

Antonio Fazio  
Governatore della Banca d'Italia

## **L'arte del banchiere centrale**

Intervento in occasione del conferimento del Premio Euromoney  
“Banchiere Centrale dell'Anno”

Washington, 1 ottobre 1996

Sono profondamente onorato del riconoscimento di "Banchiere Centrale dell'Anno" assegnatomi da Euromoney: più e oltre che alla mia persona, ritengo sia rivolto all'Istituzione che ho il privilegio di dirigere, alla professionalità e allo spirito di servizio che anima tutti coloro che in essa prestano la loro opera.

*Gubernator*, in latino, significa timoniere; si può, infatti, immaginare che il banchiere centrale sia al timone della nave della politica monetaria. Questa metafora può fornire un'idea di quanto complesso, talora difficile, possa essere il governo della moneta, in assenza di un corpus consolidato e da tutti accettato di conoscenze in materia di teoria monetaria. Proprio per enfatizzare tale punto, ho scelto per questo mio intervento il titolo del classico studio di Hawtrey, *The Art of Central Banking* (1932).

L'utilità della teoria, per quanto imperfetta, è comunque indubbia. Come Hawtrey osserva:

"Rientra nelle caratteristiche proprie dell'arte del banchiere centrale quella di occuparsi di compiti che attengono a un'autorità direttamente incaricata di promuovere il benessere. Il benessere umano, i moventi umani, il comportamento umano offrono una materia così incerta e sfuggente che molte persone sono scettiche circa la possibilità di edificare una costruzione scientifica su fondamenta così instabili. Ma, per quanto complessa la materia, e imperfetti i dati, esiste *pur sempre* un vantaggio derivante dalla conoscenza sistematica. Ci dovremmo forse accontentare di perseguire risultati con un soddisfacente grado di probabilità, ma possiamo perlomeno verificare che le nostre probabilità utilizzino al meglio i dati." (Originale in inglese, 1932, pp. vi-vii)

L'insieme degli strumenti analitici e statistici attualmente disponibile è molto più ampio e articolato rispetto a sessant'anni or sono ma, nonostante i progressi compiuti, possiamo difficilmente affermare di avere piena padronanza delle implicazioni ultime dell'azione monetaria. Una familiarità anche superficiale con la storia del pensiero

economico ci fa capire che importanti cambiamenti si susseguono nell'approccio alle teorie monetaria e macroeconomica.

Questa alternanza di paradigmi dominanti è collegata, tra l'altro, all'accettazione o al rifiuto dell'ipotesi di equilibrio che postula la natura autoregolatrice del sistema economico. Tale ipotesi, fondamento del pensiero classico, era riflessa nella struttura del sistema monetario prevalente fino alla Grande Guerra. In un sistema di moneta-merce, le regole condizionavano il comportamento non solo dell'Autorità monetaria, ma anche degli altri policymaker. La moneta-merce forniva un'ancora efficace per il livello dei prezzi, frapponendosi all'adozione di politiche che avrebbero minato il potere d'acquisto della moneta. Essenzialmente, il banchiere centrale doveva mantenere la convertibilità: tale compito era agevolato dal fatto che anche le altre politiche erano indirizzate all'obiettivo della stabilità monetaria.

Gli avvenimenti successivi alla I Guerra Mondiale hanno interrotto questa tradizione centenaria, rispetto sia alla teoria economica sia alle istituzioni. Le difficoltà incontrate nel ripristinare il sistema aureo hanno avviato, negli anni venti, una catena di eventi i cui effetti, insieme alle tendenze deflazionistiche del meccanismo monetario, preparavano il terreno alla Grande Depressione. La risposta analitica a tali sviluppi è venuta dalla *General Theory* di Keynes (1936). Un precedente lavoro di Keynes, *A Tract on Monetary Reform* (1923), criticava duramente il sistema aureo e, ponendo le basi della moderna politica monetaria, affidava alla banca centrale la responsabilità dell'andamento dell'economia.

"In verità, la moneta d'oro è un avanzo barbarico. Tutti noi, dal Governatore della Banca d'Inghilterra in giù, ci preoccupiamo soprattutto perché sia garantita la stabilità degli affari, dei prezzi e del mercato del lavoro." (Traduzione di Piero Sraffa, 1925, pp. 221-22)

Il ruolo attivo affidato alla banca centrale nel perseguimento degli obiettivi ha ribaltato l'opinione comune sugli standard monetari. Questo cambiamento epocale si è realizzato attraverso un processo graduale che è iniziato nel periodo compreso tra le due guerre ed è continuato negli anni cinquanta e sessanta. Il contributo di Keynes è giunto al culmine con la sua partecipazione ai negoziati di Bretton Woods; l'intento era quello di dare maggiore libertà di manovra alle politiche economiche, svincolando così le autorità dalle regole del *gold standard*. Il sistema di Bretton Woods venne realizzato in modo alquanto diverso dalle proposte originali, sfociando in un sistema di cambi fissi basato sul dollaro. Veniva accettato un nuovo paradigma e cioè l'idea di collegare la massimizzazione del benessere sociale all'uso attivo delle politiche economiche.

Tale cambiamento nella teoria della politica economica ha incoraggiato le autorità a perseguire attivamente obiettivi interni, ma ha anche indebolito e infine portato all'abbandono del regime di cambi fissi di Bretton Woods. Il 15 agosto 1971, il legame tra moneta e oro è stato spezzato. Nel mondo di moneta puramente fiduciaria in cui attualmente viviamo, i policymaker debbono perseguire obiettivi interni; in tale contesto, il compito di chi governa la moneta si è fatto più oneroso, anche perché la non definizione di regole adeguate, da tutti accettate, priva il sistema di un'ancora che vincoli le altre politiche all'obiettivo della stabilità dei prezzi.

Oggi, la politica monetaria naviga in un mare molto più agitato: gli shock possono far divergere le altre politiche dall'obiettivo della stabilità -- evento questo meno comune in un sistema di moneta-merce.

La credibilità era una caratteristica peculiare di quel sistema. Per una banca centrale, o meglio per un paese nel suo insieme, la credibilità è fondamentale. Ci vuole molto tempo per acquisirla e accrescerla, ma può essere compromessa molto

rapidamente. Il perseguimento della credibilità richiede comportamenti delle forze politiche e sociali coerenti con l'obiettivo della stabilità dei prezzi, che sostituiscano l'àncora mancante.

Sane politiche fiscali e dei redditi sono essenziali. Negli anni settanta la politica economica non ha mostrato la necessaria coerenza di fronte a rilevanti shock, producendo un'inflazione elevata e variabile; nei paesi del G-7 il tasso d'inflazione è salito, in media, da poco meno del 4 per cento negli anni sessanta a circa il 10 per cento. Tuttavia, dobbiamo considerare gli anni settanta un periodo eccezionale, dati i numerosi fattori negativi -- shock petroliferi, spinte salariali ed espansioni delle spese e dei disavanzi pubblici -- che si sono contemporaneamente riversati sulla politica monetaria in molti paesi.

L'Italia è stata soggetta al simultaneo operare di questi fattori: fortemente dipendente dalle importazioni di greggio, venne colpita in maniera particolare dal notevole aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi; dal 1969 in poi, la combattività dei sindacati ha portato a incrementi salariali di entità ben più ampia della crescita della produttività; infine, sono state perseguite attivamente politiche fiscali espansionistiche per allargare l'ambito del *welfare state*. L'operare di questi fattori produceva una situazione cui non si poteva far fronte unicamente con gli strumenti della politica monetaria. In particolare, negli anni settanta, l'inflazione balzava in media annua al 13 per cento, con punte del 20 per cento, rispetto a un valore di poco superiore al 3 per cento fra il 1949 e il 1969.

Nel dopoguerra, l'Italia fu in grado di superare brillantemente una sfida ben più impegnativa. Luigi Einaudi e Donato Menichella agirono per riassorbire rapidamente la spinta inflazionistica alla fine del 1947: la decisa restrizione monetaria, in meno di nove

mesi, consentì di riportare il tasso d'inflazione da oltre il 100 per cento a valori negativi. Successivamente, fino al 1971, il tasso di cambio della lira non si discostò dalle 625 lire per dollaro. La lezione della storia sembra chiara. Nel sistema di Bretton Woods esisteva un'ancora cui erano legate le altre politiche economiche; essa garantiva la stabilità del contesto in cui operava la politica monetaria. Dopo il suo crollo, il cambiamento storico negli assetti monetari internazionali ha fatto ricadere sulle banche centrali compiti più gravosi.

Alla luce della situazione attuale, occorre stare in guardia ed essere pronti a intraprendere azioni preventive per contrastare, con tempestività ed efficacia, il comportamento divergente delle altre politiche. E' difficile prevedere l'esito di questo atteggiamento. Perché tale azione riscuota successo e inneschi un circolo virtuoso, lo scostamento delle altre politiche da un sentiero stabile deve essere limitato. Ovviamente, non è facile per i policymaker correggere tendenze altamente divergenti nelle variabili fondamentali della politica economica, poiché tali tendenze celano problemi strutturali di non facile, né rapida, correzione. Ciò nonostante, una strategia rigorosa da parte della banca centrale fornisce un quadro di stabilità monetaria che accresce la stabilità economica. La svolta impressa alla politica monetaria americana dal Governatore Volcker nel 1979, e seguita da altri paesi industriali, ha riportato l'inflazione sotto controllo negli anni ottanta.

In Italia, la politica del cambio seguita dal Governatore Ciampi ha creato le condizioni per una politica fiscale e dei redditi orientata alla stabilità.

Negli ultimi quattro anni, il processo di stabilizzazione ha ripreso consistenza e ci si trova ora nella condizione di raccoglierne i benefici. La politica monetaria restrittiva è

volta a sradicare definitivamente la mentalità inflazionistica che ha prevalso dagli anni settanta.

L'ordinamento italiano, a partire dalla Carta Costituzionale, contempla un quadro unitario che regola la moneta e il credito. La stabilità della lira, quella delle strutture finanziarie, la tutela del risparmio costituiscono gli obiettivi fondamentali dell'azione della Banca d'Italia.

Garantire la stabilità del sistema economico è il denominatore comune e, in ultima analisi, la ragion d'essere delle banche centrali: ciascuna di esse ha seguito un percorso diverso che l'ha condotta, nel tempo, ad assumere, da mero istituto di emissione, l'attuale configurazione istituzionale.

La stabilità è nel codice genetico del banchiere centrale, costituisce un valore di cui beneficia tutta la collettività, rappresenta un obiettivo irrinunciabile per un paese civile, per una democrazia giusta.