

# La politica monetaria italiana negli anni '80 e '90: la revisione del *modus operandi* \*

MARIO SARCINELLI

## 1. Introduzione

Il 16 settembre 1992 vide l'Italia – vinta dalle pressioni speculative, dall'assenza di un efficace coordinamento tra i partner comunitari, dai ritardi della politica economica – sospendere la partecipazione della lira agli Accordi europei di cambio.

A tre anni da questa non fausta ricorrenza, è opportuno tentare una riflessione sui mutamenti strutturali avutisi dopo quel cruciale passaggio della recente storia economica del nostro Paese. L'ambito di una simile riflessione appare, tuttavia, estremamente vasto, procedendo dal terreno finanziario a quello economico, dall'attività bancaria alla politica monetaria.

Nelle notazioni che si intende qui proporre si limiterà il campo dell'esame al solo tema della politica monetaria. Seguendo un approccio da tempo consolidato (Tinbergen 1952), si articolerà l'analisi per obiettivi e strumenti. I primi rappresentano le mete – finali e perciò socialmente desiderabili o intermedie purché tecnicamente conseguibili – al cui raggiungimento la banca centrale coopera attraverso l'uso di variabili o procedure operative poste sotto il suo diretto controllo. La presentazione degli obiettivi è qui fatta in modo stilizzato, con scarso approfondimento dei relativi meriti; quella degli

---

□ Banca Nazionale del Lavoro, Roma.

\* L'A. ringrazia i dottori Giovanni Ajassa per aver predisposto i materiali di base, Franco Passacantando e Andrea Ripa di Meana per utili suggerimenti. Naturalmente, resta l'unico responsabile delle opinioni, delle interpretazioni e dei residui errori.

strumenti è priva di una disamina dei meccanismi di trasmissione. Ciononostante, la rivisitazione non sarà breve, soprattutto perché il *modus operandi* della politica monetaria negli anni '80 e '90 si è trasformato radicalmente.

Il rapporto tra strumenti e obiettivi rappresenta il cuore della politica monetaria, come di ogni altra politica. Su mercati complessi e globalizzati il percorso tra le leve operative e gli obiettivi viene reso più ampio e incerto da molteplici fattori: shock inattesi, imperfezioni informative e ritardi di trasmissione, incoerenze temporali e interdipendenze strategiche.

*Ceteris paribus*, la rimozione dell'ancora intermedia costituita dalla partecipazione della lira allo SME ha reso la navigazione tra strumenti e obiettivi meno facile e, inevitabilmente, meno trasparente. Il confronto con la fluttuazione controllata tende, tuttavia, a spostare l'enfasi, nell'analisi della politica monetaria, dal legame strumenti-obiettivi al nodo centrale del compito della banca centrale, al suo assetto strutturale, alla sua cornice istituzionale.

In questo senso, la sospensione della partecipazione della lira ai meccanismi dello SME ha reso più evidenti le manchevolezze o le anomalie della situazione italiana. A differenza della Costituzione germanica che affida alla banca centrale il compito di «rendere sicura la moneta», la nostra Costituzione repubblicana, che pure ha tanti pregi, recita all'art. 47 che «La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito».<sup>1</sup> Non solo non è indicato qual è l'organo deputato a tali bisogne, ma non è nemmeno *ictu oculi* chiaro se la tutela del risparmio è da intendersi limitata all'espressione nominale o al valore reale.

È solo col Trattato di Maastricht sull'Unione Economica e Monetaria che vengono affrontati anche dal Parlamento italiano, che con gli altri Parlamenti nazionali e con quello Europeo è stato chiamato ad approvarlo, i fondamentali problemi di quale obiettivo debba perseguirsi nel governo della moneta e di chi ne abbia la responsabilità (Titolo VI, capi 2 e 3, artt. 105 e segg.). Perciò, la ratifica del Trattato di Maastricht e la preparazione per entrare un giorno nell'Unione Monetaria hanno rilanciato il processo mirante ad affer-

<sup>1</sup> In effetti, si tratta dello stesso contenuto dell'art. 1 della c.d. legge bancaria del 1936 che recitava: «La raccolta del risparmio tra il pubblico sotto ogni forma e l'esercizio del credito sono funzioni di interesse pubblico ...».

mare anche nel nostro Paese il ruolo della banca centrale come autorità indipendente, responsabile verso la pubblica opinione (*accountable*), impegnata nella ricerca della stabilità (Padoa-Schioppa 1995). Una stabilità da ricercarsi, in primo luogo, nella riduzione dell'incertezza circa il valore presente e futuro della moneta, del suo prezzo in termini di altre valute (cambio), di beni (inflazione), di se stessa (tasso d'interesse). Così interpretando o, meglio, costruendo la nostra costituzione monetaria, acquista un significato ben più preciso e pregnante la tutela del risparmio voluta dalla carta fondamentale della Repubblica italiana. Non si può far a meno di rilevare, tuttavia, che quella citata è un'interpretazione autorevole, ma basata su un modo di sentire e affrontare le responsabilità della banca centrale, perciò su una prassi, non su una norma ...

## 2. Gli obiettivi

### 2.1. Il cambio

Tra il 1979 e il 1992 l'Italia ha aderito agli Accordi europei di cambio. In quei tredici anni l'ancoraggio della lira – ancorché modulato da una successione di sette riallineamenti della parità contro ECU di cui cinque prima del 1987 – ha svolto la funzione di obiettivo intermedio nei confronti dell'obiettivo finale del rientro dall'inflazione. Movendo dalle punte di oltre il 20 per cento toccate all'inizio degli anni '80, il saggio annuo di incremento dei prezzi al consumo si è progressivamente ridimensionato per raggiungere il 6 per cento già nel 1986 e stabilizzarsi nell'intorno del 5 nel 1992.

Anche se esistono voci dissenzienti (Fratanni e von Hagen 1990), si registra un vasto consenso (CER 1995, Visco 1995, Padoa-Schioppa 1995) circa il ruolo importante svolto dalla semi-fissità del cambio quale veicolo intermedio per disciplinare le attese del mercato e per avviare un lento processo di accumulazione di reputazione anti-inflazionistica a vantaggio dei responsabili della politica economica. Un riscontro di questa fase di stabilizzazione è offerto dal dimezzamento del differenziale tra i tassi sui titoli governativi a lungo termine italiani e tedeschi, sceso dal 10 per cento dei primi anni '80 al 5-6 nel periodo 1987-91.

L'ancoraggio del cambio divenne ancor più credibile per l'assenza di riallineamenti durante un quinquennio, per il restringimento della banda di oscillazione della lira al 2,25 per cento e per la piena liberalizzazione del movimento dei capitali. Se si aggiunge che la politica monetaria sostenne la stabilità della relazione di cambio nominale, si comprende come l'approvazione del Trattato di Maastricht abbia potuto generare l'illusione che quest'ultima avrebbe condotto in breve all'Unione monetaria.

La maggiore inflazione italiana richiedeva il mantenimento di più alti tassi di interesse che finivano col richiamare ingenti capitali a breve, pronti a lucrare un differenziale di rendimento non compensato da un rischio di perdita in conto cambio. Ciò si traduceva in un'accumulazione di riserve valutarie e talvolta in una pressione al ribasso sui tassi a breve, non coerente con la lotta all'inflazione. Perciò, dato il vincolo di cambio, la politica monetaria non poteva divenire ancor più restrittiva nel tentativo di debellare l'inflazione senza aggravare, almeno per qualche tempo, l'afflusso di capitali;<sup>2</sup> se si fosse rivalutato il cambio, si sarebbe peggiorata ancor più la bilancia delle partite correnti e si sarebbero svantaggiate le esportazioni italiane che già soffrivano per l'apprezzamento del cambio reale.<sup>3</sup>

Ne segue la conclusione classica: per essere efficace la politica monetaria in una situazione di alta e cronica inflazione deve imporre costi socialmente molto elevati, che è difficile far pagare specialmente quando il mandato ad assicurare la stabilità della moneta è incerto o assente; oppure deve essere coadiuvata da una politica di bilancio e da una politica dei redditi coerente. Queste ultime tardarono a materializzarsi e si ebbe il Mercoledì Nero del settembre 1992. Anche se il cambio non si rivelò essere il punto fermo in grado di permettere da solo un completo e irreversibile cambio di regime monetario (*v. infra*), l'ancoraggio a esso modificò in qualche misura il comportamento degli agenti economici e diede alla banca centrale la possibilità di assicurare in una particolare accezione la stabilità monetaria. Poiché il cambio è uno dei prezzi della moneta, esso può essere considerato

<sup>2</sup> Riguardo al conflitto generatosi nella fase del "nuovo" SME (1987-92) tra obiettivo di tasso di cambio e controllo dei tassi di interesse interni si rinvia a Giavazzi e Spaventa (1990).

<sup>3</sup> Tra il 1987 e il 1991 il cambio effettivo reale della lira, calcolato sulla base del confronto tra i costi unitari del lavoro, segnò una perdita di competitività pari all'11,8 per cento. Di misura pressoché doppia (23,4 per cento) e di segno opposto è risultata la variazione del cambio reale conseguita nel successivo triennio 1992-94.

una sorta di obiettivo quasi-finale, oltre che un obiettivo intermedio rispetto all'inflazione, a combattere la quale è chiamata la banca centrale che emette la valuta di riferimento se si versa nell'ipotesi di un'unione monetaria (Sarcinelli 1985).

Paradossalmente, il venir meno del vincolo valutario servì a completare la svolta anti-inflazionistica: alla deindicizzazione dei salari portata a compimento nel luglio del 1992 si aggiunse, sempre ad opera del Governo Amato, l'agognato avanzo primario nei conti pubblici. La realizzazione di una "staffetta virtuosa" tra l'impegno a difendere l'obiettivo di cambio e l'avvio di una sana e solida politica dei redditi ha contribuito non poco a mitigare, nel periodo successivo al 1992, gli effetti perniciosi dell'abbandono dell'ancora dello SME. Ugualmente determinante nel trattenere i rimbalzi inflazionistici dello sganciamento della lira può dirsi il concorso della fase di recessione sperimentata in Italia, come pure nell'Europa continentale, nel biennio 1992-93.

Nel nostro Paese il periodo successivo all'uscita dagli Accordi europei di cambio ci ha consegnato i risultati di inflazione più bassi degli ultimi 25 anni: 4,5 per cento nel 1993, 3,9 nel 1994. Questi risultati appaiono assai positivi se si considera che, nello stesso biennio, la lira ha accusato un deprezzamento dell'ordine del 25 per cento nei confronti del marco come pure della media ponderata tra le valute dei principali paesi con i quali si hanno importanti relazioni commerciali.

Molto incauto, sulla base di questi elementari riscontri, sarebbe inferire spunti circa la possibile diluizione dei rischi inflazionistici di una protratta svalutazione. Al contrario, l'apparente paradosso del biennio 1993-94 - inflazione che scende, lira in continua caduta - induce a riflettere sui margini di ulteriore decelerazione dei prezzi al consumo che la sopravvivenza dell'impegno a difendere l'obiettivo di cambio avrebbe potuto dischiudere a parità di altre condizioni. In un esercizio "controfattuale" alcuni studiosi (Locarno e Rossi 1995) sono giunti ad affermare che, se il cambio della lira fosse rimasto costante dal terzo trimestre 1992 alla fine del 1993, in quell'anno l'inflazione in Italia si sarebbe praticamente annullata.

L'instabilità della valuta, pertanto, rappresenta un costo per il benessere del Paese. Allo stesso modo, l'assenza di un ancoraggio formale del cambio non è irrilevante per un'economia caratterizzata da un'elevata apertura sull'estero. Il punto di rilievo per la politica monetaria è, tuttavia, un altro. Come la crisi del 1992 aiuta a

comprendere, un ruolo isolato del cambio come obiettivo non è sostenibile. La lira fu costretta a uscire dallo SME nel momento in cui divenne impossibile protrarre una situazione in cui la rigidità del vincolo valutario suppliva all'orientamento non stabilizzante o insufficientemente tale di importanti determinanti del processo inflazionistico.

I progressi consolidati - ma non certo irreversibili ... - sul fronte della politica dei redditi potrebbero ora permettere di guardare con minor scetticismo a una futura rivitalizzazione del cambio quale obiettivo della politica monetaria in Italia, a patto che non venga meno l'azione di risanamento nelle dinamiche dei conti pubblici, il cui miglioramento è oggi palese. Ripristinare in maniera credibile una forma di ancoraggio della lira richiederebbe, oltre al rispetto delle descritte condizioni interne, la realizzazione a livello comunitario di un miglior coordinamento tra le politiche monetarie ed economiche. Tuttavia, sarebbe illusorio ancora una volta ritenere, o peggio pretendere, che quest'ultimo possa essere chiamato a compensare le deficienze che si dovessero riscontrare nelle prime.

Solo in questi termini, in un contesto di coordinamento tra più obiettivi intermedi (cambio, tasso di variazione dei redditi, disavanzo pubblico) e di migliore cooperazione sovranazionale, lo scenario di un futuro rientro della lira nello SME potrebbe durevolmente servire a rinsaldare il recupero del cambio come vincolo, ridurre le attese di inflazione e agevolare il rientro dei differenziali dei tassi di interesse (v. figura 1).

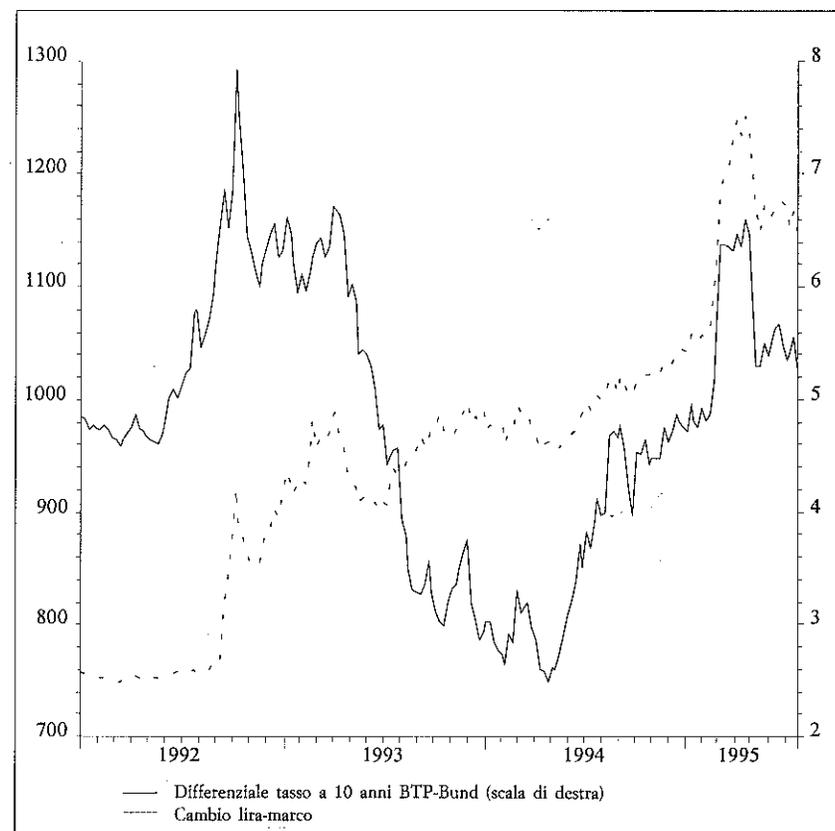
## 2.2. La moneta

Nel passaggio da un regime di cambi semi-rigidi a quello di libera fluttuazione della lira un elemento di continuità nella condotta della banca centrale è stato rappresentato dall'indicazione di valori obiettivo per la crescita della massa monetaria, l'aggregato M2. A un primo esame questo comune denominatore tra la situazione antecedente e quella successiva all'uscita dallo SME potrebbe suscitare perplessità soprattutto in relazione alla difficile convivenza tra obiettivo monetario e ancora valutaria nel periodo di partecipazione agli Accordi europei di cambio.

In un sistema a cambi semi-fissi la crescita della moneta diviene largamente endogena e, quindi, difficilmente controllabile tenendo

FIGURA 1

CAMBIO LIRA-MARCO E DIFFERENZIALE DI TASSO A 10 ANNI BTP-BUND



Fonte: DATASTREAM.

conto dei costi, in termini di eccessiva variabilità dei tassi di interesse, di una puntuale e continua opera di sterilizzazione delle variazioni della base monetaria estera. Su questa linea, è stato lucidamente osservato (Spaventa 1995) come tra il 1988 e il 1991 la politica monetaria italiana abbia proceduto con un obiettivo intermedio e mezzo: il cambio e, condizionatamente a esso, la moneta. È vero che *ex ante* si possono sempre definire valori della moneta coerenti con dati obiettivi di cambio, ma è dubbio che l'indicazione di un obiettivo che tale non è aiuti a comprendere l'intelaiatura della politica monetaria che la banca centrale intende perseguire. La trasparenza sulla quale si fa tanto affidamento non ne viene accresciuta.

Il riscontro di un simile schema di interpretazione è avvalorato dalla "prestazione" non proprio brillante realizzata dall'obiettivo moneta nel periodo compreso tra il 1988 e il 1991: nel quadriennio (v. tabella 1) la crescita di M2 si collocò una sola volta all'interno della fascia obiettivo, anche se in vari anni se ne discostò di poco. Forse, gli obiettivi non furono sufficientemente ambiziosi; forse, l'ampiezza dell'intervallo rimase inalterata per lunghi periodi, senza tener conto dei risultati conseguiti di anno in anno ...

TABELLA 1

MONETA: OBIETTIVI E REALIZZAZIONI  
(variazioni annue dell'aggregato M2)

Anno	Obiettivo	Realizzazione
1984	11	12,3
1985	10	11,1
1986	7-11	9,6
1987	6-9	8,6
1988	6-9	8,9
1989	6-9	9,5
1990	6-9	9,9
1991	5-8	9,0
1992	5-7	6,0
1993	5-7	7,9
1994	5-7	3,1
1995	5	-

Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia.

*Ceteris paribus*, l'uscita della lira dallo SME ha accresciuto i margini di controllabilità dell'obiettivo monetario. A fronte di un'uguale pressione dell'offerta sulla domanda di divisa nazionale, oltre alla variabile di quantità (i flussi di riserve), entra ora in gioco nella determinazione del nuovo equilibrio quella di prezzo (il cambio della lira), cosicché si riduce o, al limite, si annulla il canale estero nella creazione della moneta.

Nondimeno, guardando ai dati del biennio 1993-94 (v. tabella 1) e tenendo presenti i riscontri disponibili per l'anno in corso, non sembra che il regime di cambio fluttuante abbia significativamente

migliorato la "prestazione" offerta dall'obiettivo moneta. Agli scostamenti in eccesso rilevati negli anni 1988-91 e 1993 hanno fatto seguito le deviazioni in difetto del 1994 e presumibilmente del 1995.

La successione di sconfinamenti di segno alterno – non solo in Italia, ma anche in Germania – testimonia la rilevanza che molteplici "disturbi" assumono nel disgiungere il percorso effettivo della crescita monetaria dal sentiero desiderato. Tra questi è sufficiente menzionare: fattori ciclici, quali un ripiegamento recessivo dell'economia più forte e prolungato del previsto; riforme strutturali, quali le revisioni del regime di riserva obbligatoria; innovazioni in grado di provocare modificazioni nelle schede di domanda e offerta di attività finanziarie; mutamenti nei comportamenti degli intermediari.

Nonostante queste alterazioni, l'indicatore monetario continua – nel nostro e in molti altri Paesi – a costituire un riferimento essenziale per la banca centrale e il mercato: ciò in ragione della stabilità di lungo periodo che le analisi econometriche rilevano nella relazione tra moneta e crescita nominale dell'economia (Banca d'Italia 1995) o, più semplicemente, per il favore che incontra presso gli operatori l'affermazione friedmanita che l'inflazione è sempre e dovunque un fenomeno monetario.

Non si può negare, d'altra parte, che nel caso italiano M2 costituisce un buon compromesso tra controllabilità e visibilità della variabile intermedia: più ampia è quest'ultima, maggiore ne diviene la visibilità, che viene pagata, però, da una minore controllabilità. A differenza del cambio che costituisce, come detto, un obiettivo quasi-fine con alta visibilità e buona controllabilità, un aggregato monetario resta sempre un obiettivo intermedio, cosicché diventa rilevante la sua relazione con l'obiettivo finale, la quale – è noto – varia nel tempo. Uno svantaggio non da poco.

### 2.3. L'inflazione

In questo periodo post-svalutazione la rimozione dell'ancora valutaria si è associata così a una "prestazione" ancora problematica dell'obiettivo moneta, almeno nel breve periodo. In un contesto di carenza nella visibilità o nella controllabilità dei tradizionali obiettivi intermedi, all'estero come in Italia si è sviluppata l'idea che la condotta della banca centrale possa direttamente rivolgere i propri

strumenti al perseguimento del traguardo finale del controllo dei prezzi. Oltre che all'insoddisfazione per il comportamento della variabile intermedia prescelta, questa tendenza si basa sul convincimento che l'inflazione è esclusivamente, o almeno prevalentemente,<sup>4</sup> un fenomeno monetario, cosicché diventa più efficiente aggredirla direttamente.

L'inflazione come obiettivo diretto è da considerare la novità di maggior rilievo nel campo della politica monetaria degli ultimi anni, per il cui perseguimento si rende necessario sviluppare una serie di indicatori che permettano la tempestiva manovra degli strumenti. Nato in Nuova Zelanda, in cui si è dato vita a un vero e proprio contratto tra il Governo e il Governatore della banca centrale circa il livello di inflazione da non superare (Fischer 1995, Walsh 1995), si è esteso al Canada ed è approdato in Europa dove ha conquistato paesi come il Regno Unito, la Svezia, la Finlandia e di recente la Spagna. In Italia, nelle "Considerazioni Finali" lette il 31 maggio del 1995, il Governatore Fazio si è così espresso: «Il tasso medio annuo d'inflazione dei prezzi al consumo, al netto dell'effetto dovuto all'aumento delle imposte indirette, potrà allora situarsi entro il 4,5 per cento. Dovrà ridiscendere al di sotto del 4 per cento l'anno prossimo. Qualora la dinamica dei prezzi nel corso dei prossimi mesi tenda a discostarsi dall'andamento ora delineato, non esiteremo a restringere ancora le condizioni di offerta del credito» (Banca d'Italia 1995). L'inflazione non è ancora obiettivo diretto, ma ci si avvicina di molto.

Formulata nei termini che sembrano prevalere in alcuni paesi esteri, l'ipotesi dell'inflazione quale obiettivo diretto potrebbe sembrare alquanto azzardata. Pericoloso, infatti, sarebbe chiedere al banchiere centrale di spiccare il salto più lungo proprio nel momento in cui gli appoggi intermedi sono assenti o rimangono comunque traballanti. Da un lato, ove si convenga che le contrattazioni salariali e il livello del disavanzo pubblico sono potenti fattori inflazionistici almeno attraverso le aspettative, viene a cadere la premessa che l'aumento dei prezzi è sempre e soltanto dovuto a un eccesso di offerta di moneta. Dall'altro, per un'economia fortemente integrata

internazionalmente, l'andamento dei prezzi delle materie prime e quello dei cambi costituiscono fattori esogeni la cui neutralizzazione potrebbe provocare una forte quanto indesiderata recessione; è per questa ragione che in alcuni paesi (ad esempio, in Canada) l'obiettivo è riferito a indicatori che escludono l'effetto dei prezzi delle materie prime.

TABELLA 2

INFLAZIONE: OBIETTIVI E REALIZZAZIONI  
(variazioni medie annue dei prezzi al consumo)

Anno	Obiettivo	Realizzazione
1984	10,0	10,8
1985	7,0	9,2
1986	6,0	5,9
1987	4,0	4,7
1988	4,5	5,0
1989	4,0	6,3
1990	4,5	6,5
1991	5,0	6,3
1992	4,5	5,2
1993	4,5	4,5
1994	3,5	3,9
1995	4,7	-

Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia.

La ricognizione dell'esperienza italiana degli ultimi 15 anni indica come il traguardo della disinflazione (v. tabella 2) sia stato efficacemente perseguito solo attraverso il concorso di più determinanti, non tutte facenti capo alla politica monetaria, ma tutte pertinenti alla politica economica *lato sensu*. Nell'ultimo triennio l'orientamento anti-inflazionistico della politica dei redditi e della politica fiscale si è consolidato, rendendo meno gravoso l'onere collocabile sulle spalle della banca centrale.

In questa ottica di cooperazione e coordinamento, ciò che può ragionevolmente chiedersi alla politica monetaria è uno sforzo di razionalizzazione, di comunicazione maggiormente visibile del concorso apportato all'opera di disinflazione. Non appare viceversa op-

<sup>4</sup> Anche i sostenitori dell'*inflation targeting* ammettono che altri fattori, oltre a quello monetario, possono influenzare l'inflazione. Per questo motivo, in quasi tutti i paesi (ad esempio, in Canada), sono previste alcune condizioni (*escape clauses*) in cui è possibile tollerare deviazioni dell'aggregato di riferimento dall'obiettivo.

portuno attribuire alla banca centrale il compito di fissare il valore – puntuale o in termini di forcilla – del saggio programmato di crescita dei prezzi.

L'inflazione è una tassa, un veicolo di redistribuzione dei redditi e della ricchezza. Al Governo, al Parlamento, alle parti sociali coinvolte nel meccanismo della politica dei redditi compete definire la soglia, il limite da non superare nell'arco temporale considerato. Alla banca centrale, in quanto autorità indipendente ma responsabile verso la pubblica opinione (*accountable*), spetta l'incombenza di cooperare al raggiungimento dell'obiettivo, soprattutto di sottolineare i rischi di una soglia troppo alta e ovviamente di monitorare con costanza il profilo effettivo dell'inflazione, segnalando periodicamente al mercato, alle istituzioni e al Paese l'entità e la natura di eventuali scostamenti rispetto al sentiero programmato.<sup>5</sup>

Attraverso questa ripartizione di ruoli il margine dell'"azzardo inflazione" (*inflation hazard*) connaturato all'eclissi, almeno temporanea, delle ancore intermedie della politica monetaria può essere ridotto senza rischiare di compromettere il lento processo di accumulazione di un patrimonio di credibilità in capo alla banca centrale.

Anche in una costituzione monetaria ideale, quindi, non può essere la banca centrale responsabile della fissazione del tasso di inflazione da non superare, salvo che la legge non indichi un intervallo, un ambito relativamente ristretto, entro il quale la scelta della banca centrale può ancora rimanere di tipo tecnico, senza assurgere a decisione politica. Un ruolo politico della banca centrale, nel senso di organo chiamato a effettuare un compromesso tra più valori di uno stesso obiettivo o, peggio, tra più obiettivi, mal si concilia con lo statuto di indipendenza che da tempo viene reclamato e di recente si è venuto affermando. Infatti, solo se alla banca centrale viene affidato un unico compito, cioè quello di assicurare la stabilità dei prezzi, definita in modo tale da garantirle una discrezionalità meramente tecnica, una completa indipendenza dal Governo e dal Parlamento è non solo istituzionalmente corretta, ma anche economicamente efficiente.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> In molti paesi l'obiettivo è definito congiuntamente da Governo e banca centrale (ad esempio, in Nuova Zelanda); in Italia, giuridicamente parlando, il compito spetta soltanto al Governo. È mia opinione che ai fini della distinzione di ruoli e responsabilità quest'ultima soluzione sia da preferire.

<sup>6</sup> È doveroso notare che l'asserita associazione statistica tra inflazione e misure formali dell'indipendenza della banca centrale è talvolta contraddetta dalla realtà e comunque non risulta affatto robusta (Cargill 1995).

Se, invece, alla banca centrale è consentito usare dei propri strumenti di tempo in tempo per stimolare la domanda e l'occupazione e mettere in seconda linea la cura dei prezzi e ancor più se alla medesima è affidata la responsabilità di assicurare la stabilità del sistema bancario e finanziario, i compiti politici della banca centrale diventano tali da trovare nel solo dovere di render conto alla pubblica opinione un insufficiente contrappeso.

Mentre non credo che al mito dell'indipendenza debba essere sacrificata necessariamente la complessità delle funzioni oggi assolte dalla Banca d'Italia e da altre banche centrali per ridurle al nocciolo duro della lotta all'inflazione, una costituzione monetaria, che non tenesse conto nello strutturare i "pesi e i contrappesi" della (eventuale) molteplicità degli obiettivi e dei possibili compromessi tra di essi, rischierebbe di dar vita a un'entità responsabile solo verso se stessa. L'ingegneria costituzionale, soprattutto se attingerà alla prassi e all'esperienza, avrà modo di elaborare modelli in grado di contemperare la correttezza istituzionale con l'efficienza economica. Tuttavia, non va dimenticato che il Trattato di Maastricht e lo statuto della Banca centrale europea (BCE) e del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) nella buona sostanza indicano oggi per la Terza Fase un unico obiettivo, quello della stabilità dei prezzi (Sarcinelli 1992). La compatibilità tra l'unicità di funzione della BCE e la pluralità di compiti della singola banca centrale membro del SEBC è uno dei grandi temi da affrontare nella realizzazione dell'Unione monetaria (v. *infra*).

### 3. Gli strumenti

#### 3.1. Spunti dall'analisi teorica

Molteplicità di obiettivi e molteplicità di strumenti: anche su questo terreno, la rivisitazione della politica monetaria in Italia – ancorché confinata al riscontro degli anni più recenti – non ci propone una soluzione univoca, una ricetta semplice.

A livello teorico, prescrizioni nette in favore della scelta di questo o quello strumento derivano solo da modelli assai semplificati della realtà. Così, all'inizio degli anni '70, l'economista americano William Poole (1970) giunse a dimostrare come in un'economia

chiusa agli scambi con l'estero e scevra da inflazione – in uno schema IS-LM – il controllo della quantità di moneta sia preferibile rispetto a quello dei tassi ai fini della minimizzazione delle fluttuazioni del reddito nominale, qualora gli shock sul mercato dei beni risultino più violenti di quelli sul mercato monetario e viceversa.

Movendo dal contributo di Poole, affinamenti ulteriori dell'analisi teorica (Henderson 1982) hanno illustrato come, anche nel caso di un'economia aperta e in regime di cambi flessibili, la compresenza di disturbi di origine incerta – finanziaria o reale – ponga ugualmente alla banca centrale il problema di una *combinazione ottimale degli strumenti*.

Alla stessa indicazione circa l'opportunità di diversificare l'insieme delle leve operative si giunge considerando fonti di incertezza diverse dalla natura degli shock che possono colpire l'economia. Il riferimento è, in primo luogo, all'incertezza "strutturale" circa la natura e la posizione delle schede funzionali utilizzate per descrivere il comportamento degli operatori e dei mercati. Vi è poi l'aspetto dell'incertezza "dinamica", ovvero della maggiore o minore stabilità nel tempo dei parametri strutturali, delle propensioni medie eventualmente individuate sotto un profilo statico. Modificazioni nei comportamenti indotte da trasformazioni, da riforme istituzionali dei mercati o più semplicemente da differenti interdipendenze strategiche, da modalità diverse nella formazione delle aspettative: sono, questi, elementi in grado di moltiplicare il novero degli sviluppi dinamici che possono scaturire da uno stesso modello strutturale dell'economia.

Ultima considerazione, ma non per importanza: occorre rammentare l'incertezza che deriva dal ritardo con cui gli effetti della politica monetaria si manifestano sull'effettivo andamento degli obiettivi finali (Friedman 1968). L'eccessiva lunghezza dello sfasamento diluisce la relazione di causalità rintracciabile tra attivazione dello strumento monetario ed effetto reale, mettendo in dubbio la stessa opportunità di una gestione attiva della politica monetaria.

Il richiamo di questi sintetici spunti teorici permette di focalizzare meglio due requisiti da ritenersi desiderabili nella scelta di un valido insieme di strumenti di politica monetaria in un mondo caratterizzato dalla molteplicità delle incertezze e degli attori presenti sul mercato.

Il primo criterio riguarda l'*efficienza allocativa* (Angeloni 1994), ovvero l'opportunità di minimizzare le distorsioni che l'uso degli strumenti monetari produce nel mercato monetario sul funziona-

mento dei meccanismi concorrenziali, sulla capacità di autoregolazione e sulla spinta all'innovazione. In quest'ottica possiamo spiegare il processo che in tutti i principali paesi industrializzati ha condotto a preferire metodi di controllo indiretto, attraverso segnali al mercato di quantità e di tasso, dismettendo o confinando a situazioni eccezionali e comunque temporanee l'utilizzo di vincoli amministrativi sul comportamento degli operatori. Gli stessi strumenti indiretti, per rispettare il criterio di efficienza allocativa, devono essere informati a principi di trasparenza, di parità nel trattamento e nell'informazione, di concorrenzialità.

Ugualmente necessario all'opzione del controllo indiretto è poi il criterio dell'*efficacia informativa*, ovvero della capacità dell'insieme di strumenti scelto di costituire un valido canale di comunicazione tra le autorità monetarie e il mercato. Anche per soddisfare questo secondo requisito è necessaria la trasparenza, ma non meno importanti sono anche la visibilità e l'univocità di interpretazione. Perché l'osservazione della banca centrale (*central bank watching*) non diventi un esercizio oracolare, contribuendo così all'incertezza, è necessario che le sue azioni come pure i suoi annunci siano intelligibili; solo così gli operatori possono incorporare nelle proprie informazioni gli intendimenti dell'autorità monetaria. D'altro canto, quest'ultima ha bisogno di scrutare i mercati e capirne gli umori; il loro andamento sarà tanto più prevedibile quanto maggiore ne è l'efficienza. Quotidianamente il villaggio globale della finanza determina prezzi e quantità delle attività scambiate guardando a un futuro che non conosce, che cerca di prevedere e che contribuisce a determinare, interrogandosi sulla natura e sulla durata dei movimenti in corso, creando aspettative. Sulla formazione di queste attese i segnali trasmessi dagli strumenti e dagli annunci della politica monetaria esercitano un'influenza importante, a volte decisiva.

Estendendo dal terreno delle comunicazioni sociali a quello dell'economia la sintesi di Mc Luhan (1974) su «il medium è il messaggio», si può affermare che per la comunità finanziaria lo strumento monetario – la scelta, la manovra che di esso compie la banca centrale – è messaggio, è veicolo di comunicazione, è strumento di indirizzo. Di qui l'importanza che gli interventi, le procedure operative della politica monetaria godano di sufficiente trasparenza, di chiara leggibilità per gli occhi del mercato.

Combinazione di più strumenti, efficienza allocativa, efficacia informativa: sulla base di questi spunti tratti dal dibattito teorico è

possibile tentare una riflessione sulle modalità operative seguite dalla politica monetaria in Italia negli anni più recenti. Pur volendo concentrare l'attenzione sul triennio successivo alla crisi valutaria del 1992, il ragionamento non può non prendere le mosse dalla stagione di fondamentali "riforme monetarie" (Passacantando 1995) compiute dall'inizio degli anni '80. Riforme che hanno posto le basi per affermare anche nel nostro Paese un modello di interventi indiretti, confacente al funzionamento di un mercato monetario adulto.

### 3.2. Le riforme monetarie degli anni '80 e '90

Nel luglio del 1981 la Banca d'Italia cessò di svolgere il ruolo di acquirente residuale di titoli statali invenduti alle aste; quest'obbligo che aveva reso la banca centrale un'ancella del Tesoro era stato sancito da una deliberazione del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio nel 1975. È quasi un luogo comune vedere in quell'evento il punto di avvio del processo di costruzione di un mercato monetario efficiente nel nostro Paese. Troppo lungo sarebbe ripercorrere passo dopo passo la lunga teoria di innovazioni succedutesi al "divorzio" del 1981. Sembra più utile, nell'economia di questa trattazione, distinguere le molteplici riforme in relazione ai criteri di efficienza allocativa e di efficacia informativa precedentemente delineati in tema di strumenti di politica monetaria.

Certamente, all'inizio degli anni '80 la politica monetaria era oggetto e soggetto di vincoli, quindi di distorsioni per i meccanismi concorrenziali del mercato. Alle indesiderate conseguenze derivanti dalle modalità coatte di finanziamento monetario del fabbisogno del Tesoro, la banca centrale poneva argine attingendo a uno strumentario imperniato sul controllo amministrativo del credito, sui vincoli di portafoglio e su un regime di riserva obbligatoria particolarmente restrittivo (Sarcinelli 1991).

Per uscire da questa condizione di inefficienza allocativa i passi sono stati molti. Solo nel 1994, in adempimento alla prescrizione del Trattato di Maastricht, il cordone ombelicale di finanziamento monetario al settore pubblico è stato definitivamente rescisso. Alla soppressione dello scoperto sul conto corrente di tesoreria ha fatto riscontro una profonda revisione e un alleggerimento del regime di riserva obbligatoria, finalizzati anche a ridurre lo svantaggio competitivo sofferto dalle banche italiane nei confronti della concorrenza estera.

Allo stesso modo, interventi essenziali per conferire funzionalità ed efficienza allocativa al meccanismo di formazione dei tassi sono stati rappresentati dalla progressiva eliminazione dei prezzi base (minimi) nelle aste dei BOT – nel biennio 1988-89 – e, quindi, di BTP e CCT (agosto 1992).

Parallelamente alle misure indirizzate ai mercati primari, oggetto precipuo delle riforme monetarie degli ultimi 15 anni è stata la creazione di mercati secondari spessi ed elastici, capaci di assicurare attraverso il contributo costante di una pluralità di operatori condizioni per un ordinato ed efficiente soddisfacimento delle esigenze di finanziamento dei settori in disavanzo e, tipicamente, di quello pubblico. L'efficacia informativa di siffatti mercati è innegabile.

Lo sviluppo dei circuiti telematici per la negoziazione dei titoli di Stato (MTS, nato nel 1988) e dei depositi interbancari (MID, costituito nel 1990), il lancio dei contratti *future* su BTP ed eurolira (1991-92), i progressi nel sistema dei pagamenti hanno rafforzato la capacità del mercato monetario di attutire gli shock esterni, di leggere i segnali e rispondere con efficacia agli stimoli della politica monetaria, di formulare esso stesso indicazioni preziose per le scelte dei responsabili della politica economica.

Le dimensioni di questo sviluppo sono offerte dai riscontri sul giro degli affari dei circuiti telematici. Nel caso del MTS, il valore delle negoziazioni è passato dai 72.000 miliardi del 1989 (pari al 10 per cento del prodotto interno lordo) ai quasi 4 milioni di miliardi del 1994 (circa due volte e mezzo il Pil). Per il MID nel corso di quattro anni l'ammontare degli scambi è triplicato giungendo a rappresentare nel 1994 un valore di oltre tre volte superiore al Pil. Si è dato vita così a un mercato monetario più articolato, più maturo.

Sul fertile terreno preparato dalle riforme strutturali avviate negli anni '80 si sono innestati i provvedimenti più recenti che hanno formato l'intelaiatura dello "strumentario" correntemente utilizzato dalla Banca d'Italia. Si tratta in primo luogo della legge n. 82 del 1992 che ha trasferito la manovra del tasso ufficiale di sconto all'autonoma competenza del Governatore. Poiché la medesima nel precedente assetto normativo era attivata su proposta del Governatore, non si ricordano casi in cui il Ministro del Tesoro abbia negato la propria sanzione a una proposta della Banca. Nonostante questo ottimo *curriculum*, è innegabile la percezione da parte dei mercati di un aumento dei gradi di libertà della banca centrale nella condotta della

politica monetaria e quindi nell'efficacia informativa dell'osservazione della banca centrale.

Un anno prima, nel 1991 un'altra importante innovazione è stata apportata con la revisione del sistema di penalizzazione dell'anticipazione a scadenza fissa. Rimovendo le differenze di trattamento tra i diversi operatori è stato compiuto un primo passo per introdurre anche in Italia uno strumento trasparente che, migliorando l'efficienza allocativa, indichi il costo del credito di ultima istanza e fornisca al mercato quello che ragionevolmente dovrebbe rappresentare il limite massimo delle escursioni in aumento dei tassi interbancari.

Parallelamente, sul piano degli strumenti quantitativi, la capacità delle operazioni di mercato aperto di promuovere un efficiente controllo della liquidità e trasmettere efficaci segnali di politica è stata potenziata attraverso l'introduzione dei pronti contro termine in valuta (ottobre 1992) e delle operazioni di acquisto o vendita a titolo definitivo di BOT (febbraio 1994), riservate agli operatori principali del mercato telematico dei titoli di Stato. Non sono state ancora introdotte in Italia operazioni di pronti contro termine a tasso prefissato, che pure hanno un ruolo nella gestione della politica monetaria ad esempio in Germania e sulle quali si ritornerà.

A complemento della crescita di spessore del MID, la quota mobilizzabile della riserva obbligatoria è stata progressivamente innalzata dallo scorso mese di agosto sino a raggiungere il 10 per cento. Rafforzando gli spazi di autoregolazione del mercato e dei singoli operatori nella determinazione della distribuzione più efficiente della liquidità, è cresciuta la valenza informativa - potenziale, se non effettiva - dei meccanismi di controllo della politica monetaria.

È senz'altro vero che vi è stato in Italia negli ultimi 15-16 anni un lungo processo di cambiamento del regime monetario (Passacantando 1995), intendendo per tale l'insieme delle regole e delle istituzioni che contribuiscono a formare le aspettative sul valore futuro della moneta e che informano il comportamento delle autorità nel sostegno di quelle aspettative. Basti pensare soltanto all'abbandono dei controlli diretti sul credito, sui bilanci bancari e sui movimenti di capitale e all'introduzione di uno strumentario rispettoso dell'efficienza allocativa che permette di agire usando la "grana" del mercato.

Tuttavia, a mio avviso, in Italia non è cambiato soltanto il regime monetario, ma anche quello economico-sociale che, parafrasa-

sando la definizione del primo, può essere così descritto: l'insieme delle regole e delle istituzioni che contribuiscono a formare le aspettative sul ruolo della classe dominante e che informano il comportamento delle autorità nel sostegno di quelle aspettative. Infatti, alla classe dei produttori si è venuta sostituendo progressivamente quella dei consumatori, come in tutte le economie capitalistiche sviluppate, e alla classe dei lavoratori sta subentrando quella dei detentori di attività soprattutto finanziarie, come in tutti i sistemi finanziariamente evoluti. Mentre nel passato regime, ad esempio, la crescita dell'industria di base e la difesa della scala mobile erano obiettivi irrinunciabili, in quello attuale sono divenuti valori prioritari lo sviluppo della concorrenza e la difesa del potere d'acquisto della moneta. Senza un concomitante e interdipendente mutamento di regime economico, sarebbe stato impossibile ottenere il cambiamento del regime monetario.

Un'ultima notazione in tema di regime monetario e di reputazione dell'autorità monetaria. La credibilità non può diventare un connotato della relazione con i mercati finanziari e più in generale con il pubblico, se la banca centrale non è stata in grado di accumulare un capitale di reputazione. Per conseguire quest'ultima non basta ottenere un successo episodico, sia pure importante, o anche una serie di buoni risultati, ma sono necessarie coerenza tra affermazioni pubbliche, prassi operative e risultati dell'azione di politica monetaria e, soprattutto, stabilità del regime monetario. Quando quest'ultimo cambia, i mercati e gli agenti economici vedono, almeno temporaneamente, ridursi la prevedibilità dei comportamenti della banca centrale. Ecco perché, a mio avviso, in un periodo, quello tra il 1979 e il 1995, in cui la Banca d'Italia ha certamente migliorato la propria pagella antinflazionistica, non si può dire che la sua reputazione nel campo specifico sia cresciuta in misura proporzionale: troppi sono stati i cambiamenti nel regime monetario. Un'insufficiente credibilità, pertanto, accresce i rischi inerenti alla scelta dell'inflazione come obiettivo diretto.

### 3.3. Modello europeo o "corridoio all'italiana"?

Alla luce delle considerazioni sin qui svolte, il fulcro dell'azione di controllo e di indirizzo svolta dalla banca centrale è dato, in Italia come in altri paesi, dalla combinazione tra tassi ufficiali e operazioni di mercato aperto.

Nello schema del cosiddetto "modello europeo" (Angeloni 1994, De Felice e Esposito 1995) le autorità monetarie, fissando la misura dei tassi ufficiali di sconto e di anticipazione, determinano lo spazio di un corridoio entro il quale il movimento dei saggi interbancari viene guidato attraverso le operazioni di mercato aperto.

Il livello dei tassi ufficiali sintetizza l'atteggiamento attuale della politica monetaria, indicando il livello dei tassi a breve che le autorità giudicano appropriato. La posizione dei saggi delle operazioni pronti contro termine rispetto a "tetto" e "pavimento" del corridoio dei saggi ufficiali riflette l'esigenza di assorbire shock temporanei, o almeno ritenuti tali, e segnala quello che potrà essere lo sviluppo futuro nella politica della banca centrale. Quando il tasso delle operazioni temporanee si avvicina o tende a infrangere il limite superiore della banda, è ragionevole attendersi un aumento del costo del rifinanziamento o, al contrario, una rimodulazione dell'offerta di liquidità che attenui la pressione generata dal mercato.

Traendo spunto dall'esempio tedesco, il meccanismo del corridoio dei tassi guida è entrato nello strumentario della politica monetaria italiana insieme all'ingresso della lira nella banda stretta dello SME all'inizio del 1991. Il meccanismo del corridoio è anche il risultato dell'intervenuta mobilitazione della riserva obbligatoria e della connessa riforma dell'anticipazione a scadenza fissa che ha conferito al tasso sulle anticipazioni un valore segnaletico assai più forte di quello esercitato in precedenza. Nel regime di cambio relativamente stabile affermatosi sino alla metà del 1992, il modello europeo si è rivelato utile nella stabilizzazione delle attese degli operatori, segnalando la capacità della banca centrale di modulare il movimento dei tassi di interesse e della liquidità in funzione della difesa del cambio. Ugualmente, in Italia come altrove, l'introduzione della banda dei tassi ufficiali ha costituito un valido presupposto tecnico per rendere più agevole e trasparente il coordinamento delle politiche monetarie tra i paesi aderenti all'Accordo europeo di cambio.

Il riferimento al meccanismo del corridoio non è venuto meno con la crisi del 1992 e l'uscita della lira dallo SME. In regime di cambi flessibili, lo scarto tra i saggi ufficiali indica la misura in cui la banca centrale è disposta a tollerare un aumento dei tassi di mercato verosimilmente innescato da pressioni valutarie. A sua volta, la dinamica infra-banda dei tassi interbancari costituisce la risultante tra le

tensioni speculative sul cambio e gli interventi di contrasto posti in essere mediante la regolazione della liquidità bancaria.

In generale, il vantaggio di fondo offerto dallo schema del corridoio risiede nella funzione segnaletica dei tassi di intervento e nella capacità che la loro variazione ha di influenzare le aspettative del mercato. Per questo motivo (CER 1995), accrescendo la trasparenza della politica monetaria, il modello della banda dei tassi conserva la sua utilità indipendentemente dall'ancora della politica monetaria, sia essa il cambio, la quantità di moneta o l'inflazione.

Sulla base di queste premesse, ci si può chiedere se e come lo schema del corridoio abbia funzionato nell'esperienza italiana del periodo successivo all'uscita della lira dallo SME. A questo riguardo, autorevoli interpreti (CER 1995) hanno recentemente lamentato un serio deterioramento nel contenuto segnaletico della banda nel corso della fase di restrizione monetaria che ha preso le mosse nell'estate del 1994.

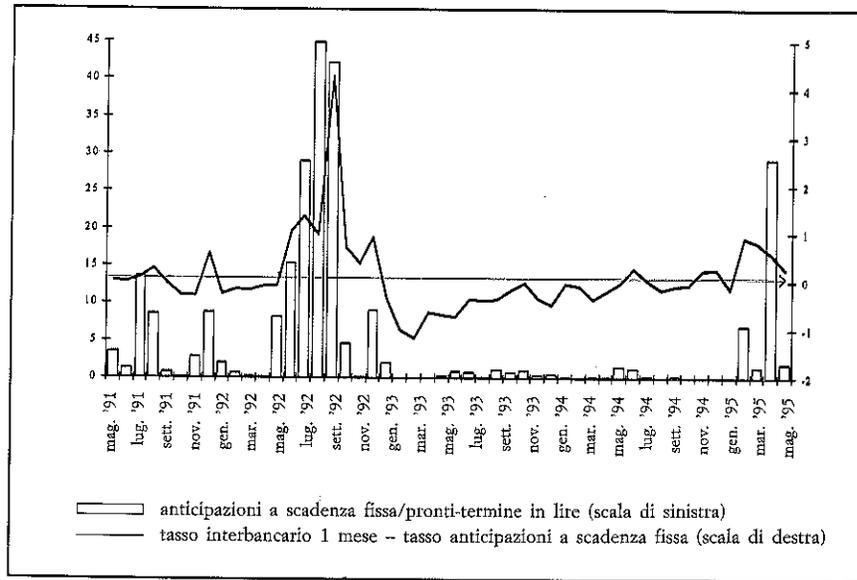
Contravvenendo al criterio di efficacia informativa – e quindi di trasparenza e visibilità – l'interazione tra manovra dei tassi ufficiali e operazioni di mercato aperto ha prodotto una situazione in cui i saggi delle operazioni pronti contro termine e i rendimenti interbancari si sono collocati per periodi non brevi su valori significativamente superiori al "tetto" costituito dal tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa. Diversamente, nel periodo di diminuzione dei tassi che ha contraddistinto il 1993 e ancora la prima metà del '94 le riduzioni dei saggi ufficiali sono state efficacemente segnalate da precedenti ribassi infra-marginali dei tassi sui pronti contro termine.

Un elementare riscontro dei dati permette di accertare (v. figura 2) come, escludendo la fase della crisi valutaria (secondo semestre del 1992), il corridoio dei tassi abbia tenuto un comportamento soddisfacente nei primi quattro anni del suo funzionamento.

Nei 48 mesi compresi tra maggio 1991 e maggio 1994, divari positivi, comunque contenuti, tra il valore del tasso interbancario a un mese e il saggio di anticipazione sono stati rilevati solo quattro volte. Al contrario, nei dodici mesi terminanti a maggio 1995 il saggio RIBOR è risultato per ben sette volte superiore al costo del rifinanziamento presso la Banca d'Italia. In particolare, uno scostamento cospicuo, compreso tra 50 centesimi e un punto percentuale, è stato rilevato per tre mesi di seguito tra marzo e maggio di quest'anno.

FIGURA 2

INCIDENZA DELLE ANTICIPAZIONI E SCONFINAMENTO DEI SAGGI INTERBANCARI  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia.

Secondo l'analisi di attenti osservatori (Prometeia 1995), il comportamento asimmetrico del corridoio e, soprattutto, il suo mal funzionamento nelle fasi di stretta monetaria indica l'esistenza di spazi per migliorare ancora l'efficienza allocativa e la trasparenza dello strumento rappresentato dalle anticipazioni a scadenza fissa. Nonostante le innovazioni del 1991, permangono aspetti quali l'assenza di meccanismi di riparto delle quantità assegnate tra tutti i richiedenti e, aggiungono alcuni operatori, la concessione discrezionale da parte della Banca d'Italia, che limitano l'effettiva capacità delle anticipazioni di sviluppare con adeguata prontezza ed efficacia quell'azione di contrasto volta a calmiere le spinte dei tassi di mercato. Con l'attuale sistema dei pagamenti la discrezionalità nella concessione appare inevitabile.

Tutto ciò trova riscontro nei risultati statistici che illustrano il peso marginale assunto dal suddetto strumento anche nei periodi di recente tensione dei tassi di mercato. Prendendo nuovamente a riferimento i dati dei 12 mesi terminanti a maggio 1995 (v. figura 2),

si osserva come l'ammontare delle anticipazioni abbia mantenuto una dimensione modesta, rappresentata da un rapporto rispetto al valore dei pronti contro termine in titoli contenuto sempre entro il 30 per cento.

Le considerazioni e le evidenze addotte rafforzano la tesi favorevole all'introduzione anche in Italia di forme più trasparenti e snelle di finanziamento a tasso fisso del mercato monetario, analoghe alla tipologia di operazioni di pronti contro termine utilizzate dalla Bundesbank. Pur condividendo le ragioni di questa proposta, non va tuttavia sottaciuto il compromesso che una simile innovazione inevitabilmente comporterebbe nella direzione di una minore controllabilità della base monetaria nel breve periodo.

Vi è infine da chiedersi se la protratta permanenza dei tassi interbancari al di sopra del "tetto" rappresentato dal saggio delle anticipazioni non sia l'effetto indesiderato di una residua inefficienza nel meccanismo del corridoio, bensì costituisca invece essa stessa il risultato di una deliberata scelta delle autorità monetarie.<sup>7</sup> Il sacrificio in termini di efficacia segnaletica determinato dalla vischiosità dei tassi ufficiali nel rispondere alla spinta dei rendimenti a breve potrebbe essere stato bilanciato dal vantaggio di modulare l'effetto di trasmissione della stretta monetaria al tessuto produttivo in una fase di ripresa economica la quale, per giunta, si distribuiva in maniera assolutamente ineguale tra i settori e tra le ripartizioni geografiche del Paese.

Differenziando, ancorché temporaneamente, la velocità di aumento dei saggi ufficiali è stato, ad esempio, agevolato l'effetto di attenuare la progressione di crescita dei tassi bancari attivi che, come è noto, sono particolarmente sensibili alle variazioni del TUS. Tra maggio 1994 e maggio 1995 il tasso interbancario a un mese è salito di 2,5 punti. Analogamente al TUS, il costo delle anticipazioni ha subito un rialzo pari a 2 punti percentuali. L'aumento del saggio medio sui prestiti bancari in lire è ammontato ad appena 1,5 punti. Guardando all'evoluzione dei tassi reali, il costo del denaro prestato dalle banche - deflazionato considerando l'indice dei prezzi alla produzione - è sceso di oltre 4 punti percentuali in un anno, portandosi nell'intorno del 3 per cento alla fine della scorsa primavera (v. figura 3), un livello storicamente molto basso. Ciononostante, il costo

<sup>7</sup> In riferimento all'esperienza dei primi mesi del 1995, la *Relazione Annuale* osserva come «razionando la concessione di anticipazioni a scadenza fissa, la Banca ha consentito che i rendimenti a breve termine si collocassero al di sopra della fascia delimitata dai tassi ufficiali» (Banca d'Italia 1995, p. 185).

del credito è ancora oggetto di lamentele e rampogne da parte degli utilizzatori industriali ...

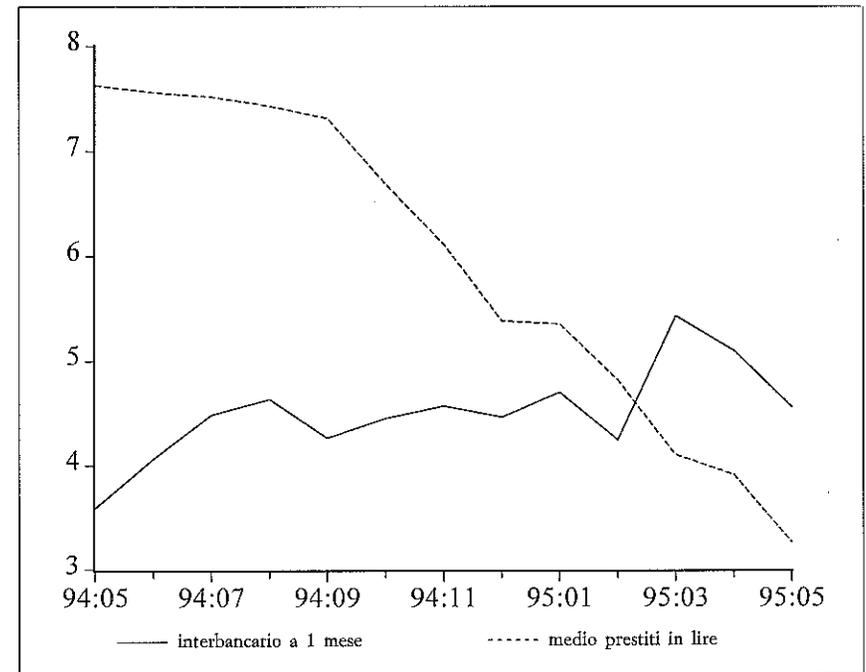
La lettura di questi dati dà l'impressione di un uso, a dir poco, flessibile del meccanismo del corridoio dei tassi ufficiali. Una flessibilità, beninteso, di natura temporanea, volta a realizzare spazi di transitorio disaccoppiamento tra rendimenti monetari e saggi bancari in momenti di particolari tensioni valutarie, non giustificate dall'andamento dei fondamentali (Cottarelli, Ferri e Generale 1995).

Anche la manovra in aumento dei tassi non è andata esente da critiche (Spaventa 1995) con riferimento sia ai tempi sia alle motivazioni: nell'agosto 1994, il rialzo fu sgradito al Governo e non chiaro nelle motivazioni per i mercati; nel febbraio 1995 l'innalzamento apparve così precipitoso da poter indurre l'aspettativa di una stretta relazione temporale in futuro tra pubblicazione dei dati sull'inflazione e decisione di politica monetaria; miglior fortuna ha avuto quello del maggio scorso. Nelle prime due occasioni, le motivazioni addotte apparvero incerte con riferimento sia all'obiettivo di riferimento, cambio o inflazione, sia al tipo di risposta, preventiva o successiva (ancora Spaventa 1995).

Concludendo su questi episodi di "leggibilità" della recente politica monetaria italiana, è possibile sostenere che l'interpretazione "all'italiana" del corridoio dei tassi guida secondo il modello europeo ne compromette le virtù segnaletiche. Tuttavia, in un'economia «ad alta varianza» (Ciocca 1991) qual è e rimane la nostra, non possiamo essere manichei. Anche se l'antico dibattito tra discrezionalità e regola sembra essersi risolto, almeno per il momento, a favore della seconda, è ben noto che ogni regola ha le sue brave eccezioni. Personalmente, non ho mai creduto alla politica monetaria come a un gioco a schema fisso, ripetitivo; spazio deve essere lasciato sia all'innovazione dura-tura sia all'adattamento caso per caso. La comunicazione deve comunque essere assicurata e mantenere coerenza e univocità; ecco perché nelle critiche in tema di innalzamento dei tassi sono più condivisibili quelle relative all'insufficiente o non chiara motivazione che quelle concernenti i tempi, poiché la banca centrale ha spesso informazioni di cui altri non dispone e che la spingono ad agire.

In definitiva, la prudenza e la flessibilità nell'uso degli strumenti da parte dell'autorità monetaria hanno rappresentato spesso un punto di forza e non di debolezza nell'esercitar l'arte del banchiere centrale; è probabile e altamente auspicabile che ciò continui a essere vero nella Terza Fase dell'Unione monetaria, quando essa verrà.

TASSI REALI: DEPOSITI INTERBANCARI E PRESTITI IN LIRE  
(valori percentuali, medie mensili)



Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia.

#### 4. Verso una conclusione del processo

Guardando al cammino compiuto dalla politica monetaria italiana negli anni '80 e nella prima metà di quelli '90, non si può non rimanere favorevolmente impressionati dal mutamento che si è avuto nel suo *modus operandi*, dal suo progressivo avvicinarsi a un modello europeo basato sul controllo attraverso i mercati. Alla nascita e allo sviluppo di questi ultimi, infatti, la banca centrale ha dedicato larga parte delle proprie energie e le sue intelligenze migliori. Può dirsi l'opera di trasformazione conclusa? A mio avviso, la risposta deve essere negativa. Due sono i temi sui quali sono da attendersi cambiamenti, che prima interverranno, meglio sarà sotto vari profili, compreso quello dell'accumulazione di un capitale di reputazione.

Il primo, ben delimitato e certamente maturo per un intervento incisivo, riguarda la riserva obbligatoria sui depositi. Residuata dal regime dei controlli diretti, ha subito nel 1990 una trasformazione che l'ha resa, in parte, strumento di gestione della propria liquidità da parte della banca depositante, e nel 1994 una riduzione del coefficiente marginale calcolato sui flussi dal 17,5 al 15 per cento. Nessun altro paese finanziariamente evoluto ha mantenuto coefficienti di tale altezza. Restituire alle banche libertà di impiego delle risorse che raccolgono non potrà non aumentare l'efficienza allocativa e ridurre la tassazione implicita nel minor rendimento degli attivi bancari depositati a riserva.

Il secondo tema è, invece, molto ampio, pieno di insidie politiche e istituzionali, urgente se si intendono onorare gli impegni e i patti sottoscritti; esso concerne l'armonizzazione europea della banca centrale affinché possa a pieno titolo entrare a far parte del futuro SEBC. Il modello europeo che sinora ha investito il *modus operandi* e l'ha profondamente cambiato non potrà non influire sulla struttura della banca centrale e soprattutto sulle funzioni diverse da quella monetaria. Sarà possibile avere banche centrali nazionali che non siano mere repliche della Banca centrale europea? Il Trattato di Maastricht e lo Statuto della BCE sembrano lasciare qualche margine di manovra, sempreché con qualificata maggioranza il Consiglio dei Governatori non decida che le funzioni secondarie interferiscono con gli obiettivi e con i compiti fondamentali del SEBC. Ma nel processo di revisione della legislazione nazionale non faranno pendere la bilancia in favore dell'omogeneità a ogni costo la pressione dei paesi membri più forti che sono anche fautori della banca centrale "pura", la volontà di ridurre e al limite eliminare possibili cause di attrito soprattutto nella delicata fase di avvio della moneta unica, il desiderio di far nascere più semplice e lineare possibile una struttura necessariamente complessa e vasta per il numero dei paesi partecipanti? È qui d'obbligo la prudenza, non solo nell'agire ma anche nel prevedere quale corso la revisione prenderà.

## BIBLIOGRAFIA

- AJASSA, G. (1994), "La nuova riforma della riserva obbligatoria", *Problemi e Analisi*, n. 4, BNL, luglio.
- ANGELONI, I. (1994), "Strumenti e obiettivi operativi della Banca d'Italia: verso un 'modello europeo'", *Note Economiche del Monte dei Paschi di Siena*, Anno XXIV, n. 3.
- BANCA D'ITALIA (1995), *Relazione Annuale*, Roma.
- CARGILL, T.F. (1995), "The statistical association between central bank independence and inflation", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, no. 193.
- CENTRO EUROPA RICERCHE (1995), *Rapporto CER*, n. 2, luglio.
- CIOCCA, P. (1991), *Banca, finanza, mercato*, Einaudi, Torino.
- COTTARELLI, C., G. FERRI e A. GENERALE (1995), "Bank lending rates and financial structure in Italy: a case study", *IMF Working Paper*, April.
- DE FELICE, G. e M. ESPOSITO (1995), "Il comportamento dei tassi di interesse interbancari e la trasmissione della politica monetaria", *Ricerche*, Banca Commerciale Italiana, marzo.
- FRATIANNI, M. e J. VON HAGEN (1990), "The European Monetary System ten years after", in Meltzer, A.H. and C. Plossers eds., *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, no. 32.
- FISCHER, S. (1995), "Central bank independence revisited", *American Economic Review*, vol. 85, no. 2.
- FRIEDMAN, M. (1968), "The role of monetary policy", *American Economic Review*, vol. 58, no. 1.
- GIAVAZZI, F. e L. SPAVENTA (1990), "The 'new' EMS", *CEPR Discussion Paper*, no. 369.
- HENDERSON, D.W. (1982), "Exchange market intervention operation: their role in financial policy and their effects", in Bilson, J.F.O. and R.C. Marston eds., *Exchange Rate Theory and Practice*, NBER, Cambridge, Mass.
- LOCARNO, A. e S. ROSSI (1995), "Inflazione e conti con l'estero nell'economia italiana post-svalutazione: due luoghi comuni da sfatare", *Temi di discussione del Servizio Studi*, Banca d'Italia, n. 254, marzo.
- MASCIANDARO, D. (1991), "Teoria della politica monetaria e costituzionalismo economico", *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, n. 7-8, luglio-agosto.
- MC LUHAN, M. (1974), *Gli strumenti del comunicare*, Garzanti, Milano.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1995), "La sicurezza monetaria e le banche centrali", intervento presso il Centro Alti Studi Difesa, giugno.
- PASSACANTANDO, F. (1995), "Monetary reforms and monetary policy in Italy from 1979 to 1994", mimeo, Banca d'Italia, April.
- POOLE, W. (1970), "Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macro model", *Quarterly Journal of Economics*, no. 87.

- PROMETEIA (1995), *Rapporto di previsione*, giugno.
- SARCINELLI, M. (1985), "Lo SME e il sistema monetario internazionale: verso una maggiore stabilità", *Moneta e Credito*, n. 152.
- SARCINELLI, M. (1991), "Sui caratteri della politica monetaria del Governatore Baffi", *Moneta e Credito*, n. 176.
- SARCINELLI, M. (1992), "La Banca Centrale Europea: istituzione concettualmente 'evoluta' o all'inizio della sua 'evoluzione'?", *Moneta e Credito*, n. 178.
- SPAVENTA, L. (1995), "Politica monetaria e regime di cambio: note introduttive", dattiloscritto.
- TINBERGEN, J. (1952), *On the Theory of Economic Policy*, North-Holland, Amsterdam.
- VISCO, I. (1995), "Inflation, inflation targeting and monetary policy. Notes for discussion on the Italian experience", in Leiderman, L. and L. Svensson eds., *Inflation Targets*, CEPR, in corso di pubblicazione.
- WALSH, C.E. (1995), "Optimal contracts for central bankers", *American Economic Review*, vol. 85, no. 1.