crisi di illiquidità per salvarlo dal collasso.

Sembra che su questo modo di interpretare la trasformazione del mercato finanziario anglo-americano nell'ultimo decennio concordino numerose analisi di svariata provenienza ideologica e teorica.

Nello stesso periodo buona parte degli altri paesi sviluppati ha continuato a seguire il modello alternativo di sviluppo finanziario, che parte dalle banche e continua con le stesse banche, internalizzando la gran parte delle relazioni finanziarie agli intermediari anziché estrinsecarle come relazioni di mercato.

Il risultato di questa discrasia tra modelli di sviluppo, che abbiamo avuto occasione di mettere in rilievo più di una volta, è che i sistemi finanziari dell'Europa continentale e del Giappone non hanno avuto motivo di procedere verso i livelli di illiquidità raggiunti dal sistema finanziario angloamericano, e che di conseguenza non si sono formati mercati strutturalmente illiquidi, che dipendono per il loro funzionamento dalla consapevolezza che esiste un agente esogeno, la banca centrale, pronto in ogni momento a fornire liquidità al sistema quando questo per un motivo o per l'altro rischi di bloccarsi.

Dalle differenti funzioni che la banca centrale è chiamata strutturalmente a svolgere nei sistemi finanziari continentali (e giapponese) e in quello anglo-americano, sembra discendere la scarsa attenzione alla necessità di prevedere un ruolo di prestatore di ultima istanza e di esercitatore della vigilanza finanziaria a livello europeo per il sistema europeo delle banche centrali.

La connessione intima che esiste tuttavia tra sistema finanziario europeo e sistema finanziario anglo-americano fa sì che le crisi di illiquidità o di insolvenza che si verificano nel secondo non mancano di interessare anche il primo, e che qualche attenzione debba essere prestata, a livello di sistema europeo delle banche centrali, alla necessità di costituire difese istituzionali per assorbire le stesse crisi senza conseguenze troppo pericolose per il sistema finanziario europeo.

Non sembra eccessivo affermare che gli ultimi due decenni hanno visto il riprodursi nel sistema finanziario internazionale di condizioni simili a quelle che in esso prevalevano nei due decenni precedenti la prima guerra mondiale. Anche allora si era costituito un sistema finanziario anglo-americano, addirittura privo per la parte americana di una banca centrale e affidato totalmente alle capacità d'intervento di una Banca d'Inghilterra fornita di una assai ridotta riserva d'oro. Anche in quegli anni nel sistema finanziario anglo-americano era prevalsa la cartolarizzazione spinta dei rapporti finanziari, specie di quelli internazionali, e la tendenza da parte delle istituzioni finanziarie a condurre i propri affari in condizioni di strutturale illiquidità, fidando nella inevitabilità degli interventi della Banca d'Inghilterra in caso di crisi. A sua volta la Banca d'Inghilterra, istituzione privata che doveva guadagnare profitti per i propri azionisti, conduceva i propri affari basandosi su una riserva aurea ridottissima, nella certezza che, in caso di crisi, il governo inglese l'avrebbe prontamente sollevata dall'obbligo della convertibilità in oro delle proprie banconote. Tutto l'enorme sistema finanziario anglo-americano e il finanziamento del commercio delle materie prime e dei prodotti agricoli che esso assicurava, poggiava quindi innanzitutto sulla capacità da parte della piazza di Londra di richiamare liquidità dall'estero in caso di bisogno, facendosi fare prestiti a breve dalle banche dei paesi che avevano ancora una circolazione aurea e la non centralizzazione delle riserve, e nei quali quindi il rapporto tra oro e debiti era assai più elevato che in Inghilterra. Quando ciò non fosse bastato la Banca d'Inghilterra sapeva di poter contare su una «lettera del cancelliere» che l'autorizzava a sospendere temporaneamente la convertibilità.

Di quel sistema l'agiografia ufficiale ha per lungo tempo decantato la stabilità. Altri, come chi scrive, hanno cercato invece di metterne in rilievo la profonda e crescente instabilità culminata nella crisi dell'estate del 1914.

Il riaffacciarsi di condizioni analoghe nella finanza mondiale deve essere motivo di fondata preoccupazione, e stimolo all'apprestamento di difese adeguate in tempi brevi. Le disavventure finanziarie che negli ultimi cinque anni hanno riempito le cronache inglesi e americane hanno ridato fiducia nella superiorità del proprio modello alternativo di sviluppo finanziario a tedeschi e giapponesi, che stavano quasi per soccombere alla fortissima pressione liberalizzatrice proveniente dagli ambienti finanziari anglo-americani. Questo è certamente uno sviluppo positivo, anche se la pressione anglo-americana ha fatto vittime numerose in altri paesi come Italia e Francia Olanda Danimarca e Norvegia, meno istituzionalmente pronti a resistere alle pressioni stesse.

La interconnessione che esiste tra sistema finanziario europeo e

sistema anglo-americano, e che è rappresentata dalla presenza dell'Inghilterra nel sistema monetario europeo, non contribuisce purtroppo ad una corretta percezione delle necessità istituzionali del nuovo sistema europeo delle banche centrali, così come sarebbe necessario. All'accordo di fondo che esiste, per quanto attiene le modalità della seconda fase dell'Unione Monetaria Europea, tra Inghilterra e Germania, che sulla carta appare come massimalismo spinto relativamente alle condizioni alle quali deve realizzarsi l'Unione Monetaria, ma che in realtà nasconde un desiderio di restare per quanto è possibile in una situazione di minima devoluzione di potere alle nuove istituzioni monetarie europee, corrisponde uno strano *modus vivendi* tra le due piazze finanziarie, secondo il quale le banche tedesche, che nulla hanno da temere da quelle inglesi sul proprio mercato, predicano la libertà di transazioni finanziarie ovunque, ed hanno ormai eletto Londra a sede delle operazioni che ritengono di non poter svolgere a Francoforte perché troppo azzardate. Londra ha sostituito, per la banca tedesca, le funzioni un tempo svolte dal Lussemburgo e dalla Svizzera.

Il durare nel tempo di questo *modus vivendi* dipende dal perdurare delle condizioni strutturali che lo hanno determinato. Che poi si possono riassumere nel dire che le grandi banche tedesche tengono in vita Londra per svolgere in condizioni di assoluta libertà operazioni che non potrebbero condurre in Germania, in un rapporto profondamente asimmetrico, che può restare in vita fino a quando non minaccia l'esistenza o la stabilità del mercato finanziario tedesco. Fino a quando le cose rimarranno così, non c'è motivo di attendersi un affievolirsi dell'accordo anglo-tedesco in campo finanziario, e quindi non c'è da aspettarsi che i tedeschi si facciano promotori di operazioni di ingegneria istituzionale destinate a ridurre le connessioni tra sistema finanziario anglo-americano e sistema finanziario europeo. Il disturbo di tali equilibri può venire tuttavia da parte del mercato finanziario americano. Esso può venirsi a trovare in condizioni di squilibrio tali, nel futuro prossimo, a causa di problemi inerenti la liquidità e solvibilità del sistema bancario o di quello assicurativo, da richiedere l'intervento pesante delle autorità di governo, in un momento in cui questo può essere elettoralmente dannoso all'amministrazione in carica. Come qualcuno può ricordare di aver letto, fu proprio una situazione del genere a portare al crollo del sistema finanziario americano negli anni Trenta.

In una eventualità del genere, l'Europa potrà essere costretta a pagare il prezzo dell'alleanza minimalista anglo-tedesca, che avrà impedito la costruzione tempestiva di una serie di istituzioni di governo dello spazio finanziario europeo fornite della autorevolezza sufficiente a impedire il diffondersi in Europa di una crisi finanziaria di prove-

nienza americana. I paesi europei saranno allora costretti a difendere con misure *ad hoc* e in ordine sparso l'equilibrio e la stabilità dello spazio finanziario europeo, probabilmente con la stessa efficienza tempestività e accordo che hanno mostrato di fronte alla crisi politica jugoslava.