

Università degli Studi di Bologna

Antonio Fazio  
Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

## **Ruolo e limiti della politica monetaria**

Lezione tenuta alla cerimonia di inaugurazione  
del Dipartimento di Scienze Economiche

Bologna, 26 novembre 1992

Nel classico The Role of Monetary Policy, del 1968, Milton Friedman affermava che il tentativo di tenere a livelli artificialmente bassi, attraverso la politica monetaria, il tasso d'interesse e la disoccupazione era destinato all'insuccesso; a causa dell'effetto che l'espansione monetaria eccessiva finisce per avere sull'inflazione attesa, con i conseguenti effetti di ritorno sugli stessi tassi d'interesse e sull'occupazione. Riecheggiano in questa tesi una serie di assunti e suggestioni della teoria economica classica: Wicksell sul saggio naturale d'interesse; Irving Fisher sui rapporti tra tasso d'interesse e prezzi; la teoria quantitativa della moneta, del cui rilancio Friedman è stato protagonista, e nella quale si ritrova appunto una relazione stretta e diretta tra quantità di mezzi di pagamento e livello dei prezzi.

Quelle posizioni non apparvero particolarmente cogenti, per gli indirizzi di politica economica, negli anni settanta; a quel tempo l'andamento dei prezzi appariva determinato soprattutto da fattori di costo.

Le stesse analisi hanno acquistato una nuova e, per molti aspetti, diversa rilevanza in seguito alla maggiore apertura, soprattutto finanziaria, delle economie negli anni ottanta. In presenza dei processi cosiddetti di globalizzazione dei mercati, i tassi di cambio oscillano principalmente in relazione a fattori e cause di carattere monetario e finanziario; i movimenti dei

cambi tendono poi a riflettersi, in misura sensibile, nei costi e nei prezzi.

### 1. Le controversie accademiche e le politiche economiche

Il saggio di Friedman è, come ricordato, del 1968. Erano gli anni delle polemiche tra monetaristi e keynesiani - polemiche aspre a livello accademico, ma gravide di ricadute importanti per gli atteggiamenti della politica economica.

In una particolare visione del ruolo e del metodo della politica monetaria - quella monetarista - ciò che si richiede all'Autorità monetaria è semplicemente di tentare di stabilire un appropriato tasso di crescita della quantità moneta, attraverso l'operare del moltiplicatore monetario. Si ritiene che ciò influenzi, almeno nel medio periodo, soltanto i prezzi; questi a loro volta sono considerati sufficientemente flessibili e si ritiene altresì che lo sviluppo reale dell'economia sia determinato fondamentalmente da quello delle capacità produttive.

Il paradigma keynesiano, considerando la domanda globale un prius rispetto all'offerta nella determinazione del livello di attività economica, costituisce una rivoluzione - nel senso proprio di Kuhn - rispetto alla teoria economica classica. L'analisi integra e supera la concezione di Schumpeter sul ruolo degli investimenti innovativi nello sviluppo e nei loro rapporti con il credito; data la non piena occupazione, i nuovi investimenti non sottraggono risorse da altri settori.

La distinzione fra centri di decisione della spesa per

investimenti e del risparmio permette una migliore comprensione del ruolo dei vari operatori nel sistema economico. In particolare, consente un'analisi più approfondita dei rapporti fra condizioni di offerta del credito e investimenti, da un lato, e dei rapporti tra risparmio, domanda di moneta e di titoli e altre attività finanziarie, dall'altro. Il livello e la struttura dei tassi d'interesse sono funzione di questa allocazione del risparmio. La politica monetaria si inserisce agendo sull'offerta di moneta; quindi sui tassi d'interesse e sulle condizioni di offerta del credito.

Un ruolo centrale in questa visione del funzionamento dell'economia è svolto dal credito e dai finanziamenti: a fronte di questi stanno gli investimenti reali e finanziari delle imprese e il fabbisogno pubblico; sono queste le componenti più dinamiche della domanda nella determinazione del livello di attività economica.

Se avevano un torto le analisi keynesiane, o almeno le versioni più correnti delle stesse a opera della scuola, era di aver concentrato l'attenzione sui flussi, con scarsa considerazione dei valori di consistenza delle variabili macroeconomiche; di moneta e di attività finanziarie in particolare. E' una osservazione che prendo direttamente dagli insegnamenti orali del professor Modigliani, impegnato, nei primi anni sessanta, proprio nel senso di una più corretta integrazione, nelle analisi alle quali aveva già significativamente contribuito, degli effetti delle consistenze di moneta e di titoli.

Un'analisi dei rapporti tra flussi e consistenze era stata formulata, in maniera rigorosa, in Money Interest and Prices di Patinkin, del 1956.

Le problematiche relative alla rilevanza degli stocks di ricchezza finanziaria nell'equilibrio economico ritornavano, negli anni cinquanta e sessanta, con il Rapporto Radcliffe, con le analisi di Tobin e con la New Cambridge Theory della bilancia dei pagamenti; quest'ultima può essere vista come una versione istituzionalmente più articolata della teoria monetaria della bilancia dei pagamenti.

Il contributo più rilevante depositato dalla "fazione" monetarista della controversia nell'analisi, e soprattutto negli atteggiamenti della politica economica, è costituito dalla rinnovata attenzione alla quantità di moneta. Con una diffidenza verso il tasso d'interesse come indicatore esclusivo dello stato di maggiore o minore restrizione monetaria; il tasso d'interesse può infatti riflettere, in alcune situazioni, una domanda di credito e moneta alimentata da aspettative inflazionistiche, cosicché il livello del tasso può risultare elevato anche se la politica è permissiva.

La svolta nella politica economica si ha verso la fine degli anni settanta, con il ritorno al controllo della quantità di base monetaria e di moneta, dapprima negli Stati Uniti, poi anche in Europa. Negli Stati Uniti si fa ricorso in alcuni periodi anche al controllo diretto del credito. Il tentativo di contrastare l'inflazione attraverso un uso più deciso della

politica monetaria porta, già nei primi anni ottanta, all'aumento generalizzato dei tassi d'interesse e all'attestarsi degli stessi su livelli positivi in termini reali.

La politica economica dei maggiori paesi industriali è in effetti dominata, in tutto il decennio, dall'obiettivo della stabilizzazione. Essa è anche una reazione alle persistenti pressioni inflazionistiche del decennio precedente.

Si tenta di porre un freno alla crescita, continua negli anni sessanta e settanta, dei bilanci e dei disavanzi pubblici. Le politiche fiscali restrittive sono attuate non per ridurre livelli di domanda ritenuti eccessivi - in effetti la congiuntura è dovunque relativamente debole - ma allo scopo di contribuire al processo di disinflazione e di convogliare disponibilità più ampie verso il settore privato che si ritiene possa impiegarle più produttivamente. Il primo visibile effetto è quello, comunque, di lasciare risorse inutilizzate.

Insieme agli elevati tassi d'interesse, le descritte politiche conducono a una crescita moderata delle economie e a un allentamento dell'inflazione. Si riduce, a causa del problema del debito accumulato nel decennio precedente, la domanda proveniente dai paesi in via di sviluppo. L'aumento della disoccupazione frena ovunque le spinte salariali. Il rallentamento della domanda e della crescita su scala mondiale fa cadere i prezzi del petrolio e limita quelli delle materie prime.

Negli Stati Uniti la crescita economica viene di fatto stimolata, negli anni ottanta, da un aumento del disavanzo pub-

blico, in quanto il ridimensionamento del bilancio inizia dal lato delle entrate; l'economia viene in seguito frenata, verso la fine del decennio, da una situazione di eccessivo indebitamento, sia del settore produttivo sia delle famiglie. Nel Regno Unito la forte riduzione del bilancio pubblico e del disavanzo rallenta notevolmente la crescita dell'economia e riduce l'occupazione; nel contempo una marcata espansione creditizia non è priva di conseguenze negative sul tasso di risparmio privato, sulla bilancia dei pagamenti e sull'inflazione.

## **2. La natura della moneta**

Ipotizziamo un modello in cui esistano: uno Stato che svolge attività di spesa pubblica e tassazione; operatori privati che producono, offrono, domandano, infine scambiano beni e servizi; mercati nei quali domanda e offerta di beni e servizi, eventualmente di titoli, trovano un equilibrio a prezzi definiti in moneta.

In tale contesto logico la teoria economica ha chiarito che la moneta può essere costituita da un segno (nel senso della Scolastica) rappresentato da un bene che non ha alcun valore materiale intrinseco.

La quantità di tale tipo di moneta deve essere determinata, o almeno controllata, da forze esterne ai mercati. Questa condizione è necessaria affinché le unità di moneta possano acquistare un valore definito.

Si ricorderà che Hicks nel capitolo XIII di 'Valore e

capitale' dedicato a "Interesse e moneta" si interroga sulla distinzione - nell'ambito del modello teorico colà costruito - tra titoli a brevissimo termine, assolutamente sicuri, e moneta. La moneta non rende alcunché in termini d'interesse, proprio in virtù della sua piena accettabilità da parte di chiunque o, in altri termini, a causa della sua perfetta liquidità.

Ma per assicurare alla moneta la generale accettabilità è necessario, in contesti concreti, che la stessa sia emessa e garantita da un'Autorità che, oltre a determinarne l'ammontare, sia sempre in grado di onorare i propri impegni. La moneta circola infatti nell'economia sostanzialmente incorporando un credito nei confronti di chi la emette. E' il primo esempio di segno, metallico o cartaceo, che incorpora un diritto, un valore.

Poiché ogni operatore privato, almeno in linea di principio, può fallire, si intravedono dietro la perfetta liquidità di una circolazione fiduciaria: o l'esistenza di ampie riserve di metallo, ma ciò al limite escluderebbe il carattere fiduciario della moneta; oppure la presenza di un'Autorità, lo Stato, che, grazie essenzialmente al suo potere di tassazione, può garantire tutte le obbligazioni assunte.

Una lunga tradizione nell'analisi economica vede il sorgere della moneta come una evoluzione spontanea da una economia di baratto. L'analisi storica sembra indicare una origine diversa.

Un salto di qualità nella storia della moneta si ha, allorché, all'inizio del VI secolo a.C., alcune comunità



politiche organizzate dell'Asia Minore, e in seguito della Grecia, usarono leghe naturali d'oro e d'argento (elettro), previa riduzione in unità di peso standardizzato, per effettuare pagamenti.

La pratica si diffuse rapidamente e venne utilizzata per finanziare le spese della polis. Le stesse comunità erano pronte a riaccettare, per la riscossione di imposte, le unità standard messe in circolazione. La funzione di circolazione monetaria, in tal modo stabilita, risultava utile anche per pagamenti che non riguardavano l'Autorità pubblica.

Il valore intrinseco richiesto alla moneta metallica da una teoria economica tradizionale può venire ora sostituito, almeno in parte, dal fatto che le monete circolano incorporando un credito nei confronti dello Stato.

L'identificazione tra moneta e potere politico è sempre molto stretta nella storia e fuori degli Stati circolano solo monete aventi valore intrinseco. I periodi di crisi monetaria sono connessi a un uso non accorto del potere monetario; più spesso a una crisi politica del potere dal quale deriva la moneta.

E' possibile senz'altro immaginare una evoluzione che va dalle circolazioni essenzialmente legittimate dal valore dei metalli alle forme attuali di circolazione monetaria. Una visione diversa del fenomeno monetario, come sin dalle origini incorporante una componente fiduciaria, rende la comprensione dell'evoluzione verso gli odierni sistemi monetari più semplice

e consequenziale.

### 3. Le banche e gli istituti di emissione

Occorre definire il ruolo del sistema bancario al fine di completare il modello teorico sopra descritto. Le banche, attraverso l'espansione del credito, creano depositi che svolgono una funzione monetaria. I depositi così costituiti hanno un rapporto di cambio unitario con la moneta emessa dallo Stato e sono in essa trasformabili a richiesta dei possessori.

Se le unità monetarie devono avere un valore definito, deve anche sussistere un rapporto istituzionale e funzionale tra la quantità di moneta creata dallo Stato, o per suo conto, e l'ammontare di crediti e depositi bancari.

L'origine storica della moderna attività bancaria risale a quei banchieri medioevali che, dapprima in Italia, poi in altri importanti mercati e città dell'Europa, emettevano note certificanti un deposito di metalli preziosi. Le note circolavano "incorporando" il valore dei metalli depositati; non fruttavano alcun interesse, ma servivano come base per operazioni di cambio e di credito tra differenti luoghi e mercati. In seguito, le note furono emesse a fronte di crediti concessi da banchieri a mercanti, oppure a principi e sovrani.

Hawtrey, nel suo The Art of Central Banking, pubblicato nel 1932 in piena crisi economica e finanziaria, tratta a lungo dell'emergere, nel corso del XIX secolo, della funzione della

Banca d'Inghilterra quale lender of last resort nei riguardi delle altre banche e del mercato monetario di Londra. In varie occasioni l'intervento della Banca fu richiesto dal Governo al fine di stabilizzare il valore della sterlina in termini di oro.

Lo statuto di banca di emissione, vale a dire la possibilità di emettere banconote a corso legale, fu essenziale nello svolgimento di detti compiti. Le banconote fungevano da sostituto della circolazione metallica per alcuni tipi di pagamenti e il loro valore era in genere garantito dalle riserve auree. In più occasioni, in periodi di liquidità carente, l'aumento della circolazione, oltre i limiti fissati dallo statuto con riferimento alla riserva aurea, venne autorizzato e sostanzialmente garantito dal Governo e, in alcuni casi, dal Parlamento.

L'evoluzione storica avvenuta nel sistema bancario inglese e l'emergere della Banca d'Inghilterra quale banca centrale esemplificano l'evoluzione e la configurazione assunte dai sistemi bancari in una particolare fase del loro sviluppo. Si delineano due livelli di attività bancaria: uno connesso allo svolgimento in forma istituzionale di funzioni monetarie fondamentali per l'economia; il secondo costituito da banche e istituti di credito che rispondono in via immediata a necessità ed esigenze di finanziamento della produzione e degli scambi.

Il Sistema della Riserva Federale degli Stati Uniti fu creato, nel 1913, per svolgere funzioni di stanza di compensazione tra gli operatori del mercato monetario, essenzialmente

banche commerciali, e per fornire liquidità alle stesse banche in caso di difficoltà stagionali o cicliche. Il "Sistema" assunse lo svolgimento di compiti, d'interesse pubblico, costituiti dalla regolazione della circolazione monetaria e dal connesso controllo di alcune operazioni del sistema bancario. Alcuni di questi compiti erano svolti in precedenza dal Tesoro.

In Europa molte di quelle che ora vengono definite e conosciute come banche centrali furono istituite come banche di emissione; le loro banconote avevano il carattere di moneta legale. Esistevano rigidi rapporti che legavano la quantità di biglietti alla riserva aurea, nonché speciali relazioni tra quelle banche e le tesorerie statali.

Va notato che l'origine e l'uso della locuzione "banca centrale" risale, nella letteratura accademica, ai primi anni di questo secolo. Nella terminologia giuridica e anche nel linguaggio di operatori e di politici il termine è di uso piuttosto recente.

#### **4. L'instabilità finanziaria**

La grande depressione degli anni trenta fu anche connessa, secondo l'opinione di autorevoli studiosi (Hawtrey, Friedman), a errori e rigidità nella condotta della politica monetaria da parte delle Autorità e delle banche centrali dei principali paesi.

Negli Stati Uniti, prima, e in altri paesi, poi, la crisi portò a dissesti e a fallimenti bancari. Le riduzioni di cre-

dito alla produzione e agli investimenti agirono da impulsi depressivi, trasmessi, ai differenti settori dell'economia e tra paesi, dal moltiplicatore e dal commercio internazionale.

Divenne evidente la stretta connessione tra stabilità del sistema bancario e stabilità dell'economia.

Come prima reazione, in tutti i paesi furono chiuse le frontiere nazionali alle transazioni finanziarie e posti limiti agli scambi di merci. Furono adottate legislazioni che regolavano gli intermediari finanziari e i mercati in misura molto più stringente del passato; vennero ampliati e meglio definiti i poteri degli istituti di emissione; furono creati nuovi organismi governativi con finalità di controllo e di supervisione del sistema bancario.

Emergeva il problema della instabilità della quantità di moneta la cui definizione veniva ora a includere, oltre alla circolazione metallica e di banconote, anche i depositi bancari in conto corrente (a conoscenza di chi scrive, il primo a operare tale inclusione in maniera esplicita nell'analisi è Keynes, nel "Treatise"). Appariva la stretta connessione tra espansione del credito e politica monetaria. Nascevano in questo contesto le proposte, estreme nella loro drammaticità, della scuola di Chicago, da sempre d'ispirazione liberista, d'imporre alle banche una riserva obbligatoria pari al 100 per cento dei depositi e di sopprimere o limitare profondamente alcune attività delle stesse banche.

Il periodo successivo alla seconda guerra mondiale è

stato caratterizzato da una continua e rilevante crescita in condizioni di stabilità delle economie dei paesi che ora consideriamo sviluppati. Gli istituti di emissione sono stati affrancati dalle rigide regole che legavano la circolazione di banconote alla riserva aurea e, in generale, è stato assunto tra gli obiettivi della politica monetaria il controllo del ciclo economico e della crescita.

Vi sono due aspetti dell'evoluzione finanziaria, degli ultimi dieci o quindici anni, rispettivamente nelle economie nazionali e in quella internazionale, sui quali occorre focalizzare l'attenzione.

E' cresciuto costantemente il grado di finanziarizzazione (financial deepening) all'interno delle economie sviluppate. Nel 1980 la ricchezza finanziaria delle famiglie, rapportata al reddito disponibile, era pari a 3,5 volte negli Stati Uniti, a 2,0 in Giappone, a 1,7 nel Regno Unito, a 1,5 in Germania e a 1,1 in Italia. Alla fine del decennio gli stessi rapporti erano passati a 3,6 negli Stati Uniti, a 3,2 in Giappone, a 2,7 nel Regno Unito, a 1,9 in Germania e a 1,7 in Italia. La tendenza è di una ulteriore crescita del rapporto nei paesi dove il grado di finanziarizzazione è più basso. Famiglie e imprese dipendono ora, in misura maggiore per quanto riguarda il risparmio e la spesa, dal rendimento e dalla composizione delle attività finanziarie.

E' anche cresciuta notevolmente, nel corso degli ultimi

tre lustri, la dimensione dei mercati internazionali dei capitali. Le attività esterne delle banche sono passate, tra il 1975 e il 1980, dal 10,6 al 17 per cento del reddito nazionale lordo di tutti i paesi dell'OCSE; nel corso degli anni ottanta il rapporto è salito al 35 per cento. Il mercato delle euroobbligazioni è cresciuto dallo 0,5 per cento dello stesso indicatore nel 1975, al 2,2 per cento nel 1980 e all'8,8 alla fine dello scorso decennio. L'attività bancaria internazionale è, in prima approssimazione, fuori del controllo delle Autorità monetarie e delle banche centrali.

La più complessa articolazione e lo sviluppo dei mercati finanziari nazionali e internazionali accrescono la necessità di controlli volti a garantire, o quanto meno a promuovere, condizioni di stabilità finanziaria.

##### **5. Il bilancio della banca centrale e il controllo dell'economia**

La dimensione del bilancio della banca centrale e la sua composizione sono essenziali ai fini del controllo sugli aggregati monetari e creditizi e sui tassi d'interesse. L'efficacia nella trasmissione degli impulsi dipende anche dalla organizzazione e dalla efficienza dei mercati finanziari.

Nella tavola 1 è riportato il rapporto, per vari paesi e in differenti periodi, del totale delle attività della banca centrale rispetto: a) alla quantità di moneta, che costituisce una misura del bilancio consolidato delle banche; b) al prodotto nazionale lordo. I dati riflettono la domanda di liquidità del-

l'economia, ma altresì differenze istituzionali importanti nei diversi sistemi finanziari. Si rileva che ambedue i rapporti sono più alti in Italia e in Francia; più bassi negli Stati Uniti e nel Regno Unito. La situazione non si modifica nel corso del tempo, eccetto per il Regno Unito dove la quantità di moneta raddoppia nella seconda metà degli anni ottanta, rispetto al prodotto nazionale lordo, mentre rimane immutata l'importanza relativa del peso del bilancio della banca centrale.

Tav. 1

L'ATTIVO DELLE BANCHE CENTRALI RISPETTO ALLA MONETA  
E AL PRODOTTO INTERNO LORDO  
(rapporti percentuali tra medie annue)

	ATTIVO/M2			ATTIVO/PIL			M2/PIL		
	80/83	84/87	88/89	80/83	84/87	88/89	80/83	84/87	88/89
Italia	36,20	34,30	31,70	25,70	22,80	21,30	70,90	66,30	67,30
Stati Uniti	9,50	9,20	9,50	6,10	6,00	5,90	64,30	65,00	62,60
Germania	21,00	19,90	21,90	11,60	11,60	13,20	55,00	58,50	60,10
Regno Unito	-	19,90	10,50	9,40	8,70	9,60	-	43,70	90,90
Francia	35,20	30,50	27,50	18,50	16,20	13,40	53,00	52,60	48,90

Fonte: bollettini delle banche centrali e FMI, International Financial Statistics. Per l'Italia il bilancio della banca centrale è il consolidato Banca d'Italia-UIC.

Con riferimento al solo anno 1989 la tavola 2 indica i



rapporti, rispetto al prodotto nazionale lordo, di differenti poste dell'attivo e del passivo delle banche centrali.

Tav. 2

RAPPORTI TRA I PRINCIPALI AGGREGATI DI BILANCIO  
DELLE BANCHE CENTRALI E M2: 1989  
(rapporti percentuali)

	ITALIA	STATI UNITI	GERMANIA	REGNO UNITO (*)	FRANCIA
<b>ATTIVO</b>					
Estero	11,62	1,65	7,42	5,05	14,05
Tesoro	17,85	7,56	1,04	3,18	1,34
Sistema finanziario	0,67	0,08	13,01	0,11	8,45
Altre attività	1,13	0,57	1,43	1,21	3,01
<b>TOTALE</b>	<b>31,27</b>	<b>9,86</b>	<b>22,89</b>	<b>9,54</b>	<b>26,85</b>
<b>PASSIVO</b>					
Circolante	8,92	7,83	11,17	3,55	8,52
Depositi ist. cred.	14,12	1,24	4,96	0,34	2,68
Tesoro	0,08	0,20	0,45	-	3,15
Capitale e altre passività	8,15	0,59	6,31	5,64	12,50
<b>TOTALE</b>	<b>31,27</b>	<b>9,86</b>	<b>22,89</b>	<b>9,54</b>	<b>26,85</b>

(\*) Le attività e le passività verso l'estero delle autorità monetarie sono state desunte da International Financial Statistics;  
Fonte: bollettini delle banche centrali e FMI, International Financial Statistics.

Più della metà dell'elevato valore rilevato per l'Italia è dovuto, dal lato delle attività, al finanziamento della Banca d'Italia al Tesoro. Dal lato delle passività un'ampia proporzione dell'elevato valore del rapporto è spiegata dai depositi, essenzialmente riserve obbligatorie, delle banche presso la banca

centrale. Dato il livello del finanziamento al Tesoro, tale obbligo permette di mantenere nell'attivo della banca centrale un certo ammontare di rifinanziamento al sistema bancario. Il volume di obbligazioni pubbliche è molto rilevante anche per il Sistema della Riserva Federale. Il rifinanziamento al sistema finanziario privato è relativamente elevato nel caso della Germania e per la Banca di Francia. Esso si è accresciuto notevolmente anche in Italia in seguito alla diminuzione di riserve conseguente alla recente crisi valutaria.

Le passività della banca centrale costituiscono la moneta di riferimento o base monetaria. A causa delle loro qualità, derivanti dalla legge e da una lunga tradizione, esse hanno il carattere di assoluta liquidità e fungono da mezzi di pagamento tra persone fisiche, tra imprese e tra banche.

Le operazioni della banca centrale influiscono, in primo luogo, sulle condizioni di offerta di credito da parte delle banche; l'offerta si incontra con la domanda di prestiti volta a finanziare gli investimenti, la produzione, il consumo o, infine, operazioni puramente speculative. In relazione al livello effettivo di credito e ai tassi d'interesse si determina la domanda globale di beni e servizi; quindi, il livello dell'attività economica, il risparmio, la quantità di moneta e quella di altre attività finanziarie.

Tutte le anzidette variabili a loro volta reagiscono sulla bilancia dei pagamenti, sul tasso di cambio e sui prezzi.

Il modello econometrico della Banca d'Italia è specificato fondamentalmente lungo le linee dello schema ora descritto, anche se dello stesso modello esistono ora varie generazioni e versioni; in quelle più recenti un'analisi più approfondita è dedicata alla trasmissione degli effetti attraverso i tassi d'interesse.

La struttura econometrica mostra che variabili macroeconomiche quali la domanda interna, la bilancia dei pagamenti, i prezzi e l'occupazione possono essere influenzati e in qualche misura controllati - significativamente nel breve periodo, più limitatamente nell'immediato - attraverso gli strumenti ordinari di politica monetaria.

In alcuni periodi degli anni settanta e, ancora, nella prima metà degli anni ottanta, in momenti di grave crisi valutaria e inflazionistica, fu necessario, ai fini di una efficacia immediata, far ricorso a strumenti di controllo di natura straordinaria. A quei tempi gran parte dei finanziamenti transitava attraverso il sistema bancario. Furono imposti vincoli amministrativi direttamente sul credito e sugli investimenti in titoli delle banche. La loro applicazione fu in grado di risolvere le situazioni di grave crisi.

In presenza di movimenti speculativi o inflazionistici violenti, effettivi o temuti, sul tasso di cambio o sui prezzi, il controllo attraverso le ordinarie operazioni di mercato e i tassi d'interesse può risultare inefficace, anche spingendo gli stessi tassi a livelli eccezionalmente elevati; con effetti ne-

gativi sulla credibilità della banca centrale, con costi gravi per alcuni comparti del sistema finanziario e per le imprese.

E' necessario, in tali condizioni, proprio per limitare gli effetti negativi attraverso i tassi e influire sulle aspettative, agire direttamente sulle quantità; l'azione indiretta attraverso i mercati può richiedere innalzamenti sensibili e prolungati dei tassi d'interesse.

Si discute talora se alla politica monetaria possa venire demandato il raggiungimento di precisi obiettivi quantitativi, quali per esempio la perfetta stabilità dei prezzi.

Le banche centrali, attraverso il controllo del credito e dei tassi d'interesse, hanno notevoli capacità d'influire sul livello della domanda interna e sul valore esterno della moneta; in tal modo, indirettamente, su costi e prezzi. Ma prezzi e competitività dell'economia sono fortemente influenzati anche da altre variabili macroeconomiche, prima di tutto dalla politica di bilancio, dal costo del lavoro.

Precisi obiettivi quantitativi possono dunque essere di fatto fuori della portata della banca centrale o comunque estremamente costosi in termini degli altri obiettivi che sostanziano il bene comune della collettività.

## **6. Gli obiettivi della politica economica. Il debito pubblico**

La politica monetaria deve coordinare la propria azione e i suoi interventi nel contesto generale della politica econo-

mica dello Stato.

La stabilità e il buon funzionamento del sistema bancario, la sua efficacia nel servire le necessità dell'economia, costituiscono certamente un obiettivo importante della politica economica affidato alla banca centrale. La stabilità viene perseguita in primo luogo attraverso un'adeguata regolazione della liquidità. Le legislazioni bancarie provvedono poteri d'intervento sulla struttura del sistema e, sempre ai fini della stabilità, la possibilità di controlli sull'attività e sulle operazioni degli istituti di credito.

Da un esame delle operazioni delle banche centrali dei principali paesi risulta che esse hanno tutte rapporti speciali con il Tesoro per quanto riguarda il collocamento e l'amministrazione del debito pubblico. Vi sono ragioni funzionali e storiche per tali legami. Una parte importante del controllo monetario viene attuata tramite acquisti e vendite di titoli pubblici. Più fondamentalmente, in un sistema in cui la moneta ha carattere fiduciario, la stabilità della stessa è in qualche misura connessa alla qualità dell'amministrazione finanziaria dello Stato.

Nell'ipotesi in cui disavanzo e debito pubblico non fossero in equilibrio con le potenzialità del sistema economico, si potrebbe ipotizzare, ai fini della stabilità, l'istituzione di un sistema monetario basato soltanto su crediti al settore privato dell'economia. Oppure all'imposizione, dall'esterno, di

una moneta assolutamente stabile. Tali configurazioni nascerebbero incerte nel fondamento e l'equilibrio potrebbe risultare solo temporaneo o indeterminato. Si verificherebbe probabilmente una sorta di legge di Gresham, nella quale la moneta cattiva, costituita dal debito pubblico, scaccerebbe quella buona e la crisi finanziaria dello Stato inevitabilmente provocherebbe anche quella del settore privato dell'economia.

L'efficacia della trasmissione degli impulsi di politica monetaria dipende anche dalla dimensione del sistema finanziario e dalla entità del debito pubblico. L'aumento dei tassi d'interesse ha un effetto stabilizzante sugli strumenti di credito emessi dai privati e domandati dai privati, ma un effetto ambiguo per quanto riguarda il debito pubblico; è stabilizzante dal lato dei portatori, influenzando positivamente sulla domanda, ma tende a trasformarsi, dopo qualche tempo, in aumento della spesa pubblica. Un debito pubblico elevato, con scadenza media breve e in parte con rendimenti indicizzati finanziariamente, costituisce un vincolo per l'azione di stabilizzazione monetaria.

## **7. L'apertura internazionale**

Sino a ora si è fatto riferimento a sistemi nei quali le politiche economiche perseguono obiettivi a valenza solo o prevalentemente nazionale. E' necessario aggiungere alcune considerazioni circa la dimensione internazionale dei problemi.

Con la locuzione "movimenti di capitale" si intendono

fenomeni che, nell'attuale contesto di reciproca apertura dei sistemi bancari e finanziari, sono profondamente differenti rispetto a quelli di alcuni decenni addietro. Essi rispondono solo in parte a spostamenti del risparmio da un sistema all'altro.

I movimenti a breve termine sono in gran parte costituiti da estensioni di credito del sistema bancario di un paese a residenti e a operatori di altri sistemi economici. Si crea in tal modo nuovo potere d'acquisto e conseguentemente possibilità di spesa nel luogo di destinazione dei crediti, senza sottrarla nel paese di origine.

La liquidità internazionale tende a svilupparsi e a distribuirsi nei sistemi economici senza possibilità di controlli stringenti da parte delle Autorità nazionali e, talora, senza connessione con l'evoluzione di fondo delle economie.

Le disponibilità a breve termine sono utilizzate dagli operatori, in periodi d'incertezza nell'assetto dei cambi, per finalità di copertura da rischi o per operazioni meramente speculative. Nel corso delle crisi che hanno di recente interessato il sistema europeo, l'entità di tali operazioni è stata molto elevata, rispetto agli ammontari sperimentati in analoghe situazioni di criticità degli anni ottanta. L'intensità degli interventi necessari per la stabilizzazione supera le possibilità offerte dalla dimensione dei bilanci delle banche centrali.

## **8. Conclusioni**

All'inizio degli anni novanta i sistemi economici dei

maggiori paesi si presentano caratterizzati da uno sviluppo notevole dell'intermediazione e dei mercati finanziari, da elevata mobilità dei capitali e, sostanzialmente, da flessibilità nei rapporti di cambio. In tale contesto, la politica monetaria - intesa in senso ampio, riferita cioè al complesso delle attività e delle passività finanziarie - ha riacquisito una relazione più stretta, anche se imprecisa in termini quantitativi, con il livello dei prezzi. I tassi d'interesse, pur essendo influenzati in ogni paese dal livello prevalente negli altri, appaiono, almeno nel periodo breve, significativamente sotto il controllo della politica monetaria. Lo spessore e l'efficienza dei mercati monetari e finanziari accrescono l'efficacia dell'azione della banca centrale esplicata attraverso gli ordinari strumenti d'intervento e i tassi d'interesse. In periodi eccezionali può risultare necessario limitare i mezzi disponibili per la speculazione e tagliare le aspettative agendo direttamente sulle quantità di base monetaria e di credito.

Il ritorno a un uso più attivo della politica monetaria negli anni ottanta era stato preparato dai dibattiti teorici, ma altresì richiesto e indotto dalle esperienze inflazionistiche negative degli anni precedenti. Obiettivi di prezzi interni e di cambio nei confronti delle altre monete sono legati, tuttavia, in ogni paese, in misura essenziale, anche a politiche macroeconomiche e strutturali diverse dalla politica monetaria: in primo luogo politiche fiscali, di spesa pubblica, dei redditi.

Sono apparsi in tutta evidenza, in vari periodi e in di-



versi paesi, costi e squilibri gravi - nell'occupazione, nella crescita, nei rapporti fra aree diverse e, quindi, nei tassi di cambio - conseguenti a un uso esclusivo e prevalente, spesso non coordinato, delle politiche monetarie. Ha anche pesato sugli esiti delle politiche economiche una eccessiva fiducia nelle forze spontanee dell'economia, senza gli approfondimenti critici che situazioni e funzionamento di alcuni mercati richiederebbero.

L'integrazione commerciale e l'apertura reciproca dei sistemi monetari, accelerate da cambi fissi o comunque stabili, ma che procedono anche in presenza di cambi flessibili, hanno posto problemi nuovi e gravi alle Autorità monetarie.

Dopo l'abbandono degli schemi di Bretton Woods si è, di fatto, formato un sistema multipolare, dominato da tre o quattro grandi aree economiche e finanziarie. In ognuna di queste possono trovarsi più paesi, talora legati da accordi di cambio e cooperazione, ma in definitiva, formalmente indipendenti.

La moneta creata dalla banca centrale e dal sistema bancario in ognuna delle grandi aree può fungere da riserva e come base di espansione del credito per i sistemi bancari di altri paesi o di altre aree, ovvero per operazioni bancarie che travalicano i confini nazionali.

Tende ad emergere un sistema monetario internazionale nel quale, in qualche misura, le economie nazionali agiscono secondo comportamenti simili a quelli che regolavano in regime di free banking le singole istituzioni creditizie all'interno di

ogni paese. Mancano però un prestatore di ultima istanza e un riferimento quantitativo cogente.

Il sistema non è in grado di autoregolarsi e incorpora una deriva inflazionistica. Crisi dei cambi e congiunturali frenano periodicamente la crescita delle quantità nominali di credito e moneta, ma con costi in termini di produzione e di occupazione. Un'ancora quantitativa in tale contesto potrebbe essere fornita dalle banche centrali dei principali paesi o gruppi di essi.

L'obiettivo della stabilità degli intermediari bancari e dei mercati finanziari, all'interno di ogni paese, poiché comporta talora la messa a disposizione di liquidità da parte della banca centrale, può apparire in contrasto con il perseguimento di una politica volta alla difesa del valore della moneta. A un esame più approfondito, tale contrapposizione non esiste. Da tutto il sistema finanziario e dal debito pubblico in particolare possono derivare, in condizioni di instabilità, pressioni sulla domanda globale, sui prezzi e sulla bilancia dei pagamenti. Nella misura in cui la politica monetaria, attraverso la regolazione della liquidità nel breve termine e soprattutto con interventi di carattere strutturale, contribuisce alla corretta operatività degli intermediari e dei mercati, tutte le attività finanziarie vengono in qualche misura "fissate" nel sistema e domandate più stabilmente dagli operatori.

Nel corso della recente crisi che ha interessato l'Ita-

lia, un ancoraggio importante per il risparmio finanziario è stato rappresentato dalla robustezza del mercato secondario dei titoli pubblici. Sono stati effettuati disinvestimenti importanti di titoli da parte di operatori esteri, dapprima, poi anche dall'interno; il mercato è stato in grado di assorbirli, sia pure con sensibili diminuzioni di prezzo, operando in continuità e ordinatamente; sono state poste in tal modo le premesse per il successivo recupero.

In assenza di tale mercato, quanto avvenuto nelle recenti vicende dell'economia nazionale avrebbe probabilmente comportato un arresto delle contrattazioni e difficoltà di finanziamento per lo Stato, con ripercussioni gravi per gli intermediari e per tutto il sistema economico.