

Ufficio valutario o banca centrale? Gli insegnamenti del legame tra la sterlina irlandese e la sterlina, 1928-79 *

PATRICK HONOHAN

1. Introduzione

Un ufficio valutario (*currency board*) è un assetto istituzionale per gestire una moneta con una parità fissa. Esso è molto più vincolante della banca centrale, e tali vincoli contribuiscono ad assicurare che sia mantenuta la parità fissa. La principale attività dell'ufficio valutario è l'emissione di una moneta locale (schiava) a un tasso di cambio fisso nei confronti di una moneta straniera (padrona). Le banconote in moneta schiava vengono emesse solo a fronte di moneta padrona. L'ufficio valutario ottiene redditi da signoraggio investendo i proventi dell'emissione di banconote in titoli esteri denominati in moneta padrona. Sono solitamente considerati esempi classici quelli che operavano nelle prime colonie britanniche in Africa e in Asia.

Alcuni studi su queste esperienze post-coloniali sono contenuti in Schwartz (1993) e Walters e Hanke (1992), ma difficilmente nominano l'Irlanda. Nonostante ciò, l'ufficio valutario irlandese rappresenta un caso istruttivo. Istituito a seguito dell'indipendenza, sopravvisse per quasi mezzo secolo e, contrariamente a molti altri casi post-coloniali, la sua fine non fu seguita da un rapido deprezzamento e da una scivolata verso un'alta inflazione semipermanente e verso l'inconvertibilità. In effetti, a circa 18 anni dall'abbandono del legame

□ Economic and Social Research Institute, Dublino (Irlanda).

* Sono grato a John Fitz Gerard, Kieran Kennedy, Colm McCarthy, Pádraig McGowan, Cormac Ó Gráda, Brendan Walsh e a un anonimo *referee* per gli utili suggerimenti.

di uno a uno con la sterlina, la sterlina irlandese è scambiata vicino alla vecchia parità, e i mercati di beni, servizi e fattori produttivi sono completamente aperti al resto dell'Unione Europea. L'esperienza irlandese ci permette anche di analizzare l'evoluzione di un ufficio valutario in banca centrale attraverso l'accumularsi di responsabilità e attività addizionali.

Una rinascita dell'interesse nell'idea che un ufficio valutario possa presentare vantaggi rispetto a banche centrali complete è ascrivibile sia all'improvvisa ondata di nuove autorità monetarie indipendenti nell'Europa orientale e nell'ex Unione Sovietica, sia a recenti esperimenti in America Latina (si veda Liviatan 1993).

A favore dell'istituzione dell'ufficio valutario si adducono molti vantaggi. Nei confronti di un tasso di cambio flessibile, ci si attende che l'ufficio valutario (come altri regimi di tassi fissi) assicuri una maggiore stabilità dei prezzi. Nei confronti di altri sistemi di tassi di cambio fissi, si ritiene che esso garantisca una maggiore credibilità, cioè un minor rischio di svalutazione della moneta.¹ Rispetto all'uso, all'interno del paese, di una moneta straniera, esso offre ricavi da signoraggio.² Gli svantaggi possono essere riassunti nella carenza di flessibilità, compresa l'incapacità di affrontare i disturbi monetari e di prezzo.

La stessa istituzione cui è affidato il ruolo di ufficio valutario può svolgere altre funzioni di autorità monetaria. A volte queste richiederanno una deviazione temporanea dalle rigide operazioni previste dalle regole dell'ufficio valutario, come quando nel XIX secolo, durante il sistema aureo, nell'ambito di regole operative piuttosto simili, la Banca d'Inghilterra sospese la sua regola di emissione di moneta per fronteggiare fenomeni temporanei di panico. Tuttavia, l'esercizio di certi tipi di attività di politica monetaria può minacciare la sostenibilità dell'ufficio valutario e la sua condizione di "autorità valutaria indipendente", per usare le parole di Osband e Villanueva (1993). In effetti, parte della credibilità di un ufficio valutario veramente autonomo deriva dalla sua ridotta libertà d'azione nelle que-

¹ Ciò principalmente (ma non esclusivamente) perché la svalutazione della moneta schiava non può essere forzata da un semplice incasso di banconote. In termini meccanici, finché si attiene alle regole del gioco, l'ufficio valutario non può mai trovarsi a corto di moneta padrona ma, come dimostrato dall'esperienza argentina all'inizio del 1995, una corsa agli sportelli può indurre l'ufficio valutario ad ampliare il proprio sostegno alle obbligazioni bancarie denominate in moneta locale.

² Nei confronti di un rigido sistema aureo, inoltre, l'ufficio valutario permette di risparmiare sull'utilizzo dell'oro nelle riserve.

stioni monetarie: non è previsto un suo pieno coinvolgimento nella politica economica, e pertanto non ha obiettivi addizionali che possano rivelarsi in conflitto con l'ancoraggio del tasso di cambio.

Tra le funzioni addizionali di gestione monetaria, il cui esercizio da parte dell'ufficio valutario potrebbe comprometterne il successo, possiamo elencare (come elementi negativi) le facoltà di:

- (i) fornire crediti al governo;
- (ii) fornire crediti al sistema bancario (compreso il servizio di prestatore di ultima istanza);
- (iii) gestire le attività liquide del governo;
- (iv) gestire le riserve liquide del sistema bancario;
- (v) regolare il volume del credito bancario;
- (vi) regolare i rapporti di riserve liquide del sistema bancario.

Lo svolgimento di tali funzioni non comporta necessariamente la violazione della regola valutaria attraverso un'emissione eccessiva ma, almeno nel caso delle prime quattro, si rischia di creare tra esse e la regola valutaria un'acuta tensione. Dopo tutto, riduzioni notevoli di attività liquide da parte delle banche o del governo potrebbero facilmente mettere l'ufficio valutario in una posizione in cui, per fronteggiare i prelievi, abbia poche alternative all'emissione di banconote in eccesso rispetto alla copertura in attività estere.³ Di certo, espandendo il credito alle banche o al governo, l'ufficio valutario fornirebbe risorse che potrebbero successivamente venir presentate per la conversione.

Le ultime due funzioni elencate non creano necessariamente gli stessi problemi, perché non coinvolgono direttamente una relazione bancaria. Esse sostituiscono la regolamentazione amministrativa degli aggregati monetari o dei prezzi con il sistema, basato sul mercato, intrinseco nell'operare di un'autorità valutaria indipendente.⁴ In breve, esse complicano gli obiettivi dell'ufficio valutario, generando così una minaccia indiretta al regime valutario.

³ È per questo motivo che l'ufficio valutario estone mantiene riserve di valuta estera a fronte di depositi bancari e banconote (Bennett 1993).

⁴ I controlli amministrativi sui tassi d'interesse e sui cambi rientrerebbero nella stessa categoria. Non li includiamo esplicitamente perché (sebbene sui tassi d'interesse fosse frequente un certo grado di *moral suasion*) nel periodo in esame nessuno di essi fu adottato dalla Banca Centrale d'Irlanda. Poiché non sembra minacciare l'ufficio valutario, non inseriamo la vigilanza prudenziale sulle banche nella lista delle funzioni negative. Il possibile conflitto tra vigilanza prudenziale e politica monetaria riguarda più direttamente un regime di attività discrezionale della banca centrale.

Avviato nel 1927 come sistema puro di ufficio valutario adottato dal nuovo stato indipendente, il regime valutario irlandese sperimentò molto gradualmente un aumento di queste attività non afferenti a un ufficio valutario. Al riguardo la sua storia è analoga a quella di altri uffici valutari.⁵ Sebbene assuma titolo e stato giuridico di banca centrale nel 1943 (un fatto che probabilmente ha contribuito a farla trascurare nella letteratura sugli uffici valutari), l'autorità di emissione irlandese rimase a tutti gli effetti un ufficio valutario almeno fino ai primi anni '70. Da allora, un aumento delle attività di banca centrale rappresentò la vera transizione, e nel 1979, dopo la rottura con la sterlina, la moneta padrona, fu chiaro che l'Irlanda non stava più operando come un sistema di ufficio valutario. Pertanto, l'intero periodo dagli anni '20 agli anni '70 è istruttivo quando si vogliono considerare le scelte politiche di altri nuovi stati indipendenti o post-socialisti europei. Questo articolo esamina tale esperienza e valuta in quale misura quel periodo possa essere ritenuto un successo.

La sezione 2 fornisce un resoconto dei piani istituzionali che hanno governato la gestione valutaria e monetaria in Irlanda nel periodo in esame. La sezione 3 valuta i risultati del sistema nel generare i benefici attesi. La sezione 4 discute in quale misura esso abbia ben fronteggiato gli shock esogeni, un aspetto che costituisce una presunta debolezza del sistema di ufficio valutario. La sezione 5 descrive come il sistema sia giunto a termine. La sezione 6 offre una valutazione complessiva.

2. L'assetto istituzionale⁶

2.1. *Le origini della sterlina irlandese*

Quando lo Stato Libero d'Irlanda divenne indipendente nell'aprile 1922, mantenne sostanzialmente inalterate le strutture giuridiche che aveva ereditato dagli anni di appartenenza al Regno Unito.

⁵ Schwartz (1993) documenta una simile diluizione delle caratteristiche distintive di ufficio valutario persino nel Fondo cambi di Hong Kong.

⁶ Un resoconto più dettagliato si trova in Honohan (1994), che a sua volta attinge a Banking Commission (1938), Fanning (1983), Hall (1949), McGowan (1990), Moynihan (1975), Ó Gráda (1994), Pratschke (1969) e ai *Quarterly Bulletins* e *Annual Reports* della Commissione valutaria e della Banca Centrale d'Irlanda.

Fino al marzo 1979, poco tempo dopo l'istituzione del Sistema Monetario Europeo al quale l'Irlanda, ma non il Regno Unito, partecipò pienamente sin dall'inizio, la valuta irlandese rimase alla pari con la sterlina. Dal punto di vista giuridico, il periodo che va dall'indipendenza all'istituzione del Sistema Monetario Europeo nel 1979 si divide in tre fasi: quella della moneta privata (prima del 1928), quella della Commissione valutaria e infine quella del legame tra la Banca Centrale d'Irlanda e la sterlina a partire dal 1943. La Commissione valutaria era chiaramente un ufficio valutario, ma in questo articolo si sostiene che anche l'esperienza relativa all'ultimo periodo – sebbene nominalmente fosse quella di una banca centrale – conservò la maggior parte delle caratteristiche di un ufficio valutario.

Come conseguenza delle riforme valutarie britanniche della metà degli anni '40 del secolo scorso, sei delle nove banche organizzate in società per azioni conservarono i privilegi dell'emissione di moneta, sebbene ogni emissione eccedente una somma iniziale ereditata dall'esperienza precedente dovesse essere coperta con oro o argento (o, durante la sospensione della convertibilità dal 1914 al 1920, con banconote denominate in valuta britannica). Per questo motivo, al momento dell'indipendenza gran parte del circolante rappresentava passività delle banche irlandesi. Tuttavia la sterlina irlandese non era affatto una moneta autonoma. Tutte le banche operavano ancora nell'Irlanda del Nord, e tutte detenevano riserve liquide a Londra, dove due delle maggiori avevano la loro direzione. Le loro banconote e altre obbligazioni erano ancora pagabili in valuta britannica. Il proseguimento di questo stato di cose non comportò alcun problema evidente.

Fu nel 1926, con l'introduzione da parte del nuovo governo di una serie di monete metalliche dai sigilli chiaramente irlandesi, che cominciarono a sorgere dubbi o ambiguità sulla condizione della valuta irlandese. Sebbene il nuovo conio rappresentasse più un gesto di orgoglio nazionale che una misura di politica economica, il concetto di una sterlina irlandese divenne un problema aperto. Per affrontare la questione, il governo nominò una commissione *ad hoc* presieduta da H. Parker Willis della Columbia University di New York. Quattro degli altri sette membri della Commissione erano amministratori di banche irlandesi. A sei settimane dal suo insediamento nel 1927, la Commissione pubblicò un rapporto le cui raccomandazioni determinarono il corso futuro della sterlina irlandese.

2.2. La Commissione valutaria, 1927-1942

I risultati delle raccomandazioni della Commissione Willis furono:

(i) l'istituzione di una nuova unità di conto alla pari con la sterlina;

(ii) la creazione di una Commissione valutaria permanente (1927) per gestire l'introduzione di banconote in valuta irlandese a corso legale scambiabili con sterline (le prime banconote furono emesse nel 1928);

(iii) il consolidamento della precedente emissione di banconote da parte delle banche private in una singola moneta parallela, il signoraggio sulla quale venne in parte tassato.

La nuova unità di conto era, in assenza di indicazioni esplicite, la valuta alla base dei contratti nello stato. Tuttavia, venne fissata una parità di uno a uno con la sterlina e venne anche chiamata *pound*.⁷ In effetti rimase una certa ambiguità, e fino agli anni '70 le banche irlandesi ritennero necessario dedicare una cura particolare ad avvisare i propri clienti (all'interno dello stato) che tutti i depositi e i prestiti erano denominati in sterline irlandesi. La convertibilità si concretizzò attraverso la garanzia che ogni banconota denominata in sterline irlandesi sarebbe stata pagata alla pari (senza parcelle, margini o commissioni) in sterline presso la Banca d'Inghilterra a Londra, che in tal modo agiva da agenzia per la Commissione valutaria.

L'assetto finanziario essenziale della Commissione valutaria era più di ufficio valutario che di banca centrale. In particolare, quindi, la Commissione non era abilitata a concedere prestiti né alle banche né al governo. Le sue banconote erano a corso legale. Tutte le banconote emesse dovevano essere coperte al 100% da una riserva di oro e di sterline.

Le banche principali⁸ erano azioniste della nuova Commissione valutaria, ed eleggevano tre dei sette amministratori. Altri tre erano

⁷ In particolare fu denominata *Saorstát pound*, o *Free State Pound*. Dopo il 1949, quando lo Stato Libero d'Irlanda divenne la Repubblica d'Irlanda, la valuta fu conosciuta semplicemente con il nome di *Irish pound* (sterlina irlandese), termine usato anche in questo articolo. Finché la valuta rimase legata alla sterlina, il termine irlandese *púnt* non fu utilizzato quasi mai, come tuttora non lo è né diffusamente né ufficialmente nell'uso della lingua inglese in Irlanda.

⁸ Con l'eccezione di una banca che aveva deciso di operare solo nell'Irlanda del Nord e che aveva venduto le proprie filiali nello Stato Libero.

nominati dal Ministero delle finanze, mentre il settimo veniva eletto presidente da questi sei. L'importantissimo ruolo delle banche private rifletteva in parte le politiche finanziarie conservatrici adottate dal governo del nuovo stato, e in parte l'originario bilanciamento dei poteri all'interno delle Federal Reserve District Bank statunitensi (il professor Willis era stato *Director of Research* al Federal Reserve Board).

Il modello adottato, pertanto, incarnava quella che può essere considerata una soluzione britannica alle questioni della parità e dell'emissione di valuta, e una soluzione americana nella costituzione della Commissione preposta. La soluzione al problema di cosa fare delle banconote preesistenti emesse dalle banche irlandesi durante la legislazione britannica fu del tutto originale.

Invece di fare semplicemente in modo che le banconote emesse fossero forzatamente ritirate in cambio delle nuove, e non collaudate, banconote della Commissione valutaria, si decise di sostituirle con una serie consolidata di banconote garantite dalle banche⁹ e dalla Commissione valutaria. Tali banconote consolidate non avevano corso legale, ma ognuna di esse portava chiaramente impresso il nome della banca privata di emissione, e si dimostrarono pienamente accettabili. Tutte le banche azioniste, comprese le due che in precedenza non avevano diritto di emissione,¹⁰ furono autorizzate a emettere fino a una quantità prefissata di banconote consolidate. Le banconote di vecchia emissione dovettero essere ritirate, e l'ampiezza dell'emissione totale delle nuove banconote consolidate corrispose più o meno alla vecchia emissione.¹¹ Alle banche fu imposta una tariffa annuale, che ammontava al 3% (pari al tasso primario sui prestiti delle banche).¹² Pertanto la maggior parte del signoraggio sulle banconote consolidate, se non tutto, affluì in ultima istanza al governo. Non sorprende, quindi, che l'emissione totale delle banconote consolidate non abbia mai raggiunto il tetto, e che esse siano state gradualmente eliminate dopo il 1943, quando ammontavano ad appena il 22% delle

⁹ Queste depositavano presso la Commissione valutaria titoli per un valore pari a quello delle banconote.

¹⁰ Per anni esse erano ricorse a pratiche lobbistiche per ottenere regole del gioco uniformi nell'emissione di banconote.

¹¹ Trascuriamo qui molte complicazioni, tra cui la situazione dell'Irlanda del Nord (dove le banche private ancora oggi emettono banconote).

¹² Un contributo annuale dell'1,5% andava pagato alla Commissione valutaria. Dal 1932 si dovette pagare un ulteriore 1,5% direttamente al governo; tuttavia, nel 1937 tale contributo fu ridotto all'1% (in precedenza, secondo gli accordi del 1844-1845, si doveva pagare un'imposta annua pari ad appena lo 0,35%).

banconote irlandesi in circolazione, livello al quale erano scese dal 40% del 1934.

2.3. *La Banca Centrale d'Irlanda*

A seguito del rapporto di un'altra commissione governativa d'inchiesta sull'attività bancaria, la moneta e il credito, creata *ad hoc* negli anni '30, si decise di sostituire la Commissione valutaria con una banca centrale dotata di più ampi poteri. Nel 1943 iniziò la sua attività la Banca Centrale d'Irlanda. Tuttavia le sue operazioni furono strettamente limitate dalla permanente necessità di una copertura per la valuta, e dal fatto che il sistema bancario, con la sua vasta detenzione netta di attività estere, non necessitava di una nuova banca centrale che si ponesse come prestatore di ultima istanza.

Per almeno l'intero decennio successivo la banca centrale operò come se non avesse acquisito i nuovi margini di libertà. Non fece prestiti né alle banche né al governo. Non fece alcuno sforzo per influenzare l'andamento del credito attraverso regolamentazioni o interventi sui tassi d'interesse. Il suo intervento politico principale fu un'aperta critica alla "sempre crescente dimensione delle spese dello stato e delle autorità locali", contenuta nella relazione annuale della banca del 1950-51. Ciò portò a una lunga controversia pubblica, che fu seguita dal pensionamento anticipato del governatore della Banca.

2.4. *Per quanto tempo la Banca Centrale d'Irlanda operò come ufficio valutario?*

Per valutare per quanto tempo la Banca Centrale d'Irlanda, a dispetto degli ampi poteri conferitile, continuò a operare nel campo della gestione monetaria come ufficio valutario, ci rifacciamo agli elementi positivi e negativi ricordati nell'introduzione. Il primo elemento, positivo, è che sostanzialmente l'intera emissione di moneta dovrebbe essere coperta da riserve di valuta estera, denominate principalmente in termini della moneta padrona. In precedenza abbiamo anche ricordato vari elementi negativi, cioè campi in cui non ci aspetteremmo di trovare coinvolto un ufficio valutario, e che possono minacciare il regolare funzionamento del regime di ufficio valutario.

Quanto alla copertura della valuta in circolazione, essa fu assicurata nell'ambito della nuova banca centrale attraverso l'espedito di

un conto separato per l'emissione di banconote e per la loro copertura. Tale conto, noto come Fondo delle banconote a corso legale (FBCL), era soggetto alle stesse limitazioni, circa le attività ammissibili, del vecchio fondo di copertura della Commissione valutaria; dunque potevano figurarvi solo oro e sterline. Questo espediente contabile, separando l'emissione di banconote dalle altre attività della Banca, era simile a quello del Dipartimento di emissione della Banca d'Inghilterra. Negli anni si verificarono alcuni mutamenti che indebolirono progressivamente le norme di copertura, soprattutto riguardo la composizione delle riserve di valuta estera. Ancora una volta, tuttavia, prevalse un orientamento conservatore, e non si abusò delle nuove libertà. In particolare, le riserve totali di oro e valuta estera della banca centrale rimasero sempre ampiamente superiori all'emissione di banconote (sul finire degli anni '70 ammontavano a più del doppio).

Per altri aspetti, l'allontanamento della Banca Centrale d'Irlanda dal modello di puro ufficio valutario può essere sintetizzato come segue (la specificazione quantitativa è fornita nella tabella 1, che mostra il bilancio a intervalli decennali; maggiori dettagli sono disponibili in Honohan 1994).

Prima del 1955 nessuno degli elementi elencati nella lista negativa operò in modo significativo, e in particolare non venne effettuato alcun tipo di prestito. Era ancora in vigore una regola di copertura con oro e sterline al 100%.

Prima del 1965 ebbe inizio l'attività creditizia, ma su scala limitata. I depositi del governo e delle banche si erano accresciuti fino all'equivalente di circa un terzo dell'emissione di banconote. Le regole di copertura valutaria erano state allentate, soprattutto per includervi i dollari statunitensi e alcune attività interne.

Nel 1975 l'attività creditizia si svolgeva ancora su una scala relativamente modesta ed era sempre inferiore agli ormai rilevanti depositi del governo e delle banche. Alle banche erano state imposte riserve obbligatorie, e veniva posta in essere una politica creditizia.

Infine, a partire dal 1971 la parità della valuta non fu più una questione che necessitava di cambiamenti legislativi, ma poté essere modificata dal Ministero delle finanze (previa consultazione con la banca centrale).¹³

¹³ Tale cambiamento venne attuato ufficialmente per risolvere un conflitto legislativo tra la parità indicata dal FMI in termini di oro e la vecchia parità nei confronti della sterlina stabilita nel 1927.

TABELLA 1

BANCA CENTRALE D'IRLANDA: BILANCIO SEMPLIFICATO

Milioni £	1935	Fine marzo			Fine dic. 1974
		1945	1955	1965	
Attività					
Estere	8,9	37,1	87,4	153,2	495,4
Oro	0,0	3,9	4,0	6,0	7,6
Valuta estera	8,9	33,2	83,4	147,2	453,1
Diritti speciali di prelievo					17,0
Posizione di riserva verso il FMI					17,7
Cambiali e titoli nazionali	0,1	0,0	0,0	9,5	63,2
Cambiali riscontate alle banche	0,0	0,0	0,0	2,9	0,9
Titoli di stato irlandesi	0,1	0,0	0,0	6,6	62,3
Passività					
Banconote a corso legale	7,7	32,9	74,0	106,6	250,5
Depositi delle banche	0,0	1,2	0,6	22,0	227,1
Depositi del governo	0,3	0,0	0,0	14,1	52,9
Altre (nette)	0,9	3,0	12,8	20,0	28,1
Memo:					
Titoli di debito del FBCL sul Fondo generale				23,8	30,0
Attività estere nette delle banche associate	70,7	152,4	85,7	89,3	10,3
Banconote consolidate delle banche private	4,9	3,1	0,5	0,2	0,1
Reddito netto	0,2	0,4	1,4	3,5	13,0
% del Pnl					
Attività					
Estere	4,80	11,89	15,86	15,62	13,73
Oro	0,00	1,25	0,73	0,61	0,21
Valuta estera	4,80	10,64	15,14	15,01	12,56
Diritti speciali di prelievo					0,47
Posizione di riserva verso il FMI					0,49
Cambiali e titoli nazionali	0,03	0,00	0,00	0,97	1,75
Cambiali riscontate alle banche	0,00	0,00	0,00	0,30	0,02
Titoli di stato irlandesi	0,03	0,00	0,00	0,67	1,73
Passività					
Banconote a corso legale	4,18	10,54	13,43	10,87	6,94
Depositi delle banche	0,01	0,37	0,11	2,24	6,30
Depositi del governo	0,15	0,00	0,00	1,44	1,47
Altre (nette)	0,49	0,97	2,32	2,04	0,78
Memo:					
Titoli di debito del FBCL sul Fondo generale				2,43	0,83
Attività estere nette delle banche associate	38,22	48,85	15,55	9,10	0,29
Banconote consolidate delle banche private	2,65	0,99	0,09	0,02	0,00
Reddito netto	0,11	0,13	0,25	0,36	0,48

Sulla base di ciò è difficile mettere in dubbio che prima degli anni '70 la banca centrale operasse essenzialmente come un sistema di ufficio valutario. Inoltre, essa ne conservò molte caratteristiche fondamentali fino alla fine del legame con la sterlina nel 1979.

3. I benefici del sistema

I benefici di un sistema di ufficio valutario sono riscontrabili tipicamente nelle dimensioni del contributo alla stabilità macroeconomica e finanziaria (tramite un rafforzamento della credibilità in relazione alle oscillazioni cicliche o a un meno attendibile regime di tassi di cambio stabili) e del contributo al signoraggio (relativamente al sistema basato sul dollaro). Lo svantaggio principale è la rigidità del sistema nel reagire agli shock. In questa sezione esaminiamo l'evidenza empirica in relazione alle caratteristiche favorevoli alla stabilità; nella sezione seguente si discutono alcuni shock.

3.1. *Il signoraggio*

La deviazione del flusso del signoraggio dall'emittente di valuta straniera all'ufficio valutario è considerata solitamente uno dei vantaggi principali dell'istituzione dell'ufficio valutario. Tuttavia, nel caso irlandese vale la pena notare che lo *status quo* immediatamente precedente l'introduzione della sterlina irlandese comportò la circolazione di banconote private. Non vi erano stime attendibili della quantità di banconote in valuta britannica in circolazione in Irlanda, ma si ritiene che negli anni '20 abbiano rappresentato una piccola frazione del totale.¹⁴ Sebbene alcune banche private avessero base a Londra, la maggior parte delle loro proprietà era (ed è tuttora) irlandese. Di conseguenza, poiché le nuove banconote vennero introdotte a spese di quelle private, i guadagni da signoraggio non furono realizzati a spese degli stranieri.

¹⁴ Le banconote britanniche continuarono a circolare liberamente fino al 1979. Le banche in genere ritiravano tali banconote ogni volta che trovavano comodo farlo, e le rimpatriavano sollecitamente a Londra. Il volume annuale di banconote rimpatriate fu notevole. Nell'arco di dodici mesi (1967-1968) il volume di banconote in sterline tornate indietro fu pari a più di un terzo dello stock di banconote irlandesi emesse.

In sostanza l'intero signoraggio pervenne all'erario. In particolare, non fu dissipato neppure in minima parte nella concessione di prestiti sovvenzionati a opera della banca centrale.¹⁵

Una quantificazione del beneficio da signoraggio per l'erario è rappresentata dal flusso di reddito in surplus trasferito a esso dalla Commissione valutaria/banca centrale. Durante il mezzo secolo da noi considerato tale flusso fu pari in media allo 0,21% del Pnl, con un forte aumento verso la fine del periodo (nel decennio 1969-78 fu in media dello 0,37% del Pnl).

Una misura alternativa del flusso del signoraggio è data dalla variazione delle attività in valuta in ciascun anno (si veda Fischer 1982). Sebbene in uno stato stazionario i due approcci debbano condurre agli stessi risultati (eccetto per le spese amministrative dell'autorità di emissione), ciò non è affatto vero per le serie di dati in esame. In effetti, nel mezzo secolo considerato la variazione della moneta in percentuale del Pnl fu in media dello 0,74%.

La differenza fondamentale tra i due metodi di misurazione del signoraggio – superiore a un fattore di tre – costituisce un'impressionante illustrazione di un problema ben noto. Il modo migliore di appianare la discrepanza è considerare l'assetto istituzionale del flusso di signoraggio a beneficio del bilancio. Se l'emissione di moneta fosse coperta sostanzialmente da prestiti al governo, ogni aumento della circolazione di banconote fornirebbe immediatamente risorse al bilancio (come si assume implicitamente nella seconda misura del signoraggio, basata sul flusso valutario). L'approccio dell'ufficio valutario è alquanto diverso: esso investe i ricavi derivanti dall'emissione di banconote in titoli esteri, e il bilancio statale ne beneficia solo quando si realizza il rendimento di tali investimenti. In effetti, la banca centrale stava accumulando riserve sostanziose dai profitti non distribuiti.

Ci si può chiedere se le restrizioni – riserve solo in sterline – sulla composizione della copertura della moneta possano aver ridotto il signoraggio potenziale. Certamente, da questo punto di vista, come pure in virtù della sua maggiore convertibilità, il dollaro statunitense avrebbe costituito una migliore attività di riserva, anche se sarebbe stato meno comodo. In particolare, la svalutazione della sterlina nel

¹⁵ E, sebbene tendesse a crescere nel tempo, una frazione relativamente modesta dei redditi netti da interesse della banca centrale (circa il 10% nel 1978, pari all'1% dello stock di valuta) fu assorbita da spese amministrative.

1949 impose sulle attività ufficiali in sterline una perdita in conto capitale che, misurata in dollari, fu vicina al 5% del Pnl. Nonostante ciò, la maggior parte di tali attività si erano accumulate a partire dal 1940 attraverso esportazioni verso il Regno Unito pagate in sterline, in un periodo in cui la sterlina era sostanzialmente inconvertibile. In tali condizioni, quindi, la perdita si sarebbe verificata anche in assenza delle norme di copertura della moneta. Inoltre, nei mesi precedenti la svalutazione furono convertiti in sterline 47 milioni di dollari stanziati dal Piano Marshall (Moynihan 1975), e la sola perdita in conto capitale dovuta a tale operazione ammontò a quasi l'1% del Pnl – una decisione davvero costosa.

3.2. *La stabilità dei prezzi*

La figura 1 mostra che il tasso di cambio fisso mantenuto dal sistema dell'ufficio valutario portò a uno sviluppo parallelo dei prezzi al dettaglio in Irlanda e nel Regno Unito. Non è necessario alcun complicato test statistico per mostrare che l'andamento dell'inflazione era analogo nei due paesi. Inoltre, dopo una divergenza temporanea negli anni '40 (che presumibilmente rifletteva controlli più rigidi sui prezzi nel Regno Unito durante il periodo bellico), la parità del potere d'acquisto venne ristabilita sul finire dello stesso decennio (figura 2).¹⁶ Il riemergere di una deviazione negli anni '60 e nei primi anni '70 diede adito a qualche preoccupazione (Morgan 1975), ma nel 1978 era già stata parzialmente riassorbita, sicché la variazione totale dei prezzi relativi a partire dal 1927 fu inferiore al 6%.

3.3. *I tassi d'interesse*

Nella figura 3 è riportata una lunga serie storica relativa ai tassi d'interesse (tratta da Honohan e Conroy 1994). Sebbene il fenomeno

¹⁶ Sono grato a Kieran Kennedy per avermi fatto notare quanto sia importante in questo caso l'utilizzo di una serie coerente di prezzi per il Regno Unito. Una semplice concatenazione degli indici ufficiali del costo della vita sottostima l'inflazione cumulativa nel Regno Unito tra la fine degli anni '30 e l'inizio degli anni '50. Le figure 1 e 2 sono basate su Feinstein (1976), che si rifà al lavoro originario di R.G.D. Allen e del London and Cambridge Economic Service. I dati irlandesi utilizzati si riferiscono all'indice ufficiale dei prezzi al consumo.

FIGURA 1

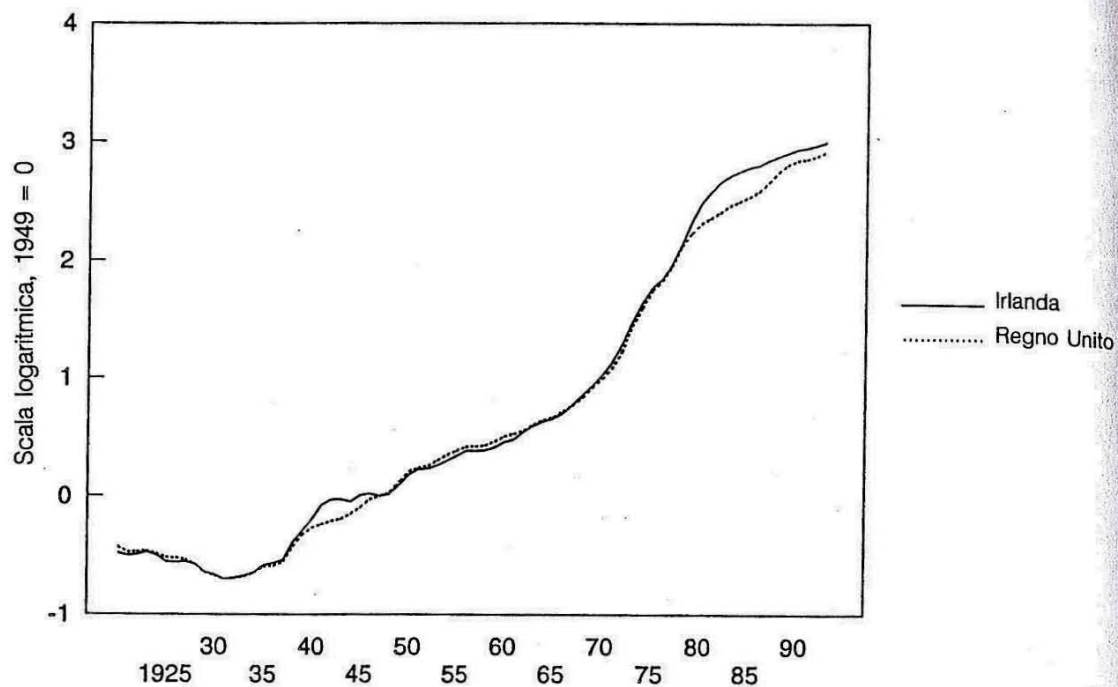
PREZZI AL DETTAGLIO IN IRLANDA E REGNO UNITO
1922-1992

FIGURA 2

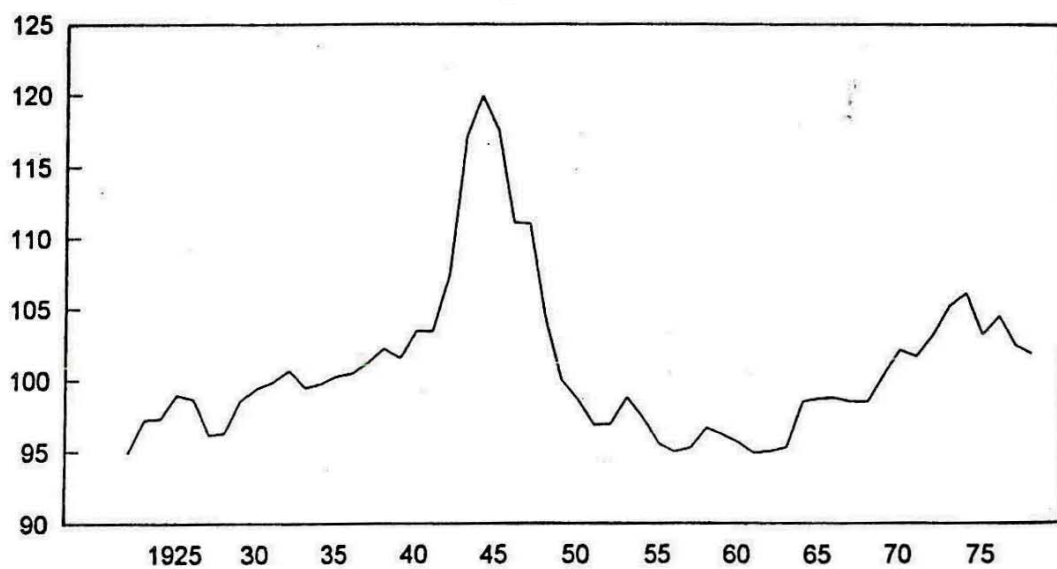
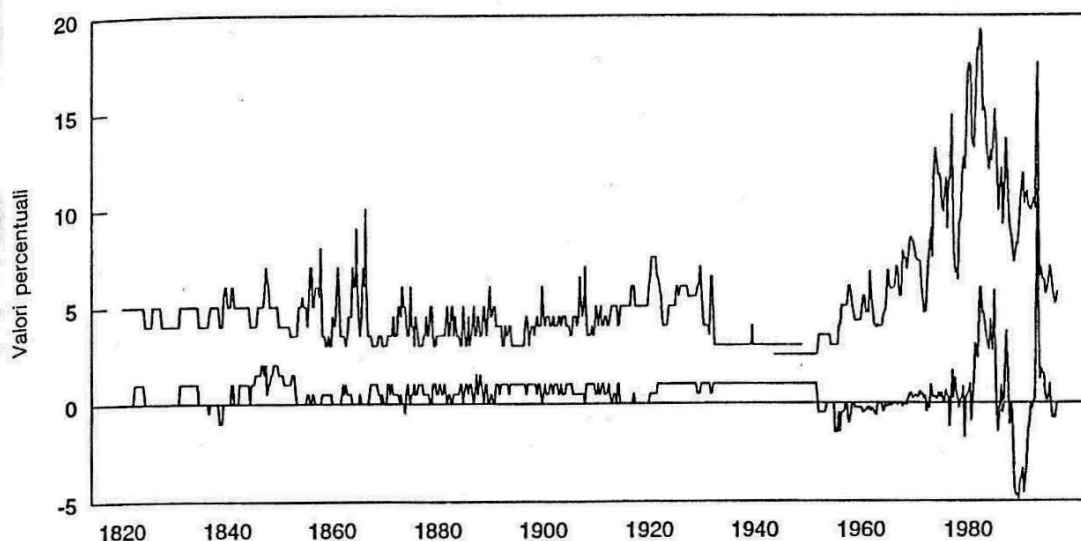
PREZZI AL DETTAGLIO IN IRLANDA IN % DI QUELLI DEL REGNO UNITO
Indice, 1949 = 100

FIGURA 3

TASSI D'INTERESSE IRLANDESI 1820-1994
E DIFFERENZIALI SU LONDRA

possa essere sopravvalutato, tutte le autorità sono d'accordo nel ritenere che, in quel periodo, i tassi d'interesse irlandesi fossero guidati da quelli di Londra.¹⁷ Dopo tutto, per la maggior parte del periodo, il mercato monetario all'ingrosso a disposizione delle banche fu quello di Londra. Dapprima questa situazione non fu intaccata dall'istituzione della Banca Centrale d'Irlanda, poiché le banche continuarono a detenere ampie riserve liquide a Londra. Anche dopo i primi, incerti passi verso la creazione di un mercato monetario interno sul finire degli anni '60, gli stretti legami finanziari tra le banche e Londra, insieme all'apparente solidità della parità di uno a uno, fecero sì che normalmente i tassi d'interesse si muovessero di pari passo.

A un più attento esame emerge uno spostamento nella relazione a partire dalla fine del 1921, con un differenziale tra il tasso bancario irlandese e quello di Londra superiore di circa lo 0,4% rispetto al periodo precedente.¹⁸ L'aumento del differenziale può essere attri-

¹⁷ Una semplice indicazione di ciò è data dal fatto che la correlazione trimestrale tra i tassi di Londra e di Dublino fu pari a 0,92 negli anni '50 e a 0,99 negli anni '60 e '70. Per una sofisticata analisi econometrica degli ultimi anni si veda Browne e O'Connell (1978).

¹⁸ La Banking Commission (1938) propone una formula per l'"esperienza storica" della relazione in questione. La formula è esatta per il periodo successivo al 1921, ma per il secolo precedente sovrastima i tassi d'interesse irlandesi in media dello 0,41%.

buito più a un rischio politico che a un rischio specificamente valutario; del resto esso si verificò molto tempo prima dell'istituzione della sterlina irlandese.¹⁹ A partire dal 1952, il tasso d'interesse irlandese riportato nella figura 3 è il tasso minimo di sconto della banca centrale. Sebbene fosse stato fissato fin dall'inizio allo 0,5% al di sotto del tasso bancario irlandese, in tutto il periodo in esame le variazioni del tasso della banca centrale manifestarono la tendenza a riflettere, più che a determinare, le condizioni di mercato. Fu il Ministero delle finanze, più che la banca centrale, a tentare un'opera di *moral suasion* sui tassi d'interesse bancari.

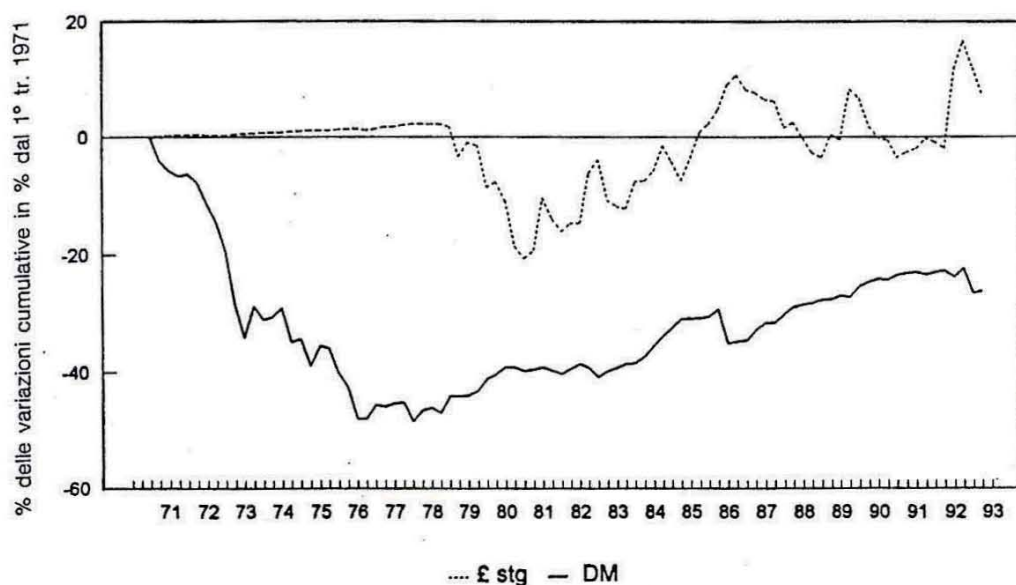
Tale opera di persuasione risultò efficace per la prima volta nel 1955, allorché le banche irlandesi furono convinte con una pressione politica a non seguire un rialzo di 1,5 punti percentuali dei tassi londinesi. In quell'occasione anche il tasso di sconto della banca centrale non seguì l'aumento di Londra. Non sorprende che nel 1955-56 si osservò anche il primo utilizzo del sconto, con cambiali di un'impresa di proprietà pubblica e del Tesoro rifinanziate a tassi molto più favorevoli di quelli ottenibili a Londra. In quale misura questo primo emergere del divario tra i tassi d'interesse abbia contribuito alle crisi immediatamente successive della bilancia dei pagamenti e del bilancio pubblico è una questione sulla quale ritorneremo nella prossima sezione.

Quale sarebbe stato l'andamento del tasso d'interesse se non fosse stato in vigore il sistema dell'ufficio valutario? Qualche prova a favore del successo del sistema nell'impedire il sorgere di premi di rischio notevoli proviene dalla successiva esperienza nello SME. I sistematici rendimenti in eccesso sulle attività irlandesi rispetto alle attività denominate in marchi tedeschi nel periodo dello SME (cioè il differenziale d'interesse eccedente il successivo deprezzamento del tasso di cambio) sono illustrati nella figura 4, che riporta i rendimenti cumulativi in eccesso, misurati come deviazione percentuale a partire dal 1971. Dalla figura si può vedere come prima dello SME non vi siano (ovviamente) rendimenti in eccesso rispetto alla sterlina. È altresì evidente che, negli anni precedenti l'avvio dello SME, le attività irlandesi e britanniche mostrarono rendimenti in eccesso prevalentemente negativi rispetto alle attività in marchi tedeschi. Dal

¹⁹ Un ulteriore esempio di rischio politico è documentato da Ó Gráda (1994), che mostra come nel 1933 il differenziale di rendimento tra i titoli di stato a lungo termine irlandesi e i titoli di prim'ordine del Regno Unito aumentò di circa 50 punti base a seguito del cambio di governo che portò al potere il partito (ex rivoluzionario) Fianna Fáil.

FIGURA 4

RENDIMENTI CUMULATIVI IN ECCESSO DELLE ATTIVITÀ IRLANDESI
DI BREVE PERIODO RISPETTO A QUELLE IN STERLINE E IN DM



1971 al momento dell'introduzione dello SME, un detentore di marchi tedeschi avrebbe migliorato le proprie condizioni di circa l'80% nei confronti di un detentore di sterline irlandesi nello stesso periodo. Ma dall'avvio dello SME la storia è piuttosto diversa. Si osservano:

- un lungo periodo, durante la permanenza nello SME, di rendimenti in eccesso generalmente positivi, seppure modesti, nei confronti del marco tedesco (periodo interrotto in modo significativo solo dalla svalutazione della metà del 1986), che avrebbe fruttato, nel 1992, un rendimento in eccesso cumulativo di quasi il 40% dall'avvio dello SME;
- un'oscillazione con bassa frequenza nei confronti della sterlina nel periodo dello SME, iniziata con un periodo sostenuto di rendimenti in eccesso negativi fino alla fine del 1981, seguiti da rendimenti in eccesso per lo più positivi fino alla metà del 1986, e successivamente da fluttuazioni cumulative inferiori.

Queste vicende del tasso d'interesse durante la permanenza nello SME sono aperte a diverse interpretazioni; altrove (Honohan e Conroy 1994) abbiamo sostenuto che, a seguito della partecipazione dell'Irlanda allo SME, il mercato applicò quello che si dimostrò essere un premio eccessivo per il rischio atteso di svalutazione nei

confronti del marco tedesco.²⁰ Non solo i rendimenti cumulativi in eccesso nei confronti del marco tedesco furono notevoli, ma i periodi di debolezza della sterlina – essi stessi un segno premonitore del deprezzamento della sterlina irlandese – portarono anche a rialzi eccessivi dei tassi d'interesse. In definitiva, la politica di riallineamento all'interno dello SME mancava di credibilità, causando in tal modo tassi d'interesse elevati.

Che l'assetto dell'ufficio valutario abbia contribuito ad abbassare i tassi d'interesse riducendo il rischio atteso tramite un effetto di credibilità, è un corollario della nostra conclusione sul periodo dello SME.

3.4. *Stabilità contro sviluppo?*

Non sempre la stabilità costituisce un fattore decisamente positivo per lo sviluppo. Un aspetto da sempre controverso del legame con la sterlina è la misura in cui tale legame ha favorito il perpetuarsi di legami commerciali con un mercato (quello dell'area della sterlina) che non partecipò al dinamismo del dopoguerra. I costi del rischio valutario e delle transazioni sui cambi esteri rappresentarono barriere per le imprese esportatrici irlandesi, che in caso contrario avrebbero potuto instaurare relazioni commerciali con l'Europa continentale e altre aree. Il punto è che se il commercio con il Regno Unito fosse stato soggetto agli stessi costi, un maggior numero d'imprese avrebbe deciso di affrontare i costi fissi richiesti per imparare come trattare i cambi esteri, e avrebbe allora beneficiato di un mercato più dinamico. Ma in effetti, con un legame di uno a uno senza margini di oscillazione, il commercio con l'area della sterlina non comportava una complessità finanziaria maggiore di quella del commercio nazionale.

È possibile comprendere tale punto senza partire dalle solite assunzioni di comportamento razionale, purché ammettiamo l'esistenza di alcune esternalità. Il difficile è quantificare l'importanza potenziale della questione. Nel corso degli anni, la dipendenza dal Regno Unito diminuì in modo notevole. Nel 1926 il Regno Unito rappre-

²⁰ Le aspettative del mercato potrebbero essere razionalizzate in forma di effetto "peso", in cui *ex post* le aspettative distorte possono riflettere uno sconto ragionevole contro il rischio di un evento fortemente negativo, che di fatto all'interno del campione non si era verificato, ma che avrebbe potuto benissimo accadere.

sentava il 96,7% delle esportazioni di merci irlandesi e il 75,6% delle importazioni. Alla vigilia dell'ingresso dell'Irlanda nella CEE tali cifre erano scese al 62,0 e 54,8%, e nel 1978 erano ulteriormente diminuite al 47,0 e 52,6% (1995: 25,4 e 35,1%).

Un'argomentazione simile può essere sostenuta riguardo al sistema finanziario. Il sistema di ufficio valutario, insieme all'utilizzo, da parte delle banche, del mercato monetario londinese per le esigenze di liquidità non favorirono lo sviluppo della gestione del rischio e delle tecniche commerciali in Irlanda. L'acquisizione di abilità di questo tipo venne ritardata di molto, fino all'emergere di un mercato monetario interno nei primi anni '70, e di un mercato dei cambi esteri in tempi anche più recenti.

Sembra ragionevole concludere che, nell'offrire stabilità, il regime di ufficio valutario frenò alcuni sviluppi che avrebbero potuto avere effetti dinamici positivi. È ancora troppo presto per giudicare se a partire dal 1979 l'economia abbia migliorato il proprio sentiero di crescita di medio periodo, in seguito all'esposizione a un contesto monetario più stimolante e instabile.

4. Le reazioni agli shock

L'aspetto più criticato dell'ufficio valutario (come del sistema aureo) è la rigidità nell'affrontare gli shock. Questo è ciò che incoraggiò lo sviluppo di banche centrali come la Federal Reserve statunitense, e che nel XIX secolo portò anche alla pratica, da parte della Banca d'Inghilterra, di violare in tempi di panico le rigide regole di copertura in oro per le proprie banconote. Per una piccola economia aperta, il problema è che una fuoriuscita di capitali, o un deficit di parte corrente della bilancia dei pagamenti, potrebbe risolversi in una contrazione dell'offerta di moneta dagli effetti fortemente deflazionistici.

In quale modo il sistema irlandese affrontò shock di questo tipo? La risposta è che li affrontò piuttosto bene. Ma poté farlo grazie alle ampie attività estere del sistema bancario privato, che si aggiungevano a quelle dell'autorità di emissione della valuta. La figura 5 ne illustra le dimensioni, e rivela che fino al 1955 le attività estere nette delle banche associate superavano di molto quelle della Commissione valu-

taria e della banca centrale. In effetti esse rimasero superiori a quelle di queste ultime fino al 1963. Nel 1969 le attività estere nette delle banche associate furono acquistate dalla banca centrale con depositi di sterline irlandesi, incrementando notevolmente le riserve ufficiali di valuta estera, che da allora in poi ammontarono in media a circa due volte e mezzo lo stock di circolante.

Il fatto che il sistema bancario nel suo complesso abbia sempre avuto riserve estere in grande eccesso rispetto all'emissione di banconote fornì l'elasticità addizionale necessaria. Le fuoriuscite nette di capitale furono assorbite senza alcuna restrizione del circolante. In effetti, come si vede dalla figura 5, la perdita del cambio estero dovuta ai deficit del periodo tra la fine della seconda guerra mondiale e il 1956 (compresa la crisi del 1955-1956) fu assorbita quasi interamente dalla riduzione delle attività estere delle banche private.²¹

4.1. *La competitività*

Un aspetto della mancanza di flessibilità di un regime valutario fisso riguarda la sua incapacità a reagire alle perdite di competitività, che può essere rilevante se il sistema di contrattazione salariale non tiene conto di vincoli esterni. Sebbene sia una questione controversa, non sembra che, nella maggior parte del periodo in esame, in Irlanda ciò sia accaduto in misura rilevante. Non possiamo esserne certi a causa di difficoltà in materia di dati e di analisi.

L'ottenimento di una *quantificazione* definita dello sviluppo è qui ostacolato dai rilevanti mutamenti nella struttura occupazionale e tecnica dell'economia, soprattutto in rapporto alle tendenze registrate nel Regno Unito. Studi recenti sui dati a disposizione concludono che in Irlanda, tra gli anni '20 e gli anni '40, i salari relativi potrebbero essere diminuiti (figura 6).²² Dopo essere rimasti largamente in linea fino alla metà degli anni '60, i livelli relativi dei salari irlandesi sembrano aver vissuto un rialzo piuttosto accentuato.

In un contesto nel quale molti lavoratori di entrambe le sponde del Mare d'Irlanda erano rappresentati dagli stessi sindacati, e nel quale la

²¹ Questa esperienza illustra bene il ruolo stabilizzatore che potrebbero rivestire le riserve di cambi esteri delle banche commerciali, un ruolo sottolineato da Ingram (1962) nella sua proposta di un'integrazione finanziaria internazionale.

²² I dati precedenti al 1949 provengono da Curtis e Fitz Gerald (1994); quelli successivi da Walsh (1994).

FIGURA 5

ATTIVITÀ ESTERE NETTE, 1932-68
BANCHE ASSOCIATE E BANCA CENTRALE

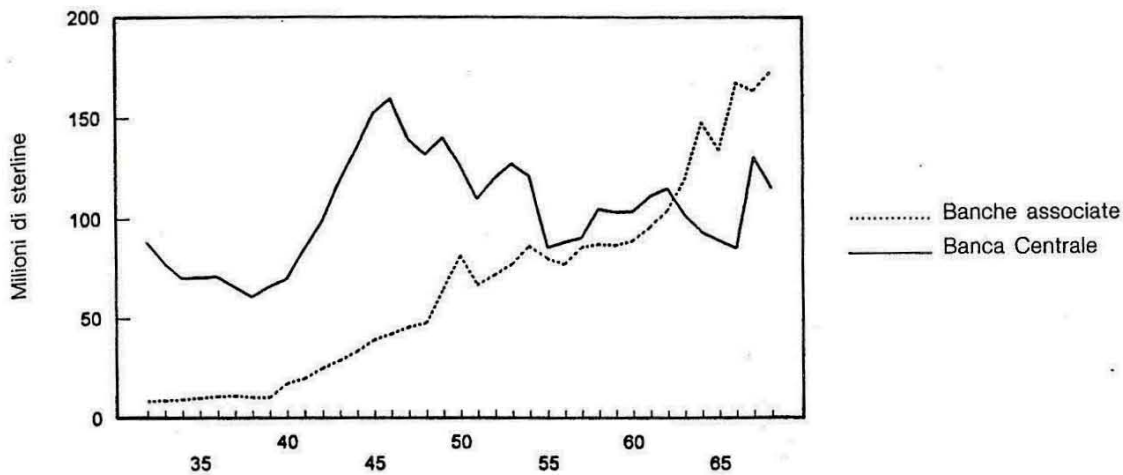
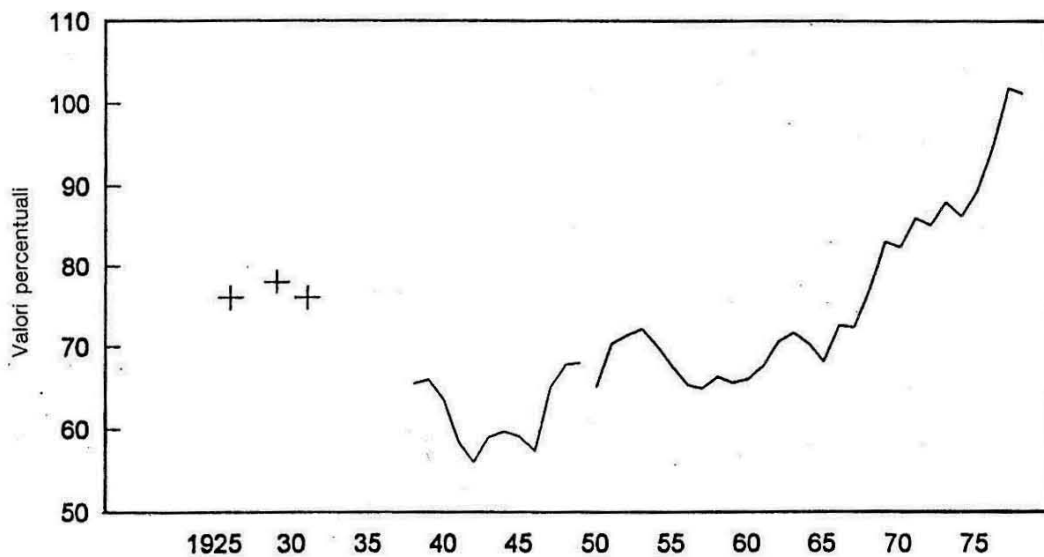


FIGURA 6

SALARI IRLANDESI IN % DI QUELLI DEL REGNO UNITO, 1926-78
OPERAI MASCHI NELL'INDUSTRIA



mobilità del lavoro tra i due paesi è straordinariamente alta, è stata avanzata una gran quantità di *ipotesi* per spiegare l'aumento dei livelli salariali tra il 1966 e il 1979. Tali ipotesi includono fattori dal lato dell'offerta (mutamenti nel comportamento sindacale, una *leadership* salariale nei servizi di pubblica utilità, aspettative crescenti sul tenore di vita e miglioramenti nei livelli relativi della sicurezza sociale) e fattori dal lato della domanda (miglioramenti della produttività nei servizi manifatturieri e nelle attività di mercato, di libero scambio, una mole crescente di investimenti diretti stranieri). Quanto ai primi, i migliori modelli econo-

metrici di determinazione dei salari di breve periodo in Irlanda (ad esempio Bradley *et al.* 1989) suggeriscono che il contratto salariale era stilato in termini di salari reali al netto delle tasse; se è così, una più morbida politica valutaria avrebbe avuto solo un effetto transitorio nel ridurre i salari reali.

Un approccio più diretto alla questione della competitività salariale consisterebbe nel chiedersi se nel periodo considerato l'economia abbia raggiunto e mantenuto la situazione di pieno impiego. Sulla base di tale misura, il risultato appare deludente: durante l'intero periodo persistettero livelli di disoccupazione piuttosto elevati. Tuttavia occorre ricordare che per quasi due secoli l'Irlanda è stata un paese esportatore di lavoro. Non è chiaro se la politica del tasso di cambio possa essere ritenuta responsabile di un così lungo periodo di eccesso di offerta di lavoro. In effetti, se accettiamo che i salari irlandesi sono caduti a un minimo relativo (dagli anni '20) intorno al 1950, non possiamo attribuire i depressi anni '50, con una disoccupazione crescente e un'emigrazione di massa, a un'improvvisa perdita di competitività del lavoro dovuta a una crescita dei salari superiore a quanto ci si sarebbe potuto permettere dato il regime del tasso di cambio. Più tardi le condizioni dell'occupazione migliorarono notevolmente senza che vi fosse alcun aggiustamento del regime del tasso di cambio.

Un esame dei tassi di disoccupazione relativi e dei flussi migratori negli anni '70 non indica infatti, alcuna tendenza, da parte del lavoro irlandese, a presentare un prezzo così alto da essere progressivamente tagliato fuori dal mercato. Prima degli anni '80 il divario tra la disoccupazione in Irlanda e nel Regno Unito non mostrò alcuna tendenza sistematica (Honohan 1992). Infine, nel periodo del legame con la sterlina non vi è certamente alcun peggioramento secolare nel tasso di emigrazione. In effetti, nella lunga storia del declino della popolazione, la metà degli anni '70 ha rappresentato una parentesi e un periodo di immigrazione netta insolitamente alta verso l'Irlanda.

Queste conclusioni sulla competitività non devono sorprendere quando si riconosce che, dagli anni '30 in poi, la sterlina non si è rivelata una moneta molto forte: nei fatti, un padrone lassista.

4.2. *L'abbaglio del 1955 sul tasso d'interesse*

Uno dei maggiori shock che il sistema abbia mai affrontato si verificò nel 1955. Nei mesi di gennaio e febbraio di quell'anno il tasso bancario di Londra venne innalzato in due passi dell'1,5% (fino

al 4,5%). Il disturbo non derivò dall'aumento del tasso d'interesse in sé, ma dalla reazione irlandese. Le banche irlandesi lo avrebbero seguito normalmente, ma per la prima volta in quella circostanza furono convinte dal Ministero delle finanze a evitare un aumento corrispondente dei loro tassi d'interesse. Il differenziale fu eliminato solo alla fine dell'anno. È possibile interpretare la crisi della bilancia dei pagamenti internazionali che ne seguì come attribuibile in misura non modesta all'emergere, per la prima volta, di un notevole differenziale d'interesse. In tale contesto è importante ricordare che tra l'Irlanda e il resto dell'area della sterlina vi era una completa libertà di movimenti di capitale.

Il sintomo principale della crisi fu una caduta, nel 1955, delle attività estere nette del sistema bancario, di un ammontare pari a circa l'8% del Pnl.²³ Circa la metà della caduta può essere attribuita alla fuoriuscita netta di capitali, cui può aver contribuito una sostituzione del credito delle banche irlandesi al credito estero. Di certo vi fu una grande ondata di credito bancario, soprattutto verso i settori che verosimilmente avevano precedenti linee di credito nel Regno Unito. La parte rimanente della caduta nelle attività estere nette del sistema bancario fu associata a un rapido incremento delle importazioni e a un declino delle esportazioni di carne. Sebbene alcuni studi precedenti abbiano sottolineato il ruolo dell'aumentata spesa per consumi nel determinare l'incremento delle importazioni, gran parte della caduta delle esportazioni e parte della crescita delle importazioni erano connesse all'accumulazione di scorte, che può essere stata favorita dal tasso d'interesse reale relativamente basso.²⁴

All'inizio del 1956 le autorità fiscali reagirono alla crisi imponendo pesanti dazi sulle importazioni di beni di consumo finiti e semilavorati. Tale misura fu immediatamente efficace nel ridurre le importazioni, ma provocò anche una recessione interna e un'ondata di emigrazioni (che nel 1957 raggiunse il livello record, per il dopoguerra, dell'1,8% della popolazione).

²³ La prima e maggiore crisi di bilancia dei pagamenti del 1950-51 fu dovuta in larga parte all'effetto sulle ragioni di scambio della svalutazione della sterlina nel 1949, e al boom dei prezzi delle merci durante la guerra in Corea. Le rimesse dei fondi del Piano Marshall furono d'aiuto fino al 1951, ma nel 1952 venne presentato un bilancio deflazionistico che si dimostrò più che sufficiente a correggere la situazione.

²⁴ Il fatto che, quando simili divari emersero negli anni successivi, non fossero seguiti da un boom del credito può essere parzialmente spiegato in termini dell'emergere del razionamento del credito o di altri mutamenti nell'attività bancaria.

A posteriori, la politica del tasso d'interesse perseguita nel 1955 sembra essere stata un errore grossolano. Le autorità semplicemente non riuscirono a vedere la disciplina sul tasso d'interesse implicita nel sistema di ufficio valutario. Tuttavia, nel lungo periodo la crisi del 1955-56 portò a una completa ed epocale riconsiderazione della politica economica, che spostò l'attenzione verso un'ottica orientata all'esterno, e che comportò infine uno spostamento verso il libero scambio e la promozione di una base di esportazione di manufatti, soprattutto attraverso l'incoraggiamento degli investimenti diretti esteri nel paese.²⁵ Paradossalmente, quindi, può essere stata l'incapacità di osservare la disciplina sui tassi d'interesse implicita nel sistema dell'ufficio valutario a indurre la politica economica a scrollarsi di dosso l'ottica concentrata sull'interno nella quale si era adagiata alla metà degli anni '50.

5. La rottura del legame

5.1. *Perché si prese la decisione*

Sebbene di tanto in tanto l'opportunità del legame con la sterlina sia stata messa in discussione, soprattutto all'indomani della sua svalutazione nel 1949,²⁶ si può tranquillamente affermare che un cambiamento della linea politica non fu una vera e propria questione all'ordine del giorno prima della metà degli anni '70. A quel punto, il collasso del sistema di Bretton Woods aveva rimesso in discussione tutti i regimi di tassi di cambio fissi, e l'esperienza di elevata inflazione del Regno Unito, importata appieno in Irlanda, suscitò l'idea che, rompendo il legame, si sarebbe potuto raggiungere un regime di inflazione più bassa e stabile.

²⁵ Gli avvenimenti a cavallo della pubblicazione, nel novembre 1958, del libro bianco governativo *Economic Development* sono discussi in Fitz Gerald (1968).

²⁶ Dopo la svalutazione della sterlina nel 1949 sembra aver avuto ampia diffusione un'idea apparentemente confusa. Quell'avvenimento peggiorò le ragioni di scambio dell'Irlanda riducendo il prezzo delle esportazioni (dirette principalmente nell'area della sterlina) più di quello delle importazioni, gran parte delle quali provenivano da altre aree valutarie. Vi fu anche una caduta del potere d'acquisto degli importanti investimenti in sterline detenuti dal sistema bancario irlandese. Ma alcuni commentatori sembrano essere saltati all'errata conclusione che tali shock si sarebbe potuti sfuggire evitando di seguire la flessione della sterlina (per un resoconto si veda Moynihan 1975).

Un'indicazione della serietà con cui tale idea venne considerata nel 1976 può essere fornita da un insolito passo del governatore della Banca Centrale d'Irlanda, la pubblicazione di una conferenza dal titolo: "È opportuno rompere il legame con la sterlina?".²⁷ Il governatore concludeva respingendo qualsiasi cambiamento, in parte perché temeva la difficoltà di assicurare una disciplina inflazionistica all'interno una volta rotto il legame con la sterlina; è interessante comunque rilevare che uno spostamento verso l'alto della moneta era la direzione preferita per ogni cambiamento. Invece, protetto dalla generale debolezza della sterlina e dai bassi tassi d'interesse prevalenti, sul finire degli anni '70 il governo perseguì una politica marcatamente espansionistica, finanziata in gran parte da prestiti esteri.

L'occasione per la rottura si presentò con l'istituzione del Sistema Monetario Europeo, che rappresentò il ritorno della Francia a un accordo su un progetto valutario europeo. È stato riconosciuto che l'adesione a un blocco di valute solide avrebbe potuto causare problemi ai paesi a inflazione elevata; così, per favorire una tranquilla partecipazione di Irlanda e Italia al nuovo sistema, si negoziò un insieme di prestiti sovvenzionati. Il valore attuale netto dell'elemento sovvenzione fu stimato a circa il 3% del Pnl, inferiore quindi ai trasferimenti annuali di aiuti strutturali corrisposti dall'UE all'Irlanda per alcuni anni attorno alla metà degli anni '90. Tuttavia ciò era sufficiente, e l'Irlanda aderì al nuovo sistema che entrò in vigore il 13 marzo 1979 senza la piena partecipazione del Regno Unito. Prima della fine del mese, un rafforzamento della sterlina portò la sterlina irlandese alla soglia superiore d'intervento dello SME, e divenne necessario rompere il legame con la sterlina.

I quindici anni seguenti videro ampie fluttuazioni del tasso di cambio tra la sterlina irlandese e la sterlina, che variò tra IR£ 1 = £ 0,74 (febbraio 1981) e IR£ 1 = £ 1,10 (ottobre 1992).

5.2. *Avrebbe potuto sopravvivere il legame con la sterlina?*

Si può ritenere che il legame con la sterlina non sarebbe comunque sopravvissuto ai primi anni '80. Alla metà degli anni '70 non rimaneva alcuna barriera giuridica o istituzionale a un mutamento nel

²⁷ Whitaker (1976). Forse in modo provocatorio, ma senza dubbio deliberatamente, egli decise di scrivere questo lavoro in lingua irlandese, limitando così di molto il proprio uditorio.

regime del tasso di cambio, e il ruolo del legame con la sterlina nel contribuire alla rapida inflazione degli anni '70 aveva indebolito l'impegno politico verso di esso. Le riserve valutarie erano ancora ben superiori al livello minimo, ma non superavano più la somma delle passività a vista della banca centrale (banconote più depositi), e non vi era più il cuscinetto delle riserve estere nette delle banche private che aveva aiutato ad affrontare le tempeste degli anni '50. Fin quando la sterlina avesse continuato a manifestare una certa debolezza, l'assetto valutario non sarebbe stato sottoposto a pressioni; ma improvvisamente quella debolezza scomparve.

Aiutata da una politica monetaria rigida nel Regno Unito e dagli effetti del petrolio del Mare del Nord (Honohan 1978), tra il 1978 e il 1981 la sterlina si rafforzò notevolmente. Se la sterlina irlandese fosse rimasta legata alla sterlina, il suo valore medio nel 1981 sarebbe stato superiore del 25% rispetto ai livelli effettivamente registrati. La lentezza con cui i salari nominali si adeguarono a tale evoluzione avrebbe certamente comportato un deterioramento senza precedenti della competitività irlandese. Con una severa recessione in Irlanda, già aggravata, a partire dal 1981, dalla necessaria stretta fiscale (attuata principalmente con aumenti delle tasse), si sarebbe sicuramente presentata l'alternativa di una svalutazione. Nonostante l'estensione all'area della sterlina dei controlli sui cambi in vigore dal 1978, il potenziale deflusso di capitali era considerevole, e a questo punto, con la banca centrale intenzionata ad agire da prestatore di ultima istanza del governo e del sistema bancario, quel che rimaneva delle regole dell'ufficio valutario si sarebbe presto piegato alle esigenze della politica corrente.

6. Una valutazione

Cosa possono apprendere dall'esperienza irlandese coloro che attualmente stanno studiando i migliori assetti istituzionali per le nuove valute? Un insegnamento è che l'adozione di un sistema di ufficio valutario non sempre può avere successo come nel caso dell'esperienza irlandese. Solo alcuni dei segreti della prolungata sopravvivenza dell'ufficio valutario irlandese rappresentano opzioni a disposizione di altri paesi. Ad aiutarla fu l'esistenza di un'ovvia e unica scelta di moneta padrona. Sarebbe difficile sopravvalutare l'importan-

za dei legami istituzionali e culturali tra Irlanda e Regno Unito, che continuarono ben oltre la metà del secolo. Più in particolare, negli anni '20 la sterlina rappresentava la quota di gran lunga più importante del commercio irlandese ed era una moneta non meno stabile delle altre opzioni allora disponibili. Fu importante anche l'elevato grado d'integrazione finanziaria tra Irlanda e Regno Unito. Negli anni '70, i legami commerciali si erano indeboliti e la forza della sterlina non era più certa: per questo motivo il legame con la sterlina non costituiva più inequivocabilmente il perno cui riferirsi.

Per molti paesi la decisione non è così facile. Il marco tedesco può apparire la scelta ovvia di moneta padrona per i paesi dell'Europa orientale, come è il dollaro statunitense per i paesi dell'America Latina; si potrebbero però sostenere proposte alternative, tra cui i panieri di monete. Qualunque ambiguità di questo tipo tende a gettare dubbi sulla permanenza di un determinato ancoraggio valutario. Per alcuni paesi, quali le repubbliche dell'Asia centrale, la scelta è resa particolarmente difficile dal fatto che esse hanno un partner commerciale predominante (la Russia), la cui moneta però è molto volatile e non costituisce una buona riserva di valore. Inoltre, pochi di questi paesi presentano quel grado notevole di integrazione con il sistema finanziario padrone che è stato riconosciuto come prerequisito fin dalla proposta di Ingram (1962).

In Irlanda l'impegno a un legame permanente fu rafforzato anche dalla scelta di un ancoraggio uno a uno privo di margini di oscillazione o commissioni. Ciò assicurò all'economia costi di transazione inferiori rispetto a qualunque altro ancoraggio, e pertanto scoraggiò qualunque aggiustamento della parità. Non tutti i recenti uffici valutari hanno adottato la soluzione uno a uno (ne è un esempio l'Estonia).

Chiaramente, l'assenza di una tradizione di banca centrale che prestasse ingenti somme al sistema bancario o al governo protesse il sistema irlandese da ovvie deficienze. Lo stesso può dirsi del fatto che il governo adottò la consuetudine di limitarsi a incassare il signoraggio solo quando questo affluiva sotto forma di normale reddito da investimento all'autorità emittente, e in particolare non richiese a quest'ultima di offrire prestiti o di accrescere le quasi-tasse attraverso l'imposizione di onerose riserve obbligatorie a interesse basso. Al contrario, il sistema finanziario di molti tra i paesi che oggi adottano o studiano la possibilità di sistemi di ufficio valutario ha presentato tali indesiderabili caratteristiche strutturali per anni. Un sistema di ufficio

valutario non sopravvive a lungo se è accompagnato da una repressione finanziaria.

Un sistema di ufficio valutario è diverso dalle altre forme di adozione unilaterale della parità fissa del tasso di cambio, e sembra più durevole.²⁸ Quando consideriamo le pressioni dinamiche alle quali il sistema sarà soggetto, e le probabili reazioni amministrative e politiche a tali pressioni, diviene chiaro che assicurare la sopravvivenza di un sistema di ufficio valutario richiede più di una semplice adesione alle regole sull'emissione di moneta. Ma se esso comporta tali stringenti limitazioni sulla politica monetaria, non potrebbe rivelarsi un modello troppo vincolante per un sofisticato sistema monetario moderno? Dopo tutto, abbiamo ricordato come la capacità del sistema irlandese di resistere agli shock sia stata aiutata dalle riserve addizionali detenute dalle banche, e dal fatto che quello con la sterlina si dimostrò un ancoraggio piuttosto debole, incapace di imporre una disciplina severa.

Appena il sistema finanziario e fiscale di un paese giunge a maturazione, i vantaggi apparenti di un ufficio valutario si riducono e diviene attraente la flessibilità di una piena attività di banca centrale matura. Nonostante i numerosi fallimenti dell'attività di banca centrale durante il XX secolo, e sebbene ogni esplicita indicazione di una sua provvisorietà possa compromettere fatalmente la credibilità di un sistema di ufficio valutario, è difficile non essere d'accordo con Fischer (1993) secondo il quale un ufficio valutario probabilmente è valido come progetto di transizione, ma meno valido come piano permanente.

L'evoluzione dell'assetto monetario irlandese verso un sistema di banca centrale completa ebbe luogo molto gradualmente, e senza perdere la stabilità finanziaria che l'originale sistema di ufficio valutario puro aveva instaurato.²⁹ In realtà vi furono episodi di inflazione elevata: la prima importata dalla sterlina; la seconda, nei primi anni

²⁸ Tuttavia, uno degli ancoraggi più duraturi, quello dei franchi CFA africani, non fu un sistema di ufficio valutario e operò spesso con riserve di cambi esteri molto modeste. Le attività delle banche centrali consistevano principalmente di titoli di debito delle banche. Invece, il tasso fisso fu mantenuto per mezzo delle linee di credito offerte dal Tesoro francese, alla cui valuta i franchi CFA erano ancorati. Nel gennaio 1994, dopo 47 anni, la parità di 50 CFA per franco francese venne sostituita dalla parità di 100 a 1.

²⁹ Il tranquillo funzionamento del sistema finanziario irlandese, persino durante i prolungati scioperi bancari (come dimostra Murphy 1978), offre un quadro della stabilità che si era raggiunta.

'80, fu una spiacevole conseguenza del lassismo fiscale della fine degli anni '70. Tuttavia, già alla fine degli anni '80 l'inflazione era bassa, la valuta veniva scambiata nei limiti della vecchia parità con la precedente moneta padrona ed erano stati smantellati i controlli sui cambi.

I paesi di nuova indipendenza spesso considerano una valuta autonoma un simbolo fondamentale della loro sovranità. Stranamente, nell'Irlanda degli anni '20 si resistette alla tentazione di abbandonare la sterlina per ragioni politiche, e tutto sommato le conseguenze sono da ritenersi un successo. Il sistema valutario istituito, con un consapevole conservatorismo, dai fondatori dello stato irlandese funzionò bene per molti decenni. In effetti la crisi dello SME³⁰ del 1992-93 suscitò molte riconsiderazioni nostalgiche del vecchio regime.

BIBLIOGRAFIA

- BANKING COMMISSION (1938), *Report of the Commission of Inquiry into Banking, Currency and Credit*, Government Publications, Dublin.
- BENNETT, A.G.G. (1993), "The operation of the Estonian currency board", *IMF Staff Papers*, vol. 40, pp. 451-70.
- BRADLEY, J., J. FITZ GERALD, D. HURLEY, L. O'SULLIVAN e A. STOREY (1989), *Hermes-Ireland a Model of the Irish Economy: Structure and Performance*, Economic and Social Research Institute, Dublin.
- BRADLEY, J. e K. WHELAN (1992), "Irish experience of monetary linkages with the United Kingdom and developments since joining the EMS", in R. Barrell ed., *Economic Convergence and Monetary Union in Europe*, Sage, London.
- BROWNE, F.X. e T. O'CONNELL (1978), "A quantitative analysis of the degree of integration between Irish and UK financial markets", *Economic and Social Review*, vol. 9, pp. 283-300.
- CURTIS, J. e J. FITZ GERALD (1994), "Convergence in an open labour market", Economic and Social Research Institute, *Working Paper*, no. 45.
- FANNING, R. (1983), "The impact of independence", in F.L.S. Lyons ed., pp. 53-96.
- FEINSTEIN, C.H. (1972), *National Income, Expenditure and Output of the United Kingdom, 1855-1965*, Cambridge University Press, Cambridge.
- FEINSTEIN, C.H. (1976), *Statistical Tables of National Income, Expenditure and Output of the UK, 1855-1965*, Cambridge University Press, Cambridge.

³⁰ Quando, cioè, i mercati finanziari si rifiutarono giustamente di credere che la sterlina irlandese avrebbe potuto rimanere immune da un improvviso crollo del valore della sterlina, e per mesi portarono i tassi d'interesse a livelli record.

- FISCHER, S. (1982), "Seigniorage and the case for a national money", *Journal of Political Economy*, vol. 90, pp. 295-307.
- FISCHER, S. (1993), "Seigniorage and official dollarization", in N. Liviatan ed., pp. 6-10.
- FITZ GERALD, G. (1968), *Planning in Ireland*, IPA, Dublin.
- FITZ GERALD, J. (1987), *The Determination of Irish Imports*, Economic and Social Research Institute, Dublin.
- HALL, F.G. (1949), *The Bank of Ireland 1783-1946*, Hodges Figgis, Dublin.
- HONOHAN, P. (1978), "Some effects of North Sea oil on the Irish economy", *Economic and Social Review*, vol. 9, pp. 147-56.
- HONOHAN, P. (1992), "The link between Irish and UK unemployment", *ESRI Quarterly Economic Commentary*, Spring, pp. 33-44.
- HONOHAN, P. (1994), "Currency board or central bank? Lessons from the Irish pound's link with sterling, 1928-79", *Discussion Paper*, no. 1040, Centre for Economic Policy Research.
- HONOHAN, P. e C. CONROY (1994), *Irish Interest Rate Fluctuations in the European Monetary System*, Economic and Social Research Institute, Dublin.
- INGRAM, J. (1962), "A proposal for financial integration in the Atlantic community", in *Factors Affecting the United States Balance of Payments*, Government Printing Office, Washington.
- KENNEDY, K.A. e B.R. DOWLING (1975), *Economic Growth in Ireland*, Gill and Macmillan, Dublin.
- LIVIATAN, N. ed. (1993), "Proceedings of a conference on currency substitution and currency boards", *World Bank Discussion Papers*, no. 207.
- LYONS, F.S.L. ed. (1983), *Bicentenary Essays - Bank of Ireland*, Bank of Ireland, Dublin.
- MCCARTHY, C. (1980), "EMS and the end of Ireland's sterling link", *Lloyds Bank Review*, no. 136, pp. 30-42.
- MCGOWAN, P. (1990), *Money and Banking in Ireland*, Institute of Public Administration, Dublin.
- MEENAN, J. (1970), *The Irish Economy since 1922*, Liverpool University Press, Liverpool.
- MORGAN, E.V. (1975), *Causes and Effects of Inflation in Ireland*, NESCI, Dublin.
- MOYNIHAN, M. (1975), *Currency and Central Banking in Ireland, 1922-1960*, Gill and Macmillan, Dublin.
- MURPHY, A. (1978), "Money in an economy without banks: the case of Ireland", *Manchester School*, vol. 46, pp. 41-50.
- O'DONOGHUE, M. (1968), "Monetary policy", in J.A. Bristow and A.A. Tait eds, *Economic Policy in Ireland*, IPA, Dublin.
- Ó GRÁDA, C. (1994), *A New Economic History of Ireland*, Oxford University Press, Oxford.

- OSBAND, K. e D. VILLANUEVA (1993), "Independent currency authorities: an analytical primer", *IMF Staff Papers*, vol. 40, pp. 203-16.
- PRATSCHKE, J.L. (1969), "The establishing of the Irish pound: a backward glance", *Economic and Social Review*, vol. 1, pp. 51-76.
- SCHWARTZ, A.J. (1993), "Currency boards: their past, present and possible future role", *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, no. 39, pp. 147-87.
- WALSH, B. (1994), "Wage convergence and integrated labour markets, Ireland and Britain, 1841-1991", University College Dublin, Centre for Economic Research, WP 94/6.
- WALTERS, A. e S. HANKE (1992), "Currency boards" in P. Newman, M. Milgate and J. Eatwell eds, *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Macmillan, London, pp. 558-61.
- WHITAKER, T.K. (1976), "An Ceangal le Sterling: Ar Cheart É a Bhriseadh?" (Should the sterling link be broken?), Central Bank of Ireland, *Annual Report*, pp. 82-90.