

## Commento

GIANGIACOMO NARDOZZI

Dall'inizio degli anni '90 l'inflazione nei principali paesi si è decisamente ridotta, più che dimezzata per i G-7. L'onda lunga dell'inflazione iniziata circa trent'anni fa è ormai rientrata. Viviamo un periodo di sostanziale stabilità dei prezzi che sembra destinato ad aprire il nuovo millennio. Gli anni '90 hanno anche visto una straordinaria accelerazione dell'integrazione finanziaria internazionale e dell'interazione tra mercati finanziari sempre più sviluppati. È stata coniata la *catch-phrase* "globalizzazione dei mercati finanziari". Quindi meno inflazione e più globalizzazione oggi e, molto probabilmente, in futuro.

Sono questi i due fatti essenziali da tener presente quando si ragiona oggi sulla politica monetaria, sull'arte del *central banking* nel 2000; quando ci si chiede come debbano comportarsi le banche centrali, come debba essere la politica monetaria.

La risposta sembra ovvia. Le banche centrali devono curarsi più della globalizzazione e meno dell'inflazione. Non perché quest'ultima sia, in linea di principio, poco importante ma perché, in un ambiente di prezzi stabili, gli stessi mercati finanziari con cui si misurano le banche centrali si occupano, e si occuperanno, meno dei rischi di inflazione e più degli effetti della globalizzazione.

Ma cosa significa in pratica questa ovvia risposta? Significa innanzitutto un cambiamento non da poco nel modo in cui la teoria economica contemporanea deve guardare al *central banking*. Gli economisti si sono ormai abituati a osservare le banche centrali attraverso la lente che fu forgiata da Milton Friedman e dal monetarismo. Ho sempre pensato che fosse una lente deformante. Tuttavia questa tesi, sostenuta da un minuscolo gruppo di studiosi, ma da molti banchieri centrali - si vedano ad esempio i saggi contenuti in Ciocca (1987), in

---

□ Politecnico, Milano.

Toniolo (1988) e Nardozi (1988) -, è rimasta ai margini del *mainstream* del pensiero economico, occupato nell'offensiva contro una vulgata keynesiana, forte della coincidenza tra due fatti portati alla ribalta dalla storia. Il primo è il prevalere dell'obiettivo della stabilità monetaria a seguito dell'eccezionale ondata inflazionistica degli anni '70. Il secondo, che sul precedente si è innestato, è il rilievo assunto da un'esperienza di *central banking* tutta particolare, quella tedesca, ove l'idea che la banca centrale debba occuparsi, con assoluta sovranità, della sola stabilità monetaria trova il massimo riscontro.

Con il progetto dell'Unione Monetaria Europea il "mito" dell'autonomia della banca centrale di derivazione tedesca (Nardozi 1992) si afferma ulteriormente, si prolunga fino ai giorni nostri e si proietta sulla futura Banca Centrale Europea. Questo mito ha improvvisamente portato alla ribalta della scienza economica casi di paesi lontani e di poco rilievo nella geografia economica mondiale, come la Nuova Zelanda, indicati come validi esempi di *central banking*.

Ora disponiamo di un'estesa letteratura che analizza in lungo e in largo l'evidenza empirica della relazione tra indipendenza della banca centrale, inflazione e prestazioni economiche (tra i contributi presentati sulla *BNL Quarterly Review* si vedano i più recenti Jenkins 1996, Prast 1996 - entrambi pubblicati anche su *Moneta e Credito* - e de Haan e Kooi 1997). Anche senza voler discutere la significatività, peraltro controversa, dei risultati che individuano una relazione inversa tra indipendenza e inflazione, questa letteratura poco ci aiuta ad analizzare il *central banking* e i problemi della politica monetaria oggi e nei prossimi anni. Infatti il contesto in cui si trovano a operare le banche centrali porta a ridiscutere il significato e il rilievo da assegnare alla loro autonomia e valorizza la discrezionalità, piuttosto che l'adozione, di regole fisse che è complementare all'autonomia.

La questione dell'autonomia nasce, come sappiamo, dall'idea che i governi tendono a generare inflazione premendo sulle banche centrali perché finanzino con moneta i deficit pubblici e/o perseguano una politica monetaria espansiva per sostenere l'occupazione. Ma nel momento in cui, come sta accadendo, le politiche fiscali convergono verso un azzeramento dei deficit pubblici, la prima motivazione viene a cadere. D'altra parte, l'esperienza degli Stati Uniti mostra che è possibile portare l'economia alla piena occupazione senza generare inflazione. E nell'Europa dell'alta disoccupazione nessuno propone di risolvere questo problema attraverso l'inflazione.

Se si indebolisce l'ipotesi di governi che tendono a generare deficit pubblici sperando di coprirli con moneta o che ritengono di produrre occupazione attraverso l'inflazione, che senso ha guardare alla politica monetaria nella prospettiva monetarista dell'autonomia della banca centrale?

Sull'esaltazione dell'autonomia poggia la tesi, contraria a una tradizione di analisi del *central banking* che risale a Thornton, della limitazione della discrezionalità della banca centrale attraverso l'imposizione di obiettivi prefissati, di offerta di moneta, d'inflazione. Il pubblico annuncio di tali obiettivi costituisce un complemento dell'autonomia e dovrebbe fornire un'ancora per i mercati finanziari che si ritengono convenzionalmente concentrati sull'andamento atteso dei prezzi. Ma in un'era di acquisita stabilità monetaria l'inflazione perde peso nelle convenzioni dei mercati finanziari. Quando il tasso d'inflazione atteso si colloca in una banda ristretta, tra l'1,5 e il 2,5 per cento, oltretutto con qualche dubbio di sopravvalutazione del fenomeno da parte degli indici dei prezzi, l'ancora serve a poco. Nella valutazione degli investitori assume maggiore importanza il modo in cui si pongono le banche centrali di fronte alla globalizzazione, alle grandi fluttuazioni dei tassi di cambio e dei prezzi delle attività che si generano pur con tassi di inflazione convergenti, stabilizzati su valori bassi. Il paradigma dell'autonomia e delle regole fisse non è certo d'aiuto per analizzare la politica monetaria quando, come nel caso dell'attuale crisi asiatica, le banche centrali si trovano di fronte a un problema di deflazione, non di inflazione, con grave rischio di crisi finanziaria.

Se le banche centrali debbono occuparsi più della globalizzazione e meno dell'inflazione, va rivalutata la vecchia idea, di Thornton e di Sayers, che la discrezionalità sia l'elemento essenziale del *central banking*. E che a questo debba servire l'autonomia, non a vincolare la politica monetaria.

Una conferma di questa indicazione viene dalla ricerca qui presentata da Alvaro Almeida e Charles Goodhart. Il giudizio finale emesso dagli autori sul quesito «L'assunzione di obiettivi d'inflazione incide sul comportamento della banca centrale?» è «assolto per insufficienza di prove» (cfr. Almeida e Goodhart p. 107). Non vi è evidenza che l'obiettivo d'inflazione (ODI) abbia prodotto significativi spostamenti nel comportamento delle banche centrali. L'ODI non ha avuto impatto visibile sulla credibilità delle banche che l'hanno adottato. I

buoni risultati in termini di riduzione dell'inflazione si confondono con quelli ottenuti dalla maggioranza delle banche centrali che non hanno adottato l'ODI. Spesso peraltro gli obiettivi non sono stati raggiunti, cosa che suggerisce l'opportunità di ampliare la banda obiettivo per evitare di perdere, invece che guadagnare, credibilità.

Non sembra quindi si riscontrino differenze di comportamento e di *performance* tra l'ODI e il *monetary targeting*. D'altra parte, ci avverte Lamfalussy, il *monetary targeting* non può essere perseguito in modo rigido perché l'offerta di moneta obiettivo è, in un mondo globalizzato, assai poco controllabile e non ha neppure una relazione sufficientemente stabile con i prezzi. È anche difficile, per le banche centrali, calibrare la politica monetaria sulla sola stabilità dei prezzi al consumo. La globalizzazione crea più facilmente bolle speculative nei prezzi delle attività derivanti da impulsi finanziari provenienti dall'estero. Ne conseguono effetti sulle aspettative d'inflazione che le banche centrali devono considerare ma che è difficile contrastare, e rischi d'instabilità finanziaria che le stesse banche devono contenere.

L'adozione di obiettivi prefissati, siano essi d'inflazione o di offerta di moneta, non rimuove dunque l'esigenza di discrezionalità esaltata dalla flessibilità richiesta da un contesto di bassa inflazione e di globalizzazione. Adottate in passato in ossequio al paradigma di stampo monetarista come strumenti per evitare che le banche centrali si occupassero di altro rispetto alla stabilità monetaria, queste regole sembrano fungere oggi soprattutto da strumento di comunicazione con il pubblico. Esse divengono modi per rendere trasparente e responsabile il comportamento delle banche centrali - come emerge con chiarezza dai contributi di Almeida e Goodhart e di Lamfalussy -, cioè per motivare al pubblico la discrezionalità che rimane più che mai elemento costitutivo del *central banking*.

Queste mi sembrano indicazioni importanti per il dibattito in corso sul modo in cui dovranno intendersi le regole che saranno adottate dalla futura Banca Centrale Europea. Questo è un caso ben più interessante di quelli passati in rassegna nella ricerca di Almeida e Goodhart perché relativo a un'istituzione che nasce secondo un modello, particolare, di banca nazionale, costruito sulle specificità del capitalismo tedesco, ma che dovrà operare in un contesto affatto nuovo. La sua politica monetaria agirà sulla nuova realtà dell'area economica e finanziaria dell'euro. Questa area conterrà un mercato dei capitali che vuole porsi in concorrenza con quello americano. La Banca Cen-

trale Europea dovrà misurarsi con la globalizzazione e con la responsabilità di mantenere la stabilità finanziaria, con un ruolo internazionale ben maggiore di quello della Bundesbank. È soprattutto a questa nuova istituzione che si richiede di preoccuparsi più della globalizzazione e meno dell'inflazione, mostrando l'intelligenza di saper guardare oltre la credibilità antinflazionistica che già fa parte della sua dote.

#### BIBLIOGRAFIA

- CIOCCA, P. ed. (1987), *Money and Economy. Central Bankers Views*, Macmillan, London.
- DE HAAN, J. e W. KOOI (1997), "What really matters: conservativeness or independence?", *BNL Quarterly Review*, no. 200, pp. 23-38.
- JENKINS, M.A. (1996), "Autonomia della banca centrale e inflazione: panacea o placebo?" *Moneta e Credito*, n. 195, pp. 327-58.
- NARDOZZI, G. (1988), "A central bank between the government and the credit system: the Bank of Italy after world war II", in G. Toniolo ed.
- NARDOZZI, G. (1992), "Sul mito dell'autonomia della banca centrale", in Arcelli M., a cura di, *Il ruolo della banca centrale nella politica economica*, il Mulino, Bologna.
- PRAST, H. (1996), "Inflazione, disoccupazione e orientamenti della banca centrale: il parere del pubblico", *Moneta e Credito*, n. 196, pp. 496-508.
- TONIOLO, G. ed. (1988), *Central Banks' Independence in Historical Perspective*, De Gruyter, Berlin.