

ELEMENTI ANALITICI ED ISTITUZIONALI NELLA TRATTAZIONE DELL'OFFERTA DI MONETA.

Carlo Panico
Dipartimento di Economia
Università di Napoli 'Federico II'
Via Mezzocannone, 16
80138 NAPOLI

1. Perché studiare l'offerta di moneta?

L'analisi dell'offerta di moneta consente di approfondire questioni rilevanti per la teoria e la politica monetaria quali:

- da cosa dipende la quantità di moneta in circolazione?
- in che misura l'offerta di moneta può essere controllata e da parte di chi?
- In che modo i processi di liberalizzazione finanziaria internazionale incidono sul controllo della quantità di moneta in circolazione?
- quali sono le conseguenze delle decisioni delle autorità monetarie relative a essa?
- quale è il grado di autonomia della banca centrale dagli altri organi di governo e dalle scelte degli operatori di mercato?

La letteratura non sempre fornisce risposte univoche a tali questioni. La diversità delle soluzioni dipende dal fatto che anche in quest'ambito emergono posizioni differenti che si possono collegare alle impostazioni delle principali scuole di pensiero presenti nei dibattiti di economia politica. Tenteremo di chiarire queste posizioni evidenziando i punti su cui la letteratura trova accordo e quelli maggiormente controversi.

2. Cosa s'intende per "moneta" nell'analisi economica?

La definizione di moneta usata dagli economisti non coincide con l'uso del termine nel linguaggio ordinario. Nella vita di tutti i giorni s'intende per moneta ciò che i giuristi chiamano "moneta legale", che è l'insieme dei mezzi di pagamento (banconote, biglietti di Stato e moneta divisionale)¹ a "corso legale" in un paese. Tuttavia, nel mondo degli affari,

¹ In generale le banconote sono emesse dalla banca centrale, mentre i biglietti di Stato (dove esistono) e la moneta divisionale sono emessi dalla Zecca che fa capo al Ministero del Tesoro o dell'Economia.

molto di più di quanto avviene per gli acquisti quotidiani di un'unità familiare, i mezzi di pagamento normalmente usati non sono moneta legale, bensì altri strumenti di credito (il trasferimento di depositi o di altre forme di credito bancario, di carte commerciali, di titoli pubblici, ecc.). Facendo riferimento alla moneta legale gli economisti si troverebbero quindi a utilizzare un concetto di moneta poco adatto ad analizzare i problemi cui sono interessati, quali il controllo della spesa e degli equilibri interni ed esterni dell'economia.

Quale può essere allora la definizione di moneta o “aggregato monetario” (che è un insieme di diverse attività finanziarie), più utile per i fini dell'analisi economica?

Da un punto di vista teorico si considera che la moneta può svolgere tre funzioni. Essa può essere usata come

- *unità di conto*, ossia come unità di misura del valore delle merci e dei servizi,
- *intermediario negli scambi*, ossia come mezzo di pagamento negli scambi e nelle operazioni finanziarie,
- *riserva di valore*, ossia come strumento per trasferire nel tempo e nello spazio un certo ammontare di ricchezza.

Le attività finanziarie che possono svolgere queste funzioni sono molte e, poiché la letteratura non riesce a concordare su quale sia la funzione discriminante per la definizione di moneta, si è convenuto pragmaticamente di individuare diversi aggregati monetari, lasciando all'analista libertà di scelta tra essi. Per questi aggregati le autorità monetarie forniscono in modo sistematico e regolare le informazioni statistiche e gli aggiornamenti necessari per il loro uso nelle analisi economiche.

3. Le definizioni di “moneta”

I documenti e le statistiche ufficiali forniscono informazioni sugli insiemi di attività finanziarie che possono essere definiti moneta. L'individuazione di questi insiemi riflette le caratteristiche del sistema finanziario cui si riferiscono, così che nelle statistiche ufficiali dei diversi paesi si possono trovare aggregati simili e aggregati diversi. A causa di questa corrispondenza tra gli aggregati individuati e le caratteristiche del sistema finanziario considerato, lo studio delle diverse definizioni di moneta che si possono adottare in un paese può essere posto in relazione con quello delle istituzioni finanziarie in esso operanti.

Possiamo classificare le istituzioni finanziarie in quattro gruppi:

- le autorità monetarie,
- le imprese creditizie e finanziarie,
- i mercati monetari,
- i mercati finanziari.

Tra le diverse autorità monetarie operanti in un paese, le due più importanti sono la banca centrale e il Ministero del Tesoro o dell'Economia. Sotto la loro vigilanza opera il sistema bancario nei suoi diversi elementi e avvengono le transazioni dei mercati monetari (cioè quelle in titoli di credito a breve termine, o con scadenza originaria non superiore a un anno) e dei mercati finanziari (cioè quelle in titoli di credito a medio e lungo termine, o con scadenza originaria superiore a un anno, e quelle in azioni).² E' possibile elencare le diverse definizioni di aggregati monetari facendo riferimento a queste istituzioni e dando una rappresentazione sintetica della struttura finanziaria.

Le principali definizioni di moneta usate nei diversi paesi sono: *circolante*, *base monetaria*, *M1*, *M2*, *M3*.

Circolante. La nozione di circolante coincide con quella di moneta legale, essendo costituita da banconote, biglietti di Stato e moneta divisionale.

Base monetaria. La base monetaria è costituita dalle passività finanziarie *a vista* delle autorità monetarie.³ Essa comprende il *circolante* e le altre attività finanziarie convertibili *a vista* (cioè, immediatamente e senza costi) in moneta legale di *nuova* creazione.⁴ Fanno parte della base monetaria i depositi a vista presso la banca centrale delle "Istituzioni Finanziarie Monetarie" (IFM)⁵ e le attività liquide sull'estero (disponibilità a vista e investimenti a breve

² Sui mercati finanziari svolgono attività di vigilanza anche altre autorità monetarie, responsabili del funzionamento della borsa azionaria, delle assicurazioni, ecc.

³ Le *passività* finanziarie sono i debiti iscritti nel bilancio di un soggetto. Esse sono al tempo stesso *attività* (ossia crediti iscritti nell'attivo di un bilancio) di un altro soggetto. Una banconota rappresenta una *passività* finanziaria per la banca centrale e un'*attività* finanziaria per chi la possiede. Un deposito bancario è una *passività* per la banca presso la quale giace e un'*attività* per il possessore del deposito stesso.

⁴ I debiti *a vista* degli operatori diversi dalle autorità monetarie non costituiscono base monetaria. La loro riscossione, ad esempio il prelievo da un deposito bancario in conto corrente, non implica la creazione di *nuova* moneta legale per l'intera economia.

⁵ Le Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) includono 'le banche, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni finanziarie residenti, la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o strumenti molto sostituibili ai depositi da enti diversi dalle IFM e nel concedere crediti e/o fare investimenti in titoli per proprio conto. Le

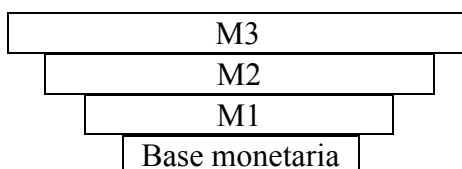
termine) delle stesse istituzioni per la quota liberamente disponibile e convertibile in moneta legale, secondo quanto disposto dalle autorità monetarie dei diversi paesi in materia d'indebitamento verso l'estero e di convertibilità.

M1. Quest'aggregato aggiunge alla base monetaria le passività *a vista* delle IFM. La base monetaria è presa al netto dei depositi delle stesse IFM presso la banca centrale e delle valute estere immediatamente convertibili in moneta legale. *M1* si compone pertanto del circolante e dei conti correnti bancari.

M2. Quest'aggregato si compone di *M1* più i depositi a risparmio e le altre forme di raccolta bancaria detenute dal pubblico.

M3. Quest'aggregato si compone di *M2* più alcuni titoli di credito dei mercati monetari e di quelli finanziari.

Come si può notare, mentre le prime due definizioni di moneta si riferiscono alle passività finanziarie contenute nei bilanci delle autorità monetarie; la terza e la quarta includono anche le passività finanziarie delle IFM; la quinta aggiunge i titoli trattati nei mercati monetari e finanziari. Poiché ogni aggregato sostanzialmente comprende il precedente, è possibile rappresentarli per mezzo di una piramide rovesciata:



4. Le definizioni di “moneta” nell’Unione Monetaria Europea

Per le definizioni di aggregati monetari nell’Unione Monetaria Europea (UME) la tavola seguente può essere utile al lettore:⁶

IFM comprendono anche gli istituti di moneta elettronica (Imel)⁹ (Banca d’Italia, Glossario, scaricabile dal sito <http://www.bancaditalia.it/footer/glossary/glo/glossario.pdf>). Altre istituzioni possono entrare nella definizione. Lo stesso Glossario rileva che dal settembre 2006 la Cassa depositi e prestiti spa (CDP) è inclusa tra le IFM. In quel che segue, useremo come sinonimi le espressioni istituzioni finanziarie monetarie, banche, istituzioni e imprese creditizie e finanziarie, ecc.

⁶ Il significato di alcuni termini tecnici inseriti nella tavola sarà chiarito nel seguito del lavoro.

AGGREGATI	ATTIVITÀ FINANZIARIE	ISTITUZIONI
Circolante	Banconote; Moneta divisionale.	Autorità monetarie.
Base monetaria	Circolante; Depositi in conto corrente delle IFM presso l'Eurosistema; Depositi <i>overnight</i> delle IFM presso l'Eurosistema.	Autorità monetarie.
M1	Circolante; Depositi in conto corrente presso le istituzioni finanziarie.	Autorità monetarie; Istituzioni finanziarie monetarie.
M2	M1; Depositi presso le istituzioni creditizie con durata prestabilita fino a due anni; Depositi presso le istituzioni creditizie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi.	Autorità monetarie; Istituzioni monetarie finanziarie.
M3	M2; Pronti contro termine; Quote di fondi comuni monetari; Obbligazioni con scadenza originaria fino a due anni.	Autorità monetarie; Istituzioni finanziarie monetarie; Mercati monetari; Mercati finanziari.

5. Il moltiplicatore dei depositi e la relazione tra i diversi aggregati monetari

Dopo avere descritto le diverse definizioni di moneta utilizzabili nell'analisi economica, possiamo esaminare se esiste una relazione tra questi aggregati. Lo studio di questo problema ci porta a introdurre uno strumento analitico denominato “moltiplicatore dei depositi”.

Supponiamo che nell'economia esista la banca centrale e le IFM che raccolgono depositi, trattengono “riserve” sotto forma di base monetaria per fare fronte ai propri pagamenti e prestano ai loro clienti. Per semplificare l'analisi assumiamo che la base monetaria consista solo di banconote e di depositi a vista delle IFM presso la banca centrale e che le IFM raccolgono un solo tipo di deposito. Sia ancora BM la quantità complessiva di base monetaria in circolazione, BM_b e BM_p le quantità di base monetaria detenute rispettivamente dalle IFM e dagli altri agenti operanti nell'economia per fare fronte alle loro esigenze di liquidità. Per assunzione si ha quindi che:

$$BM = BM_b + BM_p \quad (1)$$

Supponiamo, inoltre, che D sia il totale dei depositi bancari esistenti nell'economia, che le IFM detengano riserve in misura pari alla percentuale b dei depositi, mentre gli altri operatori dell'economia detengano per le loro esigenze di liquidità una quantità di base monetaria pari alla percentuale g del totale dei depositi bancari in loro possesso. Si ha così che:

$$BM_b = b D \quad (2)$$

$$BM_p = g D \quad (3)$$

dove:

$$0 < b < 1$$

$$0 \leq g < 1.$$

E' facile notare che sostituendo la (2) e la (3) nella (1) si ottiene l'espressione

$$BM = b D + g D \quad (4)$$

e che mettendo D in evidenza si ottiene

$$BM = (b + g) D \quad (5)$$

da cui si ricava

$$D = \frac{1}{b+g} BM \quad (6)$$

L'espressione (6) individua la relazione esistente tra le quantità di depositi bancari e di base monetaria esistenti nell'economia. Poiché è ragionevole assumere che $(b+g)$ sia un numero positivo minore di 1, si può concludere che il moltiplicatore dei depositi $\frac{1}{b+g}$ è un numero maggiore di 1 e che i depositi sono un multiplo della base monetaria in circolazione.

Scegliendo come moneta l'aggregato $M3$, possiamo descrivere l'offerta di moneta come

$$M_s = BM_p + D + Z \quad (7)$$

dove Z rappresenta l'ammontare dei titoli di credito dei mercati monetari e finanziari inclusi in $M3$. Assumendo che $Z = z D$ (con $z > 0$) e ricordando la (3) e la (6), possiamo ricavare dalla (7) la relazione esistente tra l'offerta di moneta, definita come $M3$, e la base monetaria:

$$M_s = g D + D + z D \quad (8)$$

$$M_s = (1 + g + z) D \quad (9)$$

$$M_s = \frac{1+g+z}{b+g} BM \quad (10)$$

L'espressione (10) chiarisce che $M3$ è un multiplo di BM , essendo $\frac{1+g+z}{b+g}$ un numero maggiore di 1. Essa, tuttavia, non fornisce indicazioni sulle relazioni di causalità esistenti tra le due grandezze considerate, vale a dire non chiarisce se le variazioni di BM generano quelle di $M3$ o, viceversa, se i mutamenti di $M3$ inducono quelli in BM . Cercheremo di approfondire questo problema nelle prossime sezioni.

6. In che misura le autorità monetarie controllano l'offerta di moneta?

Dobbiamo ora chiederci se l'offerta di moneta possa essere controllata dalle autorità monetarie e in particolare dalla banca centrale. A tale domanda la letteratura non dà una risposta univoca. Gli economisti hanno espresso opinioni diverse circa la capacità della banca centrale di controllare gli aggregati monetari e il grado di consenso raccolto da ciascuna opinione ha subito variazioni nel tempo. Mentre dalla fine della seconda guerra mondiale agli inizi degli anni Settanta è prevalsa l'idea che la banca centrale ha una scarsa capacità di controllo sull'offerta di moneta, dalla metà degli anni Settanta alla fine degli anni Ottanta è prevalso il punto di vista che riconosce alle banche centrali una buona capacità di controllo sull'offerta di moneta. Dagli anni Novanta nella letteratura sta prevalendo di nuovo l'idea che la banca centrale ha una limitata capacità di controllo sull'offerta di moneta.

L'esistenza di opinioni divergenti ci spinge a descrivere gli argomenti utilizzati dalle diverse scuole di pensiero a favore o contro la controllabilità degli aggregati monetari. Questi argomenti saranno presentati in modo schematico al fine di facilitare l'esposizione e consentire al lettore un accesso semplificato agli elementi centrali della controversia.

7. La stabilità del moltiplicatore dei depositi

Un primo aspetto del problema riguarda la stabilità del moltiplicatore dei depositi e il comportamento della piramide rovesciata che rappresenta gli aggregati monetari. Schematizzando, è possibile presentare su questo tema due posizioni che chiameremo,

seguendo le denominazioni anglosassoni, “*concertina view*” (visione a organetto) e “*balloon view*” (visione a palloncino).

La *concertina view* sostiene che il moltiplicatore dei depositi, $\frac{1+g+z}{b+g}$, mantiene nel tempo un valore stabile *qualunque sia l'andamento della politica monetaria*. La stabilità di questo moltiplicatore implica che la banca centrale può controllare i movimenti degli altri aggregati monetari se può variare in modo autonomo e indipendente la quantità di base monetaria esistente nell'economia. Il nome visione a organetto deriva dal fatto che, secondo i fautori di questa posizione, la banca centrale è in grado di muovere la piramide rovesciata che rappresenta gli aggregati monetari in modo omogeneo e uniforme: allargando o restringendo la base monetaria, la banca centrale può aumentare o ridurre gli altri aggregati, determinando nella piramide rovesciata movimenti simili a quelli di una fisarmonica o di un organetto.

La *balloon view* sostiene, invece, che se la banca centrale prova a restringere la base monetaria, non si determineranno movimenti omogenei nella piramide rovesciata. La banca centrale può contenere l'ammontare di mezzi liquidi richiesti dall'economia se opera con moderazione.⁷ In caso contrario, si metteranno in moto processi d'innovazione finanziaria attraverso i quali l'economia sarà in grado di creare da sola gli strumenti di pagamento di cui ha bisogno. La banca centrale rischierà in tal modo di perdere il controllo sulla creazione dei mezzi di pagamento e di togliere stabilità al moltiplicatore dei depositi.⁸ Secondo i fautori di questa posizione, quindi, *alla presenza di politiche monetarie marcatamente restrittive*, la piramide rovesciata risponde alle sollecitazioni della banca centrale come farebbe un “palloncino” che, schiacciato in un punto, si dilata in un altro, perché l'aria in esso contenuta tende a dilatare altre parti della sua superficie.

La stabilità del moltiplicatore dei depositi è stata oggetto d'importanti discussioni. Negli anni Cinquanta si osservò che le manovre restrittive messe allora in atto dalle banche centrali inglesi e statunitensi misero in moto processi d'innovazione finanziaria che le resero poco

⁷ La letteratura non dà precise indicazioni per distinguere se le politiche sono moderatamente o marcatamente restrittive. La valutazione dipende dalle condizioni specifiche in cui operano le autorità monetarie.

⁸ L'innovazione finanziaria può influire sulle decisioni che incidono sui coefficienti b , g e z del moltiplicatore dei depositi, rendendo instabile la relazione tra i diversi aggregati monetari. Ad esempio, l'introduzione delle carte di credito riduce l'uso della moneta legale nei pagamenti e fa diminuire il coefficiente g , mentre le innovazioni del mercato monetario, che rendono più agevole l'acquisizione di liquidità, possono incidere sulle riserve delle banche e quindi sul coefficiente b .

efficaci. Ciò spinse il Governo inglese a istituire nel 1958 una Commissione d'inchiesta, la famosa Commissione Radcliffe, che doveva investigare sul funzionamento del sistema finanziario, chiedendo pareri a studiosi e a operatori dei mercati finanziari. L'opinione prevalente all'epoca, riportata nel Rapporto pubblicato dalla Commissione nel 1960, risultò essere la *balloon view*, secondo cui la banca centrale non ha convenienza a vincolare rigidamente la crescita degli aggregati monetari e ha scarsa capacità di controllo su di essi.

Uno degli argomenti proposti a sostegno di questa tesi affermava che le politiche monetarie restrittive accelerano i processi d'innovazione finanziaria, riducendo la stabilità del moltiplicatore dei depositi e dando origine a variazioni incontrollate negli aggregati monetari.

La prevalenza di tale punto di vista tra gli esperti monetari di quegli anni spinse i fautori della *concertina view* ad approfondire le analisi teoriche ed empiriche relative alla stabilità del moltiplicatore dei depositi. Sono famosi gli studi condotti da Milton Friedman, Schwartz, Cagan e altri⁹, i quali tentarono di argomentare che negli Stati Uniti il moltiplicatore dei depositi, come la domanda di moneta¹⁰, mostrava una certa tendenza alla stabilità.

I fautori della *balloon view* risposero contestando l'interpretazione dei risultati ottenuti. Per loro la stabilità del moltiplicatore dei depositi, che si osservava empiricamente, più che una caratteristica del funzionamento dei mercati finanziari, è il risultato della prevalenza di politiche monetarie non restrittive.¹¹ Essi sostenevano che gli studi di Friedman, Schwartz e altri non fornivano prova che la tendenza alla stabilità, empiricamente osservata, avrebbe retto anche alla presenza di politiche di controllo rigido dell'offerta di moneta.

Dalla metà degli anni Settanta, tuttavia, la *concertina view* guadagnò consensi spingendo gradualmente i diversi paesi verso controlli più stringenti degli aggregati monetari. Questa tendenza culminò con l'introduzione negli Stati Uniti e in Inghilterra "dell'esperimento

⁹ Si veda Friedman (1959), Friedman e Schwartz (1963) Friedman e Meiselman (1963), Brunner e Meltzer (1964), Cagan (1965), Anderson e Jordan (1968).

¹⁰ Nel corso degli anni Sessanta ha avuto luogo anche un importante dibattito sul ruolo delle banche e delle altre istituzioni finanziarie nella creazione di moneta e nell'economia. Tale dibattito, stimolando l'elaborazione di analisi di equilibrio generale nella macroeconomia finanziaria, ha spostato l'attenzione degli economisti teorici e applicati dalle proprietà del moltiplicatore dei depositi a quelle delle funzioni di domanda di attività finanziarie. Tra i principali contributi al dibattito sul ruolo delle istituzioni creditizie e finanziarie, ricordiamo Tobin (1963; 1969), Brainard e Tobin (1968); Gurley e Shaw (1960). Goodhart (1994, pp. 145-174 e 183) fornisce utili elementi a chi voglia approfondire questi temi.

¹¹ Si veda Kaldor (1970) e Cramp (1970).

monetarista” tra la fine del 1979 e l’inizio del 1980. Tale esperimento fu abbandonato nei primi mesi del 1982 per le conseguenze negative che produsse sull’economia. Occorsero forti aumenti dei tassi d’interesse che causarono

- una crescita esplosiva del debito del settore pubblico e del debito estero dei paesi meno ricchi,
- problemi di bilancio per le imprese finanziarie dovuti alla perdita di valore dei titoli pubblici e alle difficoltà di recuperare i crediti concessi agli operatori nazionali ed esteri,
- una riduzione della spesa per investimenti, del reddito prodotto e dell’occupazione.

Poco più di venti anni prima, il Rapporto Radcliffe aveva fatto riferimento a queste stesse conseguenze negative per avvalorare la tesi dell’insostenibilità delle politiche di controllo rigido degli aggregati monetari.¹²

Dopo l’esperimento monetarista, la maggioranza degli economisti convenne che tali politiche non erano praticabili e acceleravano i processi d’innovazione finanziaria, rendendo instabili il moltiplicatore dei depositi e la domanda di moneta.¹³Le banche centrali adottarono cautela nella conduzione della politica monetaria, prestando attenzione alla lotta all’inflazione ma evitando controlli rigidi degli aggregati monetari.¹⁴L’Istituto Monetario Europeo, che negli anni Novanta ha preparato la strada all’introduzione dell’euro e delle sue istituzioni, aderì a tali posizioni.

La questione della stabilità del moltiplicatore dei depositi ha quindi trovato nella letteratura recente una soluzione vicina alla *balloon view*. Le banche centrali, incluso la Banca Centrale Europea, pur cercando di mantenere la crescita degli aggregati monetari entro limiti ritenuti adeguati, perseguono il controllo di queste grandezze in forma flessibile. Tale comportamento non è diverso da quello tenuto dalle banche centrali all’epoca della Commissione Radcliffe, con la differenza che oggi le banche centrali attribuiscono minore importanza alla lotta alla disoccupazione.

¹² Si veda Panico e Rizza (2004; 2007) e Panico e Pinto (2011).

¹³ Per un’analisi di queste posizioni, si veda Musella e Panico (1995).

¹⁴ Nel corso di una conferenza stampa, Gerard Bouey, governatore della banca centrale del Canada, così rispose alla domanda perché le banche centrali avevano abbandonato il controllo degli aggregati monetari: “*we didn’t abandon the monetary aggregates, they abandoned us*” (non abbiamo abbandonato gli aggregati monetari; loro hanno abbandonato noi; nostra traduzione). La risposta è citata in vari saggi tra cui quello del governatore della Banca d’Inghilterra, Mervyn King (2001).

8. In che misura la banca centrale controlla l'emissione di base monetaria?

Un secondo aspetto del problema del controllo dell'offerta di moneta da parte delle autorità monetarie riguarda la capacità della banca centrale di decidere in modo indipendente la quantità di base monetaria in circolazione. La trattazione di questo punto porta ad approfondire le normative vigenti sui soggetti che possono richiedere alla banca centrale la creazione o distruzione¹⁵ di base monetaria e sulle procedure connesse a tali richieste.

Dal punto di vista normativo notiamo che tre categorie di soggetti possono richiedere alla banca centrale la creazione di base monetaria:

- le IFM,
- il Ministero del Tesoro o dell'Economia;
- le istituzioni finanziarie che intervengono nei pagamenti esteri.

Le loro richieste mettono in funzione tre diversi canali di creazione della base monetaria:

- il canale di rifinanziamento delle IFM;
- il canale di finanziamento del settore pubblico;
- il canale di finanziamento delle attività economiche con l'estero.¹⁶

Dal punto di vista formale, le variazioni della base monetaria che si realizzano attraverso questi tre canali possono essere rappresentate come segue:

$$\Delta BM = \Delta BMFIN + \Delta BMTES + \Delta BMEST \quad (11)$$

dove:

ΔBM rappresenta la variazione della base monetaria nel periodo considerato;

$\Delta BMFIN$ rappresenta la variazione di base monetaria realizzatasi attraverso il rifinanziamento delle IFM nel periodo considerato;

$\Delta BMTES$ rappresenta la variazione di base monetaria realizzatasi attraverso il finanziamento del settore pubblico nel periodo considerato;

¹⁵ Si dice che viene "distrutta" base monetaria quando si fanno operazioni che ne riducono la quantità in circolazione nell'economia.

¹⁶ E' possibile considerare anche un quarto canale di creazione della base monetaria, quantitativamente poco rilevante, denominato "altri settori". In esso rientrano operazioni quali gli acquisti di titoli non di Stato da parte della banca centrale e il controvalore dei prestiti compensativi.

Δ BMEST rappresenta la variazione di base monetaria realizzatasi attraverso i rapporti finanziari col settore estero nel periodo considerato.

9. Il rifinanziamento delle IFM

Nel corso della loro attività le IFM possono avere necessità di acquisire base monetaria per fare fronte agli obblighi di riserva imposti dalle normative vigenti o ai pagamenti richiesti da clienti e controparti. Per risolvere questi problemi esse possono seguire tre vie:

- richiedere prestiti sui “mercati interbancari”;
- vendere titoli di credito sui mercati monetari e finanziari;
- chiedere finanziamenti alla banca centrale.

I mercati interbancari sono quelli in cui si contrattano prestiti a varia scadenza tra le imprese creditizie e finanziarie. I prestiti possono essere “*overnight*” (cioè, “dalla sera alla mattina”) oppure possono avere scadenza da pochi giorni fino a un anno. Poiché la scadenza dei prestiti non è superiore l’anno, i mercati interbancari fanno parte di quelli monetari. Essi giocano un ruolo cruciale nel funzionamento del sistema finanziario e nel trasferimento delle decisioni di emissione monetaria delle banche centrali al resto dell’economia.

Negli ultimi trent’anni la liberalizzazione finanziaria internazionale, ossia la possibilità offerta alle imprese creditizie e finanziarie di operare liberamente nei diversi paesi, ha trasformato i mercati interbancari da nazionali in internazionali. Inoltre, il diffondersi in anni recenti dell’innovazione finanziaria nei settori della “moneta elettronica” e dei “contratti derivati” ha ulteriormente complicato il funzionamento di questi mercati. Entrambe le trasformazioni hanno inciso sulla conduzione della politica monetaria, ampliando i problemi che le autorità monetarie devono affrontare.

Le IFM possono acquisire liquidità anche vendendo titoli di credito nei mercati monetari e finanziari, in particolare nei mercati dei titoli pubblici. Le IFM detengono titoli pubblici nei loro portafogli per avere a disposizione forme d’investimento remunerate e facilmente trasformabili in base monetaria. Nel linguaggio degli esperti, gli investimenti in titoli pubblici rappresentano le “riserve di seconda linea” delle IFM, mentre quelli in base monetaria (cui ci si riferisce quando si usa il termine riserve) rappresentano quelle “di prima linea”.

La presenza di mercati interbancari e dei titoli pubblici organizzati accresce le possibilità di recuperare base monetaria senza dover ricorrere alla banca centrale, cioè senza dover ricorrere alla terza via perseguibile dalle IFM per risolvere i problemi di liquidità.

Il rifinanziamento delle IFM da parte della banca centrale è sorto e si è andato consolidando in Inghilterra nel secolo XIX, quando entrò in funzione il primo sistema di pagamento moderno incentrato sulla “camera di compensazione”.¹⁷ Quest’attività della banca centrale è nota come “funzione di prestatore di ultima istanza” perché la banca centrale, oltre a intervenire giorno dopo giorno in condizioni normali, è l’unica (e l’ultima) via accessibile alle IFM per ottenere base monetaria nei periodi di crisi creditizia e finanziaria.

Sin dalla sua origine il rifinanziamento delle IFM da parte della banca centrale ha avuto come obiettivo quello di evitare che le difficoltà di una di queste imprese nel far fronte ai pagamenti richiesti potessero “contagiare” le altre, generando una crisi di fiducia complessiva nelle istituzioni creditizie e finanziarie con conseguenze disastrose per l’intera economia. L’introduzione di questa funzione della banca centrale ha rappresentato per le società moderne un importante passo in avanti. Essa ha stabilizzato le economie riducendo drasticamente il numero delle crisi e i costi della loro gestione.

Le normative vigenti consentono alle IFM di chiedere alla banca centrale l’emissione di base monetaria attraverso due gruppi di operazioni, che si definiscono “a iniziativa della banca centrale” e “a iniziativa delle controparti”, intendendo per controparte le stesse IFM. Nelle prime è la banca centrale che propone alle IFM di acquisire una certa quantità di base monetaria. Le seconde sono invece attivate dalle IFM che si rivolgono alla banca centrale per ottenere prestiti al fine di risolvere problemi di liquidità. Tradizionalmente il rifinanziamento delle banche avveniva attraverso operazioni a iniziative delle controparti.¹⁸ Le operazioni a

¹⁷ La “camera di compensazione” consente alle banche di fare pagamenti tramite i loro conti correnti presso la banca centrale. La sua istituzione nel 1830 presso la Banca d’Inghilterra permise alle “*Big Five*” (le 5 Grandi Banche) di Londra di regolare i reciproci pagamenti ogni quindici giorni per via contabile (senza movimenti di moneta legale). Il sistema di pagamenti oggi in funzione in Europa si chiama TARGET (*Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer*) e opera per via elettronica in tempo reale.

¹⁸ In Italia, fino alla fine degli anni Ottanta, il rifinanziamento delle banche avveniva attraverso le seguenti operazioni a iniziativa delle controparti: il sconto di portafoglio, le anticipazioni in conto corrente ordinario e le anticipazioni a scadenza fissa. Il sconto di portafoglio consentiva alle aziende di credito in possesso di un portafoglio cambiario che soddisfaceva particolari requisiti di riscontarlo presso la Banca d’Italia al tasso ufficiale di sconto (TUS). Le anticipazioni in conto corrente erano crediti garantiti da pegno, a scadenza quadrimestrale, concessi dalla banca centrale alle aziende di credito. Tali crediti erano tacitamente rinnovabili e gli istituti che li avevano ottenuti potevano usufruirne, nei limiti consentiti, nelle

iniziativa delle banche centrali si sono sviluppate in anni recenti sostituendo rapidamente e ampiamente quelle a iniziativa delle controparti.¹⁹

Come strumento di tutela dei depositanti e dell'intera collettività, il credito di ultima istanza delle banche centrali consente di dare attuazione al principio della “tutela dei risparmi delle famiglie”, talvolta sancito dalle Carte Costituzionali. Esso rappresenta per le imprese bancarie una rete di sicurezza che le pone in una condizione di privilegio rispetto alle altre imprese. Le banche, infatti, si trovano nella particolare situazione di poter avere guadagni delle loro attività, ma anche di poter scaricare le proprie perdite sulla collettività.

Questa peculiare situazione delle imprese finanziarie fa sorgere quello che la letteratura chiama il “problema del rischio morale associato al credito di ultima istanza”.²⁰ Gli interventi delle banche centrali a tutela dei depositanti, si sostiene, possono indurre gli amministratori delle imprese finanziarie, i quali sanno di poter contare su una copertura da parte della banca centrale quando le loro iniziative danno luogo a perdite, a cercare di aumentare i propri guadagni assumendo comportamenti eccessivamente rischiosi. In tal modo, il credito di ultima istanza, sorto per ridurre il rischio d'insolvenze, di fatto lo aumenta, perché accresce la probabilità che siano prese iniziative contrarie alla prudente gestione.

La soluzione storicamente adottata per il problema del rischio morale connesso al ruolo di prestatore di ultima istanza non è stata la rinuncia al ruolo che la banca centrale può svolgere a favore delle IFM, ma l'introduzione della “vigilanza prudenziale”, che conferisce alla banca centrale poteri di controllo sui rischi assunti dalle imprese finanziarie. La vigilanza prudenziale consente alle autorità monetarie di inibire i comportamenti giudicati eccessivamente rischiosi e rappresenta per gli amministratori delle imprese finanziarie una riduzione del loro potere discrezionale nella gestione aziendale. Alcune forme di vigilanza, come quelle in uso dopo la seconda guerra mondiale, volutamente introducono rapporti

forme tipiche delle aperture in conto corrente. Esse cioè potevano utilizzarli in tutto o in parte, secondo le loro esigenze. Le anticipazioni a scadenza fissa erano crediti concessi per un periodo più breve (8, 15 o 22 giorni), non rinnovabili automaticamente e usufruibili solo per l'intero ammontare da parte degli istituti beneficiari. Il tasso d'interesse che occorreva pagare per usufruire delle anticipazioni in conto corrente e a scadenza fissa non necessariamente coincideva con il TUS. Non di meno, questo tasso poteva essere considerato un buon indicatore del costo in termini d'interessi che le aziende di credito dovevano pagare per questo tipo di operazioni.

¹⁹ La Banca d'Italia, ad esempio, ha attivato queste operazioni nel 1989, quando ha iniziato a concedere finanziamenti alle banche interessate con contratti di prestito denominati “pronti contro termine”.

²⁰ Sul problema del rischio morale associato al credito di ultima istanza, si veda Solow, 1982 e Tobin, 1987.

disuguali di potere tra le autorità di vigilanza e gli amministratori delle imprese finanziarie al fine di aumentare la capacità delle prime di controllare i livelli di rischio assunti dai secondi.²¹

I rapporti di dipendenza che queste forme di vigilanza possono creare tra le autorità e gli amministratori sono visti dai secondi come costi “non pecuniari”, che si aggiungono a quelli “pecuniari”, in termini d’interessi, del rifinanziamento da parte della banca centrale. Tali costi aggiuntivi possono indurre gli amministratori a preferire il recupero di liquidità sui mercati interbancari e dei titoli pubblici e, se le prime consentono agli amministratori di non rivelare lo “stato di necessità” delle loro imprese, le operazioni di rifinanziamento a iniziativa della banca centrale rispetto a quelle a iniziative delle controparti.

D’altra parte, anche le banche centrali possono preferire le prime operazioni di rifinanziamento alle seconde perché possono consentire di decidere la quantità di base monetaria da mettere in circolazione senza essere sottoposte alle pressioni derivanti dall’urgenza e dall’inderogabilità delle richieste di liquidità delle imprese finanziarie.

Negli ultimi decenni i miglioramenti nell’organizzazione dei mercati monetari hanno offerto alle imprese finanziarie un’ampia gamma di strumenti nella gestione della propria liquidità e hanno ridotto il ricorso al rifinanziamento della banca centrale. Inoltre, negli anni precedenti la recente crisi finanziaria, si era intensificato l’uso delle operazioni di rifinanziamento a iniziativa della banca centrale ed era opinione diffusa che questi mutamenti avevano aumentato la capacità delle autorità monetarie di controllare questo canale di creazione della base monetaria e la loro autonomia di scelta.

La recente crisi finanziaria ha interrotto queste tendenze tornando a evidenziare che la funzione di prestatore di ultima istanza della banca centrale gioca un ruolo cruciale per il funzionamento del sistema finanziario.²² Essa ha inoltre proposto una riflessione sul ruolo dei “meccanismi di mercato” nella gestione della politica monetaria, chiarendo i limiti di questi meccanismi e indicando che l’abbandono, nel corso degli ultimi trent’anni, delle forme di vigilanza basate sul rafforzamento dei poteri discrezionali delle autorità indipendenti ha

²¹ Sul ruolo dell’attività di vigilanza nella gestione della politica monetaria in Italia durante i Governatori Carli, Baffi e Ciampi, si veda De Cecco, 1976; Nardozzi, 1983 e 1988; Onado, 1984; Panico, 1989.

²² Si veda Panico e Purificato (2010) e Panico e Pinto (2011).

permesso agli amministratori delle imprese finanziarie di realizzare guadagni ingenti assumendo comportamenti eccessivamente rischiosi a discapito delle esigenze di sicurezza e stabilità dell'intera collettività. A differenza di quanto è accaduto dopo, le forme di vigilanza prudenziale in uso nei trent'anni successivi alla seconda guerra mondiale erano riuscite a rafforzare quello che la letteratura chiamava il “potere di persuasione morale”²³ delle banche centrali sugli amministratori delle imprese finanziarie, aumentando la loro capacità di controllare i rischi che queste imprese assumevano e la stabilità del sistema finanziario.²⁴

10. Il rifinanziamento delle IFM nell'Eurosistema

L'Eurosistema è una struttura complessa composta dalla Banca Centrale Europea (BCE) e dalle Banche Centrali Nazionali (BCN) dei diciassette paesi dell'Unione Monetaria Europea (UME), che ha il compito di gestire la politica monetaria nell'area dell'euro. L'UME ha iniziato a funzionare nel 1999, anno in cui sono stati costituiti la BCE e il “Sistema Europeo delle Banche Centrali” (SEBC), composto dalla BCE e dalle BCN dei ventisette paesi che appartengono all'Unione Europea (UE). Il SEBC si occupa di questioni finanziarie dell'UE, ma non della “politica monetaria unica”, che riguarda solo l'area dell'euro.

Il rifinanziamento delle IFM da parte dell'Eurosistema avviene attraverso la camera di compensazione, ossia attraverso il sistema di pagamento TARGET, che è un'infrastruttura finanziaria composta dai sistemi di pagamento dei singoli paesi partecipanti al SEBC. Il sistema TARGET forma un *network* (una rete di relazioni) tra la BCE, le BCN e le IFM. In questo *network* ogni IFM entra in relazione con la BCN del proprio paese tramite l'apertura di un conto corrente²⁵ e ogni BCN entra in relazione con le altre tramite una struttura di collegamento tra i diversi sistemi nazionali e la BCE. I depositi in conto correnti che le IFM hanno presso le BCN sono detti “conti di riserva e regolamento” perché sono usati per la

²³ Per “potere di persuasione morale” s'intende la capacità delle autorità monetarie di indurre comportamenti degli amministratori delle imprese finanziarie in sintonia con gli obiettivi della politica monetaria, anche in assenza di obblighi imposti dalle normative vigenti.

²⁴ Uno dei più rinomati studiosi di regolazione finanziaria, Eugene White, osserva che nel periodo in cui questa era incentrata sul rafforzamento del potere discrezionale delle autorità di vigilanza sugli amministratori delle imprese finanziarie, ossia in quella che egli chiama “l'era Bretton Wood” (1946-1970), non ci furono crisi bancarie. White (2009, p. 39) usa l'espressione “erano spariti dal radar” per descrivere l'andamento di un grafico che riporta il numero di fallimenti bancari avvenuti in USA durante quegli anni.

²⁵ Le IFM italiane hanno un conto corrente presso la Banca d'Italia, le francesi presso la Banca di Francia, ecc.

gestione della “riserva obbligatoria” e per regolare i pagamenti. Essi pagano un tasso d’interesse pari a zero.

La riserva obbligatoria delle IFM è pari al 2% delle loro passività finanziarie. Per la sua gestione, la normativa suddivide il calendario in periodi di quattro settimane, detti “periodi di mantenimento”. Al termine della giornata di venerdì che precede l’inizio del periodo di mantenimento, le IFM comunicano lo stato delle loro passività all’Eurosistema, che calcola la quantità di riserva obbligatoria che ogni IFM dovrà mantenere nel suo conto corrente come valore medio del periodo di mantenimento. La riserva obbligazione può quindi essere “mobilizzata”, cioè può essere investita in attività remunerative nel corso del periodo di mantenimento, perché non è necessario che nel conto corrente ci sia, alla fine di ogni giornata, la quantità di riserva obbligatoria indicata dall’Eurosistema. La normativa richiede solo che la media dei saldi di fine giornata del conto corrente durante le quattro settimane del periodo di mantenimento sia pari alla quantità di riserva indicata dall’Eurosistema.

La gestione della riserva obbligatoria è un elemento centrale della conduzione della politica monetaria dell’UME. Le IFM hanno interesse a ridurre i costi della sua gestione. Da un lato, esse cercano di evitare di mantenere più di quanto la normativa richiede in un conto corrente che non paga interessi; dall’altro, esse cercano di sfruttare le occasioni di guadagno offerte dalla “mobilitazione della riserva”, ossia cercano di investire parte della stessa riserva in attività finanziaria che pagano interessi, evitando però di subire le sanzioni previste dalla stessa normativa per il mancato rispetto degli obblighi previsti dalla legge.

La gestione della riserva obbligatoria realizza questi obiettivi tenendo conto delle opportunità d’investimento e di rifinanziamento offerte dal sistema finanziario, in particolare dai mercati interbancari e dei titoli pubblici, e dall’Eurosistema attraverso le operazioni a iniziativa delle controparti e quelle a iniziativa della banca centrale.

I mercati interbancari, sia *overnight* sia a più lunga scadenza, e quelli dei titoli pubblici consentono alle IFM di investire in attività finanziarie che pagano un saggio d’interesse positivo e che sono facilmente trasformabili in base monetaria. Gli stessi mercati permettono anche di rifinanziarsi, prendendo a prestito dalle altre IFM e vendendo titoli pubblici.

L'Eurosistema offre alle IFM la possibilità di usare le cosiddette “*standing facilities*”, che rientrano nelle procedure operative della politica monetaria come operazioni a iniziativa delle controparti. Esse si dividono in “*deposit facilities*” e “*lending facilities*”. Le IFM che alla fine della giornata hanno un saldo elevato nei propri “conti di riserva e regolamento”, possono depositare la liquidità in eccesso, rispetto ai bisogni della riserva obbligatoria, in conti correnti *overnight* dell'Eurosistema che pagano un tasso d'interesse positivo (*deposit facilities*). Quelle che, invece, per rispettare gli obblighi di legge, devono recuperare liquidità nei propri “conti di riserva e regolamento”, possono chiedere un prestito *overnight* allo stesso Eurosistema (*lending facilities*). L'Eurosistema offre queste opportunità alle IFM ogni giorno, dal lunedì al venerdì, all'ora di chiusura del sistema TARGET (ore 18) e per mezz'ora accoglie le richieste delle IFM di depositare o prendere a prestito fondi che saranno restituiti la mattina seguente all'ora di apertura del sistema TARGET (ore 8).

Le IFM possono quindi scegliere tra i depositi e i prestiti *overnight* dell'Eurosistema e dei mercati interbancari. Questa possibilità di scelta favorisce la formazione di tassi d'interesse *overnight* simili tra loro. Di fatto, la similarità tra i tassi d'interesse *overnight* dell'Eurosistema e dei mercati interbancari è indicata dalle autorità monetarie come uno dei criteri di buon funzionamento della politica monetaria.

L'Eurosistema offre infine alle IFM la possibilità di accedere alle operazioni di rifinanziamento a iniziativa della banca centrale, denominate anche “operazioni di mercato aperto”, che sono quelle più usate per mettere in circolazione base monetaria. Nei cinque anni che hanno preceduto la crisi finanziaria (2002-2006) quasi il 100% della base monetaria è stato emesso tramite le operazioni di mercato aperto. Esse comprendono:

- le operazioni di rifinanziamento principali;
- le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine;
- le operazioni di *fine-tuning*;
- le operazioni di tipo strutturale.

Le operazioni di rifinanziamento principali sono normalmente quelle più usate. Nei cinque anni che hanno preceduto la crisi finanziaria (2002-2006), il 78% circa della base monetaria emessa tramite le operazioni di mercato aperto è entrato in circolazione per questa via. Esse sono condotte attraverso un meccanismo d'asta settimanalmente per mezzo di contratti di

“pronti contro termine” della durata di una settimana. Mediante questi contratti la banca centrale cede “a pronti” (immediatamente) base monetaria alle IFM per riottenerla “a termine” (alla scadenza fissata nel contratto) con la maggiorazione di un tasso d’interesse.

La BCE apre la procedura d’asta decidendo la quantità di base monetaria da emettere e incaricando le BCN di chiedere alle IFM del proprio paese di comunicare quanta base monetaria desiderano acquisire e i tassi d’interesse che sono disposti a pagare. Le IFM possono presentare fino a dieci richieste indicando per ognuna il tasso d’interesse che sono disposte a pagare. Le BCN trasmettono le richieste delle IFM alla BCE, la quale procede al riparto dando precedenza alle richieste indicanti i saggi d’interesse più elevati. Il riparto procede sino a esaurimento della somma stanziata dalla BCE e le richieste indicanti i saggi d’interesse minori possono restare insoddisfatte. Le IFM conoscono la quantità di base monetaria che la BCE ha deciso di emettere nell’asta solo al momento del riparto. Questo elemento d’incertezza presente nella procedura d’asta incide sui tassi d’interesse che le IFM indicano nelle loro richieste e rappresenta un altro elemento capace di indurre le IFM a preferire l’uso dei mercati interbancari e dei titoli pubblici.

Nel corso della crisi finanziaria, dopo il fallimento della banca d’affari statunitense *Lehman Brothers* nel settembre 2008, le procedure d’asta sono cambiate. Per fare fronte alla mancanza di funzionamento dei mercati interbancari, l’Eurosistema ha dovuto svolgere pienamente la tradizionale funzione di prestatore di ultima istanza, garantendo la completa soddisfazione delle richieste di base monetaria da parte delle IFM a tassi d’interesse prestabiliti. Al tempo stesso le IFM hanno preferito acquisire liquidità attraverso operazioni di rifinanziamento a più lunga scadenza. Per tale motivo, nelle statistiche ufficiali si osserva una diminuzione dell’emissione monetaria dovuta alle operazioni di rifinanziamento principali. Dal 2007 al 2010, esse hanno consentito l’ingresso in circolazione del 24,7% della base monetaria emessa tramite le operazioni di mercato aperto.

Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, condotte con procedure d’asta, hanno normalmente la durata di tre mesi. Nei cinque anni che hanno preceduto la crisi finanziaria (2002-2006) esse hanno consentito in media l’ingresso in circolazione del 21,9% della base monetaria emessa tramite le operazioni di mercato aperto. Nel corso della crisi finanziaria, dal 2007 al 2010, assecondando il desiderio delle IFM di acquisire base monetaria in forma più

duratura, esse sono state emesse con scadenze fino a un anno e il 70,5% della base monetaria emessa tramite le operazioni di mercato aperto è entrato in circolazione per questa via.

Le operazioni di mercato aperto possono ancora essere condotte nella forma di operazioni di *fine tuning*. L'Eurosistema utilizza queste operazioni per contrastare gli effetti di fluttuazioni impreviste della liquidità sui tassi d'interesse. Il 9 agosto 2007, quando la crisi finanziaria si manifestò a inizio giornata sui mercati statunitensi provocando un aumento dei tassi d'interesse dei mercati interbancari, l'Eurosistema intervenne tempestivamente organizzando un'emissione di base monetaria tramite un'operazione di *fine tuning*.

Queste operazioni possono essere usate sia per immettere sia per assorbire (ossia ridurre) base monetaria in circolazione. Possono essere condotte irregolarmente, in altre parole quando se ne presenta la necessità, tramite procedure d'asta dette "veloci" o tramite procedure bilaterali, ossia rapporti diretti con alcune IFM. I contratti usati per svolgere queste operazioni sono:

- pronti contro termine;
- raccolta di depositi a tempo determinato;
- acquisti e vendite di attività a titolo definitivo;
- operazioni di *swap* in valuta.

I primi tre consentono sia l'immissione sia l'assorbimento di base monetaria. L'ultimo è invece usato solo per l'assorbimento di base monetaria.

Le operazioni di mercato aperto possono infine essere condotte nella forma di "operazioni di tipo strutturale". Queste sono utilizzate dall'Eurosistema per modificare la posizione debitoria o creditoria del sistema bancario nei propri confronti. Sono svolte quando si presenta la necessità, e non secondo un calendario prefissato, e comprendono:

- operazioni pronti contro termine;
- emissioni di certificati di debito;
- acquisti e vendite definitive di titoli.

Le prime due sono effettuate mediante procedure d'asta; l'ultima con procedure bilaterali.

Le operazioni di *fine tuning* e di tipo strutturale svolgono un ruolo importante nella conduzione della politica monetaria, ma non rappresentano una quota elevata dell'emissione

di base monetaria. La tabella qui di seguito riportata riassume le operazioni che mettono in moto il canale di creazione della base monetaria per il rifinanziamento delle IFM e dà indicazioni quantitative sul loro peso relativo.

COMPOSIZIONE PERCENTUALE DELLE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO DELLE IFM DA PARTE DELL'EUROSISTEMA (ANNI 2001-2007)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>OPERAZIONI PER L'IMMISSIONE DI BASE MONETARIA IN %</i>	100	100	100	100	100	100	100
<u>Operazioni di mercato aperto</u>	<u>99.7</u>	<u>99.5</u>	<u>99.8</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>99.9</u>
<i>Operazioni di rifinanziamento principali</i>	62.7	77.8	83.8	78.0	77.0	72.3	38.3
<i>Operazioni di rifinanziamento a lungo termine</i>	30.7	20.8	16.0	22.0	23.0	27.7	61.7
<i>Altre operazioni (fine tuning e strutturali)</i>	6.3	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<u>Operazioni a iniziativa delle controparti</u>	<u>0.3</u>	<u>0.5</u>	<u>0.2</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.1</u>
<i>Lending facilities</i>	0.3	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1
<i>OPERAZIONI PER L'ASSORBIMENTO DI BASE MONETARIA IN %</i>	100	100	100	100	100	100	100
<u>Operazioni di mercato aperto</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>83.3</u>	<u>75.0</u>	<u>0.0</u>	<u>84.6</u>
<i>Altre operazioni (fine tuning e strutturali)</i>	0.0	0.0	0.0	83.3	75.0	0.0	84.6
<u>Operazioni a iniziativa delle controparti</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>16.7</u>	<u>25.0</u>	<u>100</u>	<u>15.4</u>
<i>Deposit facilities</i>	100	100	100	16.7	25.0	100	15.4

Fonte: ECB database (2008)

In conclusione, il rifinanziamento delle IFM da parte dell'Eurosistema utilizza un'ampia gamma di contratti ed è in grado di fronteggiare problemi di diversa natura che possono incidere sulla vita di un'unione monetaria. Esso si è andato strutturando in modo da aumentare la capacità di controllo della banca centrale su questo canale di creazioni di base

monetaria e, quindi la sua autonomia, o indipendenza, per quel che riguarda l'emissione monetaria. Nel corso della recente crisi finanziaria, tuttavia, tale autonomia si è ridotta per la necessità di svolgere pienamente il tradizionale compito di prestatore di ultima istanza.

11. Il finanziamento del settore pubblico

Il secondo soggetto che può chiedere alla banca centrale l'emissione di nuova base monetaria per le proprie esigenze di liquidità è il settore pubblico, che ha rapporti con la banca centrale attraverso il Ministero del Tesoro o dell'Economia, cui è demandata la gestione di cassa delle entrate e delle uscite dello Stato.

Come ogni altro soggetto, il settore pubblico ha necessità di avere a sua disposizione mezzi di pagamento per svolgere la sua attività. Esso può usare a tale scopo le sue entrate. Tuttavia può succedere che il settore pubblico abbia bisogno di finanziamenti, per uno sfasamento tra le entrate e le uscite, oppure per avere deciso di mantenere un deficit di bilancio, cioè una differenza positiva tra le spese e le entrate.

Un primo modo per acquisire finanziamenti è accedere a prestiti del settore privato nazionale e di quello estero. L'emissione di titoli pubblici (obbligazioni) è lo strumento più usato per ricevere prestiti da questi settori.

Le cessioni di titoli pubblici alla banca centrale e le anticipazioni della stessa a favore del Ministero del Tesoro rappresentano la seconda fonte di finanziamento. Essa implica creazione di base monetaria.

In molti paesi il Ministero del Tesoro ha a disposizione un conto corrente presso la banca centrale, che usa per i suoi incassi e pagamenti. Il finanziamento da parte della banca centrale può avvenire tramite questo conto, se la normativa consente i cosiddetti "sconfinamenti", ossia permette che possa avere un saldo negativo. Dopo la seconda guerra mondiale, gli sconfinamenti furono spesso usati per finanziare il settore pubblico. In alcuni casi essi non richiedevano l'autorizzazione della banca centrale. La legge che regolava il conto corrente autorizzava lo sconfinamento, la sua dimensione massima e le condizioni del prestito. Questa soluzione limitava il potere di controllo della banca centrale su questo canale di creazione della base monetaria e la sua autonomia rispetto all'emissione monetaria. Dalla metà degli

anni Settanta si osserva invece una tendenza, graduale ma costante, a incrementare la capacità della banca centrale di controllare questo canale di creazione di base monetaria. Tale tendenza si rileva attraverso i mutamenti avvenuti nell'organizzazione dei mercati e nelle normative vigenti.

L'organizzazione dei mercati dei titoli pubblici è migliorata garantendo un più ampio e agevole accesso agli operatori alle aste di emissione e introducendo nella loro gestione le innovazioni della tecnologia delle comunicazioni. L'offerta di titoli pubblici ha così potuto contare su tecnologie che favorivano la trasformazione dei titoli in base monetaria e su una domanda proveniente dagli operatori nazionali e internazionali. Inoltre, in alcuni paesi la normativa ha limitato l'accesso del settore pubblico ai finanziamenti della banca centrale. In taluni casi gli sconfinamenti del conto corrente del Ministero del Tesoro sono stati vietati e si è giunti fino a vietare la cessione di titoli pubblici alla banca centrale.

Infine, l'introduzione di "regole fiscali" nei diversi ordinamenti ha ulteriormente rafforzato la tendenza verso una maggiore capacità di controllo della banca centrale su questo canale di creazione della base monetaria. In alcuni paesi sono state introdotte leggi che prevedono il pareggio del bilancio pubblico. In altri, la normativa ha introdotto le cosiddette "regole auree", che prevedono l'uguaglianza tra le entrate del settore pubblico e le sue "spese correnti" (ossia le spese al netto di quelle per infrastrutture e altri investimenti). Ancora, in altri paesi (il riferimento è al Patto di Stabilità e Crescita dell'Unione Europea) sono state introdotte norme che sanzionano il superamento di un certo rapporto tra il deficit del bilancio pubblico e il Prodotto Interno Lordo. In tutti questi casi i poteri discrezionali delle autorità fiscali sono stati limitati, favorendo una gestione della politica monetaria meno vincolata dalle esigenze di finanziamento del settore pubblico e, quindi, una maggiore autonomia, o indipendenza, rispetto all'emissione monetaria.

12. Il rifinanziamento del settore pubblico in Italia e nell'Eurosistema

In Italia, sino all'entrata in vigore della legge n. 483 del 26 novembre 1993, la principale forma di anticipazione della banca centrale a favore del Tesoro era quella connessa al conto

corrente di tesoreria.²⁶ Tale conto corrente fu istituito nell'ambito del servizio di tesoreria per conto dello Stato che la Banca d'Italia svolge in ogni provincia. Esso poteva presentare un saldo a debito del Tesoro che, in base a una norma legislativa del 1964, non poteva essere superiore al 14% delle spese finali previste nel bilancio di competenza dello Stato. Il tasso d'interesse praticato per queste anticipazioni doveva essere stabilito da accordi annuali tra la Banca d'Italia e il Tesoro. Di fatto esso è rimasto immutato dal 1947 a un livello pari all'1%.

Il credito a favore del Tesoro sul conto di tesoreria era detto 'anticipazione ordinaria'. Tra le norme che la disciplinavano, particolare rilevanza aveva il Decreto legislativo del 7 maggio 1948 n. 544 che vietava alla Banca d'Italia l'acquiescenza sugli sconfinamenti dei limiti posti sul saldo a debito del Tesoro e attribuiva al Parlamento il compito di consentire 'anticipazioni straordinarie', in altre parole la possibilità di superare per periodi definiti i limiti posti all'anticipazione ordinaria. Il ricorso all'anticipazione straordinaria è avvenuto solo una volta in base alla Legge n. 10 del 24 gennaio 1983, che ha consentito uno sconfinamento di 8.000 miliardi di Lire per un anno. L'abolizione dello scoperto del conto corrente di tesoreria e delle anticipazioni straordinarie da parte della legge n. 483 del 26 novembre 1993 costituì, secondo la letteratura, un rafforzamento dell'autonomia della Banca d'Italia nel controllo della base monetaria creata attraverso il canale Tesoro.²⁷

La creazione di base monetaria attraverso il canale riservato al finanziamento del settore pubblico avveniva anche con la cessione di titoli alla Banca d'Italia. Questa poteva acquistare titoli a breve, a medio e a lungo termine, emessi dal Tesoro, sia sul mercato primario (ovvero alle aste di emissione quando questi titoli sono messi in circolazione), che sul mercato secondario, dove i titoli già emessi e in possesso di singoli operatori finanziari sono rivenduti.

Sino alla metà degli anni Settanta i Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) avevano durata annuale ed erano emessi più per intervenire sul mercato del credito nei periodi di abbondante liquidità

²⁶ Nei bilanci della Banca d'Italia e dell'Ufficio Italiano Cambi ci sono altre forme di anticipazioni a favore del Tesoro, quali il conto per i pagamenti all'estero da parte del Tesoro e il conto servizi diversi da parte dello Stato, in cui sono registrate le retrocessioni d'interessi dalla nostra banca centrale al Tesoro. Nessuna di queste anticipazioni poteva però compararsi per importanza a quelle del conto corrente di Tesoreria. Si veda Salvemini, 1989, p. 253.

²⁷ Si noti che, per effetto di una convenzione cui la legge n. 483 del 26/11/1993 attribuisce fondamento legislativo, la Banca d'Italia investe in titoli pubblici le somme versate dalle banche per l'assolvimento degli obblighi di riserva, retrocedendo poi al Tesoro gli interessi percepiti su tali investimenti. Anche tali operazioni costituiscono nella sostanza forme di finanziamento del deficit pubblico.

bancaria, che per soddisfare le esigenze di cassa a breve del Tesoro.²⁸ L'emissione di BOT non era rivolta a raccogliere *direttamente* i saldi finanziari attivi delle famiglie, né sul mercato primario, né su quello secondario. Le modalità delle vendite per asta sul mercato primario, introdotte nel novembre 1962, non favorivano gli acquisti del settore famiglie. Esse furono modificate nell'aprile del 1969, al fine di rendere possibile un più attento controllo degli aggregati monetari tramite la compravendita di titoli da parte della Banca d'Italia. Tuttavia, il limitato ammontare di BOT emessi e le condizioni recessive prevalenti sul mercato del credito nei primi anni Settanta non permisero di sperimentare la funzionalità di tale mercato.²⁹

Sul mercato obbligazionario a medio e lungo termine abbondavano, invece, i titoli emessi da enti e imprese legati al settore pubblico, come l'ENEL e gli Istituti di Credito Speciale. La politica di stabilizzazione dei corsi, portata avanti dalla Banca d'Italia dal 1966, spinse le famiglie ad acquistare titoli su questo mercato rendendo effettiva l'intermediazione *diretta* dei fondi tra questo settore e quello pubblico.³⁰

Fino alla fine degli anni Sessanta, la limitata gamma di strumenti a disposizione del settore pubblico per il finanziamento a breve non rappresentava un problema per l'autonomia della banca centrale perché i disavanzi del bilancio pubblico erano contenuti, come mostra la **Figura 1**. Il loro andamento divenne sostenuto dal 1969 e subì un'accelerazione dopo il primo shock petrolifero, con la recessione e gli aumenti nei tassi d'inflazione causati da tal evento. Questo cambio nella politica di bilancio indusse la Banca d'Italia a riformare il sistema finanziario italiano. Si decise di diversificare la scadenza dei BOT, che poteva variare dai tre mesi a un anno, e di favorire l'intermediazione diretta tra le famiglie e il settore pubblico, perfezionando le tecniche di emissione nelle aste e intraprendendo una serie d'iniziative volte a rendere più funzionale il mercato secondario di questi titoli.³¹ Inoltre, per garantire al Tesoro la raccolta dei fondi necessari, s'introdusse la prassi che la Banca d'Italia presentasse, per un determinato livello del tasso d'interesse, una domanda di titoli pari all'intero importo

²⁸ Si veda Bianchi, 1989, p. 283.

²⁹ Sul funzionamento delle aste dei BOT negli anni Sessanta, si veda Bianchi, 1989, pp. 284-285.

³⁰ Si veda Bianchi, 1989, p. 284.

³¹ Sugli interventi volti a favorire l'intermediazione diretta su tale mercato, si veda Bianchi, 1989, pp. 285-286 e Panico, 1989.

offerto.³² In tal modo, la Banca d'Italia fissava per ogni emissione il tasso massimo d'interesse, accollandosi l'onere di acquistare a quel tasso tutti i titoli invenduti durante l'asta.

La quantità di BOT assorbita alle aste dalla Banca d'Italia diminuì decisamente dal 1977, quando si registrò un netto aumento delle richieste, non legate alla riserva obbligatoria, da parte delle aziende di credito, e prese consistenza il canale diretto Tesoro-famiglie.³³ Si realizzò così l'obiettivo che gli interventi della Banca d'Italia si erano posti, ossia la separazione *di fatto* tra esigenze di cassa del settore pubblico e creazione di monetaria. Tale separazione fu poi sancita legalmente nel luglio 1981 da un provvedimento, noto come 'divorzio' tra Tesoro e Banca d'Italia, che esentava definitivamente quest'ultima dall'onere di acquistare i titoli emessi alle aste e non assorbiti dal pubblico.

Nei successivi anni Ottanta, le autorità monetarie spinsero verso un allungamento della scadenza del debito pubblico, la cui composizione risultava troppo sbilanciata verso i titoli a breve termine, e verso nuovi perfezionamenti nelle procedure operative dei mercati dei titoli pubblici, ottenendo per tutti e due gli obiettivi risultati soddisfacenti.

Con il Trattato di Maastricht del 1991 le norme riguardanti il finanziamento del settore pubblico subirono un profondo mutamento. Il canale di creazione della base monetaria a favore del settore pubblico fu sostanzialmente chiuso e nella riunione tenuta ad Amsterdam il 17 giugno 1997, il Consiglio Europeo introdusse una regola fiscale, il “Patto di Stabilità e Crescita”, per controllare e disciplinare le politiche di bilancio dei governi nazionali.

Nella versione consolidata del Trattato sull'Unione Europea e del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 9 maggio 2008, il comma 1 dell'articolo 123 (ex articolo 101 del Trattato di Maastricht), stabilisce:

Sono vietati la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri (in appresso denominate «banche centrali nazionali»), a istituzioni, organi od organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli

³² A proposito di tale prassi, Rossignoli (1993, p. 77) nota che 'con la riforma del sistema di collocamento dei buoni ordinari entrata in vigore con l'asta del maggio 1975, la Banca era tenuta, come indicato nel verbale dell'apposita riunione del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio, a sottoscrivere automaticamente i titoli non assorbiti dal mercato'.

³³ Si veda Panico, 1989.

Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali.

Tale norma è richiamata nell'articolo 21 comma 1 dello Statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali e della Banca Centrale Europea.

Le normative nazionali, come la legge n. 483 del 26 novembre 1993 del nostro paese, hanno recepito il contenuto del Trattato di Maastricht e hanno “chiuso” questo canale di creazione di base monetaria. Tuttavia, a seguito dei recenti attacchi speculativi al debito pubblico di alcuni paesi dell'area dell'euro, la Banca Centrale Europea, con decisione del 14 maggio 2010, ha riammesso la possibilità di acquistare titoli del debito pubblico degli Stati che hanno adottato l'euro nell'ambito del “Securities Markets Programme”. L'adozione di questo programma è giustificata dalla necessità di correggere il cattivo funzionamento dei mercati dei titoli e di ritornare a un normale funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (si veda il punto 3 della decisione, denominata *ECB/2010/5* e scaricabile dal sito internet della Banca Centrale Europea). Secondo la banca centrale esso non viola i divieti del Trattato dell'Unione e dello Statuto perché la Banca Centrale Europea acquista obbligazioni del settore pubblico sul mercato secondario (in altre parole, acquista titoli già emessi e posseduti da altri operatori).

Un'ampia parte della letteratura ha giudicato questa decisione della Banca Centrale Europea tardiva e insufficiente sul piano operativo (si veda ...). Essa è stata presa quando i tassi d'interesse sui titoli del debito pubblico greco stavano rapidamente scendendo, dopo essere aumentati da valori intorno al 6% della prima settimana di aprile 2010 a valori intorno al 12% della settimana che finiva il 9 e 10 maggio 2010, a seguito di attacchi speculativi che, per la prima volta dall'istituzione dell'area dell'euro, colpivano gli Stati membri.

Il primo attacco speculativo sui titoli pubblici di un paese dell'UME era coinciso con le elezioni regionali in Renania (Germania) e chi lo aveva promosso, aveva fatto affidamento sul fatto che nel periodo elettorale il governo tedesco si sarebbe astenuto dal partecipare a iniziative a favore del debito greco. Come avevano intuito gli speculatori, il Consiglio d'Europa si riunì in seduta straordinaria solo nel fine settimana in cui si tennero le elezioni in Renania (9 e 10 maggio) e i risultati della riunione furono diffusi a urne chiuse.

Come mostra il grafico di seguito riportato, nella settimana successiva il 10 maggio, i tassi d'interesse sui titoli pubblici greci con scadenza a dieci anni diminuirono rapidamente e tornarono al di sotto del 7%, per poi risalire nelle settimane seguenti, quando gli operatori finanziari si resero conto che le deliberazioni adottate dai governi europei mostravano maggiore attenzione per le difficoltà economiche delle IFM dei loro paesi che avevano comprato debito pubblico greco che per l'aumento dei tassi d'interesse e la stabilità delle finanze greche.

Il ruolo di prestatore di ultima istanza che la banca centrale può svolgere a favore dei governi nazionali ha effetti simili a quello che essa svolge a favore delle IFM. Entrambi fanno sorgere un problema di "rischio morale". Nel caso del debito pubblico la presenza di una rete di sicurezza da parte della banca centrale può indurre i governi nazionali a non rispettare le regole fiscali esistenti. Come nel caso degli interventi a favore delle IFM, tuttavia, la soluzione al problema del rischio morale non può essere l'eliminazione della rete di sicurezza, ma il rafforzamento delle norme riguardanti la disciplina delle politiche di bilancio dei governi nazionali e il coordinamento delle politiche economiche dell'UME. Sull'efficacia di tali soluzioni la letteratura si era già soffermata in maniera approfondita prima della recente crisi finanziaria (si veda Panico e Suarez, 2008).

Come il ruolo di prestatore di ultima istanza a favore delle IFM, anche quello a favore del debito pubblico richiede tempestività e decisione, due elementi necessari per contrastare l'incertezza, che è la causa prima degli attacchi speculativi. La storia delle crisi creditizie inglesi nella prima metà del secolo XIX mostra che la Banca d'Inghilterra svolse il ruolo di prestatore di ultima istanza sin dal 1826. Tuttavia, a causa dell'incertezza riguardante i suoi interventi, dovuta al desiderio della banca centrale inglese di sottoporli a contropartite in suo favore da parte del governo e all'introduzione del Peel Act del 1844 che vietava l'emissione discrezionale di base monetaria e che costrinse il governo inglese a decretarne la sospensione per evitare il crollo definitivo del sistema finanziario ed economico, si verificarono in Inghilterra altre quattro crisi finanziarie sistemiche tra il 1833 e il 1866 (si veda Fetter, 1965). Conseguenze altrettanto gravi si sono verificate dopo il fallimento della Lehman Brothers del settembre 2008, un altro caso che mostra la rilevanza della funzione di prestatore di ultima istanza e i maggiori costi che l'economia e la società devono pagare quando essa non viene svolta con tempestività e certezza.

I ritardi e le indecisioni della Banca Centrale Europea nello svolgere la funzione di prestatore di ultima istanza a favore dei titoli del debito pubblico possono essere stati influenzati dalla mancanza di una visione unitaria sul tema da parte dei governi nazionali. In ogni caso, essi hanno favorito la speculazione finanziaria e danneggiato le economie e i cittadini dell'UME.³⁴ La coerenza con i contenuti dei Trattati chiarisce che la decisione della Banca Centrale Europea d'intervenire sul mercato dei titoli pubblici poteva essere presa quando gli attacchi speculativi si sono manifestati nelle settimane precedenti il 9-10 maggio. Tale scelta avrebbe evitato la crescita dei saggi d'interesse sui titoli pubblici e gli elevati costi economici e sociali che i governi e i cittadini interessati devono pagare.

Quanto al problema del rischio morale nelle politiche di bilancio dei governi nazionali, come nel caso dell'equivalente rischio per gli amministratori delle imprese finanziarie, esso non va affrontato lasciando i titoli pubblici senza protezione, ma rendendo efficaci le norme riguardanti il coordinamento delle politiche economiche. Tali norme, come quelle sulla vigilanza bancaria, possono avere bisogno di rettifiche e riforme.³⁵ Già prima della recente crisi finanziaria la letteratura specializzata aveva rilevato che la normativa vigente era stata capace di disciplinare i governi nazionali, ma aveva anche individuato alcuni punti deboli nella mancanza di flessibilità e trasparenza, nella pro-ciclicità del suo operare e nella debolezza delle procedure sanzionatorie, formulando proposte di riforma per rendere il coordinamento cogente (si veda Panico e Suarez Vazquez, 2008).

Il rigore delle politiche di bilancio dei governi nazionali è un presupposto essenziale per la sostenibilità del debito pubblico. E' tuttavia insensato sacrificare la politica fiscale o di bilancio, che è uno strumento essenziale per la stabilità e la crescita delle economie, al timore che possano esserci abusi da parte di chi la gestisce. Sarebbe come vietare l'uso di farmaci, utili e necessari, per il timore che la loro prescrittibilità potrebbe dare luogo ad abusi. Le normative riguardanti la disciplina delle politiche di bilancio devono quindi essere efficaci nel disciplinare i comportamenti, ma non devono impedire l'uso di uno strumento d'intervento di

³⁴ Fino alla fine del 2009 la letteratura e i documenti ufficiali dell'Eurosistema hanno celebrato la stabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro e il Fondo Monetario Internazionale consigliava ai paesi dell'Europa dell'Est, esposti ai rischi della crisi finanziaria di cercare protezione sotto l'ombrello delle istituzioni dell'UME.

³⁵ La letteratura specializzata, già prima della recente crisi finanziaria, aveva individuato alcuni punti deboli della normativa vigente nella mancanza di flessibilità e trasparenza, nella pro-ciclicità del suo operare e nella debolezza delle procedure sanzionatorie e aveva formulato proposte di riforma per rendere il coordinamento cogente (si veda Panico and Suarez Vazquez, 2008).

grande rilevanza. Nell'area dell'euro, le normative riguardanti la disciplina delle politiche di bilancio nazionali s'intrecciano strettamente con quelle sul coordinamento delle politiche fiscali e monetarie. Queste ultime non possono mancare di opporsi ai movimenti speculativi che minacciano la sostenibilità dei debiti pubblici nazionali e la stabilità delle economie. Questa conclusione ancor meno può essere trascurata se si considera che fare ricadere sulle singole economie l'onere di "convincere i mercati" adottando politiche fiscali marcatamente restrittive (in realtà, vere e proprie "cure da cavallo") vuole dire lasciare i cittadini senza la protezione delle loro istituzioni di fronte alle manovre di gruppi economici privati con molto potere e andare incontro a un fallimento molto probabile, perché una politica fiscale restrittiva sicuramente significa una caduta del PIL, minori entrate fiscali, un aumento ulteriore del deficit del settore pubblico e quindi del suo debito, una iniqua redistribuzione del reddito, minori consumi privati, fallimenti di imprese, una caduta degli investimenti e minore crescita economica. In altre poche, una politica fiscale marcatamente restrittiva porta alla recessione e aumenta la probabilità che il debito pubblico diventi insostenibile.³⁶ Se invece la banca centrale svolge con fermezza la funzione di prestatore di ultima istanza sui titoli pubblici e lascia la soluzione dei problemi di rischio morale alle normative corrispondenti, la stabilità del sistema finanziario e il benessere dei cittadini sono meglio difesi e gli obiettivi ultimi delle società, che sono anche quelli dei padri fondatori dell'Unione Europea e dei Trattati dell'Unione, non abbandonati o sacrificati su altri altari.

13. Il finanziamento del settore estero

Il terzo canale di creazione della base monetaria è quello riguardante i rapporti finanziari con l'estero, regolati da accordi e normative, mutevoli nel tempo, che individuano il regime di cambio e definiscono il grado d'integrazione finanziaria di un paese con gli altri. Questo grado d'integrazione finanziaria, che dipende dalla libertà concessa ai movimenti dei capitali con l'estero, ha grande rilevanza per l'autonomia della banca centrale e per le misure di politica monetaria che possono essere adottate.

³⁶ Le esperienze fatte dagli anni Ottanta dai paesi dell'America Latina, dell'Asia e dell'Europa dell'Est, quando hanno dovuto adottare le ricette del "Consenso di Washington" proposte dal Fondo Monetario Internazionale, e le analisi della letteratura specializzata, particolarmente quella apparsa dopo la crisi argentina del 2001-2002, chiariscono gli effetti fallimentari e l'impraticabilità delle soluzioni basate sulle politiche fiscali restrittive. Un libro sul tema, accessibile anche ai non economisti, fu pubblicato nel 2002 dal premio Nobel Stiglitz.

I pagamenti fatti all'estero dai residenti di un paese e quelli ricevuti dall'estero possono dar luogo a variazioni della base monetaria. Per facilitare la comprensione di questo punto, consideriamo due casi concreti. Il primo si riferisce a un residente di un paese che deve fare un pagamento all'estero. Per procurarsi i mezzi di pagamento in valuta estera, egli può rivolgersi alla propria banca e ordinarle di eseguire il pagamento richiedendo addebitando il suo conto corrente o le sue linee di credito. La banca, a sua volta, può eseguire il pagamento facendo variare la propria posizione netta sull'estero oppure acquistando valuta dalla banca centrale, che ha le riserve ufficiali del paese. Questa seconda alternativa causerà sia una riduzione delle riserve ufficiali, sia una diminuzione della base monetaria acquisita dalla banca centrale come corrispettivo della valuta estera ceduta.

Il secondo caso si riferisce a un residente di un paese che riceve un pagamento dall'estero e che chiede alla sua banca di accreditare il controvalore in moneta nazionale sul suo conto corrente. La cessione alla banca della valuta farà aumentare la posizione netta sull'estero della banca, salvo che questa non ceda a sua volta la valuta alla banca centrale. Questa seconda cessione causerà, oltre ad un aumento delle riserve ufficiali, anche un aumento della base monetaria ceduta come corrispettivo della valuta estera acquisita dalla banca centrale.

I due casi sopra considerati chiariscono che i pagamenti fatti all'estero o ricevuti dall'estero hanno effetti sulla base monetaria se si modificano le riserve ufficiali del paese (ΔRU). Una variazione positiva nelle riserve ufficiali comporta un analogo aumento nella componente estera della base monetaria. Al contrario, una variazione negativa nelle riserve ufficiali comporta un'analogha diminuzione nella componente estera della base monetaria:

$$\Delta RU = \Delta BMEST \quad (12)$$

La banca centrale può compensare i cambiamenti nella componente estera della base monetaria attraverso operazioni sui mercati interni che coinvolgono gli altri due canali di creazione (o distruzione) della base monetaria, quello riguardante il rifinanziamento delle banche e quello riguardante il finanziamento del settore pubblico. Tali interventi sono detti operazioni di 'sterilizzazione'. L'efficacia di questi interventi richiede che la banca centrale possa decidere autonomamente il livello dei saggi d'interesse interni. Per un paese che non occupa una posizione dominante nel sistema finanziario internazionale, ciò dipende dal regime di cambio cui esso ha aderito, ma soprattutto dal grado di libertà concesso ai

movimenti di capitali, ossia dal grado d'integrazione internazionale del suo sistema finanziario.

Alla fine della seconda guerra mondiale entrarono in vigore gli accordi di Bretton Woods, che prevedevano un "regime di cambi fissi aggiustabili" e controlli sui movimenti internazionali di capitale. La decisione di porre questi due elementi alla base del sistema finanziario internazionale fu adottata perché si riteneva che la libertà dei movimenti di capitale e la speculazione finanziaria internazionale avessero avuto un ruolo importante tra i fattori che avevano causato la seconda guerra mondiale.

I cambi fissi e i controlli sui movimenti di capitale consentivano alla politica economia ampi margini di manovra nel perseguimento degli obiettivi interni, tra cui primeggiavano per importanza la realizzazione di una crescita stabile e sostenuta e la piena occupazione. Si ritenne inoltre che, per aumentare la probabilità di raggiungere in maniera soddisfacente questi obiettivi, fosse necessario introdurre forme di vigilanza che attribuivano alle autorità un rilevante potere di controllo sull'amministrazione delle imprese finanziarie e che facevano sviluppare il settore finanziario agli stessi saggi di crescita del resto dell'economia. In tal modo, si pensava, il settore finanziario avrebbe potuto svolgere efficacemente il suo ruolo al servizio dell'economia, evitando di trasformare l'intermediazione finanziaria in un'attività rivolta principalmente alla speculazione, invece che alla canalizzazione delle risorse verso i settori produttivi, e riducendo i rischi che l'industria della finanza assumesse un peso eccessivo nell'economia e nella società e fosse in grado di orientare la produzione legislativa verso i propri interessi a discapito di quelli della collettività.

I risultati ottenuti durante quella che è conosciuta come "l'era Bretton Woods" furono soddisfacenti. Le economie crebbero a tassi elevatissimi, mentre la disoccupazione e le distanze sociali nella distribuzione del reddito si ridussero. L'inflazione non destò particolari allarmi. L'intermediazione finanziaria crebbe a tassi simili a quelli della produzione e del commercio internazionale. Le crisi bancarie, come afferma uno dei maggiori esperti, 'sparirono dal radar' (White, 2009, p.). Le bilance dei pagamenti mostrarono nelle partite correnti valori sostanzialmente equivalenti e ai movimenti di capitale, evidenziando che le transazioni finanziarie internazionali, invece di concentrarsi sui movimenti speculativi, erano funzionali al buon esito dei commerci.

Con la rottura degli Accordi di Bretton Woods dell'agosto 1971 terminò la convertibilità del dollaro in oro a una parità ufficiale e il sistema di cambi fissi aggiustabili. I controlli sui movimenti di capitale rimasero in vita. Le fluttuazioni dei cambi potevano dare nuova linfa alla speculazione finanziaria il cui obiettivo è generare guadagni anticipando i movimenti nei prezzi dei beni, dei titoli finanziari e delle valute. Tuttavia, fu solo con il venire meno dei controlli sui movimenti dei capitali alla fine degli anni Settanta che i movimenti speculativi s'intensificarono. I dati sulle transazioni finanziarie mostrano la straordinaria crescita delle attività finanziarie rispetto alle altre attività economiche. Nel periodo 1977-2007, mentre le transazioni finanziarie internazionali in beni e servizi, secondo i dati del WTO, sono aumentate di 11 volte, le transazioni finanziarie internazionali sono aumentate di 175 volte, includendo solo i prodotti finanziari tradizionali.³⁷ Se aggiungiamo quelle sui titoli derivati, limitandoci solo ai derivati sui cambi e sui tassi d'interesse, le transazioni finanziarie internazionali sono aumentate di 281 volte. Quest'aumento vertiginoso ancora sottostima la crescita effettiva delle imprese finanziarie perché le transazioni sui cambi e sui tassi d'interesse sono solo una parte delle transazioni sui derivati. Altre transazioni, cresciute negli ultimi anni ai tassi più alti, avvengono in derivati su crediti, su azioni e su merci.

La crescita delle transazioni finanziarie internazionali è andata di pari passo con quella delle transazioni interne. Entrambe hanno provocato un rafforzamento dell'industria finanziaria nella distribuzione del reddito. Questo cambiamento nella distribuzione del reddito è stato accompagnato da un altro favorevole ai gruppi sociali più ricchi.

In conclusione, la maggiore capacità di controllo dei canali interni non è servita ad aumentare la capacità di controllo delle banche centrali sull'intera base monetaria. L'integrazione finanziaria internazionale ha comportato una maggiore dipendenza della politica monetaria dalle scelte degli operatori internazionali e dai loro movimenti speculativi.

14. Il rifinanziamento del settore estero in Italia e nell'area dell'euro

³⁷ I dati dell'anno iniziale son presi da Haq, Kaul and Grunberg (1996). Quelli degli anni successivi sono presi dal Triennial Reports of the Bank of International Settlements.

Fino alla metà degli anni Ottanta, l'ordinamento valutario italiano, in linea con le tesi che hanno prevalso in letteratura negli anni successivi alla seconda guerra mondiale³⁸, ha avuto un orientamento limitativo della libertà dei movimenti di capitali. Controlli valutari particolarmente restrittivi furono introdotti in Italia dal 1972 al 1976, dopo la rottura degli accordi di Bretton Woods, le pressioni speculative sulla lira del 1972-73, lo shock petrolifero del 1973-74 e la crisi valutaria del 1976.³⁹ In tal modo si pensò di garantire spazi di manovra alla politica monetaria per fronteggiare la recessione, la disastrosa situazione finanziaria delle imprese, gli squilibri nei conti pubblici e quelli nella bilancia dei pagamenti. L'adozione di queste misure e di una politica di cambio che favoriva le nostre esportazioni permise di ricostituire tra il 1977 e il 1979 le riserve ufficiali del paese e di evitare aumenti cospicui nei tassi d'interessi, che in termini reali, come mostra la **Figura 2**, si mantennero quasi sempre negativi dal 1973 al 1980. Si riuscì così a contenere la caduta dell'occupazione, a favorire la ristrutturazione dei settori produttivi e, come mostrano le **Figure 3, 4 e 5**, a mantenere pressoché inalterato il rapporto Debito Pubblico-Prodotto Interno Lordo (PIL), pur alla presenza di disavanzi pubblici al netto degli interessi passivi, che in percentuale del PIL risultarono i più alti dell'intero dopoguerra.

Con l'entrata nel Sistema Monetario Europeo (SME) nel 1979, l'Italia aderì a un regime di cambi 'aggiustabili' che consentiva alla nostra moneta di discostarsi dalla parità ufficiale dentro un limite massimo del 6% fino al 5 gennaio 1990 e del 2,25% dopo tale data. L'adesione agli accordi europei di cambio non si tradusse immediatamente nell'eliminazione dei controlli valutari, anche per i problemi posti dal secondo shock petrolifero del 1979-80. Mutò invece l'orientamento della politica monetaria che considerò prioritaria la lotta all'inflazione utilizzando la politica del cambio a tale fine. Fino al Settembre 1992, quando si è ritornati a un regime di libera fluttuazione del cambio, si registrarono frequenti apprezzamenti del tasso di cambio reale, mentre i tassi d'interesse reali diventarono positivi dal 1981 e smisero di compensare la stimolo alla crescita del rapporto Debito Pubblico-PIL proveniente dai disavanzi pubblici al netto degli interessi passivi.

³⁸ La necessità di controllare i movimenti di capitale era rilevata dalle teorie che hanno dominato in letteratura dopo la seconda guerra mondiale. Orientamenti più favorevoli alla liberalizzazione dei movimenti di capitali si sono invece imposti dalla fine degli anni Settanta.

³⁹ Si veda Micossi e Rossi (1986) e Rossi (1989).

Il processo di liberalizzazione dei movimenti di capitale iniziò nel 1984 e poté considerarsi già sostanzialmente completato nel 1990.⁴⁰ Da allora, è divenuto possibile che quell'enorme massa di liquidità, costituita dal debito pubblico, si trasformi in tempi molto rapidi in attività finanziarie in valuta estera. Ciò ha ridotto notevolmente gli spazi di manovra della politica monetaria, che è costretta a mantenere i saggi d'interesse interni in linea con quelli che si determinano sui mercati finanziari internazionali, per evitare eccessive svalutazioni del nostro cambio. Ed anche dopo il passaggio a un regime di cambi fluttuanti nel Settembre 1992, i nostri saggi d'interesse, a differenza di quanto era avvenuto negli anni Settanta, non hanno avuto un andamento divergente da quelli che si sono determinati sui mercati internazionali.

Il processo d'integrazione internazionale del sistema finanziario italiano rese le decisioni sui saggi d'interesse e sulla base monetaria della Banca d'Italia maggiormente dipendenti dai comportamenti degli operatori finanziari internazionali. Questa linea di tendenza può sembrare in contraddizione con quella riguardante i rapporti tra la Banca d'Italia e gli operatori interni del sistema finanziario, rapporti regolati da norme che aumentarono l'indipendenza della banca centrale e la sua capacità di controllo sulle componenti interne della base monetaria. In realtà la contraddizione è solo apparente, poiché l'obiettivo di una maggiore integrazione finanziaria internazionale riduce gli spazi di manovra della politica monetaria e richiede una minore dipendenza della banca centrale dai comportamenti degli operatori interni.

Con l'istituzione dell'UME la sovranità sulla politica valutaria, o del cambio, è passata dai governi nazionali agli organismi europei. Anche se i Trattati dell'Unione stabiliscono che essa è di competenza congiunta dell'ECOFIN, che è la sezione del Consiglio dei Ministri dell'Unione Europea che si occupa di questioni economiche e finanziarie, e della Banca Centrale Europea, di fatto è quest'ultima che la gestisce. Inoltre l'istituzione dell'UME non ha modificato le tendenze sull'integrazione finanziaria internazionale. I sistemi finanziari appaiono oggi sempre più interconnessi, come la recente crisi finanziaria ha mostrato, complessi e simili dal punto di vista operativo e normativo. Questa maggiore complessità e connessione rende ancora più importante l'adozione di norme legislative che consentano un controllo efficace sull'amministrazione delle imprese finanziarie e che attribuiscono alle autorità monetarie poteri effettivi nella gestione della politica monetaria.

⁴⁰ In altri paesi dell'area dell'euro, questo processo di liberalizzazione si concluse tra il 1989 e il 1991.

15. Il controllo dell'emissione monetaria e gli obiettivi della politica monetaria.

Nelle sezioni precedenti abbiamo esaminato l'autonomia della banca centrale rispetto alle decisioni sulla base monetaria dal punto di vista della regolazione e organizzazione dei mercati. Dobbiamo ora considerare l'autonomia della banca centrale dal punto di vista degli effetti economici delle sue decisioni, verificando la praticabilità di certe scelte che possono far sorgere conflitti tra i diversi obiettivi che le autorità monetarie vogliono o devono perseguire. Le posizioni espresse su questi temi dalle diverse scuole di pensiero sono differenti. In questa sede, ci soffermeremo in maniera semplificata su alcuni punti controversi che hanno rilevanza per la discussione sull'offerta di moneta. Identificheremo innanzitutto le funzioni e gli obiettivi delle autorità monetarie. Passeremo poi a considerare talune questioni riguardanti i possibili conflitti tra gli obiettivi della politica monetaria. Infine accenneremo ad alcuni problemi connessi all'adesione a un processo d'integrazione finanziaria internazionale.

16. Funzioni e obiettivi della politica monetaria.

La recente crisi finanziaria ha nuovamente indicato che la stabilità delle istituzioni monetarie, creditizie e finanziarie è il più importante obiettivo finale delle autorità monetarie. A esso va attribuita priorità assoluta perché la fiducia nel credito e nelle istituzioni che lo gestiscono è essenziale per il funzionamento dell'economia. Prima della crisi, il “Nuovo consenso in macroeconomia”, che ha rappresentato negli ultimi due decenni il punto di vista dominante derivato dalle posizioni di due scuole di pensiero denominate “Nuova macroeconomia neoclassica” e “Nuova macroeconomia keynesiana”, aveva sottovalutato quest'obiettivo e centrato l'attenzione sulla stabilità dei prezzi, riponendo una fiducia pressoché illimitata nell'operare delle forze di mercato. Molti autori che avevano elaborato questa posizione hanno riconosciuto che la crisi ne ha mostrato l'erroneità (si veda Blanchard, 2008; Blanchard, Dell'Ariccia e Mauro, 2010) e stanno proponendo di integrare le loro analisi in maniera adeguata.

Nella precedente sezione 9 si è già fatto riferimento ai problemi di stabilità delle istituzioni finanziarie e alla necessità di introdurre un'efficace vigilanza prudenziale che consenta alle autorità di controllare il grado di rischio assunto dalle imprese e di inibire i comportamenti

ritenuti eccessivi. Va qui ancora rilevato che il perseguimento di quest'obiettivo spinge la banca centrale a cercare di mantenere una posizione di vertice nel sistema finanziario e a cercare di guidare, come è avvenuto tra gli anni Settanta e Novanta nei paesi dell'Europa continentale, i processi d'innovazione, limitando la diffusione di quelle che possono ridurre il suo potere di controllo sugli intermediari e sulla creazione dei mezzi di pagamento.⁴¹

Un secondo gruppo di obiettivi finali delle autorità monetarie è la stabilità interna ed esterna della moneta. L'eccessiva variabilità del livello generale dei prezzi e del tasso di cambio, che definiscono rispettivamente il valore interno e quello esterno della moneta, è dannosa per il funzionamento dell'economia. Incerto è però il giudizio sui margini di variazione che possono essere consentiti al valore della moneta. La stabilità interna della moneta, anche se non necessariamente significa assenza totale d'inflazione, è stata intesa negli ultimi decenni in forma rigida, come riflesso dell'elevata priorità attribuita alla lotta all'inflazione. Quella esterna non significa fissità del cambio. Per una parte ampia della letteratura e dei documenti ufficiali della politica monetaria essa implica solo un rifiuto delle fluttuazioni violente delle valute. Sulla determinazione dei margini di variazione del valore interno ed esterno della moneta può così esercitarsi la discrezionalità delle autorità monetarie, che fissano scale di priorità tra i diversi obiettivi da conseguire quando questi si presentano in conflitto tra loro.

Un terzo gruppo di obiettivi finali delle autorità monetarie riguarda la stabilità della crescita economica, la piena occupazione e l'eliminazione dei divari regionali e nella distribuzione del reddito. Non sempre, tuttavia, questo gruppo di obiettivi, da tutti ritenuto cruciale per la politica fiscale, è stato considerato di competenza anche delle autorità monetarie.⁴² Nei tre decenni successivi alla seconda guerra mondiale esso è stato considerato 'da tutti tranne poche anime reazionarie' (Friedman, 1968, p. 2, nostra traduzione) di grande rilevanza per la politica monetaria. Ciò non implicava una scarsa considerazione per l'autonomia della banca centrale, ritenuta essenziale per il buon funzionamento dell'economia, ma un rifiuto dell'idea che

⁴¹ A titolo di esempio, si può far riferimento all'esperienza italiana dei fondi comuni d'investimento, che sono entrati a far parte significativamente dei portafogli delle famiglie italiane dopo l'approvazione della normativa che attribuiva alla Banca d'Italia una posizione centrale nella vigilanza su queste istituzioni (si veda Panico, 1989). L'esperienza degli USA è opposta a quella dell'Europa continentale. Negli USA i processi d'innovazione finanziaria sono stati generati e portati avanti direttamente dal settore privato.

⁴² Friedman (1968) ha rilevato come la banca centrale non debba occuparsi di questo gruppo di obiettivi e debba concentrarsi sulla stabilità del valore interno della moneta.

l'autonomia s'identificasse con la separazione dei compiti e delle funzioni tra le autorità monetarie e fiscali.

Una chiara presentazione di quello che era all'epoca il punto di vista dominante è rintracciabile in uno scritto di Samuelson. Questi ribadisce la necessità che le diverse autorità di politica economica cooperino tra loro per il perseguimento del fine ultimo, a loro comune, della stabilità economica nazionale, criticando chi propone la separazione delle funzioni e degli obiettivi e rivolgendosi alle autorità fiscali, che mostrano una tendenza a eccedere nella spesa, un particolare richiamo a mantenere comportamenti responsabili⁴³:

Non voglio entrare nel merito dello scontro tra il Tesoro e la Federal Reserve. Mi si permetta soltanto di affermare in modo dogmatico che il Ministro del Tesoro dovrebbe essere impegnato rispetto alla stabilità della nazione come lo è il banchiere centrale ... In tal modo, non può esserci alcun conflitto legittimo tra la politica del Tesoro e quella della banca centrale: esse devono essere unificate o coordinate in base alle esigenze complessive di stabilizzazione dell'economia, ed è impensabile che queste due grandi agenzie possano in alcun modo essere separate nelle loro funzioni o possa essere consentito loro di lavorare su obiettivi opposti. (In particolare è assurdo pensare, come molti esperti di politica monetaria argomentano, che la politica fiscale ha come obiettivo la stabilizzazione dell'occupazione e la riduzione della disoccupazione, mentre la politica monetaria ha come suo obiettivo la stabilizzazione dei prezzi.) ... Il Tesoro e la banca centrale devono essere coordinati nell'interesse della stabilità nazionale, per cui sono poco interessato a discussioni sulla divisione delle funzioni tra loro (Samuelson, 1956, pp. 14-15, nostra traduzione).

L'idea di separare le funzioni e gli obiettivi delle autorità monetarie e fiscali ha ripreso forza tra la seconda metà degli anni Settanta e i primi anni Ottanta, con il predominio delle posizioni monetariste. In seguito, come si rileva dal seguente passo di Cobham pubblicato nel *New Palgrave Dictionary of Money and Finance* del 1992, essa sembra aver perduto in considerazione e importanza per lasciar posto a comportamenti maggiormente cooperativi tra la politica fiscale e quella monetaria:

Dopo un aberrante movimento verso l'estremo opposto nei primi anni Ottanta, la politica monetaria è ora condotta come un partner quasi paritario della politica fiscale. (Cobham, 1992, p. 266 nostra traduzione).

⁴³ Si noti che nelle Relazioni della Banca d'Italia (1975, pp. 440-442) nel periodo in cui Baffi fu governatore, si fa esplicitamente riferimento a posizioni simili sull'autonomia della banca centrale e sui rapporti tra autorità monetarie e fiscali e si richiamano quelle analoghe di Carli ed Einaudi sul tema.

Non di meno, l'identificazione tra autonomia della banca centrale e separazione dei compiti e delle funzioni delle autorità monetarie e fiscali, trova ancora spazio sia nella retorica della politica monetaria che nella letteratura. Il “Nuovo consenso in macroeconomia” acconsente che altri obiettivi finali possano influenzare la “regola di comportamento” delle autorità monetarie nella conduzione della politica monetaria sia influenzata dalle variazioni nel valore interno della moneta e da quelle del livello di occupazione. La regola proposta da Taylor (1993), presente nei modelli del Nuovo consenso in macroeconomia, riconosce che la conduzione della politica monetaria risponde sia agli scostamenti del saggio d’inflazione effettivo dal valore individuato come obiettivo, sia a quelli del PIL effettivo dal valore considerato “potenziale”. La stessa regola di Taylor però assume che le banche centrali, attribuendo maggiore priorità alla lotta all’inflazione rispetto a quella alla disoccupazione, rispondono con maggiore decisione ai primi che ai secondi scostamenti. Questa posizione, che fa affidamento sulla legge di Say e sulla credenza che l’operare delle forze di mercato tende a fare utilizzare a pieno le risorse dell’economia e a risolvere spontaneamente i problemi di disoccupazione, è riflessa nei contenuti del Trattato per l’Unione Economica e Monetaria, firmato a Maastricht nel dicembre 1991, nello Statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali e della Banca Centrale Europea e nei documenti recenti dell’Unione Europea.

17. Controllo rigido degli aggregati monetari e obiettivi finali confliggenti.

In contrapposizione agli autori di scuola monetarista, quelli di scuola keynesiana non approvano l'adozione di politiche di controllo rigido degli aggregati monetari. Le tesi keynesiane hanno dominato la letteratura monetaria all'epoca del Rapporto Radcliffe e in anni successivi.

Un primo argomento avanzato dai keynesiani a sostegno della loro impostazione è connesso agli effetti delle politiche monetarie marcatamente restrittive sull'innovazione finanziaria, che, in alcuni casi, può indebolire la posizione di vertice della banca centrale nel sistema finanziario, riducendo la sua capacità di controllare la creazione dei mezzi di pagamento e la stabilità delle istituzioni creditizie e finanziarie. Kaldor (1970) ha evidenziato in modo efficace come il sorgere di questi problemi può spiegare perché fino agli anni Settanta le banche centrali sono state riluttanti ad applicare politiche monetarie marcatamente restrittive.

Ciò può essere derivato dal fatto che le autorità monetarie, siano esse la Riserva Federale o la Banca di Inghilterra, sanno di trovarsi nella posizione di un monarca costituzionale: con una riserva molto ampia di poteri sulla carta, il cui mantenimento e continuazione dipendono fortemente dal grado di contenimento e moderazione mostrato nel loro esercizio. La Banca d'Inghilterra, grazie a una successione di Leggi Parlamentari, ha il monopolio dell'emissione di banconote, almeno in Inghilterra e Galles. Ma il potere reale conferito da queste leggi dipendeva, e ancora dipende, dal mantenimento del ruolo centrale dell'emissione di banconote nell'intero sistema monetario e creditizio; e ciò, a sua volta, non era una questione di poteri legali, ma di evitare politiche che avrebbero comportato un'erosione di quel ruolo. (Kaldor, 1970, p. 12, nostra traduzione).

Le analisi keynesiane hanno individuato anche altri motivi per cui le banche centrali sono state in genere riluttanti a condurre politiche monetarie marcatamente restrittive. Una chiara presentazione di questi argomenti si può trovare in un altro scritto di Kaldor, il Memorandum che egli sottopose alla Commissione Radcliffe nel 1958. Kaldor ha sostenuto che le politiche di controllo rigido degli aggregati monetari hanno come effetto immediato quello di aumentare sia la variabilità sia il livello dei tassi d'interesse.⁴⁴ Ciò comporta alcune conseguenze che le autorità monetarie considerano 'molto indesiderabili' (Kaldor, 1958, p. 136) per il complesso degli obiettivi che esse perseguono. In primo luogo, Kaldor ha sostenuto, diventa ingestibile il debito pubblico a causa dei crescenti interessi che devono essere pagati su di esso. In secondo luogo, i mercati finanziari perdono efficienza poiché finiscono con l'essere dominati dalla speculazione piuttosto che dall'esigenza di canalizzare i fondi disponibili verso i settori produttivi. In terzo luogo, si riduce la solidità dei bilanci delle istituzioni creditizie e finanziarie poiché aumentano sia il rischio di perdite sui titoli a reddito fisso da loro posseduti, sia l'ammontare dei crediti per loro inesigibili (le cosiddette 'sofferenze bancarie'). Infine, il peggiorare delle condizioni di finanziamento delle imprese tende a interrompere il processo di accumulazione, influenzando negativamente sulla crescita dell'economia e sulla disoccupazione.

Per gli autori di scuola keynesiana, quindi, alle autorità monetarie conviene in genere ricercare la stabilità dei tassi d'interesse piuttosto che il controllo rigido degli aggregati monetari. La consapevolezza di ciò, secondo questi autori, ha spesso spinto le autorità a

⁴⁴ La stessa variabilità dei tassi tende a farne aumentare il livello perché rende più incerti i mercati finanziari e maggiore il premio di rischio che deve essere pagato per indurre gli operatori ad accettare investimenti a più lunga scadenza. Su questo punto, si veda Kaldor (1939; 1958, pp. 137-139; 1960), Musella e Panico (1993, pp. 46-49) e Panico (1993, pp. 95 e 105).

preferire politiche monetarie 'accomodanti', in cui l'offerta di moneta tende ad adeguarsi alle condizioni della domanda di mezzi liquidi prevalenti sui mercati.

Politiche di controllo rigido degli aggregati, in cui l'offerta di moneta è esogenamente determinata dalla banca centrale, sono state raramente perseguite e quando hanno operato, sono state rapidamente abbandonate per le conseguenze 'molto indesiderabili' che, secondo gli autori keynesiani, esse producono. L'esperimento monetarista messo in atto è tra i pochi casi storicamente riscontrabili di politiche di controllo rigido degli aggregati monetari. Esso fu intrapreso negli Stati Uniti nell'ottobre 1979 e fu abbandonato nella prima metà del 1982, proprio per le conseguenze 'molto indesiderabili' che secondo gli autori keynesiani si dovevano produrre. Ciò è stato riconosciuto anche da autori che in precedenza avevano partecipato alla crescita delle tesi monetariste, come Cagan (1989), il quale ha sostenuto che l'esperimento del 1979-1982 fu abbandonato per la sopravvenuta instabilità della domanda di moneta, per l'ingestibilità della crisi internazionale del debito che intaccava la solidità delle istituzioni finanziarie e per la necessità di stimolare l'economia che era entrata in una fase molto recessiva.⁴⁵

Negli anni successivi le autorità monetarie statunitensi hanno mostrato maggiore attenzione alla stabilità dei tassi d'interesse pur muovendosi, almeno fino alla fine degli anni Ottanta, lungo linee di politica monetaria più restrittive che quelle adottate prima del 1979. Questo nuovo e pragmatico atteggiamento delle autorità monetarie è stato rilevato dalla letteratura che ha cercato di inquadrarlo negli schemi teorici proposti dalle due scuole di pensiero che hanno dominato la letteratura dagli anni Ottanta, la Nuova macroeconomia neoclassica e la Nuova macroeconomia keynesiana. Le analisi del Nuovo consenso in macroeconomia hanno ricondotto il comportamento pragmatico delle banche centrali ai modelli denominati di "inflation targeting", in cui il comportamento dell'offerta di moneta non è esplicitato e si assume che le banche centrali cercano di stabilizzare l'economia usando come strumento il tasso d'interesse.

⁴⁵ Tra i pochi che hanno sostenuto una posizione diversa va ricordato Milton Friedman (1983; 1984) che ascrive il fallimento di quella politica al fatto che le autorità monetarie non hanno seguito in modo rigoroso le prescrizioni monetariste. Le analisi di Milton Friedman sono state poi criticate, tra gli altri, da Benjamin Friedman (1988) che ha spiegato l'abbandono dell'esperimento monetarista in modo simile a Cagan e agli autori keynesiani.

I modelli del Nuovo consenso in macroeconomia pertanto assumono che le banche centrali non cerchino di controllare rigidamente l'offerta di moneta. Quest'assunzione, tuttavia, non comporta che le banche centrali non cerchino di controllare la crescita degli aggregati monetari, in maniera non rigida e attraverso altri strumenti. Inoltre essa implica, come hanno sostenuto molti autori (se veda King, 2001), uno scostamento solo parziale dalle posizioni monetariste perché l'idea che l'inflazione sia un fenomeno monetario non è abbandonata.

18. Integrazione finanziaria internazionale, stabilità e ruolo delle istituzioni.

Come si è visto nella precedente sezione 13, l'adesione a un processo d'integrazione finanziaria internazionale può influire negativamente sulla stabilità dei tassi d'interesse e del cambio. In condizioni d'integrazione finanziaria i tassi interni di un paese che non occupa una posizione di dominio nel sistema finanziario internazionale dipendono da quelli fissati nei paesi dominanti e dai comportamenti di quegli operatori che basano i loro guadagni sulla speculazione sul valore dei titoli di credito e dei cambi, realizzata attraverso i movimenti internazionali di capitale. La dimensione raggiunta dai movimenti speculativi impone vincoli stringenti sia alle autorità monetarie sia agli altri operatori pubblici e privati. Le prime devono accettare una riduzione degli spazi di manovra della politica monetaria e quindi un più limitato uso degli strumenti monetari nella soluzione dei problemi interni. I secondi devono conformare i loro comportamenti a quelli mediamente tenuti negli altri paesi, perché gli andamenti devianti di una singola economia possono costituire il punto di partenza di movimenti speculativi.

I rischi di un'elevata instabilità dei saggi d'interesse e dei cambi, derivanti dall'operare della speculazione in condizioni di libertà dei movimenti dei capitali, sono considerati limitati da chi crede che si possa avere una fiducia illimitata nell'operare delle forze di mercato. Questi autori ritengono che tutte le forze di mercato, incluse quelle di natura speculativa, producano effetti stabilizzanti per l'economia. Di conseguenza, la libertà dei movimenti di capitale genera effetti benefici per l'economia perché finisce con l'imporre a tutti gli operatori comportamenti rigorosi. Per chi invece non ripone una fiducia illimitata nell'operare delle forze di mercato, i rischi di un'elevata volatilità dei tassi d'interesse e del cambio sono un aspetto negativo dell'integrazione finanziaria internazionale. Questi rischi devono essere pertanto controllati e ridotti, se si vogliono godere i vantaggi derivanti dalla formazione di più

ampie aree economiche e finanziarie. Per questa ragione chi teme gli effetti negativi della speculazione finanziaria chiede che i processi d'integrazione finanziaria internazionale siano accompagnati dalla formazione di forme d'integrazione istituzionale all'interno di ampie aree geografiche. L'istituzione dell'UME, ma anche le forme più semplici d'integrazione istituzionale attivate in America Latina e Asia in anni recenti, rispondono a tali esigenze. In mancanza di queste forme d'integrazione istituzionale diventa ancora più difficile controllare la speculazione finanziaria internazionale e sottrarre le economie dei paesi che non hanno una posizione di dominio nella finanza internazionale alle conseguenze negative derivanti da essa.

19. Conclusioni.

Possiamo concludere quest'analisi dell'offerta di moneta ricordando che le risposte alle domande formulate all'inizio dipendono dal contesto istituzionale esistente e dalle posizioni teoriche cui si aderisce. Anche sull'offerta di moneta, quindi, le diverse scuole di pensiero, pur concordando su punti specifici, sostengono posizioni differenti.

Un punto di accordo si trova sul fatto che le variazioni di un aggregato ampio, come M3, sono relazionate a quelle di BM tramite il moltiplicatore dei depositi. L'accelerazione nell'innovazione finanziaria degli ultimi decenni ha chiarito che un controllo rigido degli aggregati monetari non è auspicabile e perseguibile. Le autorità monetarie devono accettare che le variazioni della base monetaria si adeguino alla domanda di mezzi di pagamento proveniente dai mercati, anche se possono cercare di ricondurre la crescita degli aggregati ampi entro limiti ritenuti opportuni, usando strumenti diversi dai controlli rigidi sulla base monetaria.

Un secondo punto d'accordo è rintracciabile nell'idea che negli ultimi decenni la capacità di controllo delle banche centrali sui canali interni di creazione di base monetaria, quelli riguardanti il rifinanziamento delle IFM e il finanziamento del settore pubblico è aumentata, mentre quella riguardante il canale estero è drasticamente diminuita. In una situazione d'integrazione finanziaria internazionale, la capacità delle banche centrali di controllare le variabili monetarie, siano esse i tassi d'interesse o la base monetaria, sono scarse. Di conseguenza, il loro grado di autonomia dagli operatori dei mercati internazionali è basso.

Gli economisti che ripongono una fiducia illimitata nell'operare delle forze di mercato credono che i processi d'integrazione finanziaria internazionale, anche se limitano la capacità della banca centrale di controllare la base monetaria, producono risultati positivi per l'economia perché, essi sostengono, la libertà dei movimenti di capitale non ha effetti destabilizzanti sui tassi d'interesse e sui cambi e costringe tutti gli operatori ad avere comportamenti rigorosi ed efficienti. Per gli autori che non ripongono una fiducia illimitata nell'operare delle forze di mercato, invece, l'integrazione finanziaria internazionale, oltre a ridurre gli spazi di manovra della politica monetaria, pone problemi d'instabilità dei tassi d'interesse e dei cambi dovuti all'operare della speculazione internazionale. Per questa ragione, essi concludono, non è consigliabile procedere sulla strada della liberalizzazione dei movimenti di capitale senza aver prima creato istituzioni in grado di disciplinare i mercati finanziari integrati.

L'esistenza di posizioni controverse sul tema dell'offerta di moneta deve spingere lo studioso ad approfondire con attenzione le teorie e le analisi empiriche presentate dalle diverse scuole di pensiero e ad avere un atteggiamento prudente e aperto rispetto alle valutazioni delle conseguenze delle azioni di politica monetaria che si possono intraprendere.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Anderson L.C., Jordan J.L., 1968, Monetary and fiscal actions: a test of their relative importance in economic stabilization, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, **50** (11), November, 11-24.

Banca d'Italia, 1975, *Relazione all'Assemblea dei Partecipanti*, Roma.

Bianchi B., 1989, Le operazioni di mercato aperto, in Cotula F., a cura di, *La Politica Monetaria in Italia*, **2**, Bologna: Il Mulino, 281-308.

Blanchard O., 2008, The state of macro, *National Bureau of Economic Research, Working Paper Series*, N. 14259, August.

Blanchard O., Dell'Araccia G., Mauro P., 2010, Rethinking Macroeconomic Policy, *IMF Staff Position Note*, International Monetary Fund, February.

Brainard W.C., Tobin J., 1968, Pitfalls in financial model building, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, **58**, May, 99-122.

Brunner K., Meltzer A.H., 1964, Some further investigation of demand and supply functions for money, *Journal of Finance*, **19** (2), May, 240-83.

Cagan P., 1965, *Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money, 1875-1960*, New York: Columbia University Press for the National Bureau of Economic Research.

Cagan P., 1989, The uncertain future of monetary policy, in Capie F., Wood G.E., eds., *Monetary Economics in the 1980s*, London: Macmillan, 151-73.

Cobham D., 1992, Radcliffe Committee, in Newman P., Milgate M., Eatwell J., eds., *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, **3**, London: Macmillan, 265-66.

Cramp A.B., 1970, Does Money Matter?, *Lloyds Bank Review*, 98, October, 23-7.

De Cecco M., 1976, Banca d'Italia e conquista politica del sistema creditizio, in AA.VV., *Il Governo Democratico dell'Economia*, Bari: De Donato.

Fetter F.W., 1965, *Development of British Monetary Orthodoxy*, Cambridge: Harvard University Press.

Friedman B.M., 1988, Lessons on monetary policy from the 1980, *Journal of Economic Perspectives*, **2** (3), Summer, 51-72.

Friedman M., 1959, The demand for money: some theoretical and empirical results, *Journal of Political Economy*, **67** (4), August, 327-51.

Friedman M., 1968, The role of monetary policy, *American Economic Review*, **58** (1), March, 1-17.

Friedman M., 1983, Monetarism in rethoric and practice, *Bank of Japan Monetary and Economics Studies*, **1**, October, 1-14.

Friedman M., 1984, Lessons from the 1979-82 monetary policy experiment, *American Economic Review*, **74** (2), May, 397-400.

Friedman M., Meiselman D., 1963, The relative stability of monetary velocity and the investment multiplier in the United States, 1897-1958, Commission of Money and Credit, *Stabilization Policies*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Friedman M., Schwartz A.J., 1963, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton: Princeton University Press for the National Bureau of Economic Research.

Goodhart C.A.E., 1994, *Moneta, Informazione e Incertezza*, Bologna: Il Mulino.

Gurley J.G., Shaw E.S., 1960, *Money in a Theory of Finance*, Washington: Brooking Institution.

Haq, M.U., Kaul, I. and Grunberg, I. (eds.) 1996. *The Tobin Tax: Coping with Financial Instability*, Oxford University Press, New York.

- Kaldor N., 1939, Speculation and economic stability, *Review of Economic Studies*, **7**, October, 1-27.
- Kaldor N., 1958, Monetary policy, economic stability and growth, a Memorandum submitted to the Committee on the working of the monetary system. *Essays on Economic Policy I*, London: Duckworth, 1964, 128-153.
- Kaldor N., 1960, Keynes's theory of the own-rates of interest, in *Essays on Economic Stability and Growth*, London: Duckworth.
- Kaldor N., 1970, The new monetarism, *Lloyds Bank Review*, 96, July, reprinted in *Further Essays on Applied Economics*, London: Duckworth, 3-23.
- King M., 2001, No money, no inflation – the role of money in the economy, *Économie Internationale*, 88, 111-132.
- Micossi S., Rossi S., 1986, Controlli sui movimenti di capitali: il caso italiano, *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, **45** (1-2), gennaio, 17-53.
- Musella M., Panico C., 1993, Kaldor on endogenous money and interest rates, in Mongiovi G., Ruhl C., *Macroeconomic Theory: Diversity and Convergence*, Aldershot: Elgar, 37-63.
- Musella M., Panico C., 1995, *The Money Supply in the Economic Process*, Elgar, Aldershot
- Nardozzi G., 1983, *Tre Sistemi Creditizi*, Bologna: Il Mulino.
- Nardozzi G., 1988, Considerazioni teoriche sull'autonomia delle banche centrali: il caso italiano, in Jossa B., Panico C., a cura di, *Teorie Monetarie e Banche Centrali*, Napoli: Liguori 192-201.
- Onado M., 1984, Evoluzione dei sistemi di vigilanza nel sistema bancario italiano, in Azzolini R., Marani U., a cura di, *Politica Monetaria e Debito Pubblico*, Milano: Angeli.
- Panico C., 1989, L'evoluzione della struttura finanziaria italiana tra ricerca della stabilità e finanziamento dei settori produttivi, *Quaderni di Economia Statistica e Analisi del Territorio*, Università di Messina, n. 1.
- Panico C., 1993, Two alternative approaches to financial model building, *Metroeconomica*, **44** (2), June, 99-133.
- Panico C., Pinto A., 2011, Crisi finanziaria e teoria economica post keynesiana, in Della Posta P., a cura di, *Teoria economica e crisi finanziaria*, Napoli: Liguori.
- Panico C., Suarez Vazquez M., 2008, Policy coordination in the Euro Area, *Studi Economici*, 96 (3), 5-31.
- Panico C., Purificato F., 2010, European policy reactions to the financial crisis, *Studi Economici*, LXXV, Nuova Serie, 100, 191-218

- Panico C., Rizza M. O., 2004, Central bank independence and democracy: a historical perspective, in Arena R. and Salvadori N., eds., *Money, Credit and the Role of the State: Essays in Honour of Augusto Graziani*, Ashgate, London
- Panico C., Rizza M. O., 2007, Fondamenti dell'indipendenza delle banche centrali in una società democratica, *Quaderni del Dottorato di Ricerca in Diritto ed Economia*, Istituto per le Scienze Umane, N. 4
- Rossi S., 1989, La bilancia dei pagamenti, in Cotula F., a cura di, *La Politica Monetaria in Italia*, I, Bologna: Il Mulino, 375-402.
- Rossignoli B., 1993, La legge 26 novembre 1993 n. 483: il completamento dell'autonomia della Banca d'Italia, *Rivista Milanese di Economia*, 48, ottobre-dicembre, 76-82.
- Salvemini G., 1989, Il finanziamento del Tesoro, in Cotula F., a cura di, *La Politica Monetaria in Italia*, 2, Bologna: Il Mulino, 249-79.
- Samuelson P.A., 1956, Recent American monetary controversy, *Three Banks Review*, 29, March, 3-21.
- Solow R.M., 1982, On the lender of last resort, in Kindleberger C.P., Laffargue J.P., eds., *Financial Crisis: Theory, History and Policy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Stiglitz J.E., 2002, *Globalization and its Discontents*. Traduzione italiana: *La Globalizzazione e i suoi Oppositori*, Torino: Einaudi.
- Taylor J.B., 1993, Discretion versus policy rules in practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195-214.
- Tobin J., 1963, Commercial banks as creators of 'money', in Carson D., ed., *Banking and Monetary Studies*, Homewood, Ill.: Irwin, 408-19.
- Tobin J., 1969, A general equilibrium approach to monetary theory, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1, February, 15-29.
- Tobin J., 1987, A case for preserving regulatory distinctions, *Challenge*, November-December.
- White E.N., 2009, Lessons from the history of bank examination and supervision in the United States, 1863-2008, in Gigliobianco A. and Toniolo G., eds., *Financial Market Regulation in the Wake of Financial Crises: The Historical Experience*, Workshops and Conferences, November, 15-44.