

3. Banca centrale tra Governo e mercato

di Giacomo Vaciago

1. Introduzione

Il recente dibattito sulla proposta creazione di una banca centrale europea è, se non altro, servito a chiarire quali debbano essere le caratteristiche essenziali di una banca centrale.

L'ampio consenso che attualmente accomuna Governi europei ed economisti è che le seguenti due caratteristiche siano essenziali:

- 1) il perseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi;
- 2) l'indipendenza dai Governi.

Si potrebbe pensare che a questo risultato si sia giunti in seguito all'accoglimento delle proposte di un particolare Paese (la Germania). In realtà, allo stesso risultato è giunta nel corso degli anni Ottanta gran parte dell'analisi teorica della politica monetaria. I due programmi di ricerca nei quali la professione ha investito più risorse e intelligenza sono stati la teoria delle aspettative razionali e la teoria dei giochi: la loro congiunta applicazione alla teoria della politica monetaria ha portato ad una serie di indicazioni normative ed istituzionali che possono essere riassunte nei due principi sopra ricordati. Addirittura unificabili in un solo principio: l'autonomia della banca centrale è condizione necessaria e sufficiente perché sia conseguito l'obiettivo della stabilità dei prezzi [Neumann 1991]¹.

Nelle riflessioni che seguono proviamo ad avanzare alcune qualificazioni e riserve, sottolineando in particolare il ruolo implicitamente attribuito al mercato finanziario. Un mercato finanziario sviluppato è parte essenziale del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Ed è in primo luogo su questo mercato che «si gioca» l'interazione strategica tra banca centrale e Governo. Il ruolo del mercato può dunque essere interpretato come quello dell'*arbitro*, che si dà carico di dirimere le eventuali contese e di attribuire il punteggio.

La tesi qui proposta è che il risultato stesso del gioco dipende dalla maggior o minor efficienza del mercato. E ne dipende quindi il

¹ Secondo Thygesen [1991, 477-478], vale anche il principio opposto: l'attribuzione alla banca centrale di un unico obiettivo, quello della stabilità dei prezzi, è condizione necessaria della sua autonomia. Come potrebbe essere autonoma una banca centrale

possibile grado di autonomia della banca centrale: una autonomia completa è ottimale solo in presenza di un mercato finanziario «perfetto». Perché ciò è necessario per l'indipendenza tra l'obiettivo attribuito alla banca centrale (la stabilità dei prezzi) e gli altri obiettivi di cui il Governo dovrebbe continuare a darsi carico (il livello del reddito). In presenza di (più realistiche ipotesi di) imperfezioni del mercato finanziario, l'autonomia della banca centrale richiede giustificazioni alternative, pure presenti da tempo nella letteratura scientifica [Keynes 1936].

Le conclusioni più generali sono dunque le seguenti:

1) un certo grado di autonomia della banca centrale è comunque condizione necessaria perché la politica monetaria sia efficace.

2) Con mercati finanziari perfetti, l'autonomia della banca centrale può consentirle il perseguimento dell'unico obiettivo rappresentato dalla stabilità dei prezzi.

3) Con un mercato finanziario imperfetto (cioè *miope*, come si assume essere il Governo), l'autonomia della banca centrale riposa invece su una sua presunta lungimiranza, e non sulla «neutralità» della moneta.

2. Ancora sull'incoerenza temporale

Non è certo possibile riassumere qui tutti i risultati cui sono giunte la teoria delle aspettative razionali e la teoria dei giochi, applicate ai problemi della politica monetaria (vedi in proposito le utili rassegne di Blackburn e Christensen [1989]; Fischer [1980]; Persson e Tabellini [1990]; Englander [1991]).

Basterà ricordare due aspetti che sono ormai diventati «saggezza convenzionale» nella teoria della politica monetaria. Anzitutto, l'ipotesi della *lungimiranza* del pubblico contrapposta alla *miopia* del Governo. Si assume infatti (aspettative razionali) che il pubblico conosca le preferenze delle autorità e la struttura dell'economia e sia quindi in grado di prevedere le tendenze (cioè di formulare previsioni corrette in media) del sistema. Si assume inoltre che il Governo non abbia invece gli stessi incentivi ad essere lungimirante (*forward looking*), ma tragga beneficio (ad esempio, pensi di vincere le successive elezioni) dal perseguire una politica economica temporaneamente più espansiva. Il secondo aspetto riguarda l'esito della controversia «regole *versus* discrezionalità»: la superiorità delle «regole» è posta in dubbio,

cui fosse attribuita una pluralità di obiettivi macroeconomici, e fosse quindi in competizione con il Governo nel deciderne i relativi *trade-offs*?

risultando migliore la combinazione rappresentata da una politica monetaria «flessibile» realizzata però da una banca centrale che gode di «reputazione», cioè che risulta perseguire in modo credibile una politica di stabilità monetaria².

I problemi di incoerenza temporale, che originano un'inflazione più alta del necessario, risultano da una combinazione «pubblico lungimirante *cum* Governo miope» e possono quindi essere evitati affiancando al Governo una banca centrale che sia lungimirante almeno quanto il pubblico. I due casi su cui si è concentrata l'analisi dell'incoerenza temporale, per dimostrare la *bias* del sistema – privo di una banca centrale autonoma – verso un'inflazione più alta del necessario, riguardano rispettivamente la convenienza del Governo a provocare un aumento del reddito o a svalutare il debito pubblico. Nel primo caso, si assume che un'inflazione «a sorpresa» induca una riduzione dei salari reali e quindi un aumento dell'occupazione e del reddito. Un aumento comunque temporaneo, e che potrebbe anche non esservi se il pubblico (in questo caso, in primo luogo i lavoratori o i loro sindacati) caratterizzato da aspettative razionali e sapendo che quell'incentivo del Governo non è ostacolato da una banca centrale autonoma (o da altri accorgimenti istituzionali che diano analoghe garanzie), già tiene conto di quella eventualità.

Nel secondo caso, il Governo ha l'incentivo a provocare un'inflazione «a sorpresa» che riduca il valore reale, e quindi la remunerazione reale, del debito emesso. Anche in questo caso, ciò è possibile – ed è quindi previsto da un pubblico (in questo caso, in primo luogo i detentori di ricchezza e quindi il mercato finanziario) caratterizzato da aspettative razionali – nella misura in cui non vi è una banca centrale autonoma ad impedire quella monetizzazione del debito.

Le vicende dei nostri sistemi economici negli ultimi vent'anni hanno fatto sì che l'interesse degli economisti si sia spostato dal primo al secondo caso. Negli anni '70, poteva ancora sembrare realistico assumere che i Governi fossero rimasti gli unici a credere nell'esistenza, almeno nel breve periodo, della curva di Phillips, mentre il pubblico già si era accorto che quella curva era diventata verticale. In seguito, i

² In tal senso, temporanee deviazioni degli aggregati monetari non susciteranno aspettative inflazionistiche, se giustificate da eventi eccezionali. Vi è un'evidente analogia con la letteratura sul *moral hazard* riferita ad esempio ai salvataggi bancari (la rischioosità aumenta se vi è certezza *ex-ante* dei salvataggi). Che la discrezionalità della banca centrale debba essere impiegata... con discrezione, è stato sostenuto da tanti autori (vedi anche Barone [1919, 130]). In proposito, Summers ([1991, 629-630]) ribadisce la superiorità di una banca centrale autonoma, rispetto alle «regole fisse», purché l'avversione all'inflazione non porti all'inflazione zero!

crescenti squilibri di finanza pubblica e l'accumulazione – straordinaria per tempi di pace – dei debiti pubblici ha fatto sì che il principale caso studiato diventasse quello degli incentivi che un Governo ha, ma non dovrebbe avere, a svalutare il debito pubblico³.

Non è un caso che la richiesta maggior autonomia delle banche centrali abbia ricevuto ampio sostegno non solo da parte degli economisti, ma anche dei mercati finanziari. È quindi su questo secondo caso che concentriamo la nostra attenzione, come è d'altra parte oggi realistico fare con riferimento all'esperienza italiana, i cui problemi attuali sono sempre più studiati come problemi di debito pubblico e non di «curva di Phillips».

3. Il ruolo del mercato finanziario

In generale, un ampio e sviluppato mercato finanziario è condizione necessaria di efficacia della politica monetaria, se appunto essa si realizza con strumenti di mercato ed è attraverso i tassi di mercato che si trasmettono gli impulsi monetari. Considerando il ruolo svolto dal mercato finanziario, è anche evidente che esso si trova al centro del processo attraverso il quale il Governo può ottenere la monetizzazione del debito pubblico od il finanziamento da parte della banca centrale dei deficit di bilancio. Un aumento della quantità di moneta, cui può essere indotta una banca centrale non-autonoma dal Governo, verrà anzitutto percepita dal mercato finanziario, di norma in anticipo rispetto a quanto possano fare i lavoratori od i loro sindacati.

Più in generale, si può dire che un mercato finanziario sviluppato ed efficiente è necessario affinché la banca centrale possa essere autonoma nei confronti della politica di bilancio e del debito pubblico. Per una serie di motivi, che ci limitiamo a considerare in estrema sintesi.

Anzitutto, perché un ampio mercato finanziario serve al classamento del debito pubblico e può quindi ridurre l'impegno che la banca centrale (direttamente o tramite il sistema bancario) deve altrimenti dedicare al finanziamento del Tesoro. Per evitare il finanziamento monetario dei deficit occorre il classamento dei titoli nei portafogli del pubblico e ciò è reso più agevole se il mercato finanziario è

³ Come ricordano Arcelli e Di Giorgio [1991, 31], in alternativa a regole o alla reputazione di una banca centrale autonoma, l'incentivo a svalutare il debito viene ridotto dall'emissione di debito indicizzato. La stessa ampia diffusione del possesso di titoli del debito pubblico agisce peraltro da freno agli incentivi del Governo a provocare inflazione inattesa, che non risponderebbe né alla logica del «ciclo politico» né a quella di politiche «partisan» (nell'ipotesi di un contrasto distributivo tra chi paga e tra chi riceve interessi).

sviluppato ed ampio. Non è un caso che il Tesoro abbia interesse a riforme volte a sviluppare il mercato dei titoli di Stato in presenza di politiche monetarie non-accomodanti, cioè se non può più contare su acquisti di titoli in quantità illimitata da parte della banca centrale o delle banche.

In secondo luogo, l'esistenza di un ampio mercato finanziario consente alla banca centrale di dare priorità ad un obiettivo – la stabilità monetaria – cui i mercati finanziari sono tradizionalmente molto interessati. Non è un caso che nelle valutazioni delle banche centrali l'*opinione dei mercati* sia un importante elemento di giudizio e sia spesso invocata per giustificare politiche monetarie che possono contrastare con le preferenze del Governo. Per essere più precisi, l'esistenza di un mercato finanziario ampio e competitivo – in una parola «efficiente» – è condizione necessaria perché la banca centrale possa «attribuire al mercato» la determinazione dei tassi di interesse e quindi l'onere addossato al Governo per una politica di indebitamento eccessivo.

Quest'ultimo aspetto è di importanza cruciale e merita alcuni chiarimenti. Come non è credibile l'impegno di un Governo alla stabilità dei prezzi, se è noto che controlla la banca centrale e può quindi convincerla a provocare un'inflazione a sorpresa⁴, così non è credibile nei confronti del Governo l'autonomia di una banca centrale se è noto che è questa a determinare il livello dei tassi di interesse ed è quindi la sua azione ad aggravare l'onere del debito. Una banca centrale che vuole giustificare la sua autonomia per il controllo della stabilità dei prezzi, deve poter sostenere che un eventuale elevato livello dei tassi di interesse non è attribuibile alla sua azione, ma alla valutazione – in qualche senso «obiettiva» – che un mercato finanziario efficiente esprime nei confronti della politica di bilancio del Governo. È in questo senso che si può sostenere che nel gioco non-cooperativo tra governo e banca centrale un ruolo centrale, da «arbitro», lo assume il mercato finanziario e quindi la correttezza che si può attribuire alle sue valutazioni⁵.

L'ipotesi di perfezione del mercato finanziario – nel senso più «forte» possibile, cioè di capacità di incorporare nei prezzi e quindi nei rendimenti dei titoli tutti i fattori fondamentali – è dunque parte essenziale della proposta autonomia della banca centrale. Vi corri-

⁴ È interessante ricordare che in passato, secondo Hicks [1967, 170], faceva comodo ai Governi avere una banca centrale autonoma cui poter attribuire la responsabilità di politiche monetarie restrittive. La prospettiva sembra dunque essere cambiata negli anni Settanta.

⁵ In termini di teoria dei giochi, ciò equivale ad ipotizzare un gioco in cui la banca centrale persegue la stabilità dei prezzi ed il Governo l'aumento del reddito ed è il mercato finanziario a decidere la matrice dei *pay-off* in modo tale da determinare alternativamente indipendenza o sovrapposizione tra i due obiettivi.

sponde l'ipotesi che gli effetti di shock fiscali sui saggi di interesse reali siano dominanti e siano invece trascurabili gli effetti di shock monetari. È dunque la lungimiranza del mercato finanziario, su cui si basa la politica della banca centrale, a costituire il limite naturale alla miopia del Governo⁶.

4. Le imperfezioni del mercato

Se si accettano le considerazioni finora svolte, è evidente che il recente dibattito sulla maggiore o minore efficienza dei mercati finanziari è rilevante anche per definire l'opportuno grado di autonomia della banca centrale. Abbiamo prima ricordato che la teoria, macroeconomica, della politica monetaria è risultata dominata negli ultimi quindici anni dagli sviluppi della teoria delle aspettative razionali e della teoria dei giochi e che da questi sviluppi è derivata la proposta *autonomia* della banca centrale. Più o meno contemporaneamente, un diverso programma di ricerca sviluppava la teoria delle asimmetrie informative e delle imperfezioni dei mercati finanziari anche allo scopo di dimostrare, da un punto di vista microeconomico, la *necessità* di una banca centrale. Confrontando questi diversi programmi di ricerca, si giunge ad un risultato paradossale: la necessità, e la rilevanza, della banca centrale è dimostrata in base ad un modello che è esattamente opposto a quello su cui è basata la proposta autonomia della banca centrale stessa!⁷

Supponiamo infatti che si possa dimostrare [Tobin 1984; Stiglitz 1985; Jaffee e Stiglitz 1990] che i mercati finanziari sono in realtà caratterizzati da imperfezioni e vari gradi di miopia. E che non sono quindi, nei fatti, tanto efficienti come a volte si assume nei libri di testo, perché vi sono asimmetrie informative (e connessi problemi di selezione avversa e *moral hazard*); mercati incompleti; vincoli finanziari e non-neutralità della struttura finanziaria delle imprese; incertezza e instabilità.

In tal caso, la «neutralità» della politica monetaria nei confronti

⁶ È peraltro ancora controversa la valutazione che, in tal caso, la presenza di un regime monetario non-accondiscendente porti ad una riduzione del deficit pubblico. Vedi Tabellini [1988] e Grilli, Masciandaro e Tabellini [1991].

⁷ Non a caso i monetaristi estremi percorrono l'intera sequenza: autonomia della banca centrale, sua sostituzione con regole fisse, eliminazione delle banche centrali (vedi Dowd [1990]). D'altra parte, se la «reputazione» della banca centrale è condizione sufficiente per ottenere la stabilità monetaria, la «reputazione» delle singole banche che emettono moneta bancaria in condizioni concorrenziali potrebbe già essere sufficiente a produrre la quantità (e la qualità) di moneta ottimale, come proposto da Hayek, senza che sia necessaria una banca centrale a garantire ciò.

dei tassi di interesse reali, e quindi dell'onere del debito pubblico, non è più verificata, ed una caratteristica essenziale della politica monetaria volta al conseguimento della stabilità dei prezzi – cioè la assenza di effetti reali – viene meno⁸. La politica monetaria può allora produrre rilevanti effetti reali, anche allocativi e distributivi, cioè sovrapporsi almeno in parte alle competenze, ed alle responsabilità, del Governo.

L'autonomia della banca centrale – che se portata alle sue estreme conseguenze richiede una «separatezza» non solo di compiti ma anche di effetti – torna ad essere opinabile, cioè a portare ad un insieme di costi e benefici che non possono non richiedere una valutazione (e quindi una responsabilità) politica.

Si conferma così che la proposta autonomia della banca centrale – necessaria per garantirne la credibilità nell'impegno a conseguire la stabilità dei prezzi – riposa sul «deus ex-machina» rappresentato da un mercato finanziario perfetto.

5. La lungimiranza della banca centrale

In realtà, non è necessario ricorrere alle aspettative razionali e ad un mercato finanziario perfetto per trovare argomenti a favore dell'autonomia della banca centrale⁹. Con una differenza, tuttavia – che questa autonomia non è in tal caso ritenuta necessaria e sufficiente per garantire la stabilità monetaria, ma più semplicemente per attribuire efficacia alla politica monetaria. Basta rileggere quanto Keynes scrive nel XV capitolo della *Teoria Generale*, quando afferma che la politica monetaria può avere successo «se si raccomanda alla pubblica opinione come ragionevole e praticabile e rivolta all'interesse pubblico, con una base di convinzioni radicate e promossa da un'autorità non facilmente sostituibile».

Si ricorderà che in quel capitolo Keynes sostiene la tesi di un saggio di interesse come «fenomeno altamente convenzionale», ed è quindi portato ad attribuire importanza alla «coerenza di intenti da parte dell'autorità monetaria» come condizione di efficacia della sua azione. Coerenza di intenti (Keynes anticipava Kydland-Prescott?) da parte di un'autorità non facilmente sostituibile: due caratteristiche che devono convincere l'opinione pubblica (noi diremmo condizionare le

⁸ Né la Banca centrale può allora limitarsi solo ad un obiettivo di stabilità monetaria, perché deve anche darsi carico dei problemi di efficienza e di stabilità del mercato finanziario. Vedi Folkerts-Landau e Garber [1991].

⁹ Le considerazioni che seguono si ispirano e si integrano con quanto già sostenuto da Vicarelli [1988].

aspettative degli operatori) perché le politica monetaria possa influire sul tasso di interesse.

Se queste sono, in generale, le condizioni di efficacia della politica monetaria, ne risulta che alla base dell'autonomia della banca centrale resta solo l'ipotesi di una sua presunta lungimiranza. Governi e mercati possono essere in qualche modo miopi, nella misura in cui inseguono, e guadagnano da, opportunità di breve periodo. A questa loro tendenziale miopia deve essere allora contrapposta – in un sistema di *checks and balances* – una istituzione che per sua natura possa (ed abbia i corretti incentivi per) guardare avanti¹⁰.

6. Conclusioni

L'esperienza della disinflazione *cum* rivalutazioni competitive degli anni Ottanta, in presenza di una ridotta monetizzazione del debito pubblico e di una crescente «finanziarizzazione» dell'economia, ha riproposto il problema dei rapporti tra banche centrali e Governi in termini nuovi (o rinnovati). L'aumentato peso del mercato finanziario ne ha accentuato il ruolo di «arbitro» tra Governo e banca centrale: a certe condizioni di efficienza del mercato corrisponde un certo grado di autonomia della banca centrale nel perseguire, senza interferenza con il resto della politica economica attribuito al Governo e gli altri suoi obiettivi, un obiettivo di stabilità dei prezzi. Con mercati «perfetti», la moneta è «neutrale» e l'autonomia della banca centrale è possibile e necessaria¹¹. Nel concetto di perfezione del mercato è inclusa in modo essenziale l'ipotesi che il mercato sia lungimirante, e si dia quindi carico di garantire soluzioni di equilibrio di lungo periodo. Nel caso invece in cui anche il mercato possa soffrire di miopia, l'autonomia della banca centrale può ancora essere necessaria¹² e modificare in tal modo le «regole del gioco» per introdurre un orizzonte di più lungo periodo rispetto a quello rilevante per l'azione del Governo.

¹⁰ In ultima analisi, si può sottoscrivere il giudizio di Akhtar e Howe [1991, 368] secondo i quali l'autonomia della banca centrale dipende da due ordini di considerazioni: il consenso degli economisti su ciò che la politica monetaria può fare, ed il consenso politico/sociale su ciò che la politica monetaria dovrebbe fare.

¹¹ Non solo la banca centrale deve essere autonoma, ma ogni «cooperazione» con il Governo darebbe un risultato sub-ottimale se vi è indipendenza nei rispettivi obiettivi.

¹² Come in generale lo è nei confronti dei gruppi di interesse, anche se – come scriveva Caranza [1977, 388] – «è difficile fare politica monetaria contro le parti sociali più potenti».

Riferimenti bibliografici

- Akhtar, M.A. e Howe, H. (1991), *The Political and Institutional Independence of US Monetary Policy*, in «BNL Quarterly Review», settembre.
- Arcelli, M. e Di Giorgio, G. (1991), *Regole, credibilità della politica economica e discrezionalità*, in «Rivista di Politica economica», luglio-agosto.
- Barone, E. (1919), *Moneta e risparmio*, ripubblicato in, Torino, UTET-Edizioni di Banche e Banchieri, 1991.
- Blackburn, K. e Christensen, M. (1989), *Monetary Policy and Policy Credibility*, in «Journal of Economic Literature», marzo.
- Caranza, C. (1977), *Obiettivi intermedi della politica monetaria e coordinamento delle politiche economiche*, in «Moneta e Credito», dicembre.
- Dowd, K. (1990), *Does Europe Need a Federal Reserve System?*, in «Cato Journal», autunno.
- Englander, A.S. (1991), *Optimal Monetary Policy Design: Rules versus Discretion Again*, in «Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review», inverno.
- Fischer, S. (1990), *Rules versus Discretion in Monetary Policy*, in *Handbook of Monetary Economics*, a cura di B.M. Friedman e F.H. Hahn, Amsterdam, North Holland.
- Folkerts-Landau, D. e Garber, P.M. (1991), *The ECB: A Bank or A Monetary Policy Rule*, dattiloscritto.
- Grilli, V., Masciandaro, D. e Tabellini, G. (1991), *Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries*, in «Economic Policy», ottobre.
- Hicks, J. (1967), *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford, Clarendon Press.
- Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment Interest and Money*, London, MacMillan.
- Jaffee, D. e Stiglitz, J. (1990), *Credit Rationing*, in *Handbook of Monetary Economics*, a cura di B.M. Friedman e F.H. Hahn, Amsterdam, North Holland.
- Neumann, M.J.M. (1991), *Central Bank Independence as a Prerequisite of Price Stability*, in «European Economy», n. 1.
- Persson, T. e Tabellini, G. (1990), *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*, London, Harwood Academic Publishers.
- Stiglitz, J. (1985), *Credit Markets and the Control of Capital*, in «Journal of Money, Credit and Banking», maggio.
- Summers, L. (1991), *How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined?*, in «Journal of Money, Credit and Banking», agosto.
- Tabellini, G. (1988), *Monetary and Fiscal Policy Coordination with a High Public Debt in High Public Debt: the Italian Experience*, a cura di F. Giavazzi e L. Spaventa, Cambridge, Cambridge University Press.
- Thygesen, N. (1991), *Monetary Management in a Monetary Union*, in «European Economic Review», maggio.
- Tobin, J. (1984), *On the Efficiency of the Financial System*, in «Lloyds Bank Review», luglio.

Vicarelli, F. (1988), *Autonomia delle banche centrali e teoria monetaria*, in *L'autonomia delle Banche Centrali*, a cura di D. Masciandaro e S. Ristuccia, Milano, Edizioni di Comunità.