

BANK OF ITALY.  
Rinaldo Ossola Memorial Conference

**INAUGURAL ADDRESS**

Perugia, 9 July 1992

Ladies and Gentlemen,

it is a great pleasure to welcome you at this Conference organized by the Banca d'Italia to honour the memory of Rinaldo Ossola. It is no doubt a tribute to his bright intellect and warm personality that we have been able to attract such a distinguished group of experts to discuss the past experience and the future outlook of the international monetary system.

It is gratifying to see that our invitation has been eagerly accepted not only by a large number of Rinaldo's old friends, but also by much younger economists and policy-makers. The Conference will have already achieved one of its main purposes if the study of the contributions of Rinaldo Ossola to international monetary policy helps bridge the generational gap which exists in this field.

The main theme of the Conference can be identified as follows: to what extent the lessons we can draw from the crises and the process of reform of the international monetary system can be used as a guide for its future management? In the next days you will analyze these issues from the point of view of the historian, of the empirical economist and of the policy-maker. I am certain that the discussion will be lively and open. Although I would long to

do so, I shall not be able to attend the entire Conference but, nonetheless, I would like to start the debate by sharing a few thoughts with you.

When we decided to organize the Conference, the choice of the theme appeared uncontroversial: the discussion of the problems of the international monetary system was seen as the only way to pay tribute to a person who devoted most of his long and distinguished career to the goal of creating the procedures and the instruments to manage international monetary relations. At the same time, we were fully aware that the topic of the international monetary system is no longer at center stage, neither in economic fora, nor in the world of academy. This is due to the fact that for quite some time the very need to discipline international monetary relations through a system based on rules and institutions has been questioned both by professional economists and policy-makers.

Towards the end of the Sixties, when Rinaldo Ossola was still very active in international monetary diplomacy, the world started moving towards looser monetary arrangements. It is an irony of history that the urge for this move came from the very countries, the US and the UK, which had conceived the idea of anchoring the post-war political and economic order to a family of institutions like the United Nations, the International Monetary Fund, the

World Bank. With the dollar crisis of 1971, the oil-shocks of the Seventies, the spreading of the economic philosophy of Margaret Thatcher and Ronald Reagan, the grand design of Keynes and White was progressively dismantled. Although the Bretton Woods institutions have survived, they have undergone deep changes: they are no longer the cornerstone of a fixed exchange rate system, but play the crucial role of providing advice and finance to member countries in need. As it turned out, this role proved essential in the management of the debt crisis erupted in 1982.

In the world of more flexible monetary arrangements that came to prevail in the Seventies, European countries rallied around the European Community and opted for the alternative approach to international monetary relations: stable exchange rates, clear rules for the adjustment of imbalances, a central role for institutions. Thus, as the monetary system evolved in the direction of floating exchange rates and mild forms of cooperation, the European Monetary System gradually became an area of quasi-fixed exchange rates with constraining methods of policy coordination. Such developments were very much in the mainstream of ideas and suggestions that Ossola himself had contributed to set in motion in his search for an internationally managed money that could play the role of pivot for the international monetary system.

I regard as futile the attempt to establish, in general terms, the superiority of one system over the other. I believe that a system of stable exchange rates can be conducive to higher economic welfare only if certain important conditions are met. Firstly, the countries participating to a fixed exchange rate regime must have broadly comparable policy preferences; secondly, they must establish a clear mechanism to guide the policy stance of the whole area; thirdly, their economies must be closely integrated.

In the Community all these conditions are now fulfilled, thanks, in particular, to the successful experience with the EMS and the establishment of the Single Market. The Maastricht Treaty makes it possible to perfect the construction initiated with the EMS and to found it on even more solid institutional grounds. The conviction that the overriding concern of monetary policy must be the preservation of price stability, already widely shared in the Community, is now enshrined in precise Treaty provisions.

The importance of the EMU project for all the countries in the Community has been demonstrated, a contrario, by the turmoil which has followed the negative result of the Danish referendum. Foreign exchange markets have become less stable, yields on long-term securities have increased, in various degrees, in most European countries.

Evidently, markets must have concluded that long-term inflationary prospects have deteriorated because of the uncertainties surrounding the realization of EMU.

The realization of EMU must remain the top priority of the Community and our efforts should be concentrated on two fronts. On the one hand, everything must be done to approve the Treaty, the legal foundation of EMU, according to the original schedule: if at all possible with the participation of all Community countries, if necessary, albeit regrettably, only with those willing to deepen the Community construction. It is my firm belief that the Community will be able to find the technical and legal instruments to overcome this crisis. On the other hand, the countries which have yet to complete the process of economic convergence must redouble their efforts. The task may have become more difficult but it is surely even more necessary.

This is particularly the case for Italy, as the economy has been increasingly suffering from the consequences of the twin deficits, of the public finances and the balance of payments. The adjustment of the twin deficits must come in the first place through the eradication of inflation. In this endeavour, a crucial role is played by exchange rate stability and by the credibility of the policies required to underpin it. The Banca d'Italia has made the choice to keep the lira stable in the narrow band of the ERM and it is

acting consistently in carrying out foreign-exchange and monetary policy. The Italian Government has obtained a confidence vote from Parliament a few days ago, on the basis of a program which has the stability of the lira as its cornerstone and identifies the concrete adjustment measures which will provide the long-term foundations of such stability. The vote of confidence from the markets will no doubt be obtained, provided that the program is quickly and fully implemented.

Let me now move from the European to the world monetary stage. Since the fateful August of 1971, the world has been living in what, in Ossola's days, was called a "non-system": namely, an arrangement which is based on the single rule that each country should keep its own house in order and leave the "magic of the market place" to take care of the economic and monetary relations among nations. International cooperation has therefore assumed milder forms than in the past, largely confining itself to ad hoc interventions in the context of "crisis management" exercises. The traditional institutional fora for cooperation have been increasingly replaced by non-institutional arrangements like the G-7. However, cooperation in the G-7 has not succeeded in extending coordination from the area of exchange rates to monetary, budgetary and structural policies.

The issue that I hope the Conference will address

is what kind of international monetary arrangements would be required for an effective management of the crucial problems that the world economy is now confronted with. Among these problems the following seem the most important: How to achieve sustainable, non-inflationary growth world-wide? How to ensure an adequate balance between adjustment and the provision of liquidity on a global scale so that one can expect stability in exchange and financial markets together with adequate growth, particularly in developing countries? How to provide the stable monetary environment that is necessary for a successful reform process in former centrally-planned economies?

I am certain that many would agree on the specific measures needed to address each of the objectives I have just indicated. Yet, in the attempt to achieve these goals we run the risk of disregarding the general context in which policy measures are taken, as well as their interrelations. If you allow me an artistic parallel, which may be appropriate in Perugia, we tend to behave like pre-Giotto masters: we pay little attention to the "prospettiva" and tend to overlook the relationship which links the foreground of our work to its background.

Without attempting to anticipate your conclusions, I would venture to say that certain pre-conditions will have to be fulfilled to achieve more structured international



monetary arrangements. Firstly, once they have ratified the Maastricht Treaty, European countries should devote more attention to the aim of improving the international monetary system. Having consolidated what will have become its own domestic setting, the Community should dedicate itself to put in place a foreign economic policy with the aim of managing its position in an increasingly tripolar world. Secondly, the need for a more favourable attitude towards formal methods of international monetary cooperation should be seriously reconsidered by the US and Japan, who should become aware of the advantages implicit in accepting constraints on their domestic actions for the sake of ensuring their compatibility at the world level. Thirdly, we must put the trade system back on the rails which have allowed the most prolonged period of growth in world history; indeed, if monetary stability fosters growth, the opposite also holds.

If these conditions are met, international monetary cooperation will have to develop very much along the lines which were sketched by Rinaldo Ossola in an article published in the Princeton Essays in July 1971. In forecasting a world formed by three main economic areas, centered respectively on the US, Japan and the EEC, Rinaldo Ossola envisaged that relatively fixed exchange rates would regulate monetary relationships within each area, whereas flexible exchange rates would be used between the various areas.

Ossola, however, was fully aware that such a system would require a well-organized cooperation structure in order to function properly. To him, it was obvious that this role should be played by the International Monetary Fund which, and I quote, "..... will find itself having to deal mainly with those responsible for economic policy in the various monetary areas, rather than with the authorities of individual countries. As in the evolution of central banking in domestic markets, the strengthening of the economic, financial, and monetary structures underlying these relationships will free the IMF from certain minor operations, but will enhance its role and influence in major decisions and actions affecting the stability of the world monetary order".

After more than twenty years, Rinaldo's words continue to pose an intellectual challenge and are a constant source of ideas and stimuli, as we endeavour to achieve a more efficient international monetary system for the sake of growth and stability in the world economy. We shall not forget him.

Signore e Signori,

È un grande piacere per me dare il benvenuto agli intervenuti alla Conferenza che la Banca d'Italia ha promosso per onorare la memoria di Rinaldo Ossola. La presenza di un gruppo di esperti così altamente qualificati, qui convenuti per discutere le esperienze passate e le prospettive del sistema monetario internazionale, è il miglior tributo all'intelligenza e alla personalità di Rinaldo Ossola.

E' motivo di soddisfazione constatare che all'iniziativa hanno aderito con entusiasmo non solo gli amici di vecchia data di Rinaldo Ossola, ma anche economisti e politici più giovani. La Conferenza avrà raggiunto almeno una delle sue finalità se l'analisi del contributo dato da Ossola alla politica monetaria internazionale aiuterà a colmare il vuoto di generazione che sussiste in questo campo degli studi di economia.

Il tema principale della Conferenza potrebbe essere

formulato con il seguente quesito: le crisi del sistema monetario internazionale e il processo di riforma che ne è seguito possono servire da lezione e da guida nella futura condotta del sistema stesso? Nei prossimi giorni questi argomenti saranno analizzati da diversi punti di vista: storico, economico e delle scelte di politica economica. Sono certo che la discussione sarà franca e vivace.

Qualora i miei impegni me lo avessero consentito, avrei partecipato con piacere e interesse a tutte le sessioni della Conferenza; nondimeno vorrei dare avvio ai lavori movendo da alcune osservazioni.

Quando si decise di organizzare questo incontro, non avemmo esitazioni sulla scelta del tema. Discutere sul sistema monetario internazionale ci sembrò il modo più acconcio di rendere omaggio all'uomo che aveva dedicato la maggior parte della sua lunga e prestigiosa carriera all'obiettivo di creare procedure e strumenti per un ordinato governo delle relazioni monetarie internazionali. Al contempo, eravamo consapevoli che l'argomento "sistema monetario internazionale" da tempo non è più al centro del dibattito economico, né nelle sedi accademiche, né nei forum internazionali. Ciò è dovuto al fatto che è la necessità stessa di disciplinare le relazioni monetarie internazionali attraverso un sistema basato su regole e istituzioni a essere stata messa in discussione sia dagli economisti sia dai

politici.

Verso la fine degli anni sessanta, quando Rinaldo Ossola era ancora molto attivo in campo monetario internazionale, cominciò a profilarsi un cambiamento d'indirizzo in favore di accordi monetari meno rigidi. Per un'ironia della storia il bisogno di cambiamento maturò proprio in quei paesi - Stati Uniti e Regno Unito - che originariamente avevano concepito l'idea di affidare l'assetto politico ed economico postbellico a un gruppo di istituzioni quali le Nazioni Unite, il Fondo monetario internazionale, la Banca mondiale. Con la crisi del dollaro del 1971, gli shocks petroliferi degli anni settanta, il diffondersi della filosofia economica di Margaret Thatcher e di Ronald Reagan, il grandioso progetto di Keynes e di White è stato progressivamente smantellato. Pur sopravvissute, le istituzioni di Bretton Woods hanno nel frattempo subito profonde modifiche: non costituiscono più il cardine di un sistema di tassi di cambio fissi, ma hanno un ruolo determinante di consulenza e di finanziamento per i paesi membri più bisognosi. L'esperienza ha poi dimostrato che quel ruolo è stato essenziale nella gestione della crisi debitoria esplosa nel 1982.

In presenza degli accordi monetari più flessibili prevalsi negli anni settanta, i paesi europei si sono raccolti attorno alla Comunità europea e hanno optato per un

approccio alternativo alle relazioni monetarie internazionali: tassi di cambio stabili, regole chiare per l'aggiustamento degli squilibri, ruolo centrale delle istituzioni. Così, mentre il sistema monetario internazionale muoveva nella direzione di tassi di cambio fluttuanti e di moderate forme di cooperazione, lo SME divenne gradualmente un'area con tassi di cambio praticamente fissi e con una buona dose di coordinamento delle politiche. Tali sviluppi erano molto prossimi alle idee e ai suggerimenti che Ossola stesso aveva contribuito a diffondere nella sua ricerca di un ordinamento monetario gestito a livello internazionale che potesse costituire il cardine del sistema monetario internazionale.

Mi sembra sia poco rilevante cercare ora di affermare, in termini generali, la superiorità di un sistema rispetto all'altro. Credo che un regime di cambi fissi possa condurre a un benessere economico maggiore a patto che siano rispettate alcune importanti condizioni: anzitutto, i paesi aderenti al sistema di cambi fissi devono avere schede di preferenze delle loro politiche economiche piuttosto simili; in secondo luogo, essi devono istituire un chiaro meccanismo per orientare la politica di tutta l'area; infine, le rispettive economie devono essere strettamente integrate.

Nella Comunità queste condizioni sono ora rispettate grazie, in particolare, al successo dello SME e

alla creazione del Mercato unico. Il Trattato di Maastricht permette di perfezionare la costruzione iniziata con lo SME e di fondarla su basi istituzionali ancora più solide. La convinzione, già ampiamente condivisa in tutta la Comunità, che la finalità principale della politica monetaria sia la salvaguardia della stabilità dei prezzi è ora sancita dalle norme del Trattato.

L'importanza del progetto dell'UEM per tutti i paesi della Comunità è stata dimostrata, a contrario, dalle turbolenze che hanno fatto seguito al risultato negativo del referendum danese. I mercati valutari sono divenuti meno stabili, i rendimenti dei titoli a lunga scadenza sono aumentati, anche se in misura diversa, nella maggior parte dei paesi europei. I mercati devono aver tratto la conclusione di un deterioramento delle aspettative inflazionistiche di lungo termine a causa delle incertezze sulla realizzazione dell'UEM.

Il compimento dell'UEM deve rimanere obiettivo prioritario della Comunità; i nostri sforzi dovranno essere concentrati su due fronti. Da un lato, dovrà essere fatto tutto il possibile per approvare il Trattato, fondamento giuridico dell'UEM, secondo l'originaria tabella di marcia: preferibilmente, con la partecipazione di tutti i paesi della Comunità; ma se necessario, ancorché a malincuore, solo con quelli che intendono completare la costruzione

comunitaria. E' mia ferma convinzione che la Comunità saprà trovare gli strumenti tecnici e giuridici per superare le difficoltà presenti. Dall'altro lato, i paesi che ancora non hanno completato il processo di convergenza economica devono raddoppiare i loro sforzi. Questo compito potrebbe essere divenuto nel frattempo più difficile, ma è sicuramente ancor più necessario.

Ciò vale in modo particolare per l'Italia, la cui economia ha sofferto in misura crescente delle conseguenze del "duplice deficit": della finanza pubblica e della bilancia dei pagamenti. L'eliminazione dei due disavanzi può avvenire in primo luogo combattendo l'inflazione alle radici. In questo tentativo, un ruolo essenziale è affidato alla stabilità del cambio e alla credibilità delle politiche richieste per consolidarla. La Banca d'Italia ha scelto di mantenere la lira stabile nella banda stretta dello SME e agisce di conseguenza nella conduzione della politica valutaria e monetaria. Pochi giorni fa il Governo italiano ha ottenuto la fiducia del Parlamento sulla base di un programma di cui la stabilità della lira ne rappresenta la pietra angolare; esso identifica le misure concrete di aggiustamento che forniranno le basi perché quella stabilità sia duratura. Il voto di fiducia dei mercati non mancherà se il programma sarà tempestivamente e pienamente attuato.

Vorrei ora passare dal quadro monetario europeo a



quello internazionale. Dal fatidico agosto del 1971, il mondo è vissuto in quello che, ai tempi di Ossola, era definito un "non sistema": ossia, un assetto fondato sul principio che ogni paese dovesse mantenere in ordine la propria economia, lasciando alle forze del mercato il compito di regolare le relazioni economiche e monetarie internazionali. La cooperazione internazionale ha perciò assunto forme più blande che in passato, limitandosi per lo più a interventi ad hoc, di "gestione delle crisi". I tradizionali centri istituzionali di coordinamento sono stati sempre più spesso sostituiti da sedi non istituzionali, come il Gruppo dei Sette (G7). Tuttavia, la cooperazione in seno al G7 non è riuscita a estendere il coordinamento dall'area valutaria alle politiche monetarie, di bilancio e strutturali.

E' mio auspicio che tra gli argomenti trattati nel corso della Conferenza trovi spazio quello dedicato agli accordi monetari internazionali necessari per una efficace soluzione dei problemi che assillano l'economia mondiale. Mi limito a menzionare i più importanti: come ottenere una crescita mondiale sostenibile e non inflazionistica; come assicurare l'equilibrio fra politiche di aggiustamento e offerta di liquidità su scala globale, affinché si possa puntare a ottenere al contempo la stabilità sui mercati valutari e finanziari e una crescita adeguata, specie nei paesi in via di sviluppo; come fornire quell'assetto monetario stabile necessario per il successo del processo di

riforma nelle economie un tempo pianificate.

Sono certo che sulle misure specifiche, necessarie per ciascuno degli obiettivi che ho appena indicato, non manchi il consenso. Tuttavia, nel tentativo di raggiungere tali obiettivi occorre evitare il rischio di trascurare il contesto generale in cui i provvedimenti sono adottati, così come le loro interrelazioni. Se mi è consentita una similitudine figurativa, che questi luoghi mi suggeriscono, dobbiamo evitare di operare come gli artisti che hanno preceduto Giotto: curare poco la "prospettiva", trascurando il rapporto tra l'azione in primo piano e ciò che a essa fa da sfondo.

Senza volere anticipare quelle che potranno essere le conclusioni di questa Conferenza, ritengo che alcune condizioni preliminari dovranno essere soddisfatte, prima di pervenire ad accordi monetari internazionali più strutturati. Anzitutto, una volta ratificato il Trattato di Maastricht, i paesi europei dovranno rivolgere maggiore attenzione all'obiettivo del miglioramento del sistema monetario internazionale. Dopo aver consolidato il proprio assetto interno, la Comunità dovrà attuare una politica economica estera volta a regolare la propria posizione in seno a un mondo sempre più tripolare. In secondo luogo, Stati Uniti e Giappone dovranno considerare l'opportunità di assumere un atteggiamento più favorevole nei confronti di metodi di

cooperazione monetaria internazionale formalizzata e prendere coscienza dei vantaggi impliciti nell'accettazione di vincoli alle loro azioni interne al fine di assicurarne la compatibilità a livello mondiale. In terzo luogo, dobbiamo riportare il sistema degli scambi commerciali sui binari che hanno consentito il più prolungato periodo di crescita della storia mondiale; di fatto, se la stabilità monetaria promuove la crescita, è vero anche il reciproco.

Se queste condizioni saranno soddisfatte, la cooperazione monetaria internazionale dovrà svilupparsi per lo più lungo le linee delineate da Rinaldo Ossola in un articolo pubblicato nei "Princeton Essays" del luglio del 1971. Nel prevedere un mondo formato da tre principali aree economiche, gravitanti rispettivamente su Stati Uniti, Giappone e CEE, Rinaldo Ossola ipotizzò che tassi di cambio relativamente fissi avrebbero regolato le relazioni monetarie all'interno di ogni area, mentre cambi fluttuanti sarebbero stati adottati tra le varie aree.

Ossola era pienamente consapevole che per poter funzionare bene un tale sistema avrebbe richiesto una adeguata struttura di cooperazione. Per lui era ovvio che questo compito dovesse essere assolto dal Fondo monetario internazionale che, cito testualmente, ".... dovrà trattare principalmente con i responsabili per la politica economica delle diverse aree monetarie, piuttosto che con le autorità

monetarie dei singoli paesi. Come per l'evoluzione dell'attività della banca centrale nei mercati interni, il rafforzamento delle strutture economiche, finanziarie e monetarie sottostanti a queste relazioni libererà il FMI da alcuni compiti minori, ma contribuirà a sviluppare il suo ruolo e la sua influenza nelle principali decisioni e azioni che riguardano la stabilità dell'ordinamento monetario mondiale".

Dopo oltre vent'anni, le parole di Rinaldo Ossola continuano a costituire una sfida intellettuale, fonte di riflessione e di stimoli, mentre siamo impegnati a costituire un sistema monetario internazionale più efficiente, che asseconi la crescita e la stabilità dell'economia mondiale. Non lo dimenticheremo.