

8. Sull'autonomia della politica monetaria

di Giacomo Vaciago

1. Premessa

Il problema dell'autonomia della politica monetaria e più in generale il problema dei rapporti tra politica monetaria e altre politiche economiche sono stati ampiamente dibattuti nella letteratura scientifica negli ultimi quarant'anni. È però mutato nel tempo il contesto dell'analisi ed il riferimento agli obiettivi perseguiti. Nell'originaria impostazione keynesiana (versione Hicks-Hansen), sono chiarite le condizioni dalle quali dipende l'efficacia relativa della politica monetaria e della politica fiscale; il problema principale è quello della scelta fra le due politiche con riferimento all'unico obiettivo di controllo della domanda aggregata. Nella successiva impostazione di Tinbergen-Theil, si pone invece un problema di *coordinamento* fra le diverse politiche economiche per il conseguimento di una pluralità di obiettivi. Soluzione ulteriormente modificata con il successivo approccio di Mundell che porta ad una assegnazione efficiente di singole politiche a singoli obiettivi. Dall'impostazione monetarista di Friedman e da quella neo-monetarista («aspettative razionali») di Sargent e Wallace il problema è stato di nuovo impostato in termini di rilevanza di una sola politica economica. Il monetarismo giudica irrilevante («spiazzamento») la politica fiscale in assenza di un accomodamento monetario; Sargent e Wallace considerano irrilevante la politica monetaria in assenza di equilibrio del bilancio pubblico. Nel primo caso, l'obiettivo finale è il livello del reddito, nel secondo caso è la stabilità dei prezzi.

Spaventa esamina nella sua relazione i problemi del rapporto tra regole fiscali e regole monetarie e termina con un'osservazione di buon senso sul rischio di un conflitto – i cui esiti possono essere assai dannosi – fra politica fiscale e politica monetaria, «un conflitto che sarebbe meglio risolto patteggiando una qualche reciproca cessione di sovranità». Questa conclusione, anche se accettabile, solleva più problemi di quanti ne risolva. Infatti, cosa significa – da un punto di vista istituzionale, analitico, ed operativo – quella proposta «reciproca cessione di sovranità»? In quanto segue, riesaminiamo brevemente i principali problemi del rapporto (coordinamento *versus* autonomia) tra politica fiscale e politica monetaria, distinguendo i diversi aspetti per i quali il problema è significativo, ed iniziando quindi dall'aspetto

«istituzionale», riferito alla realtà italiana. Alcune delle considerazioni svolte sono rilevanti anche per l'analisi di un ulteriore problema diventato di attualità negli ultimi due anni, cioè quello del coordinamento delle politiche economiche (principalmente monetarie e fiscali) di paesi diversi. Le conclusioni sono simili: anche se i benefici del coordinamento («reciproca cessione di sovranità») sono evidenti, restano molti ostacoli ad impedirne la realizzazione [cfr. Kahn 1987].

2. Il coordinamento dal punto di vista istituzionale

In base alle norme vigenti in Italia, si può sostenere che il problema del coordinamento tra politica fiscale e politica monetaria è stato già risolto nel modo più efficiente. Si ricordi infatti che una norma di legge¹ prevede che il CIPE, insieme con le linee generali per l'impostazione del progetto del bilancio di previsione dello Stato, enunci le direttive generali per la ripartizione globale dei flussi monetari tra le varie destinazioni, direttive alle quali si deve attenere il CICR nella definizione della politica monetaria. A questo intervento annuale, si è poi aggiunta² una relazione trimestrale del Ministro del Tesoro al Parlamento sull'evoluzione in corso d'anno del fabbisogno del settore pubblico «sempre nell'ambito di una valutazione dei flussi finanziari e dell'espansione del credito totale interno».

Il quadro di riferimento istituzionale appare dunque funzionale a garantire il coordinamento tra politica fiscale e politica monetaria, sia nel momento iniziale in cui viene predisposto il bilancio dello Stato³ sia nel corso del periodo considerato. Se l'esito che ne deriva non è ottimale [Vaciago 1983], è difficile attribuire ciò all'inadeguatezza della normativa. Altri evidentemente devono essere i problemi irrisolti. Consideriamo in quanto segue gli aspetti analitici ed operativi che, di fatto, possono pregiudicare le possibilità di coordinamento.

3. Il coordinamento dal punto di vista degli «indicatori»

Si è sostenuto [cfr. Blinder 1982] che il coordinamento fra politica fiscale e politica monetaria *non* è desiderabile qualora le autorità responsabili di ciascuna politica divergano quanto ad obiettivi finali,

¹ D.P.R. 30 marzo 1968 n. 626, art. 1.

² Legge 5 agosto 1978 n. 468, art. 30.

³ Il riferimento non è solo allo Stato, ma anche al cosiddetto «settore pubblico allargato», ed accanto al bilancio annuale è pure previsto un bilancio pluriennale (3-5 anni) da aggiornare annualmente.

oppure abbiano opinioni diverse sul funzionamento del sistema economico, oppure partano da differenti previsioni sull'andamento delle variabili esogene. In ciascuno di questi tre casi, può ottenersi che il risultato di politiche non-coordinate sia l'unico *second best* conseguibile. Se, infatti, il consenso venisse raggiunto nei confronti della soluzione (cioè dell'obiettivo, o del modello, o della previsione) «sbagliata», il risultato sarebbe ottenuto grazie al coordinamento, ma sarebbe anche più lontano dall'ottimo.

Per superare questa difficoltà, occorrerebbe avere almeno la certezza che il coordinamento delle due politiche viene ottenuto grazie all'adozione di un rilevante «indicatore» del loro potenziale conflitto⁴. Se il problema non si è posto in passato, è perché di norma una delle due politiche era dominante e l'altra accomodava. Essendo più difficile che siano le autorità monetarie a predeterminare la politica fiscale⁵, ciò ha portato di norma ad una situazione in cui un crescente deficit pubblico viene in parte monetizzato. Storicamente si osservava infatti che l'autonomia della politica monetaria è stata inversamente correlata al valore del rapporto Debito pubblico/Reddito nazionale. Ciò è ovviamente vero in tempi di emergenza (durante una guerra o una grave depressione), ma anche in questo dopoguerra bisogna attendere fino al 1951 – quando i rapporti Debito/Pil si sono già di molto ridotti – perché negli Stati Uniti e in Gran Bretagna la politica monetaria ritrovi una qualche autonomia rispetto all'esigenza di mantenere al minimo possibile i rendimenti del debito pubblico⁶.

Le vicende degli ultimi anni, quando un debito pubblico crescente, in termini assoluti e relativi, si accompagna ad una politica monetaria non-accomodante, non ha probabilmente precedenti. La stessa crescita del debito avviene in condizioni che ne escludono un prossi-

⁴ Lo stesso problema ha reso più difficili i tentativi di coordinamento internazionale delle politiche economiche dei diversi paesi: non vi è accordo nell'identificare gli «indicatori» che misurano il conflitto che si vuole ridurre.

⁵ È stato riconosciuto da Antonio Fazio che «un comportamento delle autorità monetarie, e della banca centrale in particolare, volto a destabilizzare il sistema finanziario per costringere un aggiustamento dei conti pubblici sarebbe stato probabilmente inefficace, ma anche e soprattutto istituzionalmente scorretto. Se il Parlamento ha di fatto stabilito, anche incoerentemente con annunci iniziali (annunci peraltro dell'Esecutivo), un dato valore di disavanzo pubblico, non è possibile ad organi, pure dotati di ampia autonomia, disattendere quelle indicazioni o addirittura operare in senso contrario alle direzioni verso le quali sono istituzionalmente chiamati a muoversi». Cfr. Fazio [1984, 708].

⁶ Si ricorderà peraltro che nel caso inglese ancora nel 1959 (*Rapporto Radcliffe*), veniva asserita la rilevanza di una politica dei tassi di interesse e si identificava politica monetaria e politica del debito pubblico. Al par. 603 del *Rapporto* si sostiene che le due politiche costituiscono un'unica indivisibile realtà e che ciò si deve riflettere nei meccanismi istituzionali.

mo rimborso - si tratta cioè di un debito «permanente» [cfr. Cox 1985] - e anche ciò contrasta con quanto si assume in molti modelli teorici basati sull'ipotesi che il debito emesso debba essere poi rimborsato. Negli ultimi anni, si è quindi verificata la possibilità di un conflitto persistente tra politica fiscale espansiva e politica monetaria restrittiva. Resta da accertare quale sia l'«indicatore» più rilevante di questo conflitto e cosa ne derivi per promuovere un miglior coordinamento fra le due politiche.

I due principali candidati a misurare il «conflitto» tra politica fiscale e politica monetaria sono rispettivamente il tasso di interesse reale ed il tasso di cambio. Nel primo caso, il conflitto tra politica espansiva e politica monetaria restrittiva può portare ad un tasso di interesse superiore al tasso di crescita dell'economia. Poiché questo risultato mina la stabilità del sistema e la stessa credibilità della politica monetaria non accomodante, una possibile soluzione è dunque quella in cui la politica monetaria accetta come limite alla sua autonomia di mantenere il tasso di interesse inferiore al tasso di crescita del reddito. Ciò significa che, al di là del breve periodo, non c'è spazio per una determinazione indipendente della crescita della moneta. Ne risulta anche che il grado di accomodamento monetario sarà inversamente correlato agli effetti più o meno espansivi, sul reddito, della politica fiscale. Un maggior aumento del reddito può infatti «sopportare», in base a questa regola, un più alto livello del tasso di interesse, cioè una politica monetaria più restrittiva, e viceversa. E quest'aspetto conferma le proprietà stabilizzanti della regola proposta: si evita che una politica monetaria restrittiva accompagni un aumento del deficit pubblico se questo non ha effetti espansivi⁷.

In alternativa, l'«indicatore» del conflitto tra politica fiscale e politica monetaria può essere individuato, in regime di cambi flessibili, dalle variazioni del tasso di cambio. Come è risultato evidente nell'esperienza degli Stati Uniti negli anni ottanta, il contrasto tra politica fiscale espansiva e politica monetaria restrittiva si è riflesso in un continuo apprezzamento del tasso di cambio. Poiché questo risultato determina un crescente deterioramento della posizione netta sull'estero (deficit delle partite correnti), cioè rende non sostenibile il continuo aumento del debito estero del paese, ne risulta la opportunità di condizionare l'autonomia della politica monetaria - cioè la crescita della quantità di moneta - al mantenimento di un tasso di cambio di equilibrio. Anche in questo caso, il grado di accomodamento monetario sarà inversamente correlato agli effetti più o meno espansivi della

⁷ Il rischio è particolarmente evidente quando il deficit pubblico cresce perché alti sono gli interessi sul debito pubblico, anche se questa voce di spesa ha modesti effetti moltiplicativi sul reddito.

20
10
[politica fiscale: se l'espansione del deficit pubblico è finanziata dal risparmio interno, e quindi non richiede restrizione monetaria, non è neppure desiderabile un afflusso di capitali che tenderebbe a far apprezzare il tasso di cambio.

4. Conclusioni

Le possibilità di coordinamento tra politica fiscale e politica monetaria dipendono anzitutto dalla scelta di un rilevante «indicatore» del loro potenziale conflitto. Se la politica fiscale determina la crescita del debito pubblico e la politica monetaria ne fissa il grado di monetizzazione, il conflitto tra le due politiche si rifletterà sulla determinazione del tasso di interesse e del tasso di cambio. Un ulteriore, seppur limitato, grado di libertà può essere fornito dalla politica del debito pubblico [Ministero del Tesoro 1987, in particolare cap. 6], relativa alla scelta fra i diversi tipi di titoli (a breve e a lunga, indicizzati, in valuta, ecc.) con i quali il Tesoro può finanziare il suo fabbisogno. Ma una volta che anche questi spazi di manovra siano pienamente utilizzati, il residuo conflitto tra le due politiche dev'essere contenuto nell'ambito delle condizioni di sostenibilità del sistema. L'autonomia con la quale la politica monetaria può predeterminare la massima sostenibile crescita della moneta è quindi vincolata ad evitare un aumento del tasso di interesse al di sopra del tasso di crescita del reddito e/o un continuo apprezzamento del tasso di cambio. Il dibattito su questi problemi è stato già ampio nella letteratura scientifica, ma non risulta essersi ancora esteso all'effettiva determinazione delle due politiche nelle sedi istituzionali appropriate, Governo e Parlamento. È opportuno che ciò avvenga, e che il coordinamento tra politica fiscale e politica monetaria sia realizzato in base ad una preliminare definizione di un «indicatore» che misuri in modo significativo il conflitto che si intende evitare.

Riferimenti bibliografici

- Blinder, A.S. (1982), *Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy*, in *Monetary Policy Issues in the 1980s*, Federal Reserve of Kansas City.
Cox, W.M. (1985), *Inflation and Permanent Government Debt*, in «Economic Review Federal Reserve Bank of Kansas City», maggio.
Fazio, A. (1984), *Evoluzione dei metodi di controllo monetario*, in «Banche e Banchieri», settembre.
Kahn, G.A. (1987), *International Policy Coordination in an Interdependent World*, in «Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City», marzo.

Ministero del Tesoro (1987), *Ricchezza finanziaria, debito pubblico e politica monetaria*, Roma.

Vaciago, G. (1983), *Autonomia e funzioni delle banche centrali*, in «Politica ed Economia», ottobre.