

# Indipendenza della banca centrale, vigilanza bancaria e stabilità monetaria\*

DONATO MASCIANDARO

## 1. Introduzione

Nella recente letteratura macroeconomica numerosi studi teorici hanno analizzato i possibili effetti del grado d'indipendenza della banca centrale sull'efficacia della politica monetaria.<sup>1</sup> Parallelamente, sul piano dell'analisi empirica e comparata, diversi lavori hanno tentato di verificare l'esistenza di possibili relazioni di lungo periodo tra tale grado d'indipendenza e l'andamento di variabili monetarie, fiscali e reali, sia nell'ambito dei paesi industrializzati,<sup>2</sup> sia considerando i paesi in via di sviluppo.<sup>3</sup>

La conclusione generale di tale letteratura è che l'esistenza di una banca centrale indipendente, responsabile della stabilità mone-

---

□ Università Commerciale L. Bocconi, Centro Paolo Baffi e IGIER, Milano.

\* L'autore, unico responsabile per quanto qui scritto, desidera ringraziare per le loro preziose osservazioni Franco Bruni, Gianluigi Galeotti, Andrea Ginzburg, Mario Monti, Giovanni Pittaluga, Nicola Rossi, Franco Spinelli, Guido Tabellini, nonché due anonimi referees. Ringrazia inoltre i partecipanti ai seminari tenuti presso le Università di Modena (28 ottobre 1992), Brescia (24 novembre 1992), Roma "La Sapienza" (2 aprile 1993), Cattolica (20 aprile 1993), Luiss (27 maggio 1993).

<sup>1</sup> Sargent e Wallace 1981, Barro e Gordon 1983a e 1983b, Canzoneri 1985, Rogoff 1985, Sargent 1986, Alesina e Tabellini 1987b, Tabellini 1986, 1987, 1988a e 1988b, Masciandaro 1988, Masciandaro e Tabellini 1988, Persson e Tabellini 1990, Waller 1989 e 1991, van der Ploeg 1991, Lohmann 1992.

<sup>2</sup> Parkin 1978, Bananian, Laney e Willet 1983, Bade e Parkin 1985, Parkin 1987, Tabellini 1986 e 1988b, Masciandaro e Tabellini 1988, Alesina 1988, Alesina e Summers 1990, Burdakin e Wohar 1990, Grilli, Masciandaro e Tabellini 1991, de Haan e Sturm 1992, Eijffinger e Schaling 1992, Wood, Mills e Capie 1993.

<sup>3</sup> Cukierman 1992, Guerra e Masciandaro 1991.

taria,<sup>4</sup> aumentando il controllo monetario – sia direttamente sia indirettamente attraverso le aspettative – favorisce nel lungo periodo un andamento non inflazionistico delle grandezze monetarie, senza creare contraccolpi negativi sulle grandezze fiscali e reali.<sup>5</sup> Le indicazioni teoriche appaiono riflettersi nel progetto di Sistema Europeo delle Banche Centrali.<sup>6</sup>

Il limite principale di tale approccio è di non aver approfondito l'analisi delle interazioni tra banca centrale e sistema bancario, se non considerando quest'ultimo passiva scatola di trasmissione della po-

<sup>4</sup> La centralità della stabilità monetaria quale obiettivo dell'azione della banca centrale è universalmente riconosciuta. Il significato di stabilità monetaria non è però univoco: per taluni, compreso chi scrive, la stabilità monetaria significa predicibilità nella crescita dei prezzi e delle grandezze monetarie; per altri (cfr. Ciocca 1992) a tale significato si aggiunge quello della stabilità bancaria e finanziaria. In questo secondo approccio si riconosce comunque la potenziale conflittualità tra i due significati.

<sup>5</sup> Riguardo alle grandezze monetarie, per la relazione diretta con l'indipendenza cfr. Parkin 1978, Bananian, Laney e Willet 1983, Bade e Parkin 1985, Alesina e Summer 1990, Burdekin e Wohar 1990, Grilli, Masciandaro e Tabellini 1991, Cukierman 1992, Haan e Sturm 1992, Wood, Mills e Capie 1993. Per quel che riguarda la variabilità dell'inflazione, l'effetto del grado d'indipendenza sembra esistere per taluni (cfr. Alesina e Summer 1990, de Haan e Sturm 1992) ma non per altri (cfr. Bade e Parkin 1985).

Il secondo fondamentale beneficio di avere una banca centrale orientata alla stabilità monetaria sarebbe una relazione inversa tra deficit e indipendenza. Al contrario, si potrebbe sostenere che l'indipendenza della banca centrale può influenzare la crescita del disavanzo. Nessuna delle due ipotesi alternative trova sistematico supporto nelle analisi comparate; cfr. Parkin 1987, Grilli, Masciandaro e Tabellini 1991, Leone 1991, de Haan e Sturm 1992.

Infine ci si può domandare qual è il legame tra indipendenza e andamento dell'economia reale, in termini di produzione e occupazione. La risposta è che non esiste un legame sistematico; cfr. Alesina e Summers 1990, Grilli, Masciandaro e Tabellini 1991, de Haan e Sturm 1992.

I risultati empirici ottenuti sono stati criticati in base a due ordini di argomentazioni: la non equivalenza tra il concetto di indipendenza e quello di indipendenza formale, data anche la presenza di regole informali; il nesso di causalità tra indipendenza e inflazione; cfr. Swinburne e Castello Branco 1991. Riguardo al primo punto, se è vero che ogni singola esperienza nazionale, o congiunturale, di politica monetaria è il risultato dell'interazione tra fattori istituzionali e non, va anche rilevato che, se si vogliono ricercare regolarità comuni a più paesi diverse da quelle istituzionali, andrebbero proposti indicatori alternativi e sperimentati empiricamente; vedi ad esempio Cukierman 1992. Stesse considerazioni possono essere avanzate riguardo al secondo punto: l'analisi di singoli casi nazionali deve considerare i fattori economici e politici che possano agevolare, o ostacolare, la realizzazione di un determinato assetto istituzionale; circa eventuali regolarità in tali fattori, cfr. di nuovo Cukierman 1992.

<sup>6</sup> Sull'evoluzione delle caratteristiche delle istituzioni monetarie nel processo di costruzione di un'Unione Monetaria Europea cfr. per tutti Fratianni, von Hagen e Waller 1992, Giovannini 1992, Padoa-Schioppa 1992 e Canzoneri, Grilli e Mason 1992; per il processo istituzionale alternativo basato sulla concorrenza tra monete nazionali cfr. de Cecco 1992b.

litica monetaria. In particolare, nessuna analisi ha ancora affrontato in modo sistematico, sia sul piano teorico sia su quello dell'analisi comparata, il tema del ruolo che l'attribuzione o meno dei pieni poteri di vigilanza bancaria può giocare nel rafforzare o indebolire il nesso tra indipendenza della banca centrale ed efficacia anti-inflazionistica della politica monetaria.

È stato sostenuto<sup>7</sup> che l'esercizio della vigilanza può ridurre l'efficacia della politica monetaria; occorrerebbe perciò collocare fuori dalla banca centrale i poteri e le responsabilità relativi alla vigilanza, senza comprometterne peraltro la funzione di prestatore di ultima istanza. L'opportunità di evitare la concentrazione nella stessa istituzione di tutti i poteri di politica monetaria e di vigilanza anche per la possibile banca centrale europea ha incontrato pareri positivi,<sup>8</sup> negativi,<sup>9</sup> e anche agnostici.<sup>10</sup>

L'ipotesi che occorre approfondire riguarda quindi l'esistenza o meno di maggiori difficoltà, ovvero di possibili vantaggi, nel perseguire una politica monetaria anti-inflazionistica, a seguito di un accentrimento dei poteri di vigilanza presso la banca centrale. L'esistenza dei rischi connessi alla commistione tra responsabilità di politica monetaria e di vigilanza ridurrebbe l'efficacia della prima, aumentandone la distorsione inflazionistica; al contrario, in presenza di potenziali benefici vedremmo migliorare le capacità di controllo monetario.

Il presente lavoro, partendo da un'interpretazione generale dei risultati teorici legati alla relazione tra indipendenza della banca centrale e stabilità monetaria – in termini di obiettivi e di strumenti –, intende offrire un primo contributo sul tema, sul piano della teoria (paragrafo 2) e su quello dell'analisi istituzionale e comparata (paragrafo 3).

<sup>7</sup> Bruni e Monti 1992.

<sup>8</sup> CEPR 1991.

<sup>9</sup> Folkerts-Landau e Garber 1992, de Cecco 1992a, Giovannini 1992, Vives 1993.

<sup>10</sup> Goodhart e Shoenmaker 1993.

## 2. L'analisi di teoria della politica monetaria: l'introduzione della vigilanza bancaria nei modelli d'indipendenza della banca centrale

La presente analisi parte da un assunto generale, risultato della recente teoria macroeconomica, per porsi poi un quesito specifico.

L'assunto è il seguente: l'efficacia di lungo periodo della politica monetaria dipende, a parità di altre condizioni, dall'assetto istituzionale che regola le relazioni tra banca centrale, governo e sistema bancario. In particolare, al crescere dell'indipendenza della banca centrale, intesa come diritto-dovere per tale istituzione di scegliere e perseguire obiettivi e strumenti coerenti con il fine ultimo della stabilità monetaria, può aumentare l'efficacia della politica monetaria. Tale efficacia è misurata dalla capacità di controllare le grandezze monetarie e l'inflazione senza creare contraccolpi sulle grandezze reali e fiscali, lungo un orizzonte temporale non congiunturale.<sup>11</sup> Tale risultato sarà tanto più probabile quanto più sviluppati sono i mercati finanziari.<sup>12</sup>

Da qui il quesito specifico: come viene modificato lo schema teorico sotteso ai modelli d'indipendenza se introduciamo la possibilità per la banca centrale di esercitare le responsabilità di vigilanza bancaria? L'analisi teorica verrà svolta concentrandosi sul caso estremo che vede la banca centrale unica responsabile della vigilanza. Ogni conclusione, in termini di guadagni o perdite di controllo della stabilità monetaria, sarà attenuata quanto minore sarà il monopolio della banca centrale sulla vigilanza.

Finora la letteratura economica non ha fornito una risposta esplicita e articolata al problema, che presenta tra loro intrecciati elementi di teoria monetaria, di analisi istituzionale, di studio delle singole esperienze nazionali e storiche. La nostra analisi parte con un vantaggio relativo: poter utilizzare i recenti risultati teorici, sintetizzati nel precedente assunto, che – come vedremo – hanno almeno un pregio: aver formulato con chiarezza le proprie ipotesi relative alla natura della banca centrale e ai suoi rapporti con il governo e il sistema bancario, nonché a quella dei suoi obiettivi e strumenti.

<sup>11</sup> Grilli, Masciandaro e Tabellini 1991.

<sup>12</sup> Vaciago 1992.

### 2.1 Banca centrale e politica monetaria: indipendenza e stabilità monetaria

Diversi studi teorici – già ricordati – hanno indicato le incognite che possono presentarsi, in termini di condotta della politica monetaria e di andamento dell'inflazione, quando la banca centrale non è indipendente dal governo e non è orientata alla stabilità monetaria.

L'ipotesi di fondo, comune ai diversi modelli, è che quando la banca centrale non è dotata di un sistema di incentivi che differisce, per gli obiettivi o per gli orizzonti temporali, da quello del governo in carica, la politica monetaria può produrre risultati inflazionistici. Infatti un governo operante in un regime democratico può avere una condotta di politica economica perfettamente razionale rispetto al proprio orizzonte temporale e ai propri obiettivi, che però non è detto coincida con quella socialmente ottimale.

Questa potenziale miopia dei governi sarebbe più probabile in una particolare espressione della politica economica, la gestione del monopolio della moneta, per cui ogni regime democratico troverebbe ottimale disegnare, attraverso il Parlamento, un sistema di regole monetarie che riduca la probabilità di tale miopia. L'efficacia della politica monetaria nel nuovo approccio non dipende più dal dilemma tradizionale sulla condotta ottima, che vedeva contrapposti monetaristi e keynesiani, ma sulla capacità di definire un assetto istituzionale ottimale.<sup>13</sup>

Le ragioni alla base dell'ipotesi di miopia dei governi sono classificabili in tre differenti categorie, ciascuna giustificata da una diversa modellistica teorica.<sup>14</sup> In ciascuna delle seguenti ipotesi di comportamento del governo esso attua razionalmente politiche infla-

<sup>13</sup> Sul passaggio dai modelli di tipo positivo d'indipendenza della banca centrale alle prescrizioni di tipo normativo sul disegno delle istituzioni monetarie cfr. Masciandaro 1990. Sul rapporto tra disegno delle istituzioni monetarie e teoria economica, keynesiana, monetarista, e nuova teoria della politica economica, vedi Masciandaro 1990 e 1991, Swinburne e Castello Branco 1991. Recenti contributi teorici che cercano di formalizzare il passaggio tra approccio positivo e approccio normativo, attraverso modelli principale-agente, sono rappresentati da Fratianni, von Hagen e Waller 1993, Persson e Tabellini 1992, Walsh 1992 e 1993. Sugli aspetti di coerenza storica e istituzionale di tale approccio al problema della banca centrale cfr. Masciandaro 1993a.

<sup>14</sup> Per un'analisi sistematica del ruolo degli azzardi politici nel determinare l'efficacia della politica monetaria, quindi la ragion d'essere dell'indipendenza, cfr. Masciandaro 1990; per le conseguenze di tale approccio in termini d'ipotesi di costituzionalismo economico cfr. Masciandaro 1991. Talune delle argomentazioni sono presenti anche in de Haan e Sturm 1992.

zionistiche, ovvero accoglie spinte inflattive provenienti dall'economia, con risultati macroeconomici globalmente inefficienti. L'inefficienza della politica monetaria del governo non dipende da ipotesi specifiche circa le cause e la natura dell'inflazione; è sufficiente che esista una relazione, non monocausale e con orizzonte temporale e meccanismo di trasmissione variabile a seconda del sistema economico e del momento congiunturale in esame, tra moneta e crescita dei prezzi. Inoltre tale relazione può essere diretta, ovvero passare per il meccanismo delle aspettative, per cui la formazione dei prezzi sui mercati del lavoro, dei beni e finanziari dipende dalle scelte delle diverse parti sociali, a loro volte influenzate dalle attese sulla politica monetaria.

In una prima categoria di modelli il governo può avere incentivo a mettere in atto una politica monetaria socialmente non ottimale in quanto spinto da una sorta di *azzardo inflazionistico*, determinato da necessità di partito o ideologiche,<sup>15</sup> o da esigenze elettorali.<sup>16</sup> In altri termini i governi possono avere interesse ad accomodare spinte inflazionistiche di varia natura in quanto indotti a un'azione di politica monetaria inflattiva o deflattiva non in base ad analisi costi-benefici di tipo esclusivamente economico, ma tenendo anche conto di fattori di tipo politico.

Se è invece un'autorità indipendente dal governo e orientata alla stabilità monetaria, priva quindi d'incentivi ideologici o elettorali, a indirizzare la politica monetaria, il profilo degli aggregati monetari dovrebbe essere più stabile e meno inflazionistico. Il regime monetario deve procurare vantaggi all'economia, non al governo in carica; può allora essere ottimale per il sistema politico nel suo complesso scegliere una regola istituzionale che privi, di volta in volta, il governo in carica della capacità di porre in atto politiche che spongono in futuro i loro costi.<sup>17</sup>

In una seconda categoria di modelli il governo può avere interesse a porre in atto una politica monetaria non attesa, per cercare di ottenere vantaggi in termini di crescita dell'occupazione. In questo caso l'inefficienza della politica monetaria passa attraverso il tentativo di permettere, o stimolare, una crescita dei prezzi diversa da quella attesa, o annunciata, in quanto il governo è spinto da un *azzardo*

<sup>15</sup> Alesina 1987, Waller 1989 e 1991.

<sup>16</sup> Nordhaus 1975, Rogoff e Sibert 1988.

<sup>17</sup> Tietmeyer 1991.

*occupazionale*. Questo può accadere nei casi in cui distorsioni sui mercati reali e finanziari provochino un saggio naturale di crescita economica diverso da quello auspicato dal governo.<sup>18</sup>

La politica monetaria non attesa sarà utilizzata per cercare di ridurre i salari reali, dati i livelli nominali, e per tale via aumentare la produzione e l'occupazione. Se però le aspettative tendono a essere razionali, sarà via via più difficile per il governo "ingannare" l'economia con i propri annunci di politica monetaria. Il governo non sarà credibile, le aspettative inflazionistiche, quindi i contratti nominali, si adegueranno alle sue intenzioni, reali o addirittura solo presunte dal mercato, e il risultato finale sarà una più alta inflazione effettiva senza alcun guadagno di occupazione.

Anche in questa seconda casistica un'istituzione indipendente orientata alla stabilità monetaria, priva di incentivi a espandere l'occupazione, può ottenere migliori risultati in quanto più credibile.

In una terza categoria di modelli infine l'inefficienza della politica monetaria nasce dalla constatazione che, se il governo ha il completo controllo sia della politica di bilancio sia della relativa politica finanziaria, può sorgere l'incentivo a un uso fiscale della politica monetaria (*azzardo fiscale*). Tale comportamento del governo viene spiegato ricorrendo a ipotesi diverse: politiche fiscali partigiane o elettorali<sup>19</sup> con basso costo politico della tassa da inflazione,<sup>20</sup> guadagni dovuti all'inflazione non attesa in presenza di moneta detenuta dall'economia<sup>21</sup> o di debito pubblico non indicizzato,<sup>22</sup> ovvero benefici rispetto alle distorsioni provocate dalla tassazione esplicita.<sup>23</sup> L'uso fiscale della politica monetaria può riguardare sia i paesi industrializzati sia soprattutto quelli in via di sviluppo.<sup>24</sup>

Quindi la politica monetaria, se gestita direttamente dal governo, ovvero da una banca centrale sottoposta alla sua influenza, può essere condizionata da tre diversi incentivi che tendono a produrre principalmente inflazione, nonostante la moneta non sia in generale neutrale. La neutralità della moneta sussiste solo nella versione estrema

<sup>18</sup> Kydland e Prescott 1977, Barro e Gordon 1983a e 1983b, Canzoneri 1985, Rogoff 1985, Tabellini 1988a, van der Ploeg 1991.

<sup>19</sup> Alesina 1988, Alesina e Tabellini 1987a.

<sup>20</sup> Cukierman, Edwards e Tabellini 1990.

<sup>21</sup> Barro 1983.

<sup>22</sup> Barro 1983, van der Ploeg 1991.

<sup>23</sup> Barro e Gordon 1983a e 1983b, Alesina e Tabellini 1987b.

<sup>24</sup> Khatkhate 1991, Guerra e Masciandaro 1991.

dei modelli con azzardo occupazionale,<sup>25</sup> che sono peraltro spesso gli unici ricordati.<sup>26</sup>

Se invece il controllo monetario è completamente delegato a una banca centrale autonoma dal governo, concentrata e responsabile dell'obiettivo della stabilità monetaria, la sua azione può migliorare; essa sarà tanto più efficace quanto minori sono i rischi d'influenza sulla condotta della banca centrale degli *azzardi* prima sottolineati.<sup>27</sup>

L'indipendenza della banca centrale assume così nella nuova letteratura teorica due connotati essenziali,<sup>28</sup> che possiamo denominare *autonomia* e *conservatorismo*. L'autonomia implica che il controllo della politica monetaria deve essere completamente delegato dall'economia a un'autorità separata dal governo. Il conservatorismo implica che l'obiettivo dell'autorità deve essere il controllo del tasso d'inflazione (o della crescita monetaria). Perciò quanto maggiori sono le garanzie per il corpo sociale che la condotta della banca centrale sia conforme a tale principio – cioè che le sue preferenze siano di controllare la crescita inflazionistica – tanto maggiore sarà l'efficacia della politica monetaria, nonché le garanzie di democraticità dell'assetto con banca centrale indipendente.<sup>29</sup> Da qui il requisito della responsabilizzazione della banca centrale rispetto al Parlamento. L'efficacia dei due connotati dell'indipendenza sarà poi correlata positivamente, a parità di altre condizioni, al grado d'efficienza strutturale dei mercati finanziari.<sup>30</sup>

Chiarita la natura dell'obiettivo della politica monetaria in tale approccio, occorre considerare le diverse modalità d'intervento della banca centrale. Occorre definire e classificare in modo non ambiguo tutte le operazioni in cui la banca centrale interagisce con il governo e il sistema bancario. Le classificazioni tradizionali possono presentare problemi teorici, storici o istituzionali; ad esempio strumenti

<sup>25</sup> Vaciago 1992.

<sup>26</sup> Nardozi 1992, Cozzi 1992, Giovannini 1992, Swinburne e Castello Branco 1991, Marotta e Pittaluga 1993.

<sup>27</sup> Masciandaro 1990.

<sup>28</sup> Masciandaro 1990, Thygesen 1991, Vaciago 1992, Giovannini 1992.

<sup>29</sup> Il requisito della controllabilità rappresenta anche una soluzione rispetto al rischio che la banca centrale persegua obiettivi, socialmente non ottimali, propri di una burocrazia discrezionale; cfr. Toma 1982. Sul rapporto tra controllabilità e segretezza della banca centrale cfr. Masciandaro 1991. Sul significato della controllabilità cfr. anche Ciocca 1992. Sulle critiche di non sufficiente democraticità di un assetto con banca centrale indipendente vedi Swinburne e Castello Branco 1991.

<sup>30</sup> Vaciago 1992.

d'intervento nati in una certa area di responsabilità – come la riserva obbligatoria – sono poi stati utilizzati per altre esigenze. Adotteremo allora come criterio la distinzione tra strumenti monetari e strumenti bancari.

Gli *strumenti monetari* sono tutti gli interventi associati alla facoltà della banca centrale di controllare ammontare e costo del proprio attivo (finanziamento al governo e relativo tasso d'interesse, operazioni di mercato aperto e relativo costo, rifinanziamento del sistema bancario e tasso ufficiale di sconto). Gli strumenti monetari appartengono naturalmente alla sfera dell'autonomia della banca centrale, in quanto istituzione bancaria che deve essere in grado di controllare perfettamente le voci del proprio bilancio. La classe degli strumenti monetari coincide con la tradizionale definizione di strumenti indiretti, ad eccezione della riserva obbligatoria, e comprende il credito di ultima istanza, tradizionalmente inserito tra gli strumenti della vigilanza.<sup>31</sup>

Se l'efficacia dell'indipendenza implica – come abbiamo visto – come primo requisito la completa capacità per la banca centrale di controllo sulla politica monetaria, allora se ne deduce che a essa dovrà essere assicurato la piena potestà sugli strumenti monetari, da cui dipende l'andamento della moneta di base.<sup>32</sup>

Gli *strumenti bancari* sono invece tutti gli altri interventi, in cui l'autonomia della banca centrale nel perseguire i propri obiettivi può entrare in conflitto con l'autonomia di ciascuna istituzione bancaria nel controllo delle voci del loro bilancio (riserva obbligatoria, massimali sugli impieghi, vincoli di portafoglio, vincoli sui tassi bancari attivi e passivi). Di essi ci occupiamo considerando gli effetti dell'attribuzione di poteri di vigilanza a una banca centrale indipendente.

## 2.2 Banca centrale, poteri di vigilanza e stabilità monetaria: rischi e sinergie

L'analisi teorica del rapporto tra banca centrale indipendente e vigilanza bancaria risulta più efficace se svolta nel caso estremo di coinvolgimento, vale a dire con l'istituto d'emissione monopolista

<sup>31</sup> Per una classificazione di tipo tradizionale cfr. Onado 1992. La distinzione qui avanzata tra strumenti monetari e bancari differisce da quella proposta in Goodfriend e King 1988.

<sup>32</sup> Un discorso particolare merita la gestione del tasso di cambio: ipotesi di suddivisione dei poteri tra governo, banca centrale e parlamento nelle relazioni monetarie esterne; cfr. Bruni e Monti 1992, Masciandaro e Spinelli 1992.

delle responsabilità di vigilanza. Riducendo il coinvolgimento, si attenueranno eventuali rischi o benefici in termini di controllo monetario. D'altro canto, il coinvolgimento della banca centrale non può ridursi fino all'azzeramento, rimanendo nelle sue prerogative, tra gli strumenti necessari al controllo monetario, il credito di ultima istanza.

Il rifinanziamento soddisfa la tradizionale funzione della banca centrale di prestatore d'ultima istanza del sistema in situazione di crisi sistemica. Lo svolgimento di tale funzione prescinde, come più volte ribadito,<sup>33</sup> dall'attribuzione o meno alla banca centrale di complete responsabilità di vigilanza. Inoltre non è necessario, per includerla tra gli strumenti monetari, fare ipotesi stringenti sul suo grado di controllabilità. L'attivazione di tale canale dipende infatti da situazioni afferenti il sistema produttivo o altri comparti del sistema finanziario,<sup>34</sup> ed è indubbiamente potenziale fonte di problemi per il controllo monetario.<sup>35</sup> D'altro canto l'ipotesi di non perfetta controllabilità non è in contrasto con il connotato di discrezionalità che contraddistingue, teoricamente ed empiricamente,<sup>36</sup> tale strumento.

Per quanto riguarda gli obiettivi finali, la politica di vigilanza è caratterizzata dal perseguimento della stabilità, tenendo conto anche dell'efficienza dei mercati.<sup>37</sup> Per quel che concerne gli strumenti, allo scopo di mettere in luce la relazione tra i diversi interventi di regolamentazione e vigilanza e il perseguimento degli obiettivi finali, è utile richiamare una classificazione funzionale dei controlli bancari che, distinguendo gli interventi tra controlli diretti e controlli indiretti, individua due filosofie o approcci contrapposti: approccio di mercato e approccio amministrativo.<sup>38</sup>

<sup>33</sup> Bruni e Monti 1992, Swinburne e Castello Branco 1991.

<sup>34</sup> Ripa di Meana e Sarcinelli 1990.

<sup>35</sup> Goodfriend e King 1988.

<sup>36</sup> Cfr. rispettivamente Ciocca 1990 e Pecchioli 1987.

<sup>37</sup> Sugli obiettivi della politica di regolamentazione e vigilanza cfr. Bruni e Porta 1980, Ciocca 1982. In questo lavoro regolamentazione e vigilanza sono congiuntamente considerate; è stata avanzata l'ipotesi (Bruni 1992) circa una maggiore separazione tra le due funzioni, che dovrebbe portare a risolvere il dilemma tra stabilità ed efficienza nell'ambito della regolamentazione, lasciando alla vigilanza le responsabilità applicative. Per il rapporto tra le diverse ipotesi di fallimento del mercato, fallimento dello Stato e intervento pubblico nel settore del credito - sia come regolatore sia nella veste di titolare di diritti di proprietà - vedi Masciandaro 1993b.

<sup>38</sup> Lo schema "orientato al mercato" si basa su controlli di tipo indiretto sull'esercizio dell'attività bancaria. Lo schema "amministrativo" è invece incentrato su misure di controllo diretto. Nei controlli diretti si possono includere le norme relative alla specializzazione funzionale, alla specializzazione territoriale, ai controlli diretti sui tassi attivi e passivi, ai vari tipi di vincoli di portafoglio. I controlli che invece possono essere definiti indiretti comprendono le varie forme di coefficienti di capitale e l'obbligo di assicurazione dei depositi; cfr. De Felice, Masciandaro e Porta 1988.

Tale distinzione si pone rispetto alla classificazione tradizionale degli strumenti di vigilanza nel seguente modo: in linea generale l'approccio di mercato è coerente con l'uso di controlli prudenziali e di trasparenza, mentre l'approccio amministrativo lo è con i controlli strutturali, di liquidità e controlli diretti su quantità e tassi. I due schemi alternativi si differenziano rispetto agli obiettivi finali della vigilanza: entrambi mirano a garantire la stabilità, ma si pongono diversamente rispetto all'efficienza, a cui viene attribuita minore importanza nello schema amministrativo. In altri termini la vigilanza ispirata all'approccio strutturale appare contraddistinta da una maggiore inclinazione verso l'obiettivo della stabilità rispetto a quello dell'efficienza.<sup>39</sup>

Il perseguimento della politica di vigilanza da parte della banca centrale può essere in conflitto, ovvero essere sinergico, con l'obiettivo primario indicato dall'approccio teorico adottato, cioè la stabilità monetaria. Se esiste conflitto, sarà maggiore la probabilità di ottenere risultati inflazionistici: è questo il rischio d'instabilità monetaria da monopolio della vigilanza bancaria. In caso contrario, avremo dei potenziali vantaggi in termini di controllo monetario, portati dall'accentramento dei poteri.

L'individuazione delle possibili aree di conflitto, o di sinergia, di tipo strutturale deve andare al di là dell'ovvia constatazione che ciascun macro-obiettivo, se perseguito con efficacia, produce effetti positivi anche su altri macro-obiettivi, altrimenti finiremmo per concludere che la soluzione ottimale è concentrare in un'unica autorità, o meglio ancora in un unico agente politico, tutte le responsabilità della politica economica; non occorre cioè confondere il problema dell'accentramento o decentramento di due o più politiche in una stessa istituzione con quello delle interazioni tra le politiche considerate.<sup>40</sup> Di seguito distingueremo gli effetti d'interazione, per cui eventuali conflitti o sinergie dipendono dalla natura delle due politiche, dagli

<sup>39</sup> Cfr. De Felice, Masciandaro e Porta 1988.

<sup>40</sup> Questa confusione sembra evidente nelle argomentazioni di Sargent 1986, in tema di rapporti tra politica monetaria e politica di bilancio, e di de Haan e Sturm 1992, riguardo ai rapporti tra politica monetaria e di vigilanza; questi ultimi inoltre sottolineano solo una delle possibili situazioni di conflitto tra le due politiche. D'altro canto l'esogenità delle scelte di politica economica rispetto agli incentivi delle autorità e all'assetto istituzionale contraddistingue l'approccio teorico tradizionale (cfr. Persson e Tabellini 1990) per cui si rilevavano solo le questioni legate alle interazioni delle politiche; sul rapporto tra regolamentazione e politica monetaria ne è un esempio Merrick e Saunders 1985.

effetti dell'accentramento delle politiche in esame nella stessa istituzione.

Per analizzare la questione dell'attribuzione alla banca centrale del monopolio della vigilanza bancaria in termini di efficacia della politica monetaria, possiamo applicare al problema specifico riflessioni che nascono dal caso più generale di attribuzione di una qualsiasi ulteriore funzione di politica economica all'autorità responsabile di politica monetaria.

L'attribuzione alla banca centrale d'una funzione supplementare di politica economica presenta cinque distinte questioni; le prime quattro, tutte fonte di conflitto, sono legate all'*incoerenza delle politiche*, alla *misallocazione degli strumenti*, all'*opacità nella condotta*, ai *costi in credibilità*. La quinta possibile relazione tra accentramento dei poteri ed efficacia della politica monetaria è invece possibile fonte di sinergia, e si basa sui *guadagni di informazione*.

Il conflitto da *incoerenza delle politiche* può essere così espresso: nel caso in cui a un'istituzione, preposta a una certa politica, ne venga assegnata una seconda, se le finalità della prima politica possono essere conflittuali con quelle della seconda, l'istituzione può trovarsi a dover sacrificare gli obiettivi della prima. Il conflitto può dipendere sia dall'interazione delle due politiche sia dall'accentramento delle funzioni. Nel caso specifico occorre esaminare la relazione tra stabilità monetaria e stabilità degli intermediari.

In termini d'interazione tra politica monetaria e politica di vigilanza, nei casi di crisi sistemiche o d'isolati intermediari bancari, si può verificare il caso per cui preservare la stabilità finanziaria significhi mettere in atto una crescita della liquidità non compatibile con la stabilità monetaria;<sup>41</sup> ovvero è stato ipotizzato che esista una conflittualità strutturale tra le due politiche, in quanto le manovre monetarie tendono a essere anticicliche, mentre gli effetti della regolamentazione (ad esempio dei coefficienti dei capitali) tendono a essere prociclici.<sup>42</sup>

In questi casi il conflitto delle politiche è indipendente dalla distribuzione dei poteri, per cui occorre chiedersi se è più efficiente internalizzare i costi della scelta tra le due politiche in una stessa

<sup>41</sup> Benston 1986, Peterson 1977.

<sup>42</sup> Cfr. Goodhart e Shoenmaker 1993.

istituzione, ovvero esternalizzare, risolvendo il problema del coordinamento tra due o più istituzioni.<sup>43</sup>

Possiamo però osservare che la probabilità d'instabilità finanziaria può non essere indipendente dalla distribuzione dei poteri. Se un assetto con poteri accentrati aumenta, a parità d'altre condizioni, la probabilità di comportamenti eccessivamente rischiosi degli intermediari bancari, la banca centrale si troverà con maggior frequenza a dover risolvere il dilemma tra stabilità monetaria e stabilità finanziaria. Una crescita endogena dell'instabilità degli intermediari può dipendere da un'attesa, da parte delle banche, di maggior accondiscendenza di un'istituzione monopolista della politica monetaria e della vigilanza, rispetto a una che non lo è. La maggior accondiscendenza dell'istituzione monopolista può derivare da due fenomeni distinti: banca centrale catturata, ovvero banca centrale sensibile alla reputazione.

Nel primo caso, se l'istituzione che deve mettere in atto la politica di vigilanza può indirizzare la crescita monetaria, è più esposta a fenomeni di cattura da parte delle istituzioni controllate, soprattutto se il suo obiettivo primario non è la stabilità monetaria (cioè è una banca centrale dipendente).<sup>44</sup> La seconda ipotesi, relativa alla maggior sensibilità di un'istituzione monetaria monopolista ai costi di reputazione, è illustrata più avanti.<sup>45</sup>

Inoltre, una maggiore attenzione alla stabilità degli intermediari bancari, endogena alla distribuzione dei poteri, può derivare da una compresenza di una banca centrale dipendente e di un sistema di banche pubbliche. Una banca centrale dipendente dal governo può essere sollecitata a perseguire la stabilità in modo patologico, ed essere spinta non solo da motivazioni di benessere economico. Infatti l'intervento a favore d'intermediari in difficoltà, anche in situazioni in cui criteri economici in senso stretto lo escluderebbero, può essere giustificato da vantaggi politici per il governo, anche per il ruolo delle banche di potenziali acquirenti del debito pubblico. Questo effetto

<sup>43</sup> L'assenza di una distinzione tra endogenità ed esogenità dei rapporti tra la politica monetaria e di vigilanza rispetto all'assetto istituzionale caratterizza pressoché tutti gli interventi sul tema: cfr. Benston 1986, Peterson 1977, Heller 1991, Swinburne e Castello Branco 1991, Bruni 1992, Bruni e Monti 1992, Folkerts-Landau e Garber 1992, Angelini e Passacantando 1993, Goodhart e Shoenmaker 1993.

<sup>44</sup> Cfr. Vives 1993.

<sup>45</sup> L'ipotesi dell'incoerenza delle politiche endogena all'assetto dei poteri viene trascurata da chi viceversa sottolinea l'esistenza della sola incoerenza tra le politiche; cfr. Quinn 1993.

sarà verosimilmente tanto più probabile quanto più forte è la presenza del settore pubblico all'interno del settore bancario.<sup>46</sup> Attraverso un meccanismo diverso si ripropone così anche l'*azzardo fiscale* del governo.<sup>47</sup>

Possiamo quindi concludere che, a parità di altre condizioni, i rischi d'instabilità monetaria, provocati dalla presenza del monopolio dei poteri di vigilanza nella banca centrale, saranno tanto più alti quanto più la politica di vigilanza mostra un'inclinazione verso l'obiettivo della stabilità degli intermediari bancari. Inoltre i rischi d'inflazione probabilmente cresceranno tanto più forte è la presenza del settore pubblico nel sistema bancario.

L'entità del rischio da monopolio della vigilanza dipenderà quindi anche dalle modalità di controllo. Riconsideriamo le due filosofie di vigilanza prima definite come approccio di tipo strutturale e di tipo prudenziale, in cui la prima appare avere un'inclinazione verso la stabilità. A parità di altre condizioni, una vigilanza basata su controlli strutturali produrrà con maggiore probabilità occasioni di conflitto con una politica monetaria orientata alla stabilità monetaria, quindi maggiori rischi d'inflazione.

Difatti i controlli strutturali, possedendo un alto grado d'interferenza con i meccanismi di definizione di prezzi e quantità sui mercati bancari,<sup>48</sup> tendono a ridurre l'efficienza; ciò diminuisce la possibilità d'utilizzare controlli monetari indiretti, coerenti con una banca centrale indipendente. In secondo luogo tali controlli, applicandosi con un alto grado di discrezionalità,<sup>49</sup> riducono la disciplina della banca centrale, aumentando i rischi d'inflazione degli *azzardi*. In terzo luogo i controlli diretti tendono a produrre effetti di fiscalità occulta;<sup>50</sup> sarebbero perciò funzionali a un uso fiscale della politica monetaria, ma incompatibili con un'azione monetaria gestita da una banca centrale indipendente.

<sup>46</sup> Cfr. Masciandaro 1993b.

<sup>47</sup> Infine una possibile terza relazione endogena tra assetto istituzionale della banca centrale e instabilità monetaria, che non riguarda però la distribuzione dei poteri, può essere colta richiamando il legame tra dipendenza della banca centrale e inefficacia della politica monetaria. È stato sostenuto che una ricorrente causa di episodi di instabilità finanziaria, isolata o sistemica, è costituita da politiche monetarie che non riescono a perseguire la stabilità monetaria (Baltensperger 1993); se ipotizziamo che l'efficacia di una politica antiflazionistica sia tanto maggiore quanto più la banca centrale è indipendente, allora anche la politica di perseguimento della stabilità finanziaria è automaticamente agevolata da un tale assetto.

<sup>48</sup> De Felice, Masciandaro e Porta 1988.

<sup>49</sup> Ivi.

<sup>50</sup> Ivi.

Se a un'istituzione di controllo viene assegnata una duplicità di funzioni può emergere poi un problema di *misallocazione degli strumenti*.<sup>51</sup> In presenza d'unicità di funzione, l'istituzione indirizza i propri interventi esclusivamente in quella direzione; il nesso strumenti-obiettivo non è ambiguo. Se le funzioni divengono due, e gli strumenti dell'una possono avere effetti non coincidenti sull'altra (*incoerenza delle politiche*), è possibile che si verifichi un incrocio negativo tra strumenti e obiettivi. Nel caso della banca centrale, se gli strumenti della politica di vigilanza vengono utilizzati per il perseguimento di finalità monetarie, ed è questo il caso dei controlli strutturali, si può produrre una condotta non efficace della politica monetaria, con rischi d'instabilità monetaria. Osserviamo come la questione della misallocazione è endogena alla distribuzione dei poteri, non dipende cioè dalla natura degli strumenti.

Ai potenziali conflitti tra gli obiettivi e a quelli tra gli strumenti si affiancano altre due potenziali fonti d'inefficienza della condotta della banca centrale, che passano per il meccanismo delle aspettative.

Ci riferiamo innanzitutto all'*opacità della condotta*.<sup>52</sup> tanto più numerosi sono gli obiettivi, per giunta potenzialmente in conflitto tra loro, che un'istituzione deve perseguire, tanto meno trasparente è il nesso tra la sua azione e i diversi obiettivi. Nel caso specifico del monopolio della vigilanza per la banca centrale, una duplicità di obiettivi tra loro potenzialmente in conflitto (*incoerenza delle politiche*) può accrescere l'incertezza sulla manovra della liquidità,<sup>53</sup> incidendo, tramite il meccanismo delle aspettative, sull'efficacia stessa della manovra. La maggiore incertezza, riducendo la visibilità complessiva dell'azione della banca centrale, può rendere anche più probabile l'influenza negativa degli *azzardi*, con ulteriori rischi d'instabilità monetaria.

I costi da non trasparenza si accrescono poi a seconda delle modalità di controllo: quanto più i poteri di vigilanza hanno connotati funzionali all'approccio strutturale, contraddistinto da alta discrezionalità, tanto più si riduce la separabilità tra le due politiche, tanto più si accrescono i rischi legati all'*opacità della condotta*.

Infine, abbiamo osservato che l'efficacia dell'azione della banca centrale come istituzione preposta alla politica monetaria dipende anche dalla sua credibilità. È verosimile pensare che un'autorità impe-

<sup>51</sup> Bruni e Masciandaro 1991.

<sup>52</sup> Swinburne e Castello Branco 1991.

<sup>53</sup> Muller 1983.

gnata a perseguire due diversi obiettivi – nel caso specifico stabilità monetaria e stabilità degli intermediari – veda il valore della sua reputazione legato all'istituzione in quanto tale, e non alla singola funzione che essa svolge.<sup>54</sup>

Due sono i possibili effetti, legati rispettivamente, come nel caso dell'*incoerenza delle politiche*, all'ipotesi di esogenità e di endogenità delle situazioni d'instabilità finanziaria. In primo luogo un fallimento (successo) nella gestione della politica della vigilanza pregiudica (migliora) la reputazione della banca centrale, quindi l'efficacia della sua azione. In questo caso gli effetti positivi o negativi sulla politica monetaria dei risultati della vigilanza sono indipendenti dall'assetto istituzionale.

In secondo luogo, però, il perseguimento della stabilità finanziaria ha una sua peculiarità: se assume la forma di un impegno incondizionato, ha effetti controproducenti, in quanto incentiva negli intermediari comportamenti contraddistinti da eccessiva assunzione di rischio. L'istituzione preposta alla vigilanza ha perciò tutto l'interesse a rendere non automatico il suo intervento in caso di segnali d'instabilità finanziaria. Il non automatismo sarà tanto più credibile quanto minori sono i costi attesi per l'istituzione di controllo in caso di non intervento.

I costi attesi da non intervento sono rappresentati dai costi di reputazione che si avrebbero in caso di politica di vigilanza errata. Se l'istituzione di controllo ha un duplice ruolo, i costi da reputazione sono maggiori, quindi meno credibile sarà l'impegno a non intervenire in maniera incondizionata e maggiori i rischi di condotte eccessivamente rischiose da parte degli intermediari. Tanto maggiori sono le probabilità di fallimento della vigilanza, tanto maggiori i costi di reputazione per la banca centrale. La probabilità di crisi, isolata o sistemica, può essere cioè endogena rispetto all'assetto istituzionale di distribuzione dei poteri.

Inoltre, se vale l'ipotesi che l'accentramento delle due funzioni aumenta endogenamente i rischi di fallimento nella ricerca della stabilità monetaria (*incoerenza delle politiche*), allora si accrescono i costi in termini di reputazione, o *costi in credibilità*, e quindi anche i rischi d'instabilità monetaria.

Il monopolio della vigilanza potrebbe invece aumentare l'efficacia dell'azione della banca centrale se, attraverso tale funzione, essa

fosse in grado di raccogliere un patrimonio informativo sul sistema bancario, altrimenti indisponibile, utile per migliorare il controllo monetario ai fini della stabilità monetaria. Attraverso i *guadagni d'informazione* e l'accentramento dei poteri la banca centrale migliorerebbe i risultati della politica monetaria. Qualsiasi altro assetto dei poteri potrebbe implicare un rischio di dispersione dell'informazione.<sup>55</sup>

In conclusione, l'efficacia della politica monetaria condotta da una banca centrale indipendente può essere penalizzata dall'esistenza di un rischio da monopolio di vigilanza – che sarà tanto più alto quanto più tale monopolio preveda poteri di intervento strutturale – se prevalgono i primi quattro effetti; ovvero l'efficacia del controllo monetario si accrescerà se i guadagni d'informazione sono particolarmente forti.

### 3. Indipendenza della banca centrale, poteri di vigilanza bancaria e inflazione: l'analisi istituzionale comparata

Qual è l'esperienza internazionale in merito alla distribuzione dei poteri di politica monetaria e di vigilanza? quali effetti ha la piena duplicità di poteri della banca centrale sull'efficacia della politica monetaria, in termini di controllo degli aggregati monetari e di stabilità dei prezzi? L'esame dell'assetto istituzionale delle banche centrali dei paesi OCSE e dell'andamento sia degli aggregati monetari sia dell'inflazione ci consente di completare l'analisi sul piano istituzionale comparato.

#### 3.1 I modelli istituzionali

Nell'analisi teorica l'efficacia della politica monetaria in termini di controllo del tasso d'inflazione dipendeva, sul piano istituzionale, dal suo grado d'indipendenza nei confronti del governo e dal suo detenere o meno il monopolio dei poteri di vigilanza. L'analisi istituzionale ha ora il compito d'individuare concretamente le due variabili strutturali fondamentali: l'indipendenza delle banche centrali e il monopolio nella detenzione dei poteri di vigilanza bancaria.

<sup>54</sup> Masciandaro e Spinelli 1993.

<sup>55</sup> Cfr. Quinn 1993, Vives 1993.

Per quel che concerne l'indipendenza delle banche centrali, recenti studi si sono occupati di definire un indicatore sintetico, finendo così per costituire un autonomo filone di ricerca, nella cui evoluzione sono evidenti due tratti distintivi: da un lato, la volontà di passare da meri contributi descrittivi a fisionomie istituzionali della banca centrale teoricamente giustificabili; dall'altro lato, e di conseguenza, la necessità d'ampliamento delle norme istituzionali poste in osservazione.<sup>56</sup>

L'indicatore in cui più forte è il tentativo di coniugare l'analisi istituzionale con quella teorica e più ampio il numero di norme prese in considerazione<sup>57</sup> è quello che ha introdotto la distinzione tra indipendenza politica e indipendenza economica della banca centrale, tenendo ovviamente conto di entrambe.<sup>58</sup> Tale indicatore d'indipendenza è stato calcolato per le ventuno banche centrali OCSE, in base agli assetti istituzionali vigenti in tali paesi nel periodo 1950-90. Considerando congiuntamente l'indipendenza politica ed economica delle banche centrali, ovviamente esclusi i poteri di vigilanza a esse assegnate, si possono definire come indipendenti le banche centrali di Germania, Olanda, Svizzera, Stati Uniti, e come dipendenti tutte le

<sup>56</sup> Cfr. Masciandaro 1991. Riguardo al primo punto, è osservabile un'evoluzione dai lavori di analisi storica (Mittra 1978, Masciandaro e Ristuccia 1988) o di raccolta di informazioni sull'assetto istituzionale delle banche centrali (Fair 1980, Skanland 1984, Cargill 1989) ai contributi che mostravano la rilevanza di tali informazioni ai fini del dibattito teorico (Parkin 1978, Bananian, Laney e Willet 1983, Bade e Parkin 1985, Parkin 1987, Alesina 1988, Alesina e Summers 1990, Cukierman 1992) fino ai più recenti tentativi (Masciandaro 1988 e 1990, Masciandaro e Tabellini 1988, Grilli, Masciandaro e Tabellini 1991) di collegare coerentemente i due piani di analisi, teorico e istituzionale.

Riguardo al secondo punto, in un primo gruppo di lavori (Parkin 1978, Bananian, Laney e Willet 1983, Bade e Parkin 1985, Parkin 1987, Alesina 1988, Alesina e Summers 1990, Cukierman 1992) l'assetto istituzionale viene valutato concentrandosi sulle norme afferenti i rapporti politici tra governo e banca centrale. Più di recente la riflessione teorica, prima menzionata, che vede l'efficacia della politica monetaria dipendere dall'assenza d'incentivi, esterni e interni alla banca centrale, che spingano tale istituzione verso una condotta non coerente con la stabilità monetaria, ha indotto a considerare in un secondo gruppo di lavori (Masciandaro e Tabellini 1988, Grilli, Masciandaro e Tabellini 1991) uno spettro di norme attento anche agli effetti economici, e più ampio. Per un'analisi comparata dei diversi indicatori di indipendenza vedi Eijffinger e Schaling 1992, Masciandaro e Spinelli 1993.

<sup>57</sup> Masciandaro e Spinelli 1993.

<sup>58</sup> Cfr. Masciandaro 1988, Masciandaro e Tabellini 1988: l'indipendenza politica misura la capacità della banca centrale di formulare la politica monetaria coerente con la stabilità monetaria. L'indipendenza economica misura la capacità della banca centrale di scegliere gli strumenti e le tecniche di controllo monetario più idonee a perseguire la politica monetaria prescelta.

altre. Tale valutazione viene confermata da un'analisi di tutte le classificazioni d'indipendenza proposte dalla letteratura.<sup>59</sup>

Per quel che riguarda invece la distribuzione istituzionale dei poteri di vigilanza bancaria,<sup>60</sup> è possibile distinguere le banche centrali OCSE a seconda che abbiano il monopolio delle responsabilità della vigilanza, ovvero che le dividano con qualche altra istituzione pubblica o che siano a esse completamente estranee. Il monopolio completo dei poteri di vigilanza bancaria è prerogativa delle banche centrali di Australia, Grecia, Irlanda, Italia, Nuova Zelanda, Olanda, Portogallo, Regno Unito.

I quattro regimi teorici delle banche centrali, che incrociano il grado d'indipendenza con il grado di accentramento della vigilanza, sono così univocamente identificati (Tabella 1).

TABELLA 1

INDIPENDENZA E POTERI DI VIGILANZA BANCARIA  
DELLE BANCHE CENTRALI OCSE  
(1960-1990)

Poteri di vigilanza	Assetto banca centrale-governo	
	Indipendenza	Dipendenza
Non Monopolio	Germania* Stati Uniti Svizzera	Australia Belgio* Canada Danimarca* Francia* Finlandia Giappone Norvegia Spagna* Svezia
Monopolio	Olanda*	Austria Grecia* Irlanda* Italia* Nuova Zelanda Portogallo* Regno Unito*

\* Paesi membri della Comunità Economica Europea.

<sup>59</sup> Masciandaro e Spinelli 1993.

<sup>60</sup> Pecchioli 1987.

È facile osservare come il modello più comune tra l'insieme dei paesi OCSE è quello di banca centrale dipendente senza però il monopolio delle responsabilità di vigilanza. Le cose cambiano se si considerano le banche centrali dei paesi membri della Comunità Economica Europea, che vedono invece prevalere il regime con banca centrale dipendente e monopolio dei poteri di vigilanza.

L'esperienza internazionale non offre quindi indicazioni univoche su quello che è attualmente il modello istituzionale prevalente.<sup>61</sup> Resta ora da considerare quali risultati macroeconomici abbiano contraddistinto i diversi modelli istituzionali.

### 3.2 Monopolio della vigilanza e variabili macroeconomiche

I progressi compiuti nell'analisi teorica e istituzionale del ruolo dei regimi monetari nello spiegare le condotte di politica economica hanno consentito di produrre le prime verifiche empiriche sui possibili legami tra fisionomia istituzionale delle banche centrali e andamento di lungo periodo delle variabili monetarie, fiscali e reali.

Il risultato principale, già ricordato, è che l'assetto istituzionale caratterizzato da indipendenza della banca centrale migliora l'andamento dell'inflazione, senza provocare spiacevoli contraccolpi macroeconomici. Per i paesi industrializzati, livelli crescenti d'indipendenza appaiono correlati a un basso livello d'inflazione, senza costi in termini di andamento dell'economia reale e di politica fiscale.

Cosa accade se, a parità di grado d'indipendenza della banca centrale, differenziamo i regimi monetari a seconda che la banca centrale detenga o meno il monopolio della vigilanza? Offriamo in questa sede i primi elementi di riflessione in questa direzione.

La tabella 2 mostra l'andamento dell'inflazione nei diversi regimi istituzionali per il gruppo dei paesi OCSE, nel periodo 1960-1990. Analoghi risultati si ottengono per le banche centrali CEE.

Per le banche centrali OCSE sembra confermata la correlazione inversa tra grado d'indipendenza e tasso d'inflazione, e si rileva una correlazione diretta tra presenza di monopolio della vigilanza e la stessa inflazione. La relazione diretta è più accentuata nel gruppo delle banche centrali dipendenti, ove, con l'eccezione di Spagna e Austria, vale la norma che in tutti paesi in cui la banca centrale

detiene il monopolio della vigilanza il tasso d'inflazione medio è superiore a quello di ciascun paese appartenente al modello istituzionale alternativo.

È interessante sottolineare come il quadro non muti tenendo conto di archi temporali più brevi. Si rileva peraltro come, considerando solo l'ultimo decennio, la presenza del monopolio della vigilanza sia fattore discriminante solo nel gruppo delle banche centrali indipendenti.

È evidente quindi che la possibile relazione tra regimi monetari e inflazione sembra essere particolarmente accentuata durante gli anni Settanta, in cui la crescita dei prezzi fu sensibile e generalizzata. Il fenomeno, già rilevato per la sola caratteristica dell'indipendenza, potrebbe mostrare come la differente efficacia degli assetti istituzionali nel contenere le pressioni inflazionistiche divenga più evidente quando tali pressioni, provenienti anche dalla parte reale o dall'estero, divengono più forti.

TABELLA 2  
REGIMI ISTITUZIONALI DELLE BANCHE CENTRALI  
OCSE E INFLAZIONE

Paesi	Regime delle banche centrali	Tasso di inflazione		
		1960-1990	1971-1990	1981-1990
Germania Stati Uniti Svizzera	Indipendenza Non monopolio Vigilanza	4.0	4.7	3.5
Olanda	Indipendenza Monopolio Vigilanza	4.6	4.9	2.4
Australia Belgio Canada Danimarca Francia Finlandia Giappone Norvegia Spagna Svezia	Dipendenza Non monopolio Vigilanza	6.7	8.1	6.4
Austria Grecia Irlanda Italia Nuova Zelanda Portogallo Regno Unito	Dipendenza Monopolio Vigilanza	9	12	10.7

inflazione = tasso di crescita dei prezzi al consumo.

Fonte: IMF, *Financial Statistics*, linea 64.

<sup>61</sup> Alle stesse conclusioni pervengono Goodhart e Shoenmaker 1993.

La fisionomia dei regimi monetari presenta una correlazione positiva anche con la crescita degli aggregati monetari (Tabella 3). Se in media minor indipendenza e monopolio della vigilanza sono correlati a una maggiore crescita monetaria, occorre rilevare una maggior variabilità degli andamenti tra banche centrali appartenenti allo stesso modello istituzionale.

La maggior stabilità della relazione tra istituzioni monetarie e inflazione rispetto a quella con gli aggregati monetari può essere spiegata con una maggiore incidenza, nel primo caso, dei fattori legati alle aspettative. Se le aspettative e le credenze del pubblico vengono, come è stato ipotizzato nella parte teorica, negativamente influenzate dalla dipendenza dal governo e dai rischi da vigilanza, i loro effetti saranno con più difficoltà sterilizzabili nelle variabili meno controllabili dalle autorità monetarie, qual è l'inflazione rispetto alle grandezze monetarie.

TABELLA 3

REGIMI ISTITUZIONALI DELLE BANCHE CENTRALI  
OCSE E MONETA

Paesi	Regime delle banche centrali	Tasso di crescita della moneta		
		1960-1990	1971-1990	1981-1990
Germania Stati Uniti Svizzera	Indipendenza Non monopolio Vigilanza	6.53	6.44	5.56
Olanda	Indipendenza Monopolio Vigilanza	8.31	8.35	6.49
Australia Belgio Canada Danimarca Francia Finlandia Giappone Norvegia Spagna Svezia	Dipendenza Non monopolio Vigilanza	10.5	11.38	10.48
Austria Grecia Irlanda Italia Nuova Zelanda Portogallo Regno Unito	Dipendenza Monopolio Vigilanza	11.6	13.56	12.62

moneta = tasso di crescita della moneta.  
Fonte: IMF, *Financial Statistics*, linea 64.

Infatti, se esistessero solo i fattori di rischio inflazionistico legato alla condotta effettiva delle autorità, l'effetto delle caratteristiche istituzionali sulle variabili monetarie dovrebbe essere almeno uguale a quello sull'inflazione. Ma così non è; si deve allora avanzare l'ipotesi che siano più forti i fattori inflazionistici meno controllabili.<sup>62</sup>

L'ipotesi che la relazione tra grandezze monetarie e regimi monetari non sia casuale è rafforzata dall'analisi dell'andamento sia delle grandezze reali sia di quelle fiscali.

La tabella 4 mette in luce come non vi sia alcuna correlazione tra i regimi monetari e la crescita reale delle diverse economie, né seguendo l'ordinamento proposto né secondo schemi alternativi. Ciò conferma che vanno ridimensionati i timori di quanti vedono una banca centrale esclusivamente concentrata sulla stabilità monetaria come pericolo per la crescita economica.

TABELLA 4

REGIMI ISTITUZIONALI DELLE BANCHE CENTRALI  
OCSE E CRESCITA REALE

Paesi	Regime delle banche centrali	Tasso di crescita reale		
		1960-1990	1971-1990	1981-1990
Germania Stati Uniti Svizzera	Indipendenza Non monopolio Vigilanza	3.06	2.33	2.32
Olanda	Indipendenza Monopolio Vigilanza	3.55	2.26	1.57
Australia Belgio Canada Danimarca Francia Finlandia Giappone Norvegia Spagna Svezia	Dipendenza Non monopolio Vigilanza	3.95	2.98	2.73
Austria Grecia Irlanda Italia Nuova Zelanda Portogallo Regno Unito	Dipendenza Monopolio Vigilanza	3.77	3.02	2.13

crescita reale = tasso di crescita del PIL a prezzi costanti.  
Fonte: IMF, *Financial Statistics*, linea 99bp x.

<sup>62</sup> La capacità di controllo sulle variabili monetarie, anche in presenza di shock da instabilità finanziaria, è ad esempio confermata in Robinson 1992.

Infine, sulla base dei dati disponibili (Tabella 5), neanche il comportamento del deficit pubblico sembra influenzato dalla fisionomia istituzionale delle banche centrali, né in positivo né in negativo.

TABELLA 5

REGIMI ISTITUZIONALI DELLE BANCHE CENTRALI  
OCSE E DEFICIT PUBBLICO

Paesi	Regime delle banche centrali	Deficit pubblico/prodotto pubblico	
		1972-1987	1981-1987
Germania Stati Uniti Svizzera <sup>1</sup>	Indipendenza Non monopolio Vigilanza	1.63	2.07
Olanda	Indipendenza Monopolio Vigilanza	4	5.47
Australia Belgio Canada <sup>1</sup> Danimarca Francia Finlandia Giappone <sup>2</sup> Norvegia Spagna Svezia	Dipendenza Non monopolio Vigilanza	3.11	4.23
Austria Grecia Irlanda Italia <sup>1</sup> Nuova Zelanda Portogallo <sup>2</sup> Regno Unito	Dipendenza Monopolio Vigilanza	7.75	8.98

<sup>1</sup> arco temporale non completo

deficit/prodotto interno = > Deficit (surplus) statale/PIL.

<sup>2</sup> dati non disponibili.

Fonte: IMF, *Financial Statistics*, 80/linea 99b.

#### 4. Conclusioni

Il presente lavoro ha analizzato il rapporto tra indipendenza della banca centrale, poteri di vigilanza e regolamentazione ed efficacia anti-inflazionistica della politica monetaria, partendo da uno studio teorico basato sulla distinzione tra endogenità ed esogenità

delle relazioni tra le due politiche rispetto all'assetto - accentrato presso la banca centrale o decentralizzato - dei relativi poteri.

L'analisi teorica è arrivata alle seguenti conclusioni: l'attribuzione piena e completa di responsabilità di vigilanza bancaria può ridurre gli effetti di un dato grado d'indipendenza della banca centrale e aumentare i rischi di un risultato inflazionistico della politica monetaria. Tali rischi sono tanto più alti quanto più i poteri di vigilanza sono di tipo strutturale, invece che prudenziale. Se viceversa la banca centrale indipendente mantiene il ruolo di prestatore di ultima istanza ma non detiene il monopolio della vigilanza bancaria, aumentano le garanzie d'efficacia della sua azione di controllo della stabilità monetaria, in quanto sono meno probabili quattro possibili fenomeni forieri d'inflazione, endogeni alla fisionomia dell'assetto istituzionale: incoerenza delle politiche, misallocazione degli strumenti, opacità nella condotta, costi in credibilità. In parallelo, all'accentramento completo delle politiche monetaria e di vigilanza sono attribuibili effetti positivi, sempre in termini d'efficacia antinflazionistica, attraverso guadagni d'informazione.

Tali risultati vengono poi sottoposti a una prima verifica nella parte istituzionale comparata, da cui emergono due aspetti. In primo luogo non esiste un modello istituzionale chiaramente prevalente sull'altro. Il regime monetario più comune tra l'insieme dei paesi OCSE è quello di banca centrale dipendente senza il monopolio delle responsabilità di vigilanza. Le cose cambiano se si considerano le banche centrali dei paesi membri della Comunità Economica Europea, che vedono invece prevalere il regime con banca centrale dipendente e monopolio dei poteri di vigilanza.

In secondo luogo gli andamenti inflazionistici e di crescita monetaria sembrano migliori quando la banca centrale non detiene i pieni poteri di vigilanza, a parità di grado d'indipendenza. La relazione tra regimi monetari e grandezze nominali appare soprattutto nei periodi d'inflazione forte e generalizzata, sottolineando come la differente efficacia degli assetti istituzionali nel contenere le pressioni inflazionistiche divenga più evidente quando tali pressioni, sia monetarie sia reali, sono più forti. Inoltre si può avanzare l'ipotesi che l'effetto delle istituzioni monetarie sull'inflazione passi soprattutto attraverso i meccanismi legati alle aspettative (costi di credibilità e opacità nella condotta). Infine viene confermata l'inesistenza di correlazioni tra regimi monetari e andamento delle variabili reali e fiscali.

Lo studio fin qui svolto si colloca come premessa per almeno quattro approfondimenti.

In primo luogo può essere interessante sviluppare in maniera formale l'idea che la banca centrale sia un agente principalmente preposto alla gestione della politica monetaria, a cui possono essere attribuite altre funzioni; ovvero considerare l'ipotesi alternativa della banca centrale come autorità principalmente preoccupata della tutela della stabilità finanziaria, e attribuirle responsabilità monetarie.

In secondo luogo lo stesso approccio metodologico può essere applicato al coinvolgimento della banca centrale nella gestione del sistema dei pagamenti e agli effetti in termini d'efficacia della politica monetaria. Finora la letteratura sull'indipendenza, avendo considerato la politica monetaria non solo come funzione prioritaria ma anche esclusiva, non ha attribuito un ruolo esplicito alla gestione del sistema dei pagamenti. Rispetto alle responsabilità legate al funzionamento del sistema dei pagamenti, la banca centrale può avere un coinvolgimento più o meno forte,<sup>63</sup> con conseguenze sull'efficienza complessiva del sistema. L'analisi del ruolo della banca centrale nel sistema dei pagamenti può allora seguire due diverse strade: applicare l'approccio qui proposto, vale a dire valutare gli effetti dell'attribuzione all'istituzione responsabile di politica monetaria di una funzione, più o meno completa, nella gestione del sistema dei pagamenti; ovvero definire, in termini d'efficacia per il sistema dei pagamenti, il ruolo ottimo della banca centrale, e analizzarne gli effetti in termini di attribuzione delle funzioni di vigilanza e di gestione della politica monetaria.<sup>64</sup>

In terzo luogo è opportuno approfondire l'analisi dei regimi istituzionali, in modo da definire un insieme d'indicatori specifici che possano concorrere a individuare con maggiore precisione una variabile relativa al grado di coinvolgimento delle banche centrali nelle responsabilità di vigilanza, utilizzabile poi nelle analisi comparate.

Infine occorre verificare, attraverso studi relativi a singoli paesi o situazioni congiunturali, la presenza o meno di situazioni di conflitto, o di sinergia, tra politica monetaria e di vigilanza, endogene alla distribuzione dei poteri relativi.

<sup>63</sup> Cfr. Angelini e Passacantando 1993.

<sup>64</sup> È questo l'approccio di Angelini e Passacantando 1993, Goodhart e Shoenmaker 1993, Marotta e Pittaluga 1993.

## BIBLIOGRAFIA

- ALESINA A. (1987), "Macroeconomic policy in a two-party system as a repeated game", *Quarterly Journal of Economics*, August, pp. 651-678.
- ALESINA A. (1988), "Macroeconomics and politics", *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press, pp. 13-52.
- ALESINA A., SUMMERS L. (1990), "Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence", mimeo.
- ALESINA A., TABELLINI G. (1987a), "A political theory of fiscal deficits and government debt in a democracy", *NBER Working Paper*, 2308, July, Cambridge, Massachusetts.
- ALESINA A., TABELLINI G. (1987b), "Rules and discretion with noncoordinated monetary and fiscal policies", *Economic Inquiry*, October, pp. 619-630.
- ANGELINI P., PASSACANTANDO F. (1993), "Prudential regulation, supervision and monetary policy", mimeo.
- BADE R., PARKIN M. (1985), "Central bank laws and monetary policy", Department of Economics, University of Western Ontario, October, mimeo.
- BALTENSPERGER E. (1993), "Monetary policy and the lender resort function", mimeo.
- BANANIAN K., LANEY L.O., WILLET T.D. (1983), "Central bank independence: an international comparison", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, March, pp. 1-22.
- BARRO R. (1983), "Inflationary finance under discretion and rules", *Canadian Journal of Economics*, January, pp. 1-16.
- BARRO R., GORDON D. (1983a), "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, July, pp. 101-122.
- BARRO R., GORDON D. (1983b), "A positive theory of monetary policy in a natural rate model", *Journal of Political Economy*, August, pp. 589-610.
- BENSTON G.J. (1986), "Centralization or decentralization of regulation, supervision and examination", in Benston G.J., et al., *Perspectives on Safe and Sound Banking. Past, Present and Future*, MIT Press, pp. 273-302.
- BRUNI F. (1992), "Sui rapporti tra politica monetaria, regolamentazione finanziaria e vigilanza", *Giornale degli Economisti ed Annali di Economia*, gennaio-aprile, pp. 27-75.
- BRUNI F., MASCIANDARO D. (1991), "Evaluating central bank independence. Theoretical issues and European perspectives", *Rivista Internazionale di Scienze Sociali*, gennaio-marzo, pp. 93-117.
- BRUNI F., MONTI M. (1992), "Autonomia della banca centrale, inflazione e disavanzo pubblico: osservazioni sulla teoria e sul caso italiano", in M. Arcelli (a cura di), *Il ruolo della banca centrale nella politica economica*, Il Mulino, Bologna, pp. 31-59.

- BRUNI F., PORTA A. (1980), *Il sistema creditizio: efficienza e controlli*, Il Mulino, Bologna.
- BURDEKIN R.C., WOHR M.E. (1990), "Monetary institutions, budget deficits and inflation", *European Journal of Political Economy*, October-December, pp. 531-551.
- CANZONERI M. (1985), "Monetary policy games and the role of private information", *American Economic Review*, December, pp. 1056-1070.
- CANZONERI M., GRILLI V., MASSON P.R. (1992), *Establishing a Central Bank: Issue in Europe and Lessons from the US*, Cambridge University Press, Cambridge.
- CARGILL T.F. (1989), "Central bank independence and regulatory responsibilities: the Bank of Japan and the Federal Reserve", *Monograph Series in Finance and Economics*, Stern School of Business, New York University, New York.
- CEPR (1991), "The making of monetary union", *Monitoring European Integration, Annual Report*.
- CIOCCA P. (1982), *Interesse e profitto*, Bologna, Il Mulino.
- CIOCCA P. (1990), "Occorre riaprire il dibattito sul credito di ultima istanza", *Bancaria*, aprile, pp. 73-78.
- CIOCCA P. (1992), "Il principio di autonomia nel central banking", *Quaderni di Economia e Finanza*, Banco di Sardegna, pp. 5-23.
- COZZI T. (1992), "Quale autonomia per la banca centrale?", in M. Arcelli (a cura di), *Il ruolo della banca centrale nella politica economica*, Il Mulino, Bologna, pp. 83-89.
- CUKIERMAN A. (1992), *Central Bank Strategy, Credibility and Independence*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press.
- CUKIERMAN A., EDWARDS S., TABELLINI G. (1990), "Seigniorage and political instability", *CEPR Discussion Papers*, no. 381.
- DE CECCO M. (1992a), "Note su alcuni problemi relativi al sistema europeo delle banche centrali", in M. Arcelli (a cura di), *Il ruolo della banca centrale nella politica economica*, Il Mulino, Bologna, pp. 21-29.
- DE CECCO M. (1992b), *Monete in concorrenza*, Il Mulino, Bologna.
- DE FELICE G., MASCIANDARO D., PORTA A. (1988), "L'evoluzione del sistema bancario nella struttura finanziaria e problemi di regolamentazione: un'analisi comparata", in AA.VV., *Banca e Mercato*, Il Mulino, Bologna, pp. 67-123.
- DE HAAN J., STURM J.E. (1992), "Argomentazioni a favore dell'autonomia delle banche centrali", in questa *Rivista*, pp. 315-338.
- EIJFFINGER S., SCHALING E. (1992), "Central bank independence: searching for the philosophers' stone", *SUERF Colloquium*, 8-9 October, Berlin, mimeo.
- FAIR D. (1980), "Relationships between central banks and government in the determination of monetary policy", *SUERF Series*, Tilburg, no. 31.
- FOLKERTS-LANDAU D., GARBER P. (1992), "The ECB: a bank or a monetary policy rule?", in Canzoneri, Grilli e Masson, 1992, pp. 86-110.
- FRATIANNI M., VON HAGEN J., WALLER C. (1992), "The Maastricht Way to EMU", *Essays in International Finance*, Princeton University, New Jersey, pp. 1-50.

- FRATIANNI M., VON HAGEN J., WALLER C. (1993), "Central banking as a political principal agent problem", *CEPR Discussion Papers*, no. 752.
- GIOVANNINI A. (1992), "Central banking in a monetary union: reflections on the proposed statute of the European central bank", *CEPR Occasional Papers*, no. 9.
- GOODFRIEND M., KING R.G. (1988), "Financial deregulation, monetary policy and central banking", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, May-June, pp. 3-22.
- GOODHART C., SHOENMAKER D. (1993), "Institutional separation between supervisory and monetary agencies", mimeo.
- GRILLI V., MASCIANDARO D., TABELLINI (1991), "Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries", *Economic Policy*, October, pp. 341-392.
- GUERRA P.E., MASCIANDARO D. (1991), "High inflation and monetary institution: the Latin American case", *Quaderni del Dipartimento di Scienze Economiche*, Università Cattolica, Milano, dicembre, pp. 1-40.
- KHATKHATE D. (1991), "The central bank's role in financial sector development", in Downes P. e R. Vaez-Zadeh (eds.), *The Evolving Role of Central Banks*, Central Bank Department, IMF, Washington, pp. 16-29.
- KYDLAND F.E., PRESCOTT E.C. (1977), "Rules rather discretion: the inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, June, pp. 473-491.
- HELLER R.H. (1991), "Prudential supervision and monetary policy", in Downes P. e R. Vaez-Zadeh (eds.), *The Evolving Role of Central Banks*, Central Bank Department, IMF, Washington, pp. 57-68.
- LEONE A. (1991), "Effectiveness and implications of limits on central bank credit to government", in Downes P. e R. Vaez-Zadeh (eds.), *The Evolving Role of Central Banks*, Central Bank Department, IMF, Washington, pp. 363-413.
- LOHMANN S. (1992), "Optimal commitment in monetary policy: credibility versus flexibility", *American Economic Review*, March, pp. 273-286.
- MAROTTA G., PITTALUGA G.B. (1993), "La responsabilità funzionale della regolamentazione prudenziale", in *La regolamentazione degli intermediari bancari*, Il Mulino, Bologna, pp. 265-279.
- MASCIANDARO D. (1988), "Teoria dell'assetto istituzionale della banca centrale: riflessi sul controllo monetario e sulla politica fiscale", *Giornale degli Economisti ed Annali di Economia*, gennaio-febbraio, pp. 65-97.
- MASCIANDARO D. (1990), "Modelli macroeconomici, "political hazard", indipendenza della banca centrale e regimi monetari", *Giornale degli Economisti ed Annali di Economia*, maggio-giugno, pp. 175-200.
- MASCIANDARO D. (1991), "Teoria della politica monetaria e costituzionalismo", *Giornale degli Economisti ed Annali di Economia*, luglio-agosto, pp. 347-372.
- MASCIANDARO D. (1993a), "Designing central bank: monetary agent versus banking agent", mimeo.

- MASCIANDARO D. (1993b), "La proprietà pubblica della banca: elementi di analisi teorica", *Banca Impresa Società* (in corso di pubblicazione).
- MASCIANDARO D., RISTUCCIA S. (1988), *L'autonomia delle banche centrali*, Edizioni Comunità, Milano.
- MASCIANDARO D., SPINELLI F. (1992), "Per una riflessione sulla politica monetaria e sul cambio", *CEEP Economia*, n. 5, pp. 1-3.
- MASCIANDARO D., SPINELLI F. (1993), "Dal pessimismo della storia al neocostituzionalismo monetario", in F. Spinelli (a cura di), *Il costituzionalismo economico*, Fondazione Lucchini, Brescia, pp. 29-79.
- MASCIANDARO D., TABELLINI G. (1988), "Monetary institutions and fiscal deficits: a comparative analysis", in H. Cheng (ed.), *Challenges to Monetary Policy in Pacific Basin Countries*, Kluwer Academic Publisher, Boston, pp. 125-152.
- MERRICK J.J., SAUNDERS A. (1985), "Bank regulation and monetary policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, November, pp. 691-717.
- MITTRA S. (1978), *Central Bank versus Treasury: An International Study*, University Press of America, Washington.
- MULLER H.J. (1983), "The central bank and banking supervision", *The Netherland Bank Quarterly Bulletin*, September, pp. 15-22.
- NARDOZZI G. (1992), "Sul mito dell'autonomia della banca centrale", in M. Arcelli (a cura di), *Il ruolo della banca centrale nella politica economica*, Il Mulino, Bologna, pp. 91-95.
- NORDHAUS W. (1975), "The political business cycle", *Review of Economic Studies*, April, pp. 169-190.
- ONADO M. (1992), "Regolamentazione e vigilanza: teoria e principi", in *Economia dei sistemi finanziari*, Il Mulino, Bologna, pp. 275-301.
- PADOA-SCHIOPPA T. (1992), *L'Europa verso l'unione monetaria*, Einaudi, Torino.
- PARKIN M. (1978), "In search of a monetary constitution for the European Communities", in M. Fratianni, T. Peeters (eds.), *One Money for Europe*, Praeger Publisher, New York, pp. 167-195.
- PARKIN M. (1987), "Domestic monetary institutions and deficits", in E. Buchanan et al. (ed.), *Deficits*, Basil Blackwell, Oxford, pp. 310-331.
- PECCHIOLO G. (1987), "Prudential supervision in banking", *OECD Studies*, Paris.
- PERSSON T., TABELLINI G. (1990), *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*, Harwood Economic Publisher, London.
- PERSSON T., TABELLINI G. (1992), "Designing institutions for monetary stability", mimeo.
- PETERSON M.O. (1977), "Conflict between monetary policy and banking supervision", *Issues in Bank Regulation*, January, pp. 26-31.
- QUINN B. (1993), "The Bank of England' role in prudential supervision", *Quarterly Bulletin*, Bank of England, March, pp. 260-264.

- RIPA DI MEANA A., SARCINELLI M. (1990), "Il credito di ultima istanza e l'evoluzione della attività bancaria", *Giornale degli Economisti ed Annali di Economia*, luglio-agosto, pp. 351-362.
- ROBINSON K.J. (1992), "Banking difficulties and discount window operations: is monetary policy affected?", *Financial Industry Studies*, Federal Reserve Bank of Dallas, August, pp. 15-23.
- ROGOFF K. (1985), "The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target", *Quarterly Journal of Economics*, November, pp. 1169-1190.
- ROGOFF K., SIBERT A. (1988), "Elections and macroeconomic policy cycles", *Review of Economic Studies*, January, pp. 1-16.
- SARGENT T. (1986), "Reaganomics and Credibility", in *Expectations and Inflation*, Harper & Row, New York, pp. 235-252.
- SARGENT T., WALLACE N. (1981), "Some unpleasant monetarist arithmetic", *Quarterly Review*, Federal Reserve of Minneapolis, January, pp. 1-19.
- SKANLAND H. (1984), *The Central Banks and Political Authorities in Some Industrial Countries*, Oslo, Norges Bank.
- SWINBURNE M., CASTELLO BRANCO M. (1991), "Central bank independence and central bank functions", in Downes P. e R. Vaez-Zadeh (eds.), *The Evolving Role of Central Banks*, Central Bank Department, IMF, Washington, pp. 414-444.
- TABELLINI G. (1986), "Money, debt and deficits in a dynamic game", *Journal of Economics, Dynamics and Control*, December, pp. 427-442.
- TABELLINI G. (1987), "Central bank reputation and the monetization of deficits: the 1981 Italian monetary reform", *Economic Inquiry*, April, pp. 185-200.
- TABELLINI G. (1988a), "Centralized wage setting and monetary policy in a reputational equilibrium", *Journal of Money, Credit and Banking*, February, pp. 102-118.
- TABELLINI G. (1988b), "Monetary and fiscal policy coordination with a high public debt", in F. Giavazzi, L. Spaventa (eds.), *High Public Debt: The Italian Experience*, Cambridge University Press, pp. 90-106.
- THYGESEN N. (1991), "Monetary management in a monetary union", *Economic Review*, January, pp. 474-483.
- TIETMEYER H. (1991), "The role of an independent central bank in Europe", in Downes P. e R. Vaez-Zadeh (eds.), *The Evolving Role of Central Banks*, Central Bank Department, IMF, Washington, pp. 176-192.
- TOMA M. (1982), "Inflationary bias of the Federal Reserve System: a bureaucratic perspective", *Journal of Monetary Economics*, September, pp. 163-190.
- VACIAGO G. (1992), "Banca centrale tra Governo e mercato", in M. Arcelli (a cura di), *Il ruolo della banca centrale nella politica economica*, Il Mulino, Bologna, pp. 61-70.
- VAN DER PLOEG F. (1991), "Unanticipated inflation and government finance: a case for an independent common central bank", *CEPR Discussion Papers*, no. 562, London.

- VIVES X. (1993), "The supervisory function of ESCB", mimeo.
- WALLER C.J. (1989), "Monetary policy games and central bank politics", *Journal of Money, Credit and Banking*, November, pp. 422-431.
- WALLER C.J. (1991), "Bashing and coercion in monetary policy", *Economic Inquiry*, January, pp. 1-13.
- WALSH C.E. (1992), "Optimal contracts for central bankers", mimeo.
- WALSH C.E. (1993), "Optimal contracts for independent central bankers: private information, performances, measures and reappointment", mimeo.
- WOOD G.E., MILLS T.C., CAPIE F.H. (1993), "Central bank independence: what is it and what will it do for us?", *Corrent Controversies*, IEA, no. 4, pp. 1-32.