

IL MULINO

SCIENZA ED ARTE DEL BANCHIERE CENTRALE

Anno XLI GENNAIO/FEBBRAIO 1992

Carlo Azeglio Ciampi

Scienza e arte del banchiere centrale

Posto come obiettivo primario la difesa della stabilità monetaria, il ruolo della banca centrale si situa fra disciplina e discrezionalità, fra autonomia e rapporto dialettico con l'esecutivo. E oggi, dopo il «risanamento incompleto» degli anni Ottanta, per la Banca d'Italia il traguardo principale investe la partecipazione piena all'Unione economica e monetaria dell'Europa: è la «lezione», ricca di storia e di teoria, del Governatore.

Nell'*Essenza della moneta*, Schumpeter chiarisce come la genesi storica e gli stessi elementi etnologici che hanno segnato le istituzioni monetarie in ciascuna economia, caratterizzandole, non devono essere d'ostacolo al tentativo di inquadrare quelle stesse istituzioni in categorie più generali: «Nessuna teoria della moneta può confutarsi con la prova della erroneità di qualche tesi del suo autore sulla preistoria della moneta... Quale situazione storica, se mai ve ne debba essere una, sia da considerare "forma essenziale" scaturisce per ogni studioso dalla sua conoscenza teorica e non viceversa»¹.

Storia e teoria nel «central banking»

In realtà il processo attraverso il quale dagli originari istituti d'emissione si è sviluppato il *central banking* moderno è avvenuto secondo modalità e tempi diversi nei diversi paesi. E tuttavia il *central banking* è oggi riconducibile a una ragion d'essere comune: garantire la stabilità della moneta, del sistema creditizio. I modi per conseguirla possono essere riassunti nella diade «disciplina-discrezionalità»: la banca centrale è chiamata a esercitare sull'economia un vincolo antinflazionistico costante, usando la discrezionalità operativa affinché la disciplina si espliciti con la flessibilità che, in determinate occorrenze, può rivelarsi opportuna per il buon funzionamento di un'economia di mercato.

È consuetudine fra gli studiosi che si propongono di approfondire l'origine e l'evoluzione del *central banking* riferirsi in primo luogo all'esperienza della Banca d'Inghilterra, anche se la sua storia non si identifica con quella delle funzioni della banca centrale moderna. La varietà delle stesse vicende attraversate dalle banche centrali dei maggiori paesi è confermata dalla ricerca

il Mulino

storica recente, a cui la Banca d'Italia contribuisce con un'indagine sul caso italiano che ha già prodotto alcuni volumi di documenti, statistiche, analisi.

Seconda nel tempo solo alla Riksbank svedese, la Banca d'Inghilterra fu costituita nel 1694 dai sottoscrittori del prestito lanciato da Guglielmo III per finanziare la guerra con la Francia; ricevette l'autorizzazione a emettere biglietti entro limiti che furono ampliati nel tempo. Nel 1742 divenne l'unica società per azioni autorizzata a rilasciare banconote. Quando, nel 1826, altre società di capitali condivisero questo privilegio, la circolazione fu riservata ai biglietti della Banca in un raggio di 65 miglia da Londra. L'essere l'interlocutore preferito del governo favorì l'accentramento delle riserve metalliche del paese nei suoi forzieri, facendole assumere, col tempo, la funzione di «banca delle banche»: per regolare le posizioni debitorie, a compensazione avvenuta, le banche commerciali dapprima utilizzarono le banconote e, dal 1854, si avvalsero direttamente di trasferimenti tra i conti detenuti presso la Banca d'Inghilterra. La posizione centrale acquisita nel sistema bancario si accompagnò all'assunzione di responsabilità crescenti come prestatore di ultima istanza. Le crisi della seconda metà dell'Ottocento furono superate grazie alla consapevolezza di dover prevenire fenomeni di panico, dando liquidità al sistema: nelle crisi del 1847, 1857, 1866, fu necessario sospendere la convertibilità; nel 1873, nel 1890, la manovra dello sconto consentì il superamento della crisi senza ricorso a questa misura. All'inizio del ventesimo secolo la Banca d'Inghilterra, che sarebbe divenuta pubblica nel 1946, aveva acquisito le caratteristiche essenziali di una banca centrale odierna.

Il caso della Banca di Francia, costituita nel 1800 per volontà di Napoleone, anche se con il contributo prevalente di azionisti privati, sembra anch'esso adattarsi allo schema interpretativo che vede l'origine degli istituti di emissione nell'interesse dei governi, pressati da esigenze finanziarie straordinarie. Lo stesso non può dirsi della Reichsbank: fondata nel 1875 con l'apporto di capitali privati sulle spoglie della banca di stato prussiana, ebbe come compito principale quello di organizzare il sistema dei pagamenti su tutto il territorio e di unificare l'attività di emissione, svolta da trentatré istituti. Così, nel caso dell'Italia i tentativi del governo postunitario di dotare rapidamente il Paese di un istituto d'emissione unico, facendo leva sulla Banca Nazionale, miravano alla creazione di un mercato interno. La costituzione della Banca d'Italia, nel 1893, fu motivata dalla necessità di procedere a un riordino radicale del sistema di emissione e di far fronte ai dissesti bancari di allora.

Sebbene attraverso percorsi storici differenti, le banche di emissione hanno interpretato, sulla base dell'esperienza, comuni esigenze di fondo. La principale – limitare la quantità di moneta ai bisogni del commercio evitando eccessi inflativi – era già stata innalzata al rango di criterio teorico dalla linea di pensiero economico che, a partire almeno da Bodin e Davanzati, si era svolta sino a Hume, Smith, Ricardo. Le ulteriori esigenze, di contrastare l'instabilità della finanza e dell'attività produttiva, si pongono rispetto a questa in un rapporto di complementarità; sono state riconosciute dalle banche centrali

il Mulino

attraverso l'operare quotidiano nei mercati e pur esse iscritte nella dottrina economica, ancorché con qualche ritardo, grazie a contributi come quelli di Thornton e Bagehot.

La necessità di diffondere l'uso del biglietto e della moneta bancaria e di salvaguardare la fiducia del pubblico nel loro valore richiede una gestione monetaria attiva anche in tempi di piena convertibilità della carta in metallo. L'esperienza insegnò presto ai banchieri che un drenaggio di riserve può essere provocato da vari fattori, che quando la causa è un improvviso crollo di fiducia nella moneta bancaria la risposta adeguata non consiste nella restrizione, bensì nell'aumento delle emissioni. In momenti di particolare tensione, la stessa estrema scelta di sospendere la convertibilità rappresentò una misura necessaria a superare la crisi, per consentire il ripristino dei criteri di rigore monetario da seguire in tempi normali. Scriveva Hicks, interpretando Thornton: «Reserves will be more confidently used (and not over-used) as short-run stabilizers if confidence in long run stability is unimpaired»².

Il governo della moneta

La stabilità della moneta è un bene di cui si avvantaggia tutta la collettività: agevola gli scambi, riduce l'alea delle scelte d'investimento, sostiene il risparmio, pone una delle condizioni d'equità nell'imposizione fiscale. È connotato essenziale di un paese civile. Alla sua difesa è preposta la banca centrale.

La riflessione sugli strumenti idonei a garantire la stabilità monetaria si è svolta, sin dall'avvio di un gran dibattito che non è spento, su due fronti: quello dei meccanismi istituzionali coerenti con l'obiettivo, quello delle regole a cui far riferimento nella creazione di moneta.

Oggi come ieri, vi è chi sostiene che una soluzione congiunta dei due problemi può trovarsi in procedure automatiche, capaci di sottrarre la creazione della moneta alla competenza dell'Esecutivo. I regimi nei quali la moneta era convertibile in una merce dotata di valore intrinseco vengono elevati a ideale di riferimento. Ma neppure in quei regimi la creazione di moneta era mai interamente affidata ad automatismi; soprattutto, chi la governava non si privava della facoltà di modificarne il valore o di sospendere la convertibilità.

La pratica della «moneta manovrata» e l'affermazione analitica della sua utilità trovarono decisivo sostegno nella formulazione keynesiana dell'equilibrio di sottoccupazione e nell'individuazione delle politiche economiche idonee a prevenirlo o a superarlo. La necessità e la possibilità per la politica economica di contenere le fluttuazioni cicliche e di assecondare lo sviluppo sfociarono negli anni Cinquanta e Sessanta negli ottimismo del *fine tuning*.

Le vicende inflazionistiche e recessive degli anni Settanta hanno riaperto la discussione sull'alternativa fra regole e discrezionalità. All'opinione che possiamo sintetizzare ancora con le parole di Hicks – «to fall back on rules, making the monetary system mechanical, is a confession of failure»³ – si è contrapposto il favore per una regola di crescita monetaria costante, motivato

il Mulino

dai limiti conoscitivi circa la trasmissione degli impulsi monetari e dai ritardi che la politica monetaria inevitabilmente incontra sia nella fase informativa sia in quella d'attuazione. Nell'analisi sottostante però è stata scossa la convinzione che indirizzo antinflazionistico e sviluppo economico siano antinomici. L'accento è stato posto sulle distorsioni che l'inflazione produce nell'allocatione delle risorse, sull'incertezza che determina negli operatori circa le scelte di risparmio e d'investimento.

Lo stesso concetto di stabilità monetaria ha una duplice accezione. Significa stabilità del livello medio dei prezzi, in primo luogo. L'inflazione e la deflazione opacizzano i segnali del mercato; possono erodere la propensione a risparmiare, la propensione a investire; per entrambe le vie, pregiudicano ritmo, sostenibilità, qualità della crescita. Inflazione e deflazione provocano effetti redistributivi del reddito e della ricchezza impreveduti, casuali, non simmetrici, indesiderati; scavano dall'interno nella capacità di tenuta del tessuto sociale. Ma stabilità monetaria significa anche condizioni ordinate dei mercati finanziari, saldezza sistemica della struttura bancaria, quindi dell'attività economica. Le crisi bancarie e finanziarie su vasta scala possono essere causa, concausa, aggravante, della recessione o del ristagno. Colpiscono duramente, insieme con il risparmio e con gli assetti del credito, il potenziale di sviluppo dell'economia. Stabilità per la crescita, dunque, non per la tutela degli interessi dei *rentiers*: gli stessi lavoratori, oggi, risparmiano e contribuiscono ampiamente all'accumulazione del capitale.

Nella posizione dei fautori della regola rigida di espansione monetaria va colta l'istanza, prioritaria, di una chiara linea di tendenza nel comportamento della banca centrale, che rappresenti l'elemento di certezza capace di orientare le aspettative, di favorire l'operare delle forze di mercato. Nella posizione dei fautori della politica attiva e discrezionale è da rinvenirsi il richiamo alla banca centrale di esser pronta a fronteggiare emergenze che possano insorgere, non solo in seguito a shocks esterni o esogeni. La flessibilità temporanea offerta da una banca centrale credibile non deve andare a scapito del rigore di fondo nel governo della moneta: il richiamo a essa significa rifiuto di automatismi, valorizzazione della qualità che Guicciardini chiamava «discrezione»⁴.

Nel governo della moneta la disciplina si traduce nella coerenza e nella tenacia dell'azione antinflazionistica, da esercitare anche dichiarando e perseguendo precisi obiettivi monetari e di cambio. La costanza dell'indirizzo non implica rigidità meccanica dei comportamenti. Di fronte alla mutevolezza dei fenomeni economici, agli stessi processi di innovazione finanziaria, un'impostazione del governo della moneta presentata come imm modificabile rischierebbe, per ciò stesso, di apparire insostenibile, perdendo, così, d'efficacia. Proprio nell'uso della discrezionalità sta l'«arte» o la «scienza» del banchiere centrale.

il Mulino

Credito di ultima istanza, sistema dei pagamenti, vigilanza bancaria

Ad analogo criterio deve ispirarsi l'azione della banca centrale anche negli altri campi tradizionalmente affiancati alla regolazione complessiva della moneta: gestione del credito di ultima istanza e del sistema dei pagamenti, supervisione dell'attività degli intermediari e dei mercati bancari e finanziari.

Il *lending of last resort* è il finanziamento, diretto e bilaterale, a singole aziende bancarie in crisi di liquidità. Costituisce, insieme con le operazioni di mercato aperto, con gli interventi in cambi, con la manovra della riserva obbligatoria, la panoplia degli strumenti con cui è regolata la moneta nell'economia. L'intento specifico è quello di evitare che difficoltà transitorie di un singolo istituto si trasformino in crisi d'insolvenza e si diffondano con effetti a catena all'intero sistema, finanziario ed economico. Le banche, con riserve liquide modeste rispetto al volume della raccolta e con attività il cui valore non è facilmente stimabile dal mercato, sono per loro natura esposte a crisi di fiducia. La possibilità di accedere al credito dell'istituzione in grado di fornire base monetaria rafforza la fiducia che i depositanti ripongono nelle banche, contribuisce alla solidità del settore che è componente importante nella creazione e nella circolazione della moneta.

Il credito di ultima istanza dev'essere disponibile per aziende illiquide, non insolventi. L'impostazione di rigore nel concederlo si riflette nella richiesta di garanzie e nello sfavore verso domande di finanziamento ripetute da parte di uno stesso intermediario. È dalla fermezza di questo principio che le aziende di credito trarranno stimolo, oltre che per migliorare la gestione di tesoreria, per attenersi a una prudente amministrazione: se si offrisse loro la prospettiva certa del rifinanziamento, crescerebbe l'inclinazione a incorrere in rischi eccessivi, si ostacolerebbe il progresso del mercato interbancario, del mercato monetario.

Distinguere, nell'incalzare degli eventi, l'illiquidità dall'insolvenza può essere arduo. Implica sempre una valutazione. Non di rado accade che la decisione debba esser presa nei tempi stretti che intercorrono tra la fine del ciclo della compensazione di debiti e crediti maturati nella giornata e il momento del regolamento finale. La banca centrale deve confrontare le conseguenze di un possibile estendersi della crisi con quelle di un allontanamento temporaneo dalla regola di non sostenere aziende insolventi; deve anche valutare gli effetti di un allentamento temporaneo delle condizioni monetarie. Nella decisione di accogliere o meno la richiesta di finanziamento vanno ancora una volta conciliate la fermezza dell'impostazione di fondo e l'esigenza di superare difficoltà di breve periodo senza compromettere gli obiettivi di più lunga lena.

La conciliazione è agevolata, e assume per ciò un'ulteriore dimensione, dall'impegno che alle banche centrali in varia misura si richiede nella vigilanza sulle aziende di credito e sui mercati finanziari. La banca centrale è forse l'unica istituzione preposta al governo dell'economia che sia abilitata ad agire tanto con strumenti di mercato quanto con strumenti amministrativi. È

il Mulino

costantemente presente sui mercati, con operazioni di compravendita di titoli e divise, con negozi che accendono e spengono rapporti di debito/credito. Al tempo stesso, è dotata dall'ordinamento bancario e finanziario di poteri di normazione secondaria e autorizzatori che hanno immediati, rilevanti effetti sui mercati. Il rapporto tra banca centrale e operatori finanziari è fruttuoso, in quanto anche rapporto di collaborazione. Lo è in ragione della natura «bancaria» dell'istituto centrale: esso stesso operante nel mercato, sensibile alle esigenze di funzionalità delle sue strutture.

L'azione della vigilanza promuove la solidità degli intermediari, ne stimola l'efficienza, operativa e allocativa. Si propone di prevenire, seguendo l'attività delle singole aziende di credito, i casi di crisi, che ogni iniziativa imprenditoriale può implicare, e di contenerne le ripercussioni. In un mondo in cui «lasciar fare» e concorrenza non coincidono, le stesse sollecitazioni attuate con strumenti amministrativi sono volte ad accrescere il tono concorrenziale dei mercati, a valorizzare il contenuto d'imprenditorialità dell'intermediazione creditizia. Anche in questo campo, come nel finanziamento d'ultima istanza, la cura per la stabilità della struttura bancaria non deve confondersi con il garantismo: esso negherebbe l'efficienza e, alla lunga, la stessa stabilità. Gli operatori, in particolare gli amministratori bancari, devono poter inscrivere la loro condotta in un quadro di certezze che provengano da una politica di supervisione improntata ai principi di mercato. In questa ottica, le autorità di vigilanza tendono sempre più a tradurre in normative generali sul grado di patrimonializzazione e sulla diversificazione dei rischi il richiamo a una gestione prudente; lasciano al libero apprezzamento dell'imprenditore bancario la scelta degli obiettivi aziendali e dei comportamenti idonei al loro raggiungimento.

Ai fini del credito di ultima istanza la banca centrale si trova egualmente nella necessità di conoscere la situazione tecnica delle singole aziende di credito. La vigilanza prudenziale può prevenire fenomeni di *moral hazard*. L'affinamento del mercato monetario che la banca centrale sollecita e realizza insieme con gli operatori accresce la liquidità degli attivi delle banche, rende meno probabile il ricorso al credito di ultima istanza. Così, le iniziative nel sistema dei pagamenti agevolano la tesoreria delle banche. Non sono solo le esigenze di coordinamento ed economie nella raccolta e nel vaglio delle informazioni, ma il miglior conseguimento delle finalità perseguite a consigliare di unire presso la banca centrale le funzioni di controllo monetario, credito di ultima istanza, cura del sistema dei pagamenti, vigilanza creditizia: funzioni tutte che richiedono di applicare la disciplina con la flessibilità che dovesse rendersi opportuna.

Autonomia e credibilità della banca centrale

Per l'ordinato svolgersi dell'attività economica è fondamentale che le aspettative degli operatori possano far perno sulla coerenza di comportamento di una banca centrale credibile. Condizione di credibilità è che la banca

il Mulino

centrale sia autonoma, dagli operatori finanziari e non finanziari e dall'Esecutivo. L'inserimento degli interventi monetari nell'ambito più ampio della politica economica, la cui responsabilità ultima non può che essere del governo, va conciliato con la massima di saggezza che consiglia di separare il potere dell'Esecutivo di spendere denaro da quello di crearlo. Si pensi all'evoluzione delle banche centrali, da istituti d'emissione a soggetti della politica economica. Nello stadio primigenio, il finanziamento del Tesoro era atto dovuto, in qualche modo il corrispettivo del privilegio di emettere biglietti accordato dal sovrano. Una volta che l'emissione, non più privilegio, diviene attribuzione istituzionale della banca centrale, quest'ultima assume il ruolo – a volte sancito dall'ordinamento – di garante della stabilità monetaria: i rapporti col Tesoro divengono più complessi, per molti aspetti dialettici.

La discrezionalità della banca centrale ha natura tecnica. Si configura come autonomia, non come arbitrio, perché la condotta della banca centrale è sindacabile, rispetto al fine, prioritario, chiaramente definito e a essa assegnato, della stabilità monetaria e finanziaria. Il sindacato è suscettibile di essere opportunamente disegnato nel profilo istituzionale. È riconducibile a paradigmi che l'analisi economica rende più affidabili e oggettivi, ancorché non applicabili meccanicamente. Dopo Keynes, la teoria della moneta consente di identificare in modo quasi sempre non ambiguo gli errori di segno della politica monetaria, quanto meno nelle situazioni canoniche. L'analisi applicata, comprensiva dell'econometria dei grandi modelli, è in grado di circoscrivere l'area di incertezza sull'intensità e sui tempi della manovra monetaria. Per le situazioni non canoniche, le quali richiedano un'analisi originale e risposte nuove, il riscontro non può che vertere sulla corrispondenza dei risultati ottenuti con gli strumenti e con il patrimonio di esperienze di cui la banca centrale dispone.

Va sottolineata la natura *ex post* di un siffatto sindacato da parte dell'Esecutivo, del Parlamento. Un vaglio *ex ante* delle scelte operative negherebbe l'autonomia della banca centrale. Fra la politica monetaria e gli altri momenti della politica economica può e deve esservi stretta complementarità. È, questo, un *leitmotiv* del pensiero dei banchieri centrali; essi hanno sempre respinto la suggestione della supplenza, come pure l'ipotesi che la politica monetaria – e, ancor più, una «regola» monetaria – possa bastare.

Il coordinamento fra politica monetaria e altre politiche è necessario e auspicabile per la condotta economica del paese. Si realizza soprattutto nel momento della definizione di un quadro coerente di obiettivi, intermedi e finali, esteso a orizzonti temporali né troppo brevi né troppo lunghi.

Il problema diviene allora come salvaguardare l'autonomia delle banche centrali, così definita e delimitata.

Sul piano delle garanzie istituzionali, vi è una varietà di soluzioni possibili, molte delle quali già sperimentate. Legittimazione sostanziale e legittimazione formale sono complementi, talvolta sostituti, l'una dell'altra. Tuttavia, le pur diverse soluzioni previste dagli ordinamenti dei vari paesi hanno in comune l'intento di fare della banca centrale un argine all'uso improprio della moneta.

il Mulino

Nel contempo, la coerenza d'azione della politica economica e gli stessi principi di una società fondata sulla libertà e sulla democrazia verrebbero messi in forse da una banca centrale la cui necessaria, irrinunciabile autonomia degenerasse nell'arbitrio. Paradossalmente, l'autonomia sarebbe messa a repentaglio, esponendosi la banca centrale al pericolo di divenire l'oggetto e il luogo del contrasto politico.

La soluzione più equilibrata sta nel riconoscere alla banca centrale un'indipendenza che le permetta di rendere manifesto il conflitto eventuale fra politica monetaria e politica di bilancio, e nel prevedere procedure che ne assicurino, nel Parlamento, la composizione.

I criteri che ho richiamato circa le funzioni e il ruolo istituzionale della banca centrale sono al centro del dibattito sulla progettazione dell'Unione economica e monetaria europea, nel disegno del «Sistema europeo di banche centrali». Al Sebc, superata la fase di transizione affidata all'Istituto monetario europeo, verranno attribuiti il governo della moneta comune, l'ecu, e l'attuazione, con strumenti orientati al mercato, della politica monetaria e del cambio della Comunità.

Sta in questo il cambiamento fondamentale rispetto alla situazione presente e quale si consoliderebbe in assenza di un salto istituzionale. È il passaggio da una situazione di moneta egemone a quello di moneta unica, da politiche monetarie nazionali, già oggi fortemente condizionate da quella del paese con maggior peso economico e finanziario, a una politica comune, espressione delle esigenze dell'intera area integrata, decisa da un organo unitario, quale sarà il Consiglio del Sebc, attuata da un organo esecutivo centrale.

Il rischio di comportamenti cedevoli è allontanato dal porre nello Statuto quale obiettivo primario e irrinunciabile del Sistema la stabilità dei prezzi: il sostegno alla politica economica generale è a essa condizionato. Nella costruzione europea, la stabilità dei prezzi si affianca al completamento del mercato unico delle merci e dei servizi nell'opera di riduzione dei costi di transazione e dei fattori d'incertezza volta a liberare impulsi di stimolo agli investimenti, al reddito, all'occupazione.

La preoccupazione maggiore è che disavanzi pubblici eccessivi mettano in pericolo l'orientamento della politica monetaria. Da qui i richiami al coordinamento delle politiche macroeconomiche e l'istanza di procedure di sorveglianza multilaterale che impongano la disciplina di bilancio. Per questo una condizione indispensabile per il passaggio alla seconda fase dell'Unione monetaria viene individuata nell'abolizione dell'accesso dell'Amministrazione pubblica al finanziamento della banca centrale.

Anche per il Sebc sono previsti compiti nei campi della vigilanza prudenziale, della stabilità del settore finanziario, del sistema dei pagamenti. Si tratta di compiti di coordinamento, di consultazione, che con gradazione diversa nei differenti campi mirano all'integrazione. Per il loro espletamento il Sebc potrà giovare delle informazioni statistiche disponibili presso le competenti autorità nazionali, o direttamente presso gli operatori.

Grande importanza è attribuita all'indipendenza del Sistema rispetto alle

il Mulino

autorità politiche nazionali e a quelle della Comunità. Garanzie vengono ricercate nelle condizioni di nomina e di revoca dei componenti gli organi direttivi del Sebc, nella durata del mandato, nell'incompatibilità con altri incarichi.

L'istituzione monetaria della Comunità dovrà essere soggetta al controllo democratico sul suo operato. Nella prospettiva di un potenziamento del Parlamento europeo, la trasparenza dei suoi comportamenti sarà ricercata attraverso relazioni periodiche, con la pubblicazione di prospetti di bilancio, prevedendo la possibilità che organi della Comunità presenzino alle riunioni del Sebc.

L'azione della Banca d'Italia negli anni Ottanta

Ai principi sopra enunciati abbiamo ispirato l'azione della Banca d'Italia nel decennio trascorso, tenendo conto di fattori molteplici: le condizioni in cui la nostra economia versava; le particolari difficoltà ereditate dagli anni Settanta; le opportunità e i vincoli derivanti dal Sistema monetario europeo in cui siamo inseriti; lo sfavorevole contesto economico internazionale, caratterizzato da alti tassi d'interesse reali, mai prima raggiunti, da crescita bassa fino al 1984, da apprezzamento del dollaro sino agli inizi del 1985, da alto prezzo del petrolio sino agli inizi del 1986.

L'obiettivo primo, doveroso, è stato quello di ridurre l'inflazione, che nel 1980 superava il 20 per cento, con tendenza ad aumentare.

La politica monetaria ha seguito un orientamento restrittivo. I tassi d'interesse reali, negativi per diversi punti percentuali nel 1979, in un triennio salivano a livelli positivi, del 4-5 per cento; rimanevano poi su questi livelli, tendenzialmente in linea con i tassi europei e internazionali.

A questo indirizzo monetario si raccordava un attivo governo del cambio. Volgendo nella direzione del rigore le sinergie offerte dallo Sme, si è agito per rimuovere negli operatori l'aspettativa di un cambio della lira accomodante. Un'aspettativa siffatta si era radicata attraverso le crisi degli anni Settanta: insieme con i tassi d'interesse reali bassi, se non negativi, essa aveva contribuito a far sì che le imprese procrastinassero il contenimento dei costi e la ristrutturazione imposta dai mutamenti dei prezzi relativi dei prodotti e dei fattori, nel convincimento che la competitività sarebbe stata comunque e pienamente fatta salva dal deprezzamento della moneta. All'effetto di disciplina e allo stimolo sui produttori, esercitati da un cambio nominale *ex ante* non cedevole, si è accompagnato, fino al 1985, un cambio reale *ex post* tendenzialmente costante, tale da non pregiudicare ulteriormente la competitività di prezzo e la bilancia di parte corrente, minate da un'inflazione interna che, sebbene in calo, restava ben più alta di quella delle economie concorrenti.

Questa politica, a un tempo della moneta e del cambio, moderando la domanda interna e i costi, ha contribuito ai progressi che l'economia italiana è riuscita a compiere sino allo scorcio del decennio. Quei progressi si sono

il Mulino

realizzati nonostante le difficoltà incontrate nel risanare i conti pubblici e nel riportare stabilmente sotto controllo la dinamica dei redditi nominali, prima e dopo il momento, pur importante, del freno posto agli scatti della scala mobile nel 1984.

L'inflazione scendeva al di sotto delle due cifre nell'ottobre del 1984; scendeva sino al 4,2 per cento, anche col favore delle ragioni di scambio, nel dicembre del 1986. La ristrutturazione produttiva, attesa da anni, si realizzava; le imprese recuperavano produttività e capacità competitiva, tornavano al profitto, abbattevano i debiti, ricostituivano la base di capitale proprio. L'economia italiana poté unirsi alla ripresa ciclica internazionale del 1983 e alla lunga espansione del prodotto, degli investimenti, dell'occupazione dispiegatasi sino al 1990. Il disavanzo di parte corrente dei conti con l'estero, che era giunto al 2,2 per cento del prodotto interno lordo nel 1980-81, si annullava nel 1986-87.

Nel *modus operandi* della politica monetaria veniva completato il passaggio dagli strumenti diretti, di controllo amministrativo del credito, agli strumenti indiretti, di intervento nei mercati della base monetaria e dei titoli di Stato. In un nesso di interazione, è stato dato impulso al miglioramento dei mercati monetari e finanziari e del sistema dei pagamenti, all'efficienza e all'imprenditorialità delle banche. In alcuni casi, come quello del mercato secondario telematico dei titoli pubblici, si sono dovute creare, con il concorso degli operatori, strutture prima inesistenti. Per queste vie, è stato possibile gestire a tassi d'interesse decrescenti in termini nominali, tendenzialmente in linea con quelli internazionali in termini reali, un debito pubblico in forte aumento anche rispetto al prodotto interno lordo (dal 60 a oltre il 100 per cento), alimentato da disavanzi di bilancio che hanno sfiorato il 14 per cento del prodotto interno lordo nel 1983, e sono stati nel decennio sempre al di sopra del 10 per cento. Non ultimo per importanza, tutto ciò avveniva – e trovava rispondenza – mentre si procedeva alla totale rimozione delle restrizioni alle transazioni finanziarie con l'estero: l'economia italiana veniva inserita nel processo di integrazione finanziaria internazionale attraverso una crescita molto rapida dei movimenti dei capitali, in entrata e in uscita.

Il dubbio, mai cancellabile, che si sarebbe potuto far di più e meglio, diviene certezza se si pensa che alla politica della moneta, del cambio, delle strutture bancarie e finanziarie avrebbero potuto unirsi con maggiore incisività le politiche di bilancio e dei redditi. E tuttavia nutriamo un convincimento: se, in una situazione nella quale il criterio di Tinbergen della corrispondenza fra strumenti e obiettivi della politica economica veniva solo a tratti rispettato, si fosse consentito un deprezzamento ancor maggiore della lira, l'economia italiana verserebbe in uno stato ben peggiore dell'attuale quanto a tasso d'inflazione, livello dei saggi d'interesse, oneri finanziari delle imprese, lo stesso disavanzo pubblico. La partecipazione piena all'Unione economica e monetaria dell'Europa non sarebbe oggi obiettivo arduo da raggiungere; sarebbe obiettivo improponibile.

il Mulino

L'impegno che nasce dall'Unione europea

Negli ultimi anni Ottanta l'economia italiana è entrata in una fase nuova, apertasi all'insegna dell'adesione al processo di unificazione economica e monetaria in cui l'Europa è impegnata.

L'Italia è parte attiva del movimento volto alla costruzione di un'Europa senza frontiere interne, integrata economicamente, dotata di una politica monetaria unica. La scelta per l'Europa che Governo e Parlamento hanno fatto, interpretando la volontà del Paese, è il punto di riferimento per la Banca d'Italia. Coerenti con quella scelta sono la salvaguardia della stabilità interna ed esterna della moneta, l'azione per migliorare l'efficienza degli intermediari creditizi e delle strutture finanziarie, per consolidare e rendere ancor più evidente, e irreversibile, la stessa autonomia della Banca d'Italia, in conformità con la costituzione di un Sistema europeo di banche centrali.

Sotto quest'ultimo profilo, il venir meno dell'obbligo della Banca di assicurare il collocamento in asta dei Bot non sottoscritti da altri operatori aveva rappresentato, nel 1981, il primo passo. Il più recente è stato quello di affidare alla Banca d'Italia la determinazione della maggiorazione del tasso d'interesse sulle anticipazioni a scadenza fissa. I mutamenti istituzionali hanno trovato seguito nel comportamento della Banca d'Italia. Impegnata a contenere la crescita della quantità di moneta in linea con gli obiettivi annualmente stabiliti, la Banca ha ridotto il suo finanziamento al Tesoro. La creazione di base monetaria per conto del Tesoro, al netto delle operazioni di mercato aperto, è progressivamente scesa dai 47.000 miliardi del 1981 sino ad annullarsi nel 1990 e nel 1991; fra il 1985 e il 1990 l'esposizione creditoria della Banca verso il Tesoro, a qualsivoglia titolo, è passata dal 14,5 all'11,2 per cento del prodotto interno lordo.

Ulteriori progressi sul piano istituzionale restano da compiere. Mi riferisco alla riforma del conto corrente di tesoreria, attualmente allo studio, e all'assegnazione alla Banca centrale del compito di fissare il tasso di sconto, già approvata da un ramo del Parlamento.

L'inserimento della lira nella banda stretta dello Sme, deciso nel gennaio del 1990, si è realizzato con successo, nonostante le alterne vicende economiche e finanziarie internazionali che hanno segnato l'ultimo biennio, nonostante il persistere, da noi, sia di una dinamica dei costi interni e dei prezzi eccedente quella dei principali paesi d'Europa sia di grandi difficoltà nel compiere la correzione dei conti pubblici.

In mancanza di un'adeguata azione di politica economica, la stabilità del cambio produce solo parte dei benefici attesi. Implica costi crescenti, che il Paese già paga, con il deterioramento della competitività di prezzo del sistema produttivo, con la prospettiva di una crescita del prodotto e dell'occupazione sempre più stretta dal morso del vincolo esterno.

Il deterioramento avviene in un periodo di bassa congiuntura, che incide sulla situazione finanziaria e di redditività delle imprese; ne risultano aggravate le condizioni di debolezza anche strutturale che alcune di esse, specie della

il Mulino

fascia medio-grande, presentano per difficoltà settoriali o per ritardi e lentezze nell'affrontare problemi di ristrutturazione, periodicamente ricorrenti in un'economia di mercato.

Esiste il pericolo del concatenarsi degli effetti negativi di fattori ciclici e strutturali. Per sventarlo, occorrono un rinnovato slancio di imprenditorialità, la capacità collettiva di riconoscere gli interessi comuni, la fiducia in se stessi che non può mancare in un Paese che ha saputo compiere così importanti progressi economici.

Dal 1988, sospinta dai costi interni, l'inflazione è risalita: sarà del 6,5 per cento, in media d'anno, nel 1991, circa tre punti più alta che in Francia e in Germania. Il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti si è riportato al di sopra dell'1% del Pil, con conseguente accumulo di debito netto del Paese verso l'estero. La disciplina del cambio non può, da sola, erodere lo zoccolo duro dell'inflazione, portare a termine il risanamento incompleto degli anni Ottanta.

Si impone l'attuazione della linea di risanamento della finanza pubblica e di regolazione dei redditi che Governo e Parlamento hanno approvato nel maggio scorso. Alle parti sociali si chiede di uniformare i loro comportamenti agli impegni internazionali dell'Italia, moderando la dinamica dei redditi nominali, così da restituire competitività alle merci e ai servizi e riaprire spazi di crescita equilibrata. Va a ogni costo ridotta l'incidenza rispetto al reddito del fabbisogno e del debito pubblico, onorando l'impegno preso a Bruxelles con l'inscrivere il programma di convergenza economica nella procedura comunitaria. È necessario rafforzare il peso degli interventi di correzione nei settori più critici: sanità, finanza locale, previdenza; deve trovare realizzazione il piano di dismissione di cespiti patrimoniali pubblici. Appare sempre più urgente una politica che accresca la concorrenza nel settore terziario, per favorire l'efficienza e la riduzione dei costi dei servizi, ricordando che la concorrenza internazionale in un contesto integrato è sempre più concorrenza fra sistemi economici.

Partecipare all'unificazione economica e monetaria dell'Europa è l'impegno che il Paese ha assunto. Nella coerenza dei comportamenti sta la possibilità di riuscire. A questa coerenza la Banca d'Italia ha informato e continuerà a informare la propria azione.

L'accordo raggiunto a Maastricht dai Capi di Stato e di Governo ha concluso la Conferenza intergovernativa per il Trattato dell'Unione economica e monetaria. È una data importante. Il suo significato investe non solo la costruzione europea, ma anche il tema di fondo al quale ho dedicato queste mie riflessioni.

Se è vero che nel processo di unione tra i paesi europei i Trattati istitutivi delle Comunità e i loro successivi emendamenti rappresentano ciò che le carte costituzionali sono per gli Stati, avviene oggi per la prima volta, con le decisioni di Maastricht, che la legislazione del *central banking* sia iscritta pienamente in una costituzione. È così sancita la lunga evoluzione della teoria e della pratica del *central banking*.

il Mulino

Avviene anche che nella costruzione dell'Unione europea, che ha un'indubbia e profonda natura politica, l'unificazione monetaria preceda, nello stesso tempo sollecitandolo, il compimento del processo costituente complessivo: segno a un tempo del nesso e della distinzione tra il momento del governo monetario e il momento del governo politico.

A questo traguardo si è giunti perché la realtà delle nostre economie, prese individualmente e viste nel loro integrarsi, si è rafforzata ed evoluta a un punto tale da rendere possibile il passaggio da un sistema di rapporti di cambio a un'unione monetaria piena. Senza l'unità del governo monetario l'integrazione che si realizza con la completa mobilità dei capitali e con l'unificazione del mercato dei servizi bancari e finanziari non sarebbe solida e duratura.

Il compito delle banche centrali nei prossimi anni consisterà nel dare attuazione e valore al quadro giuridico-istituzionale che la Comunità ha fissato per il loro operare, nel rendere l'intera Comunità erede della tradizione migliore che ciascuna di esse ha saputo creare.

Note

¹ *L'essenza della moneta*, Torino, Cassa di Risparmio di Torino, 1991, p. 21.

² J.R. Hicks, *Thornton's «Paper Credit» (1802)*, in *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford, Clarendon Press, 1967, pp. 187-188.

³ *Ibidem*, p. 187.

⁴ «È grande errore parlare delle cose del mondo indistintamente e assolutamente, e, per dire così, per regola; perché quasi tutte hanno distinzione ed eccezione per la varietà delle circostanze, in le quali non si possono fermare con una medesima misura; e queste distinzioni ed eccezioni non si trovano scritte in su' libri, ma bisogna lo insegni la discrezione» (F. Guicciardini, *Ricordi politici e civili*, Torino, Utet, 1926, p. 8.).