

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MACERATA

Lectio doctoralis

Elogio della stabilità: la moneta

Conferimento della Laurea “honoris causa” in Scienze Politiche
ad Antonio Fazio
Governatore della Banca d'Italia

Macerata, 13 dicembre 1996

Sommario

1.	<i>La lezione della storia</i>	6
2.	<i>La finanza globale</i>	12
3.	<i>La banca centrale</i>	13
4.	<i>I progressi dell'economia italiana</i>	15

Nel corso del tempo, si sono susseguite visioni diverse del modo di operare dell'economia e del ruolo del credito e della moneta. In stretta correlazione con l'evolversi e il mutare di tali visioni sono cambiati gli atteggiamenti e i compiti dello Stato, degli istituti di emissione, degli operatori che concorrono a determinare gli andamenti delle principali variabili economiche.

Nel sistema teorico e istituzionale prevalente fino alla prima guerra mondiale dominava l'ipotesi di stabilità dell'equilibrio; si riponeva piena fiducia nella capacità dell'economia di autoregolarsi; la moneta rappresentava una merce, un'ancora cui legare il livello dei prezzi; un punto di riferimento per le autorità monetarie e per i *policymaker*.

Compito degli istituti di emissione era quello di mantenere la convertibilità in oro della moneta cartacea, al cambio prefissato. La stabilità del potere d'acquisto, obiettivo implicito della politica economica, condizionava anche i comportamenti delle forze sociali.

Da questo quadro analitico scaturiva un importante corollario, la prevedibilità nel lungo periodo del potere d'acquisto, con rilevanti implicazioni per la formazione del risparmio e per i tassi d'interesse. In Gran Bretagna, il livello dei prezzi nel 1930 era pressoché uguale a quello del 1740. Lo stesso risultato si registrava negli Stati Uniti confrontando il 1932 con il 1832 e anche in Italia fra il primo conflitto mondiale e il momento dell'Unità.

Alla stabilità monetaria di lungo periodo faceva riscontro un'accentuata variabilità del ciclo economico, dell'occupazione e dei prezzi nel breve periodo.

1. La lezione della storia

Dopo la Grande guerra, la lunga tradizione del pensiero economico classico e del modo di operare delle politiche economiche entrava in crisi. Il tentativo di ripristinare il sistema aureo in tutti i paesi, nella forma del *gold exchange standard*, di tornare, in alcuni casi, alle parità prebelliche metteva in evidenza i limiti di quel meccanismo monetario, in un mutato contesto sociale, economico, politico. Le ripercussioni delle oscillazioni della quantità di oro, base monetaria del sistema, sulla moneta "interna" innescavano un processo deflazionistico, ponevano le premesse per la Grande depressione.

Nel *Tract on Monetary Reform* del 1923, Keynes formulava nuovi fondamenti analitici per la politica monetaria, assegnando alle banche centrali la responsabilità del governo della moneta.

Un famoso passo del *Tract* illustra icasticamente questo concetto.

"In truth, the gold standard is already a barbarous relic. All of us, from the Governor of the Bank of England downwards, are now primarily interested in preserving the stability of business, prices, and employment" (pp. 172-173).

In tal modo, prendeva l'avvio la riflessione teorica che portava al ribaltamento dell'opinione fino ad allora prevalente sugli standard monetari: le politiche economiche devono essere dirette a massimizzare il benessere sociale; le autorità vengono svincolate dalle rigide regole dei sistemi metallici.

La piena accettazione di questa nuova visione, la sua applicazione alla politica economica avrebbero dovuto attendere il consumarsi della Grande crisi e il tragico passaggio della seconda guerra mondiale.

Nella *General Theory*, del 1936, quella visione trovava una compiuta sistemazione analitica: il livello dell'attività economica, nel breve periodo, è dominato dalla domanda aggregata per consumi e investimenti; il credito e la moneta si

inseriscono organicamente nel processo investimento-risparmio nello stabilire il livello dei tassi d'interesse e l'equilibrio macroeconomico.

Il ruolo della politica economica, per stabilizzare l'economia, era al centro delle proposte degli architetti di Bretton Woods. Nella partecipazione a quei negoziati, Keynes trasfondeva il suo contributo teorico in un articolato piano di riforma che lasciava al *policymaker* sufficienti margini di manovra. I controlli sui movimenti di capitale erano un elemento portante del piano, al fine di prevenire ondate speculative e di permettere di manovrare i tassi d'interesse all'interno. In realtà, lo spirito del negoziato non fu pienamente rispettato e il sistema prese la forma di un regime di cambi fissi basato sul dollaro e, indirettamente, sull'oro.

Dal secondo dopoguerra, nella generalità dei paesi industriali e in Italia, veniva realizzato un ampliamento dell'intervento pubblico. Esso contribuiva al conseguimento di elevati tassi di sviluppo del reddito e dell'occupazione, in presenza di prezzi stabili. Venivano costituite le istituzioni sociali di base e realizzate importanti infrastrutture. In Europa, tra il 1960 e il 1970, l'incidenza della spesa pubblica sul prodotto interno aumentava di 5 punti percentuali: dal 32 al 37 per cento. La rapida crescita dell'attività produttiva forniva i mezzi per finanziare i nuovi programmi di spesa.

I mutati indirizzi di politica economica portavano gradualmente a un indebolimento e infine all'abbandono del regime di cambi fissi, fondamentalmente a causa della divergenza tra l'andamento del volume di dollari in circolazione e quello dello stock di oro detenuto dalle autorità monetarie statunitensi.

Il 15 agosto 1971 veniva spezzato il legame tra moneta e oro. È un cambiamento epocale. Dopo più di 2.500 anni dagli albori della coniazione, la moneta perde, anche formalmente, la caratteristica di merce.

Nel nuovo contesto, in cui il mezzo di scambio ha natura puramente fiduciaria, il compito delle autorità monetarie si è fatto più oneroso. In mancanza di un'ancora, gli

shock prodotti dai fattori interni e internazionali possono far discostare i comportamenti delle forze sociali e le stesse politiche economiche dall'obiettivo della stabilità.

Negli anni settanta, in presenza di intense spinte salariali e dei rialzi dei prezzi delle materie prime e del petrolio, in tutti i maggiori paesi industriali le politiche economiche non risultavano coerenti con l'esigenza della stabilità.

Le politiche di bilancio, nel tentativo di attenuare i riflessi negativi sul ciclo economico, assumevano un orientamento espansivo. L'incidenza della spesa pubblica sul prodotto interno subiva una rapida accelerazione, risentendo delle decisioni assunte nei decenni precedenti e dell'abbassamento del tasso di sviluppo dell'economia: in Europa, dal 37 per cento raggiunto nel 1970, si portava al 46 per cento nel 1980. I conti pubblici iniziavano a presentare disavanzi crescenti: cominciava l'accumulo del debito. Le politiche monetarie non risultavano sufficientemente restrittive. Nei maggiori paesi industriali l'inflazione, da poco oltre il 3 per cento registrato in media negli anni sessanta, saliva rapidamente avvicinandosi al 10 per cento.

In Italia, l'intensità degli shock era più ampia. L'impatto dell'aumento dei prezzi del petrolio era più forte a causa del considerevole grado di dipendenza dalle importazioni. La forza contrattuale dei sindacati conduceva a incrementi salariali notevolmente superiori a quelli della produttività. La crescita dei disavanzi di bilancio risultava maggiore e si protraeva per periodi più lunghi, riflettendo l'orientamento espansivo della politica economica e la rapida, talora indiscriminata, estensione del sistema di sicurezza sociale.

L'aumento dei prezzi subiva un'accelerazione maggiore rispetto alle altre economie industriali: da un valore del 3 per cento nel ventennio tra il 1949 e il 1969 si passava al 13 per cento nella media degli anni settanta.

Nel contesto delineato i trasferimenti alle famiglie diventavano la componente più dinamica della spesa pubblica: il loro peso sul prodotto interno per l'Europa nel suo

complesso dall'11,8 per cento raggiunto nel 1970 si innalzava al 16,0 nel 1980. Da un lato, crescevano la quantità e la qualità delle prestazioni offerte alla collettività; dall'altro, esse venivano estese a strati sempre più ampi di beneficiari. Il progressivo invecchiamento della popolazione faceva salire la domanda di assistenza.

Si registrava anche un rilevante sviluppo dei trasferimenti alle imprese: attraverso i sussidi lo Stato ne sosteneva temporaneamente le condizioni di redditività, mettendole in grado di distribuire un valore aggiunto che non riuscivano a produrre.

L'incalzare degli eventi, la rilevanza sociale dei problemi da affrontare, la pressione esercitata dai vari gruppi d'interesse facevano perdere l'esatta cognizione dei limiti dell'intervento pubblico.

Soprattutto in Italia, nella fase di decisione delle riforme di spesa e dei provvedimenti di sostegno della domanda e dell'occupazione, non si teneva nella dovuta considerazione l'esigenza di un equilibrio di lungo periodo tra le entrate e le spese di bilancio; si trascurava il ruolo strutturale dello Stato nella produzione dei servizi di sua naturale pertinenza e nell'orientamento e nello stimolo dell'offerta.

L'intervento dello Stato assumeva connotazioni peculiari che non trovavano riscontro nella letteratura economica sulla stabilizzazione; in luogo della spesa per investimenti, veniva privilegiata quella sociale; i provvedimenti in favore delle imprese risultavano spesso avere natura di assistenzialità "difensiva".

Nelle proposte di Keynes, le politiche di spesa riguardavano esplicitamente le infrastrutture e interventi diretti a favorire il rafforzamento della capacità produttiva del settore privato; nel saggio *Can Lloyd George Do It?* del 1929 (pp. 113-114) egli scriveva:

"Whether we like it or not, *it is a fact* that the rate of capital development in the transport system, the public utilities and the housing of this country largely depends on the policy of the Treasury and the government of the day.

If they restrict and curtail, nothing is done. ...

Roads, afforestation, reclamation and drainage, electrification, slum clearance and town planning, the development of canals, docks and harbours; these are the things which need to absorb large sums of capital today, and in every case the initiative necessarily lies with a public authority.

But there are other equally important items in the Liberal programme where the object is to facilitate private enterprise. ... The object is to develop and equip the country through the instrumentality of such forms of organisation as already exist and lie ready to our hands”.

Nelle condizioni esistenti durante gli anni settanta, gli impulsi espansivi impressi dai bilanci pubblici non riuscivano a realizzare un processo di crescita stabile e sostenibile. L'inflazione riassorbiva gli stimoli prodotti dall'aumento dei disavanzi nominali.

Nella quasi totalità dei paesi, al deterioramento del saldo primario faceva riscontro un'imposta da inflazione sul debito pubblico: a eccezione della Germania federale, i tassi d'interesse rimanevano a lungo su livelli inferiori all'aumento dei prezzi; la remunerazione riconosciuta ai detentori del debito non risultava sufficiente a compensare l'erosione del potere d'acquisto. Solamente nella Germania federale, in Giappone e nel Regno Unito, il bilancio pubblico continuava a stimolare in misura rilevante l'attività produttiva.

Sul finire degli anni settanta, si avviava ovunque un ripensamento; maturava la consapevolezza che la continua espansione dei disavanzi e del debito avrebbe finito per riflettersi sui prezzi, sui saggi d'interesse, sul risparmio, determinando uno spiazzamento dell'attività privata e rischi d'instabilità finanziaria.

Negli Stati Uniti e in altri importanti paesi, sulla spinta delle teorie di Friedman, l'orientamento delle politiche monetarie diveniva fortemente restrittivo, mirando al contenimento dell'inflazione. L'azione si incentrava sul controllo delle quantità. La correzione dei disavanzi pubblici, benché più incisiva, non evitava una ulteriore lievitazione del peso del debito sull'economia. I tassi d'interesse nominali e reali

divenivano assai più elevati e variabili. Ne derivavano costi per l'attività economica e per l'occupazione, ma i risultati del nuovo corso monetario in termini di stabilità del cambio e dei prezzi erano soddisfacenti.

In Italia, l'orientamento rigoroso della politica monetaria e del cambio consentiva di piegare l'inflazione. Ma la correzione dei conti statali era insufficiente. Anche gli aumenti salariali, pur ridimensionandosi, rimanevano cospicui. Gli impulsi espansivi impressi dal bilancio pubblico e dalla crescita dei salari e l'apprezzamento del tasso di cambio reale conducevano ad ampi disavanzi della bilancia dei pagamenti correnti e a un conseguente accumulo di debito verso l'estero; questo alla fine del 1992 raggiungeva l'11 per cento del prodotto interno.

In connessione con le tensioni che interessavano il Sistema monetario europeo, tra l'agosto 1992 e i primi mesi del 1993, la lira si deprezzava drasticamente; il tasso di cambio effettivo tornava in termini reali al livello osservato nel 1979, prima dell'avvio del Sistema monetario europeo.

La lezione della storia risulta chiara. Negli Accordi di Bretton Woods, l'oro costituiva, sia pure indirettamente, l'ancora che vincolava le politiche economiche e i comportamenti delle forze sociali. Dopo il 1971, i mutamenti intervenuti negli assetti monetari internazionali fanno ricadere sulle banche centrali responsabilità più gravose.

Nel nuovo contesto, la stabilità, soprattutto quella del potere d'acquisto della moneta, non discende più da regole automatiche imposte dall'esterno; essa è rimessa alla responsabilità dei *policymaker*, in primo luogo, delle banche centrali.

Come ho avuto modo di affermare nelle Considerazioni finali lo scorso 31 maggio: "La via maestra per la stabilità, anche a livello internazionale, sta nella ricerca, all'interno delle singole economie, di condizioni ordinate nella formazione e nell'uso delle risorse; in un legame più stretto tra moneta ed economia reale."

2. La finanza globale

Nel corso del tempo la gestione della politica monetaria è stata resa difficoltosa dalla notevole apertura internazionale delle economie.

Negli ultimi dieci anni i flussi del commercio mondiale sono più che raddoppiati. Gli scambi finanziari si accrescono molto più rapidamente. L'Italia è pienamente coinvolta in questo processo. La relazione fra risparmio nazionale e investimenti si è fatta meno stretta, a causa della progressiva liberalizzazione dei movimenti di capitale.

L'evoluzione della finanza ha condotto allo sviluppo di un mercato mondiale le cui dimensioni superano la somma di quelle dei segmenti nazionali. In Italia l'apertura internazionale è stata favorita dallo spessore e dall'elevata funzionalità del mercato dei titoli pubblici.

Le attività e le passività verso l'estero in rapporto al prodotto interno lordo hanno raggiunto, ciascuna, il 50 per cento in Italia; in Germania e in Francia, rispettivamente, il 70 e il 90 per cento. Nel Regno Unito, tale valore è pari a 210, data la rilevanza di Londra come centro finanziario di importanza mondiale.

I flussi internazionali di portafoglio nei maggiori paesi avevano raggiunto un picco nel 1985, in connessione con quello del dollaro; successivamente hanno rallentato la loro dinamica, fino all'inizio degli anni novanta. In seguito hanno fatto registrare un'accelerazione senza precedenti, soprattutto in Europa. Tali flussi ammontano, negli Stati Uniti e in Germania, rispettivamente, a circa il 5 e il 10 per cento del prodotto interno.

L'efficienza operativa dei mercati finanziari è stata accentuata dalla diffusione degli strumenti derivati. Questi facilitano la gestione dei rischi; a parità di importo, riducono i costi di transazione e l'ammontare di fondi liquidi richiesti. La consistenza dei contratti derivati è aumentata di oltre quattro volte negli ultimi cinque anni,

raggiungendo i 9.000 miliardi di dollari in termini di capitali sottostanti all'operazione. I mercati non ufficiali sono ancora più ampi.

Lo sviluppo della finanza globale si è riflesso sulla crescita dei depositi transnazionali. Queste attività liquide, principalmente detenute da banche, nell'ultimo decennio sono cresciute in misura notevole, segnando un'accelerazione a partire dal 1993. Il loro ammontare è attualmente pari a circa 8.000 miliardi di dollari, una volta e mezzo il valore delle esportazioni mondiali, più del prodotto interno lordo degli Stati Uniti.

Nel mercato globale i prezzi delle attività finanziarie e i tassi di cambio riflettono la valutazione di operatori che hanno orizzonti temporali, obiettivi e vincoli diversi. Gli investitori esteri che agiscono sul mercato giocano un ruolo sempre più importante.

Nel lungo periodo la globalizzazione dei mercati avrà riflessi positivi sulla crescita dell'economia mondiale: la rapida e progressiva integrazione finanziaria consentirà di realizzare una più efficiente allocazione delle risorse disponibili.

Nel breve periodo, tuttavia, lo spostamento di ingenti fondi alla ricerca di guadagni immediati può dar luogo a disallineamenti dei tassi di cambio e d'interesse, rispetto ai valori compatibili con le condizioni di fondo dell'economia, in base a valutazioni non ponderate da parte degli operatori di fattori di ordine metaeconomico .

3. La banca centrale

Nel contesto ora delineato, la credibilità della banca centrale e dell'intero paese è fondamentale. Deviazioni dei livelli dei tassi d'interesse o dei tassi di cambio rispetto a quelli di equilibrio possono compromettere le prospettive di crescita dell'economia.

L'inflazione incide in maniera negativa sul ritmo, sulla sostenibilità, sulla qualità della crescita economica. Occorre contrastare con tempestività ed efficacia i comportamenti che possono inficiare la stabilità dei prezzi. La correzione di andamenti fortemente divergenti delle variabili fondamentali della politica economica, i quali spesso traggono origine da problemi strutturali, è impegnativa e difficoltosa.

Nella maggior parte dei paesi industriali, la disciplina della moneta e la vigilanza sugli intermediari finanziari tendono, in misura più o meno estesa, a integrarsi. Il riferimento a una medesima autorità delle distinte funzioni di controllo monetario, di gestione del credito di ultima istanza, di supervisione dell'attività degli intermediari nasce dalla connessione funzionale tra credito e moneta; assicura condizioni di ordinata operatività e di sviluppo dei mercati finanziari.

L'azione di vigilanza è volta a garantire una corretta allocazione del credito; l'uso efficiente delle risorse finanziarie preserva la stabilità degli intermediari, tutela il valore dei depositi bancari.

In Italia l'ordinamento giuridico disegna una disciplina unitaria del fenomeno moneta-credito.

Nella Carta fondamentale sono radicati i principi della salvaguardia del potere d'acquisto della moneta. Viene assegnato un ruolo centrale al risparmio e alla sua tutela; a quest'ultima si riconnettono le ragioni di una disciplina, di un coordinamento e di un controllo dell'esercizio del credito. Nella convinzione, allora corrente nel pensiero economico, il valore della moneta era garantito dalle regole che erano alla base del sistema monetario internazionale.

La Banca d'Italia è a presidio di tali valori. Nel dibattito che precedette la Costituzione, essa venne riconosciuta, in quanto autorità monetaria, naturale destinataria di ogni attribuzione inerente alla stabilità della moneta e delle strutture finanziarie; le vennero affidate le relative funzioni. La più recente legislazione ribadisce questa scelta; in particolare, il Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia,

ridefinendone i poteri, riconferma la Banca d'Italia quale autorità di vigilanza bancaria e finanziaria.

Un atteggiamento rigoroso da parte della Banca centrale fornisce un punto di riferimento per la politica economica nel suo complesso.

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 e una democrazia giusta.

4. I progressi dell'economia italiana

Nel corso degli ultimi quattro anni l'economia italiana ha realizzato rilevanti progressi nelle sue componenti e variabili fondamentali.

Con la legge finanziaria per il 1993 è stato avviato un processo di riequilibrio strutturale dei conti pubblici: il deficit di bilancio si è ridotto in termini relativi e dal 1995 in valore assoluto; l'avanzo primario è cresciuto fortemente; è stata interrotta la fase ascendente del peso del debito pubblico sull'economia.

Il ridimensionamento della domanda interna rispetto agli anni ottanta, in particolare di quella per consumi, e il ritorno del cambio reale della lira sui livelli esistenti prima dell'ingresso nel Sistema monetario europeo hanno consentito di realizzare, dopo una lunga serie di disavanzi, cospicui surplus nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Si procede rapidamente verso il riassorbimento dell'ampio debito contratto verso l'estero, ponendo più solide basi per la stabilità interna ed esterna della moneta.

In presenza di progressi nelle condizioni dei conti pubblici e di moderazione salariale, in applicazione del fondamentale accordo sul costo del lavoro siglato fra le

parti sociali nel luglio del 1993, la fermezza della politica monetaria ha consentito, nell'ultimo biennio, di piegare l'inflazione e le aspettative inflazionistiche. Si è ridotto il differenziale rispetto alle altre principali economie: dallo scorso mese di giugno, sulla base dei dati mensili destagionalizzati, l'aumento dei prezzi si è portato in media intorno al 2 per cento su base annua.

Il calo dell'inflazione, i risultati realizzati e quelli previsti per il 1997 nel risanamento della finanza pubblica hanno determinato una discesa dei tassi d'interesse verso il livello prevalente sui mercati internazionali; il divario dei rendimenti dei titoli a 10 anni tra l'Italia e la Germania è passato da 5,1 punti in dicembre 1995 a 1,8 punti nel dicembre dell'anno in corso.

I progressi realizzati hanno consentito alla lira di rientrare negli Accordi di cambio del Sistema monetario europeo, a un livello che, anche sulla base delle valutazioni espresse dalle più importanti organizzazioni internazionali, salvaguarda la competitività dell'industria italiana.

L'Accordo di cambio non è sostitutivo di politiche economiche adeguate.

È necessario che le retribuzioni nei principali comparti industriali, nelle banche e nel settore pubblico e i margini delle imprese evolvano lungo una linea che non ecceda la crescita della produttività. Deve continuare la politica già intrapresa di risanamento dei conti pubblici.

L'azione della Banca centrale, nel contesto della globalizzazione della finanza e della progressiva integrazione europea, rimane fermamente orientata a mantenere condizioni di stabilità nel valore della moneta e ad assicurare l'ordinato operare degli intermediari e dei mercati finanziari.

Nei decenni immediatamente successivi al secondo dopoguerra, l'elevato grado di stabilità delle monete ha favorito lo sviluppo in tutti i paesi industriali. L'Italia ha

vissuto un periodo di vigorosa, rapida crescita; ha saputo raggiungere traguardi importanti sul piano economico e sociale.

Il ritorno a condizioni di stabilità pone, in prospettiva, le basi per un rafforzamento degli investimenti produttivi, per un nuovo periodo di sviluppo che consenta di riassorbire la disoccupazione, utilizzando appieno l'elevata potenzialità di risparmio di cui il Paese dispone.