

UNIVERSITÀ COMMERCIALE LUIGI BOCCONI  
Centro di Economia monetaria e finanziaria “Paolo Baffi”

*Testimonianze di politica monetaria e finanziaria*

## **La politica monetaria del Governatore Baffi**

Intervento del prof. Mario Draghi  
Governatore della Banca d'Italia

Milano, 15 marzo 2007

## *Sommario*

	<i>Pag.</i>
<i>Radici ideali e premesse istituzionali .....</i>	<i>5</i>
<i>La transizione verso una “costituzione monetaria” .....</i>	<i>10</i>
<i>La gestione monetaria e i negoziati per lo SME.....</i>	<i>13</i>
<i>L’eredità di Baffi.....</i>	<i>16</i>



Il centro di Economia monetaria e finanziaria “Paolo Baffi” mi ha invitato a riprendere, con questo intervento, la consuetudine delle “Testimonianze di politica monetaria e finanziaria”, che si era interrotta da un decennio. Mi è sembrato giusto iniziare la nuova serie di incontri con un approfondimento sulla figura e sulla politica monetaria di Paolo Baffi, al quale il centro è intitolato.

Baffi fu Governatore della Banca d’Italia nel corso di cinque anni tra i più difficili nella storia del nostro Paese. Discutere con il linguaggio di oggi i problemi incontrati dalla politica monetaria di quegli anni e le scelte fatte è impresa difficile. Rispetto ad allora, sono radicalmente cambiate le condizioni dell’economia e della politica italiana, ma anche le opinioni prevalenti sul nesso tra moneta ed economia, sul ruolo della banca centrale, sui suoi obiettivi. Il lessico dell’economia monetaria è profondamente mutato. Gli anni in cui Paolo Baffi guidò la Banca d’Italia rappresentano l’inizio della transizione verso il modo in cui oggi intendiamo e conduciamo la politica monetaria, in un periodo di straordinarie difficoltà economiche e politiche. Il riesame di quegli anni può aiutarci a ricordare l’importanza di conquiste istituzionali che oggi sembrano scontate.

### ***Radici ideali e premesse istituzionali***

Paolo Baffi fu tra i primi economisti professionisti ad essere assunti dalla Banca d’Italia, nel 1936. Posto a capo della Banca nell’agosto del 1975, pochi giorni dopo le dimissioni di Guido Carli, Baffi fu anche il primo Governatore a provenire dalla carriera interna.

Non pochi suoi scritti testimoniano il percorso intellettuale e le scelte di un economista il cui orizzonte era equamente diviso fra interessi teorici e preoccupazioni di *policy*. Nel 1935, dopo lo scoppio della guerra d’Etiopia, il maestro di Baffi, Giorgio Mortara, conduceva dal suo *Giornale degli economisti* una campagna contro le sanzioni. Baffi, allora ventiquattrenne, si espresse in favore della collaborazione economica internazionale, preoccupandosi delle illusioni nazionalistiche coltivate dal suo professore, che a sua volta replicò attribuendogli “illusioni internazionalistiche”.

Chiaramente, il giovane aveva visto meglio dell’anziano, il quale di lì a poco avrebbe sperimentato su se stesso gli effetti di un nazionalismo trasformatosi in razzismo. Ma ciò che ora ci interessa è che Baffi indicò, come fonte del proprio buon giudizio di allora, l’essersi “nutrito dei testi classici del liberismo economico”<sup>1</sup>. Fu, questa, un’impronta durevole nella formazione dell’economista, che ritroveremo nella produzione scientifica successiva; meno nelle sue politiche, condizionate dai formidabili vincoli del suo tempo da Governatore.

Il liberismo, secondo Einaudi, più che una dottrina economica è un modo di ragionare, che da una norma apparentemente semplice fa emergere, attraverso l’uso sistematico della teoria, gli effetti mediati e lontani, assai spesso contrari ai fini dei proponenti. Sicuramente uno dei tratti caratteristici del pensiero di Baffi fu l’attenzione agli effetti mediati, ai nessi fra i vari elementi del sistema economico. La sua preoccupazione di esplicitare l’interrelazione tra fenomeni reali e finanziari

---

<sup>1</sup> P. Baffi, *Giorgio Mortara e la Banca d’Italia*, in Id. *Nuovi studi sulla moneta*, Giuffrè, Milano 1973.

fu alla radice del “Bilancio monetario nazionale”, che nell’immediato dopoguerra costituì la forma embrionale degli odierni conti finanziari.

Nel 1953 Baffi fece parte della commissione incaricata di dare un parere sulla riforma dello statuto e sul ruolo futuro dell’Iri. Mentre la maggioranza auspicava l’istituzione di un Ministero per le Partecipazioni statali e un accresciuto ruolo dell’Iri per la promozione dello sviluppo economico, Baffi, con pochi altri, sostenne che si doveva puntare soprattutto su una buona regolazione del mercato<sup>2</sup>.

Gli anni sessanta e settanta furono, per ammissione dello stesso predecessore di Baffi, il Governatore Carli, il periodo nel quale l’intreccio fra il potere politico, da una parte, e la politica monetaria, finanziaria, di vigilanza, dall’altra, fu più forte; fu anche il più rischioso in termini di ricadute, vicine e lontane, sulla performance dell’economia<sup>3</sup>. Nella prima parte degli anni settanta, e segnatamente tra il 1973 e il 1976, si creò un poderoso complesso di vincoli e di norme riguardanti il portafoglio delle banche, il credito agevolato, i tassi di interesse, i movimenti di capitali. Rispetto a questo, Baffi non fu mai esplicitamente all’opposizione, ma il suo scetticismo, basato appunto sulla lettura dei testi classici del liberismo, non era un mistero per nessuno all’interno della Banca.

Per comprendere il *modus operandi* della banca centrale in quegli anni non si può trascurare la pesante influenza della cultura economica prevalente. Essa

---

<sup>2</sup> Ministero dell’Industria e del Commercio, *L’Istituto per la ricostruzione industriale*, Utet, Torino 1955, vol. II, pp. 575-585.

<sup>3</sup> G. Carli, *Intervista sul capitalismo italiano*, a cura di E. Scalfari, Laterza 1977, p. 42.

non era una cultura di mercato. Questa influenza, assieme agli interessi particolari, indirizzò frequentemente la politica economica verso soluzioni non rispettose del mercato. In Italia, il keynesismo si era affermato in ambito accademico solo verso la metà degli anni sessanta. Tra i *policy maker* si impose in una versione decisamente più statalista rispetto a quella dominante in ambito internazionale: non erano solo le politiche congiunturali di sostegno della domanda a riscuotere l'applauso di politici ed economisti, ma più in generale, e al di là delle stesse proposizioni keynesiane, questi vedevano in un esteso intervento pubblico nell'attività economica, soprattutto in materia di accumulazione, lo strumento per sperare di continuare la crescita degli anni cinquanta.

Erano i temi dello sviluppo, dell'industrializzazione, del conflitto sociale e distributivo ad attrarre le menti migliori e la visione dei politici. I risultati che si volevano dalla politica monetaria erano la crescita, l'accumulazione di capitale, la riduzione del divario con i partner europei, l'equilibrio della bilancia dei pagamenti. L'inflazione era preoccupazione secondaria. L'autonomia della banca centrale non veniva percepita come essenziale per la stabilità. In Italia prevaleva l'interesse per l'economia reale: ruolo della moneta, cause ed effetti dell'inflazione erano temi di riflessione non frequente. Gli studi sulla moneta di Baffi sono, in questo senso, una notevole eccezione.

I colloqui tenuti da Franco Modigliani nel 1967 con i vertici della Banca d'Italia, nel corso della elaborazione del modello econometrico, sono un chiaro esempio della difficoltà di descrivere i problemi della politica monetaria con il linguaggio e i criteri di oggi. Durante quegli incontri, il Governatore Carli definiva principale obiettivo della Banca quello di promuovere un livello di

reddito che consentisse investimenti tali da accorciare le distanze tra il nostro Paese e gli altri membri della Comunità economica europea<sup>4</sup>. Solo in subordine il Governatore menzionava l'obiettivo di stabilità dei prezzi, inteso però solo come allineamento al livello dei prezzi internazionali, dunque come obiettivo di difesa della competitività. La preminenza dell'obiettivo della stabilità dei prezzi non aveva sanzione formale, non era né condivisa dall'opinione pubblica né compresa dagli ambienti accademici e politici.

La gestione monetaria era in misura crescente affidata ai controlli amministrativi del credito: il massimale all'espansione degli impieghi bancari (introdotto nel 1973) e il vincolo che richiedeva alle banche di investire una parte del loro portafoglio in titoli a reddito fisso a lungo termine. Inizialmente pensati per fini allocativi e di sostegno agli investimenti privati, tali controlli vennero quasi subito usati a fini macroeconomici e per agevolare il finanziamento del Tesoro. Efficaci nel frenare rapidamente la domanda aggregata, a questi strumenti si continuò a fare ricorso fino alla fine degli anni ottanta, nonostante i loro costi allocativi e il fatto che fossero presto destinati ad essere aggirati.

Il principale strumento di finanziamento del Tesoro era costituito dai BOT. Alle aste la Banca d'Italia presentava, per prassi, una domanda che assicurava l'intera sottoscrizione dei titoli offerti al tasso base d'asta. Poiché questo era fissato di frequente a livelli inferiori a quelli a cui il mercato avrebbe assicurato l'intera sottoscrizione, ciò obbligava l'Istituto a interventi sistematici e impediva

---

<sup>4</sup> G. M. Rey e P. Peluffo, *Dialogo tra un professore e la Banca d'Italia*, Vallecchi, Firenze 1995, p. 54.



il controllo della creazione di liquidità. Il mercato interbancario era asfittico e inefficiente.

La Banca d'Italia era ascoltata da capi di governo e da ministri del Tesoro: tuttavia la sua indipendenza nella manovra degli strumenti di politica monetaria era assai limitata. Il tasso di sconto era fissato dal Tesoro, benché su parere del Governatore; quasi ogni atto della Banca era soggetto formalmente alla vigilanza del governo. Mancavano le premesse per una autonomia della banca centrale paragonabile a quella di cui gode l'odierno Sistema europeo delle banche centrali.

### ***La transizione verso una “costituzione monetaria”***

Nell'estate del 1975, quando Baffi subentrò a Carli, l'economia era caduta nella recessione più acuta dal dopoguerra, innescata dallo shock petrolifero e dalla stretta creditizia concordata con il Fondo monetario internazionale per contrastare lo squilibrio nei conti con l'estero, l'impennata dell'inflazione, il deprezzamento della lira.

Lo shock colpì l'Italia nel pieno di un ciclo espansivo, in un momento di estrema debolezza del governo dell'economia. I salari, con tassi di crescita annui che superavano il 20 per cento, avevano smarrito ogni riferimento alla produttività; la spirale svalutazione-inflazione, anche a causa della perversa indicizzazione, appariva indomabile. I disavanzi del Tesoro, sospinti da aumenti della spesa pubblica fuori controllo, avevano superato i valori compatibili con un finanziamento non inflazionistico: la banca centrale, inascoltata, assisteva spettatrice.

Nel contesto internazionale, l'opinione prevalente sul ruolo della politica monetaria stava cambiando: dal 1974 la Bundesbank annunciava obiettivi per la quantità di moneta, la Federal Reserve, sotto la guida di Paul Volcker, avrebbe adottato obiettivi quantitativi monetari nel 1979.

Nelle sue prime Considerazioni Finali (lette il 31 maggio del 1976), Baffi riteneva, richiamando analoghe opinioni di Einaudi e Carli in momenti drammatici, che i pesanti condizionamenti posti dal contesto istituzionale non permettessero alla Banca centrale libertà di comportamento; sottolineava come, in presenza di dissesto finanziario e di inflazione salariale, “il controllo della massa monetaria debba essere abbandonato, per evitare, almeno nell'immediato, mali maggiori”.

Ma non rinunciava a perseguire l'obiettivo fondamentale: traghettare il Paese verso un assetto istituzionale in materia monetaria che garantisse la stabilità monetaria nel più lungo periodo. Per l'avvio effettivo di questo processo bisognerà aspettare l'inizio degli anni ottanta, con il “divorzio” tra Banca d'Italia e Tesoro promosso da Andreatta e da Ciampi; Baffi, nella fase storica che attraversò come Governatore, aprì una vera “battaglia della persuasione”, che doveva investire l'opinione pubblica e le forze politiche. Era sua convinzione che la politica monetaria, per avere successo, dovesse appoggiarsi sul consenso da parte di tutta la società intorno agli obiettivi da conseguire, tra questi la stabilità dei prezzi. L'Italia era ancora lontana da questa situazione: nel determinare le decisioni di finanza pubblica e la dinamica salariale, prevaleva secondo Baffi un'alleanza tra diverse forze politiche e sociali che alimentava l'inflazione.

Nella visione del Governatore, una riforma della costituzione monetaria richiedeva in primo luogo che il principio della tutela della stabilità della moneta diventasse il cardine della gestione della politica monetaria. Baffi considerava però un insormontabile ostacolo la mancanza, nel quadro giuridico italiano, di una disposizione di legge che, come in Germania, affidasse espressamente alla banca centrale il compito di difendere la moneta. Sistemica fu la ricerca di appigli a sostegno dell'attribuzione alla Banca di un'autonoma responsabilità nel fissare e perseguire obiettivi di base monetaria: nel corso di riunioni interne si ipotizzò a più riprese di sollecitare l'assunzione di impegni a tal proposito da parte del governo o di utilizzare indicazioni in tal senso da parte delle istituzioni internazionali, come la Comunità economica europea o il Fondo monetario internazionale.

Come ha ricordato un suo autorevole collaboratore, egli si rivolse ai legali della Banca perché “frugassero in ogni meandro legislativo alla ricerca del precetto desiderato”<sup>5</sup>. L'assenza di un quadro istituzionale ben definito costringeva a non semplici esercizi logici per affermare le ragioni della difesa monetaria: per Baffi il principio “no taxation without representation”, violato dall'inflazione in quanto pone in essere una redistribuzione arbitraria, era quello a cui appellarsi per investire l'istituto di emissione del compito di difendere la moneta.

In questa “battaglia della persuasione” Baffi discuteva frequentemente sulla stampa le scelte di politica monetaria. Riteneva che annunciare obiettivi monetari

---

<sup>5</sup> M. Sarcinelli, “Sulla politica monetaria del Governatore Baffi”, *Moneta e Credito*, n. 176, 1991, p. 434.

fosse un elemento di trasparenza che avrebbe modificato stabilmente il *modus operandi* delle banche centrali. Come avrebbe detto in seguito, “le azioni delle banche centrali sono uscite dal silenzio, forse per non più ritornarvi: se quel silenzio è stato in passato percepito come garanzia di indipendenza, oggi l’indipendenza si realizza nel rendere conto esplicito della propria azione”<sup>6</sup>.

Decisa era l’avversione di Baffi all’intrico di controlli amministrativi, creditizi e valutari, tramite cui era condotta l’azione monetaria: trovava profondamente insoddisfacente “inviluppare un sistema che dispone di propri validi meccanismi, costringere il volume del credito potenzialmente espresso dal flusso di base monetaria, perché non si riesce a regolare questo flusso, orientare il credito lungo linee obbligate”. Era convinto che i costi delle distorsioni indotte dai controlli amministrativi fossero grandi e duraturi e che gli effetti monetari fossero temporanei: nel medio periodo le grandezze ricadono “sotto l’impero delle condizioni di fondo”.

### ***La gestione monetaria e i negoziati per lo SME***

Baffi non vinse però la battaglia sul campo contro l’ingessamento del mercato. Le situazioni di emergenza che dovette affrontare, il quadro di eccezionale difficoltà sul fronte fiscale e salariale in cui si trovò a operare, lo costrinsero a continuare a utilizzare quei vincoli amministrativi già messi a punto dal suo predecessore negli anni precedenti. La stessa politica monetaria fu condizionata dalla mancanza di una scelta a favore della stabilità dei prezzi e dalla sua convinzione che su di essa non vi fosse, in Italia, consenso: era persuaso che

---

<sup>6</sup> Banca d’Italia, *Relazione per l’anno 1978*, pp. 377-8.

una regola monetaria, per quanto necessaria e ben disegnata, non potesse sostituirsi alla disciplina nelle decisioni e nei comportamenti di tutta la società e che essa dovesse seguire, non precedere, l'adozione di una tale disciplina.

Secondo l'espressione usata nelle Considerazioni Finali del 1976, la gestione monetaria in quegli anni era assimilabile a una "economia dello stato d'assedio". All'inizio del 1976, dopo che pressioni politiche, imprenditoriali, sindacali e accademiche avevano spinto ad allentare le condizioni della liquidità, il ridotto livello delle riserve ufficiali e l'apertura di una crisi di governo determinarono un violento attacco valutario contro la lira, le cui avvisaglie erano state in parte sottovalutate fino alla fine dell'anno precedente, e la chiusura, per quaranta giorni, del mercato dei cambi.

La turbolenza valutaria proseguì nell'anno con fasi alterne e un succedersi di azioni restrittive, che inclusero misure valutarie e creditizie, la reintroduzione del massimale sugli impieghi, innalzamenti della riserva obbligatoria, aumenti del tasso di sconto per nove punti complessivi. Queste furono efficaci nel riportare in equilibrio la bilancia valutaria, ricostituire le riserve ufficiali, rimborsare i prestiti esteri. Il cambio si svalutò di circa un terzo; l'inflazione raggiunse il 23 per cento, per poi ridiscendere attorno al 12.

Il ricorso a misure amministrative, di natura creditizia e valutaria, non fu evitato. I documenti di quel periodo confermano che Baffi era avverso all'utilizzo dei controlli amministrativi, ma indicano anche la sua convinzione che, dati i condizionamenti posti dalle situazioni di mercato, il ricorso ad essi non si potesse escludere.

Sul finire dell'anno drammatico che vide il rapimento e l'assassinio di Aldo Moro e della sua scorta, iniziano i negoziati per l'adesione italiana agli accordi europei di cambio. Non pochi scorgevano nell'assunzione del vincolo esterno un ausilio potente per piegare i fattori – rendite, salari, spesa pubblica – che impedivano di uscire definitivamente da un'emergenza durata ormai troppo a lungo per non insidiare la stessa stabilità delle istituzioni.

La posizione di Baffi fu cauta: comprendeva che l'adesione allo SME potesse aiutare il rientro dall'inflazione, ma riteneva che questo dovesse prodursi come risultato del consenso sulle politiche interne ed essere avviato prima di assumere l'impegno di cambio. Nel corso del negoziato, si espresse per un sistema con una banda larga attorno alla parità centrale, del 6 o dell'8 per cento, per tutti i paesi aderenti all'accordo. L'ipotesi non sarebbe stata sgradita alla Bundesbank, che temeva un rapporto di cambio poco flessibile con partner con alta inflazione e bassa credibilità. Baffi era consapevole dei rischi del vincolo di una parità di cambio disconnessa dall'andamento dei fondamentali dell'economia. Temeva che i risultati conseguiti dall'Italia nei tre anni precedenti, in termini di ricostituzione delle riserve e di aggiustamento della bilancia corrente, potessero venire compromessi dalla partecipazione a un accordo che costringesse la lira ad apprezzarsi in termini reali, penalizzando le esportazioni.

L'Italia aderì allo SME, ma con una banda di oscillazione più ampia di quella ristretta prevista per il resto del sistema. Il vincolo di cambio aiutò a comprimere l'inflazione nella prima metà degli anni ottanta. Il suo valore simbolico fu percepito dalle forze politiche e sociali come condizione necessaria per la partecipazione all'integrazione europea; la Banca d'Italia poté attuare una

politica monetaria antinflazionistica. La cautela di Baffi sulla cogenza del vincolo di cambio si rivelò forse eccessiva, ma solo perché i riallineamenti del sistema furono ben più frequenti di quanto fosse prevedibile al momento della conclusione degli accordi. Al tempo stesso, l'utilizzo della banda ampia di fluttuazione, da lui voluta, concesse alla manovra monetaria gradi di libertà, limitando il rischio degli attacchi speculativi tipici dei regimi di cambi fissi. Nelle parole dello stesso Baffi, l'accordo assicurò "una transizione dolce, senza quei salti, quelle discontinuità nelle quotazioni di mercato che sollecitano la speculazione destabilizzante e le offrono sovente ampia messe di profitti"<sup>7</sup>.

### ***L'eredità di Baffi***

Non è questo il luogo per ripercorrere le note vicende giudiziarie in seguito alle quali Baffi fu costretto a dimettersi il 20 settembre 1979, per essere poi completamente prosciolto dalle accuse dopo due anni: nelle sue parole quell'incriminazione lo avrebbe portato a misurarsi, "per due anni ed oltre, piuttosto che con una moneta cattiva, con una giustizia anche peggiore". Al di là dei retroscena di questa incriminazione, che ebbe un forte impatto sulla Banca d'Italia, va anche detto che l'architettura istituzionale di allora, che vedeva il direttore generale della Banca impegnato nella vigilanza bancaria ma anche membro del consiglio di amministrazione dell'Imi, costituì un elemento di debolezza, che fu poi opportunamente rimosso.

---

<sup>7</sup> P. Baffi, "Due momenti del negoziato sullo SME: la banda larga e l'adesione del Regno Unito", in *Il sistema monetario europeo a dieci anni dal suo atto costitutivo: risultati e prospettive*, Atti del convegno promosso dal Ministero degli Affari esteri e dall'IMI, Roma, dicembre 1988.

Se, nel corso del mandato di Baffi, i risultati della lotta contro l'inflazione furono solo parziali, i successi che furono poi conseguiti nel corso degli anni ottanta e novanta si devono anche al seme da lui gettato con il suo impegno per una nuova costituzione monetaria. Durante il suo mandato fu posta la questione della separazione di responsabilità fra governo e banca centrale; il processo messo successivamente in moto ha visto la cessazione, e poi il divieto, dei finanziamenti monetari al Tesoro, l'attribuzione alla Banca del potere di manovra del tasso di sconto, il riconoscimento formale della sua indipendenza e, infine, l'assegnazione ad essa, nell'ambito del Sistema europeo di banche centrali, dell'obiettivo di stabilità dei prezzi. Il compimento dell'autonomia ha tuttavia richiesto un altro quindicennio, rilevanti riforme legislative e, da ultimo, un Trattato internazionale.

Nel corso degli anni ottanta e nei primi anni novanta, con un'azione di riforma iniziata e stimolata anche dalla Banca d'Italia, sono stati creati mercati monetari e dei titoli pubblici ampi ed efficienti; l'efficacia degli strumenti indiretti di controllo monetario è aumentata.

La figura di Paolo Baffi Governatore può essere icasticamente rappresentata come quella di un traghettatore di idee, con tutta la fatica che questa espressione comporta. Il suo patrimonio culturale era liberale, conteneva più fermenti di modernità di quanti ve ne fossero nella cultura politica ed economica del momento. Ma le durezze di quel tempo ne imprigionarono l'azione. Stiamo parlando di anni di profonda divisione sociale, anni di terrorismo, non dimentichiamolo. La percezione del dramma sociale era in Baffi dolorosamente



acuta; ben lo sanno coloro che gli furono vicini in quegli anni e poterono raccogliere quelle tracce che il suo temperamento gli consentì di far filtrare.

Gli avvenimenti successivi, nel nostro paese e in Europa, e i conseguenti sviluppi della teoria economica, hanno confermato che l'efficacia della manovra monetaria dipende soprattutto dall'esistenza di un adeguato assetto istituzionale e dalla capacità di incidere sulle aspettative e sui comportamenti del pubblico; che, a sua volta, un adeguato assetto istituzionale non è indipendente dal consenso politico e sociale. Esso comprende l'insieme di regole, scritte e non scritte, che guidano il comportamento della banca centrale, il riconoscimento formale dei suoi obiettivi e della sua indipendenza e un appropriato disegno degli strumenti, che garantisca efficacia senza interferire con il funzionamento di un'economia di mercato.

A noi Baffi, l'antitesi del politico, ha lasciato la convinzione che la politica economica trae la sua forza dal rigore dei comportamenti, dall'essere condivisa dalla società nella quale esprime i suoi effetti.