

LOUIS RASMINSKY

La funzione
della Banca centrale,
oggi

LIBRARY FILE COPY
EXEMPLAIRE DE LA BIBLIOTHÈQUE

BANCARIA
ROMA 1966

BANCARIA
RASSEGNA
dell'ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA

Estratto dal n. 11 - Novembre 1966

LOUIS RASMINSKY

La funzione
della Banca centrale,
oggi

ROMA 1966

Testo della Conferenza di L. Rasminsky, Governatore della Banca del Canada, alla riunione di Roma della Fondazione Per Jacobsson, tenuta il 9 novembre 1966 presso l'Associazione Bancaria Italiana.

Tip. O. Rossi - Roma

INDICE

	P3c.
I. Introduzione	7
II. La Banca centrale e i mercati finanziari	10
III. I meccanismi della politica monetaria . .	14
IV. Relazioni fra politica monetaria e altre forme di politica economica	19
V. Relazioni fra Banca centrale e Governo	26
VI. La stabilità dei prezzi come obiettivo della politica economica	29
VII. L'equilibrio esterno come obiettivo della politica economica	35

1. Introduzione

Allorché mi venne rivolto l'invito a tenere questa conferenza, non ho esitato un solo istante, nemmeno per far presente quanto poco io fossi meritevole di così grande onore. Ogni idea in qualche modo associata al nome di Per Jacobsson suscita in me un senso di immediata e concreta adesione. Io l'ho conosciuto bene e ho avuto per lui una grande ammirazione. Il suo modo di affrontare i problemi era sempre positivo e costruttivo.

Conobbi Per Jacobsson nel 1930, allorché egli si apprestava a lasciare il suo incarico presso la Società delle Nazioni a Ginevra per passare alla Banca dei Regolamenti Internazionali a Basilea. Qui egli divenne il padre confessore per i banchieri centrali dell'Europa, e io so come molti di coloro che oggi sono presenti in questa sala abbiano tratto profitto dai suoi saggi consigli e motivo di fiducia dal suo ottimismo. Lo incontrai molto spesso negli anni in cui diresse il Fondo Monetario Internazionale, che egli contribuì a portare al centro della scena mondiale della finanza internazionale. In questo suo compito presso il Fondo, egli rivelò qualità di capo insospettite

persino da quelli che meglio lo conoscevano. Aveva un profondo senso della storia, ma il suo atteggiamento fondamentale di fronte ai vari problemi era sempre proiettato verso il futuro. Per tutta la vita egli fu fedele alla convinzione della importanza essenziale di una moneta sana nel processo di sviluppo economico. Saldamente ferrato, come era, nelle teorie economiche, egli mostrava anche una aperta sensibilità per i problemi e per le possibilità della realtà pratica e non permise mai che le soluzioni migliori divenissero nemiche di quelle buone. Volendo aggiungere una nota personale, devo dire che non potrò mai dimenticare l'aiuto che egli prestò durante la grave crisi valutaria sperimentata dal Canada nel 1962.

Mi è stato chiesto di svolgere come tema di questa conferenza « La funzione della Banca centrale, oggi ». Mi propongo di discutere alcuni dei principali compiti degli istituti di emissione, così come essi appaiono al mio giudizio, e di richiamarmi ad alcuni dei maggiori problemi che essi si trovano ad affrontare oggi e probabilmente anche nel futuro. Ciò che io dirò si fonda essenzialmente sulle dirette esperienze da me vissute in Canada in questi ultimi anni.

Desidero che sia tenuta presente questa precisazione, poiché non vorrei in alcun modo turbare le mie relazioni amichevoli con i colleghi delle altre Banche centrali con la pretesa di parlare anche a nome loro. Nell'affermare ciò mi riferisco non soltanto ai miei colleghi dei paesi altamente industrializzati, ma anche a quelli dei paesi in corso di svi-

luppo, alcuni dei quali ho avuto il piacere di incontrare periodicamente alle riunioni dei Governatori delle Banche centrali del continente americano e alle Conferenze del Commonwealth.

La funzione della Banca centrale è necessariamente influenzata in larga misura dal sistema di governo, dallo stadio di sviluppo economico e dalla struttura dei mercati finanziari; così, ad esempio, nei paesi in corso di sviluppo, che registrano una cronica insufficienza di capitali, gran parte degli sforzi della Banca centrale deve spesso essere rivolta al miglioramento della struttura delle istituzioni finanziarie al fine di mobilitare il massimo volume possibile di risparmio interno per scopi produttivi e di ridurre in tal modo le pressioni verso un finanziamento inflazionistico dello sviluppo.

Mi propongo di iniziare questa Conferenza con alcune brevi considerazioni sul ruolo della Banca centrale nel funzionamento dei mercati finanziari. Passerò, quindi, dal mondo finanziario al mondo della produzione e dell'occupazione, delineando, sempre in estrema sintesi, le mie idee sul modo in cui opera lo strumento monetario e sul modo in cui esso esercita la sua influenza sulla domanda e sull'offerta di beni e servizi.

Ciò mi condurrà a qualche considerazione sulle relazioni fra politica monetaria e altre politiche economiche. In questa parte svilupperò il tema centrale di questo mio discorso, e cioè che, essendo la politica monetaria soltanto un elemento, anche se importante, della politica economica generale, il successo della Banca centrale nell'impiego degli strumenti di

cui dispone dipende essenzialmente dalla adeguatezza dell'intero sistema di politiche economiche. In altri termini, la politica monetaria non può compensare con successo l'insufficienza di altre politiche.

Considererò, quindi, alcuni dei problemi pratici che insorgono nel perseguire il coordinamento o il dosaggio delle politiche economiche. Da ciò passerò ad alcuni rilievi sulle relazioni formali che intercorrono tra Banca centrale e Governo. Mi occuperò, infine, di alcuni dibattuti problemi sui presunti conflitti fra i vari obiettivi economici e formulerò alcune considerazioni sulla stabilità dei prezzi e sull'equilibrio esterno come obiettivi di politica economica.

II. La Banca centrale e i mercati finanziari

Quando si voglia precisare il ruolo della Banca centrale, si muove normalmente dalla posizione che essa occupa nel meccanismo dei mercati finanziari. I poteri accordati alla Banca centrale — poteri che le consentono di influenzare il ritmo di espansione del sistema bancario, di operare come prestatore di ultima istanza per le banche e per gli altri protagonisti del mercato monetario e di agire come banchiere dello Stato e come amministratore del debito pubblico — la collocano al centro del sistema finanziario e ne fanno una istituzione orientata nel senso del mercato. E' quindi naturale che essa si preoccupi dell'efficiente funzionamento dei mercati finanziari. Questi operano come il canale attraverso il quale l'effetto della politica mone-

taria viene trasmesso sull'economia e i risparmi della collettività vengono trasferiti agli utilizzatori finali. In un mondo caratterizzato da una grave insufficienza cronica di capitali, l'interesse per la funzionalità dei mercati dei capitali merita una elevata priorità.

Uno dei modi in cui la Banca centrale può contribuire al buon funzionamento dei mercati finanziari è quello di una abile gestione delle proprie operazioni quotidiane.

Non esiste qui un sistema di norme tali da poter servire di guida. Perché la Banca centrale possa prendere iniziative senza provocare reazioni sfavorevoli e contrastare efficacemente i perturbamenti che insorgono nei mercati finanziari per ragioni stagionali o di diversa natura, è essenziale che essa abbia una acuta sensibilità dell'andamento del mercato. Tale sensibilità può svilupparsi soltanto con l'esperienza e deve essere sostenuta da un regolare flusso di informazioni attraverso una rete di contatti con tutto il mercato.

L'affinarsi della competenza della Banca centrale nei fenomeni dei mercati finanziari riveste grande importanza non soltanto nello svolgimento dell'attività che le è propria, ma anche nell'assistenza che essa presta al Governo in materia di politiche finanziarie e di operazioni di debito pubblico. Quando a tale competenza nei problemi del mercato si accompagna una adeguata capacità di analisi economica, la Banca centrale è in grado di partecipare in pieno ed utilmente alla elaborazione della politica economica generale.

La funzione storica della Banca centrale come prestatore di ultima istanza, ed estremo fornitore di liquidità nel caso di crisi finan-

ziarie, non ha trovato fortunatamente che assai scarse occasioni di palesarsi in questi ultimi tempi; tuttavia, la Banca centrale non può mai completamente ignorarla. E' ancora possibile, infatti, che insorgano situazioni che implicino il pericolo di una diffusa perdita di fiducia nelle istituzioni finanziarie, benché le loro origini possano essere diverse da quelle conosciute nelle passate esperienze delle Banche centrali. In molti paesi sono sorti istituti molto simili alle banche, nel senso che essi raccolgono, con emissione fra il pubblico di propri titoli a breve termine, fondi che poi impiegano o investono a scadenza più lunga. Tali istituti di solito non hanno un prestatore di ultima istanza e non sono soggetti alle stesse norme che disciplinano la vigilanza, il controllo e la liquidità delle banche. La Banca centrale non può, tuttavia, trascurare qualsiasi minaccia alla fiducia nel sistema creditizio, indipendentemente dalla circostanza che la fonte del perturbamento sia nel sistema bancario o fuori di esso. Essa non può disinteressarsene semplicemente per il fatto che nel caso specifico non abbia poteri diretti o responsabilità legali.

Una parte importante della funzione della Banca centrale continua ad essere quella di limitare gli effetti dannosi di eventuali turbamenti improvvisi dei mercati finanziari e di impedire che si determinino condizioni finanziarie critiche.

Il suo interesse per la posizione di liquidità di particolari categorie di istituti deve, in alcuni casi, poter influenzare il corso della politica monetaria.

La questione della qualità del credito, stret-

taunente connessa a quella che abbiamo ora esaminata, è un problema che le Banche centrali e le altre autorità monetarie di ogni parte del mondo non riescono sempre a risolvere agevolmente. In una certa misura, la bontà del credito dipende dalle circostanze economiche prevalenti: crediti che erano perfettamente sani in una situazione di prosperità divengono insicuri al primo mutare del vento della congiuntura.

Ma vi è dell'altro. Un periodo di sostenuta espansione economica che si accompagni a un notevole incremento dell'ammontare del credito in essere comporta il rischio di un deterioramento del livello qualitativo degli affidamenti: così quando il credito sia utilizzato per finanziare posizioni fondamentalmente non solide, o posizioni puramente speculative, o posizioni nelle quali non si abbia un adeguato margine di capitale proprio, o a seguito di un eccessivo indebitamento a breve termine per scopi che richiederebbero invece finanziamento a lungo. Benché sia consapevole di tali rischi, la Banca centrale difficilmente può astenersi dall'incoraggiare una espansione del credito per facilitare una sana espansione economica, soltanto per il timore che di una parte del credito possa essere fatto cattivo uso. Essa deve tuttavia tenere presente il rischio di incoraggiare una situazione di credito facile fino a determinarne un deterioramento tale da costituire un pericolo su vasta scala. Essa deve fare ciò che è in suo potere per richiamare alla prudenza coloro che prestano e per incoraggiare coloro che investono — anche e forse soprattutto in condizioni di elevata prosperità — ad applicare criteri di minuzioso vaglio e di

scrupoloso giudizio nella valutazione dei rischi del credito.

III. I meccanismi della politica monetaria

Passo ora ad alcune considerazioni sui meccanismi mediante i quali opera lo strumento monetario.

Gli obiettivi della Banca centrale nei mercati finanziari e il buon funzionamento dello stesso sistema finanziario costituiscono, naturalmente, traguardi intermedi piuttosto che finali. In ultima analisi, sono la produzione, l'occupazione e il livello di vita che contano. Tutte le Banche centrali debbono quindi procedere sulla base di alcune ipotesi di lavoro circa il modo in cui esse esercitano la loro influenza sul livello dell'attività economica.

A questo riguardo vi sono concezioni diverse. Alcune Banche centrali rivolgono la loro attenzione pressoché esclusivamente al sistema bancario, considerandolo la principale fonte potenziale di instabilità monetaria. Esse tendono a concentrare il loro sguardo sulle variazioni che si manifestano nei crediti e nei depositi bancari, o nell'offerta di moneta. Da parte mia, sulla base dell'esperienza del mio paese, dove, accanto alle banche, esistono numerosi intermediari finanziari e altri raccoglitori di fondi che emettono titoli aventi diversi gradi di liquidità, ritengo sia rispondente alle esigenze della realtà considerare la Banca centrale come quella autorità che esercita la sua influenza fondamentale agendo nell'insieme delle condizioni del credito, ossia sul costo e

sulla disponibilità di moneta in tutto il sistema economico.

A mio avviso, la Banca centrale può esercitare una influenza penetrante su tutta la gamma delle condizioni del credito mediante le sue operazioni nei mercati finanziari. Essa può influenzare direttamente il ritmo di espansione del sistema bancario, dei crediti bancari, delle attività liquide delle banche e dei depositi che i privati intrattengono presso queste ultime. Se la Banca centrale incoraggia una espansione delle disponibilità monetarie dei privati, l'espansione degli istituti finanziari non bancari ne risulta anche essa facilitata. L'espansione delle banche e degli altri intermediari finanziari e il tentativo del pubblico di impiegare le proprie attività monetarie in altri tipi di impieghi liquidi esercitano una pressione al ribasso sui tassi di interesse e accrescono la disponibilità del credito in tutto il sistema. Per contro, quando la politica della Banca centrale opera in senso restrittivo, i tassi di interesse tendono ad elevarsi e la disponibilità del credito in tutto il sistema finanziario tende a diminuire.

Le decisioni di spesa da parte del pubblico per consumo di merci e servizi sono influenzate, in una certa misura, dalla situazione dei mercati finanziari nella quale si trovano ad operare i prenditori di fondi e coloro che, come alternativa alla spesa in beni e servizi, potrebbero impiegare moneta sul mercato finanziario. Tali decisioni a loro volta, influenzano la produzione, l'occupazione e i prezzi. Del pari le decisioni di contrarre prestiti o di investire all'esterno del proprio paese sono

anche esse influenzate dal mutare della situazione del credito.

Questo, in forma estremamente semplificata, è il modo in cui a me sembra che la Banca centrale eserciti la sua influenza sulla condotta economica. Si tratta soltanto di uno dei vari possibili modi di considerare il processo monetario e l'effetto dell'azione della Banca centrale. Ma qualunque sia il modo in cui si considerano tali fenomeni, una cosa è certamente chiara. Gli effetti dell'azione della Banca centrale sulla situazione del credito, quello della situazione del credito sulla spesa e quello della spesa sull'occupazione, sulla produzione e sui livelli dei prezzi e sulla bilancia dei pagamenti configurano una concatenazione molto complessa. Ci occorre una più sicura conoscenza delle dimensioni degli effetti dell'azione della Banca centrale e del tempo che deve intercorrere perché tali effetti si producano. Ciò può ottenersi soltanto con un'ampia ed intensa ricerca empirica applicata alle statistiche, le quali dovrebbero essere più aggiornate, più complete e qualitativamente migliori di quelle di cui oggi disponiamo.

Un problema analogo si pone d'altronde a chiunque abbia responsabilità nel campo della politica economica. Se le misure adottate debbono influenzare il corso dell'attività economica nella direzione voluta, coloro che elaborano tale politica debbono disporre di un quadro aggiornato della situazione e avere un'ampia conoscenza di tutte le forze principali che muovono i fenomeni economici. Una decisione intesa a modificare un qualche aspetto della politica in atto deve fondarsi su un apprezzamento della situazione corrente e su una

valutazione del corso futuro che i fenomeni economici potrebbero altrimenti assumere. In breve, una buona politica richiede una buona documentazione e buoni metodi di previsione.

La possibilità di seguire politiche economiche razionali dipende essenzialmente da una conoscenza precisa e aggiornata dei fatti, dalla qualità dell'analisi economica sottostante e dalla capacità di guardare nel futuro con una certa misura di affidamento. Debbo ammettere che è sotto questo profilo che le Banche centrali, così come tutti coloro che debbono elaborare politiche economiche, avvertono spesso il loro punto debole.

Vi sono molti aspetti della condotta economica che noi ignoriamo completamente. Dobbiamo pertanto adoperarci per ottenere una documentazione più ampia e più aggiornata, comprenderla meglio, migliorare la nostra capacità di prevedere gli sviluppi economici. Enormi risorse vengono oggi investite nella sistematica ricerca economica in tutto il mondo — presso le Banche centrali, gli organismi statali e internazionali, presso le università e altrove — e possiamo legittimamente sperare che in futuro si possa contare su una più ampia conoscenza e comprensione dei rapporti economici.

Non vi è ancora, tuttavia, un generale consenso sul modo, sulla portata e sulla rapidità con cui l'azione della Banca centrale influenza l'andamento della produzione, dell'occupazione, dei livelli dei prezzi e della bilancia dei pagamenti. Sicché le decisioni sulla politica da adottare debbono purtroppo essere prese senza che si abbia una piena conoscenza delle loro conseguenze. Il meglio che la Ban-

ca centrale possa fare è di agire sulla base di una concezione empirica dell'effetto dell'azione monetaria che le sembra maggiormente rispondente ai fatti. Nel formulare la sua politica, essa deve avere una visione delle zone in cui si annidano i maggiori rischi per l'economia ed essere disposta a modificare la sua concezione alla luce dei nuovi elementi acquisiti.

Molti economisti, scoraggiati dalla carenza di precise conoscenze alla quale mi sono richiamato, e diffidando in linea di principio del giudizio delle Banche centrali, propongono di non seguire più un criterio discrezionale nell'applicazione della politica monetaria, suggerendo che essa venga condotta sulla base di norme e criteri specifici. Questi economisti temono che, se le Banche centrali cercano di impiegare la politica monetaria per moderare oscillazioni a breve termine della domanda, è molto probabile che nel lungo termine si abbiano effetti sfavorevoli. Nella loro forma estrema, le proposte di questi economisti vorrebbero che le Banche centrali seguissero una qualche regola automatica molto semplice, tale da assicurare che il volume della moneta, sulla base di una specifica definizione, si accresca, anno più anno meno, o addirittura trimestre più trimestre meno, di una percentuale predeterminata.

Debbo riconoscere che non considero realistiche tali proposte, non essendo, a mio avviso, possibile circoscrivere e risolvere tutta la complessità della vita economica in una o due formule molto semplificate. La Banca centrale ha la responsabilità di impedire l'insorgere di condizioni finanziarie critiche che pregiudi-

chino il funzionamento del sistema. Nell'assolvere questo compito, essa può talora essere costretta a reagire a bruschi spostamenti nella propensione per la liquidità degli investitori in modo tale da provocare notevoli variazioni a breve termine nelle disponibilità di moneta. Non manca tuttavia di un certo fondamento l'idea secondo cui le Banche centrali dovrebbero cercare di evitare una reazione eccessiva a spostamenti temporanei e di modesta importanza nella pressione della domanda in rapporto al potenziale della capacità produttiva dell'economia e che esse dovrebbero usare la politica creditizia soprattutto per contribuire ad evitare più gravi e prolungate fasi di sottoccupazione o di surriscaldamento dell'economia.

Indubbiamente, nel corso del tempo, la ricerca di norme più sicure per l'elaborazione della loro politica fornirà alle Banche centrali una migliore conoscenza dei fatti e una più chiara comprensione dell'incidenza della loro azione sui vari settori dell'economia. E' presumibile che le ricerche empiriche possano fare molto per mettere in luce la natura di questi rapporti. Sono certo peraltro che in definitiva, quando l'elaboratore avrà detto la sua ultima parola, occorrerà pur sempre affidarsi in ogni momento all'apprezzamento della Banca centrale.

IV. Relazioni fra politica monetaria e altre forme di politica economica

Mi sembra si possa dire che nel corso di questa generazione i « banchieri centrali » sono

divenuti sempre più consapevoli che il loro compito è non soltanto la gestione della moneta, ma anche la ricerca del modo in cui la politica monetaria debba combinarsi con le altre forme di politica economica, al fine di conseguire i grandi obiettivi economici della collettività.

Tale evoluzione di compiti è in parte scaturita dal continuo accumularsi di esperienze nell'attività delle Banche centrali. In parte, è dovuta agli sviluppi del pensiero e della conoscenza nel campo economico. Essa è stata favorita dalla nuova visione del funzionamento del sistema finanziario emersa dagli studi condotti in numerosi paesi. Per la maggior parte, tuttavia, tale evoluzione riflette l'accresciuta responsabilità assunta dai Governi di quasi tutti i paesi, soprattutto dalla fine dell'ultima guerra per quanto riguarda il conseguimento di specifici obiettivi economici, in particolare quelli del mantenimento di elevati livelli di occupazione e di un crescente tenore di vita in tutte le classi della popolazione. Questo fenomeno si è accompagnato ad un massiccio aumento nella spesa pubblica e nella tassazione, le quali si sono spinte a un punto tale che nella maggior parte dei paesi occidentali il 30%, se non più, della spesa totale nazionale è imputabile allo Stato o passa attraverso le sue casse per pagamenti a privati.

Con l'espandersi del settore pubblico, i provvedimenti dello Stato in materia di spesa, di tassazione e di amministrazione del debito pubblico, hanno finito con l'esercitare una forte influenza sulla condotta dell'economia. Nel corso degli anni si è venuta rivolgendo una crescente attenzione al modo in cui tale in-

fluenza si esercita. Ritengo — e spero di non essere qui troppo ottimista — che negli ultimi anni sia divenuto sempre più evidente che la politica monetaria è soltanto uno degli elementi della politica economica generale e che le possibilità di conseguire gli obiettivi economici desiderati dipendono in larghissima misura da una appropriata combinazione della politica monetaria con gli altri elementi che compongono l'insieme della politica economica.

Poiché la politica monetaria è una parte della politica economica generale, i suoi grandi obiettivi devono essere gli stessi di quelli assunti da quest'ultima. Nella concezione prevalente nella maggior parte dei paesi, questi obiettivi si identificano nel perseguimento di elevati livelli di occupazione e di stabilità monetaria interna ed esterna. Recentemente, speciale importanza è stata attribuita anche allo sviluppo e ad un crescente tenore di vita. Questo interesse per lo sviluppo ha avuto un utile risultato nel concentrare l'attenzione sulle politiche capaci di accrescere la produzione intervenendo sul lato dell'« offerta », per esempio politiche che si propongono di accrescere la mobilità delle risorse e di migliorare il livello qualitativo della mano d'opera e della direzione.

Troppo a lungo, quale retaggio delle esperienze fatte a partire dagli anni '30, ci siamo mantenuti fedeli allo schema di concepire il mantenimento di una adeguata domanda monetaria come il marchio di garanzia di una buona politica economica. L'esistenza di una domanda adeguata è una condizione necessaria, ma niente affatto sufficiente perché si abbiano risultati economici soddisfacenti. E' da giudi-

care come una favorevole tendenza di questi ultimi anni la disposizione dei governi a considerare oggi con molta attenzione l'esigenza di politiche dell'« offerta », fra cui la politica commerciale e quella doganale; tali politiche hanno, infatti, una funzione vitale da svolgere, potendo esercitare un'influenza frenante sulla dinamica dei prezzi e migliorare i tassi di sviluppo.

Per la loro natura, tuttavia, le politiche dell'« offerta » sono essenzialmente di lungo termine e non possono essere modificate rapidamente. E' senza dubbio della massima importanza che si dia adeguato peso a tali politiche nel dosaggio totale delle varie forme di politica economica, ed è opportuno che esse siano coordinate con gli altri aspetti dell'azione pubblica; tuttavia è soprattutto in materia di politica monetaria e fiscale e nella gestione del debito pubblico che i problemi di coordinamento si pongono nella forma più immediata e costante. Questo argomento è stato trattato molto elegantemente nella conferenza dello scorso anno e non ritengo, quindi, di doverlo riprendere in questa occasione. Vorrei, piuttosto, richiamarmi ad alcuni problemi pratici che insorgono nella ricerca del coordinamento fra politica monetaria e politica fiscale.

La Banca centrale deve realisticamente riconoscere l'esistenza di numerosi fattori che inevitabilmente operano talora contro il conseguimento del migliore equilibrio tra politica monetaria e politica fiscale. In talune circostanze la politica fiscale è influenzata da considerazioni diverse da quelle cui si ispira la politica monetaria. Le variazioni nella tassazione e nella spesa pubblica esercitano effetti

diretti e specifici sui vari gruppi all'interno dell'economia, sicché intorno ad esse si concentrano molte pressioni. Benché si tenda sempre più diffusamente ad accettare la teoria secondo la quale la politica fiscale dovrebbe cercare di stimolare l'economia (per esempio, attraverso riduzioni d'imposte) in periodi di sottooccupazione delle risorse e dovrebbe, invece, contribuire a rallentarne il ritmo (per esempio, attraverso inasprimenti) quando l'economia mostra segni di surriscaldamento, sembra che si possa fare più sicuro affidamento sul primo rimedio che non sul secondo. Nella misura in cui vi è un inadeguato impiego della politica fiscale quando l'economia si trova in fase di surriscaldamento, ne viene aggravato il compito dell'azione restrittiva che incombe alla politica monetaria, e, ciò che più importa, non si raggiunge tutto il risultato voluto.

Vi è poi una ragione strettamente tecnica che fa di questo pericolo un fatto ricorrente, ed è la circostanza che nella maggior parte dei paesi i piani di spesa pubblica vengono normalmente presentati soltanto una volta l'anno e nella stessa occasione gli organi legislativi determinano le aliquote d'imposta. In questo intervallo annuale l'onere di far fronte a una qualsiasi insufficienza della politica fiscale, che risulti da una originaria sottovalutazione degli obiettivi da perseguire o da inattesi sviluppi nella situazione economica, tende a ricadere sulla politica monetaria.

Il concreto coordinamento della politica monetaria con la politica fiscale è particolarmente difficile negli Stati federali. Un'ampia parte della spesa pubblica è spesso di competenza dei governi regionali, i quali sentono assai

meno del governo centrale la responsabilità di esercitare il potere di imposizione fiscale tenendo conto dello stato complessivo dell'economia. Laddove una larga parte della spesa pubblica è di spettanza dei governi regionali, il governo centrale può solo cercare di ottenere la loro cooperazione, ma non vi è dubbio che in tali circostanze è più difficile che si riesca ad ottenere un appropriato dosaggio delle politiche.

A mio avviso l'esperienza generale indica che in molte situazioni, nelle quali l'obiettivo dell'azione pubblica è stato quello di « raffreddare » l'economia e impedire che la domanda monetaria globale si accrescesse più rapidamente della capacità reale di espansione dell'economia stessa, una parte eccessiva del compito della restrizione ha avuto tendenza a gravare sulla politica monetaria.

Questo è stato uno degli argomenti principali del Rapporto della recente Commissione Reale sulle Banche e sulla Finanza in Canada. In tale Rapporto si è affermato:

« La politica monetaria non ha certamente forze bastevoli a poter assolvere il compito da sola, in presenza di qualsiasi situazione creditizia ragionevolmente prevedibile, e ciò anche nell'ipotesi che il suo pieno esercizio non incontrasse limitazioni di carattere internazionale ».

E', questa, una proposizione che la maggior parte delle Banche centrali sottoscriverebbe. In realtà, la situazione esistente oggi in molti dei grandi paesi industrializzati sembra offrire una impressionante esemplificazione. La parte maggiore degli sforzi diretti a frenare le pressioni inflazionistiche che si sono manife-

state in tali paesi è stata ancora una volta addossata alla politica monetaria, e i tassi di interesse si sono pertanto elevati a livelli molto alti in rapporto a quelli da noi conosciuti in questa generazione. In numerosi paesi il fabbisogno finanziario del settore pubblico ha accresciuto la pressione sui mercati dei capitali. Sembra chiaro che in tali circostanze sarebbe stato più appropriato adottare un diverso dosaggio delle politiche miranti a frenare le spinte inflazionistiche.

I problemi che qui si pongono vanno molto al di là della esitazione della Banca centrale a spingere troppo oltre l'impiego dello strumento monetario. Va ricordato che i mutamenti nella situazione del credito non influenzano nello stesso modo tutti i settori della collettività. Le grandi imprese sembrano in generale meno esposte all'effetto diretto delle restrizioni creditizie, e comunque ne risentono più tardi che non i piccoli mutuatari: infatti le grandi imprese dispongono normalmente di notevoli risorse liquide alle quali possono attingere ed hanno un più agevole accesso al mercato dei capitali quando l'indebitamento presso banche diviene difficile. Diversi sono i gradi di facilità con cui le varie categorie di mutuatari interni di molti paesi possono accedere ai mercati dei capitali esteri o al mercato dell'eurodollaro, e diverse sono le reazioni dei vari settori della economia al mutare della situazione creditizia. Gli investimenti edilizi sono quelli che ne risentono in modo particolare. Oltre a queste disparità, vi è il rischio concreto che affidandosi eccessivamente alla politica monetaria si possa provocare il formarsi di situazioni così acute da

pregiudicare il funzionamento del sistema finanziario e da ostacolare il normale afflusso dei fondi verso scopi produttivi attraverso i mercati dei capitali e del credito.

Vorrei concludere e riassumere questa parte delle mie considerazioni con due osservazioni di carattere generale: la prima è che, essendo l'effetto della politica monetaria più diretto ed intenso su alcuni settori dell'economia che non su altri, essa non dovrebbe essere spinta agli estremi. Dovrebbe essere sostenuta e coordinata con altri strumenti di intervento nell'ambito di una politica economica globale mirante ad una razionale combinazione degli obiettivi. La seconda è che l'adeguatezza o meno della politica monetaria non può essere giudicata isolatamente, ma soltanto in rapporto alle altre forme di azione pubblica perseguite allo scopo di affrontare i problemi economici che via via si pongono.

V. Relazioni fra Banca centrale e Governo

Passo ora a considerare le relazioni fra Banca centrale e Governo. La posizione giuridica della Banca centrale è notevolmente diversa da paese a paese. Si tratta comunque di un campo nel quale la situazione effettiva non può essere individuata sulla base delle norme vigenti. Molto dipende dalla storia e dalla tradizione e, per una parte non trascurabile, anche dalla personalità degli uomini che reggono le istituzioni. Circa il rapporto più appropriato che debba intercorrere fra Banca centrale e Governo, vi è una serie di concezioni

diverse, le cui posizioni estreme possono così configurarsi.

Da un lato vi è l'opinione che la Banca centrale dovrebbe essere poco più di un organo tecnico del Tesoro, e che nessun apprezzabile grado di indipendenza di essa possa conciliarsi col regime democratico, in quanto l'elettorato deve poter considerare il Governo responsabile di ogni atto della politica economica, compresa la politica monetaria. Dall'altro lato stanno coloro i quali, muovendo dalla constatazione della fragilità umana, ritengono che la separazione fra il potere del Governo di spendere denaro e il potere di erarlo sia indispensabile, se si vuole che di quest'ultimo potere non venga fatto cattivo uso.

Fra queste due posizioni estreme vi è spazio per diversi gradi di indipendenza della Banca centrale. La mia opinione è che il sistema migliore sia quello nel quale la Banca centrale abbia una indipendenza sufficiente a porla al riparo, nella condotta delle sue operazioni, dalle considerazioni di ordine politico del Governo e a farne un valido ostacolo all'errato uso dello strumento monetario. Tuttavia, per quanto riguarda la politica economica generale, nella maggior parte dei paesi si riterrebbe inaccettabile che la Banca centrale potesse opporsi al Governo qualora quest'ultimo fosse disposto ad assumersi in pieno la responsabilità di modificare la politica monetaria rendendo noti alla pubblica opinione, in modo chiaro e aperto, i termini della questione. Un sistema che assicurasse questo grado di indipendenza mi sembra presenti il vantaggio di porre sia la Banca centrale che il Governo in una posizione in cui in ogni caso uno dei

due non può evitare di assumere la responsabilità della politica monetaria seguita.

Nel Canada, dove, come è noto, abbiamo avuto i nostri problemi a questo riguardo, la Banca centrale opera da molti anni sulla base dei principi che ho qui delineato e ritengo che nell'insieme essi abbiano dato buoni risultati. Al fine di definire in sede legislativa le relazioni tra la Banca del Canada e il Governo è attualmente all'esame del nostro Parlamento un emendamento alla legge relativa alla Banca del Canada.

Tale emendamento precisa che la politica monetaria deve formare oggetto, come già lo è oggi, di sistematica consultazione tra il Governo e la Banca. Esso prevede una specifica procedura per la quale, in caso di non superabile dissenso fra Governo e Banca, il Governo possa, dopo ulteriori consultazioni, imporre alla Banca una direttiva circa la politica monetaria da seguire. Tale direttiva deve essere emanata in forma scritta, formulata in termini precisi e valida per un tempo determinato. Inoltre deve essere resa pubblica. Questo emendamento non lascia alcun dubbio circa la responsabilità di ultima istanza da parte del Governo in materia di politica monetaria e a tal fine fornisce un apposito strumento procedurale. La Banca centrale non è, tuttavia, in alcun modo sollevata dalle sue responsabilità per la politica monetaria e per la sua attuazione. Si può, dunque, presumere che se al Governatore venisse chiesto di adottare una politica monetaria che, in piena coscienza, non fosse da lui ritenuta conforme all'interesse nazionale, egli, dopo aver provveduto ad assicurare che i problemi in questione fos-

sero stati chiaramente esposti all'attenzione pubblica, rassegnerebbe le proprie dimissioni.

Tuttavia, come ho già detto, non ritengo che la posizione effettiva della Banca centrale nei confronti del Governo sia determinata dalle norme giuridiche che la disciplinano. In ultima analisi, l'influenza della Banca centrale sulla politica economica dipende principalmente dal rispetto che essa è in grado di riscuotere per l'obiettività e la persuasività delle sue concezioni, giudicate alla luce dell'esperienza e dalla sperimentata competenza di cui essa dà prova nell'assolvere il suo specifico compito. Tale influenza dipende inoltre dal contributo che essa è in grado di dare alla comprensione dei problemi economici e finanziari da parte dell'opinione pubblica attraverso l'analisi, in termini accessibili, delle complesse forze che in ogni momento agiscono sull'economia e l'illustrazione delle ragioni di fondo che sono alla base delle politiche adottate.

VI. La stabilità dei prezzi come obiettivo della politica economica

Negli ultimi due decenni la maggior parte dei paesi ha incontrato notevoli difficoltà nel mantenere un ragionevole controllo sui prezzi. Spinte al rialzo del livello dei prezzi si sono prodotte non soltanto nelle fasi in cui l'economia era manifestamente sottoposta ad eccessive pressioni, ma vi è stata anche una persistente tendenza dei prezzi a salire anche quando le possibilità di produzione non erano pienamente utilizzate.

In una certa misura questi fenomeni sono stati favoriti dall'eccessivo peso che il pensiero economico moderno ha attribuito al mantenimento della domanda come chiave per conseguire favorevoli risultati economici e dall'accresciuto impegno dei Governi nel fornire, mediante programmi di sicurezza sociale e per altre vie, un solido sostegno alla domanda di beni di consumo. L'elevato livello dei redditi ha dato vita a notevoli flussi di risparmio, ma il persistere delle pressioni inflazionistiche in molte parti del mondo, tra cui anche alcune delle più ricche, mostra un costante pericolo che il flusso del risparmio possa risultare insufficiente rispetto al fabbisogno.

Situazioni caratterizzate da una popolazione in espansione e da redditi crescenti comportano una enorme domanda di capitali per lo sviluppo dell'agricoltura e per lo sfruttamento delle risorse; negli stessi paesi più altamente industrializzati continueranno ad accrescersi le esigenze di realizzare uno sviluppo delle infrastrutture, di assicurare un adeguato sistema di pubblica istruzione e di raccogliere i frutti della moderna tecnologia di massa. A ciò va aggiunto l'enorme fabbisogno di capitali dei paesi in corso di sviluppo.

Ho ricordato poco fa che nella maggior parte dei paesi gli obiettivi della politica economica sono oggi un elevato livello di occupazione, prezzi ragionevolmente stabili, una equilibrata posizione esterna e un crescente tenore di vita. Recentemente ha formato oggetto di ampio dibattito il problema se tutti questi obiettivi possano in concreto essere perseguiti con successo simultaneamente, o se non si impongano dei compromessi. Non mi propongo cer-

to in questa sede di tentare di aggiungere alcunché alla vasta letteratura dottrinale che si è venuta sviluppando intorno a questo argomento, ma desidero formulare una o due osservazioni che a taluni potrà forse sembrare di carattere piuttosto dogmatico.

Il problema che più frequentemente viene posto è se non vi sia un immanente conflitto fra il mantenimento di una ragionevole stabilità dei prezzi e il perseguimento di elevati livelli di attività economica, e se noi non dovremmo essere disposti a sacrificare l'obiettivo della stabilità del valore della moneta a favore della espansione economica. Da parte mia ritengo che sarebbe più pertinente ed utile chiederci se sia possibile conseguire l'optimum dello sviluppo pur in presenza di notevoli aumenti dei prezzi.

Le opinioni che i banchieri centrali di ogni parte del mondo hanno espresso di volta in volta sul fenomeno delle pressioni inflazionistiche hanno indotto alcuni a ritenere che, in generale, noi saremmo più inclini ad allarmarci di fronte alla minaccia di inflazione che non di fronte alla prospettiva di una elevata disoccupazione. Vorrei respingere questa accusa. Non credo che sia aderente ai fatti considerare i capi delle Banche centrali come coloro che abbiano la « fissazione » dell'inflazione e che siano decisi ad ottenere la stabilità dei prezzi a qualsiasi costo in termini di produzione reale e di disoccupazione. Ritengo che la differenza sostanziale tra i banchieri centrali e coloro che si disinteressano dell'inflazione risieda nella loro valutazione di ciò che possa conseguirsi nel lungo periodo con

il tollerare un certo grado di inflazione, sia essa « strisciante » o più intensa.

Può certamente avvenire, in determinate circostanze, che tollerando crescenti livelli di prezzi, la produzione reale aumenti per brevi periodi di tempo. Ma le autorità sono tenute a basarsi su una visione di più lunga durata. Una volta che risultasse chiaro a tutti che anche senza ammissioni esplicite si persegue una politica economica tale da consentire indefinitamente un aumento dei prezzi, per esempio, del 3% all'anno tutti i componenti la collettività, compresi i risparmiatori, ricorrerebbero a ogni possibile atto economico o politico per proteggersi contro questa erosione del valore della moneta.

In tale situazione l'effetto stimolante dell'aumento annuale del 3% nei prezzi sarebbe destinato a svuotare e insorgerebbero pressioni per ottenere ulteriori misure espansive. Queste poi farebbero sì che i prezzi crescerebbero con ritmo più rapido di quello « accettabile », e le politiche che si renderebbero necessarie per mantenere l'aumento entro il limite del 3% apparirebbero « deflazionistiche » e si accompagnerebbero a difficoltà non minori di quelle implicate dalle politiche che sarebbero state precedentemente necessarie per evitare del tutto l'inflazione. E dove si arresterebbe mai tale processo? Non sfocerebbe forse in aumenti di prezzi sempre più forti, con la conseguenza di una crescente ingiustizia — dal momento che tutti i membri della società non sono in concreto ugualmente in grado di proteggersi contro l'inflazione — e non culminerebbe tutto ciò in un grave sconvolgimento nell'economia?

E' inquietante, a mio avviso, vedere alcuni

economisti sostenere l'idea che tutti possono adattarsi all'inflazione, e altri cercare di misurare i costi dell'inflazione in un determinato periodo precedente per confrontarli con i costi della mancata produzione in periodi di disoccupazione. Questi modi di affrontare il problema presuppongono che un regime di inflazione possa assicurare risultati migliori nel lungo periodo.

Non credo che ciò sia possibile.

A mio parere, ciò che occorre non è decidere quanta inflazione possa essere tollerata, ma concentrare l'attenzione sulla ricerca dei mezzi per far sì che l'economia proceda a un ritmo soddisfacente in condizioni di prezzi stabili. E' ovvio che abbiamo molto da imparare per riuscire a vivere nella prosperità senza che questa degeneri in inflazione. Ma, da parte mia, non sono disposto a rinunciare alla speranza.

Il solo fatto che in passato in varie occasioni l'economia, in regime di alta occupazione, abbia fatto lievitare i prezzi in misure inaccettabili non ci pone necessariamente in una situazione disperata. Le politiche tendenti ad accrescere la mobilità delle risorse e a migliorare le qualità professionali della mano d'opera e della direzione possono conseguire la stabilità dei prezzi attraverso la via degli aumenti di produttività. Se vogliamo combinare in modo soddisfacente i due grandi obiettivi di elevata occupazione e stabilità dei prezzi possiamo trovarci a dover adottare politiche più direttamente intese a collegare l'aumento dei redditi agli aumenti della produttività e a limitare talune posizioni di potere sui mercati.

So che si tratta qui di un problema molto

spinoso e difficile. Si sostiene talora — ed è questo un argomento di non poco peso — che se la politica monetaria e quella fiscale impediscono l'insorgere di un eccesso della domanda, non vi è alcun bisogno di una speciale politica dei prezzi e dei redditi; mentre se esse non producono tale effetto, siffatta politica è destinata a fallire. D'altra parte, sono pochi i casi che si possono citare nei quali le politiche dei redditi si siano dimostrate efficaci anche di fronte a un rigoroso banco di prova.

Tuttavia, un principio sul quale si fondano la politica monetaria nonché la politica fiscale e le altre politiche rivolte a influire sul livello della domanda globale, è che se quest'ultima non è eccessiva, la concorrenza nel sistema economico assicurerà il mantenimento di una ragionevole stabilità dei prezzi. Altri provvedimenti praticamente attuabili devono invece escogitarsi se non si può essere certi che le forze concorrenziali assicurino il riflettersi del progresso tecnico nella politica dei prezzi praticata dai produttori e mantengano le pressioni per l'aumento dei redditi entro limiti ragionevoli, ossia entro i limiti di quanto l'economia può concretamente fornire sotto forma di beni e servizi ragionevolmente stabili. Tali provvedimenti non possono costituire un surrogato delle politiche globali rivolte a mantenere l'aumento della domanda monetaria totale nei limiti della capacità di espansione reale dell'economia. L'esperienza di molti paesi indica tuttavia che la politica monetaria e quella fiscale debbono essere sostenute da una qualche tecnica che mobiliti le forze dell'opinione pubblica a favore di una condotta non inflazion-

stica, facendo perno su coloro che sono in grado di esercitare un forte potere sul mercato.

VII. L'equilibrio esterno come obiettivo della politica economica

Nell'avviarmi alla conclusione del mio dire, passo ora dai problemi della stabilità monetaria interna a quelli della stabilità esterna. Si tratta, ovviamente, di due problemi strettamente connessi. Se infatti le autorità consentono una eccessiva erosione del valore interno della moneta, esse aprono la via a una flessione del suo valore esterno. La Banca centrale è, quindi, interessata a mantenere stabili sia l'uno che l'altro.

Mezzo secolo fa, all'epoca di maggior fortuna del sistema aureo, le Banche centrali riuscivano a sostenere il valore esterno della loro moneta con un ammontare estremamente limitato di riserve in oro e in divise. I flussi internazionali di capitali erano molto sensibili alle variazioni del tasso ufficiale di sconto e a restrizioni creditizie provocate per altre vie. Indubbiamente il meccanismo di aggiustamento produceva effetti talora sfavorevoli sull'economia interna in termini di livelli interni di occupazione, di produzione e di prezzi, ma ciò si riteneva conforme alle regole del gioco.

La situazione è oggi completamente diversa. I Governi e l'opinione pubblica di ogni paese sono fermamente impegnati a perseguire una serie di obiettivi, oltre a quello della stabilità del cambio; in particolare, elevati livelli di occupazione e di sviluppo economico. La Banca centrale, come ho detto, è uno degli stru-

menti per il conseguimento degli obiettivi economici generali della collettività. Benché essa debba continuare a considerarsi interessata in larga misura al mantenimento del valore esterno della moneta, ciò non costituisce più il suo compito esclusivo. Essa deve cercare di realizzare, nel miglior modo possibile, una combinazione della politica monetaria con le altre politiche, la quale consenta di assicurare l'equilibrio esterno senza sacrificare gli altri obiettivi della politica economica.

Dalla fine dell'ultima guerra abbiamo, infatti, rivolto notevoli sforzi alla instaurazione di un apparato istituzionale essenzialmente diretto ad aiutare i paesi a superare gli squilibri nella loro posizione internazionale senza essere costretti ad adottare misure suscettibili di compromettere la prosperità nazionale ed internazionale. In questa direzione possiamo dire di aver fatto progressi enormi, anche se concentrando l'attenzione sulle difficoltà in cui versano particolari valute e sull'esigenza di apportare ulteriori miglioramenti al sistema monetario internazionale, possiamo talora non rendercene compiutamente conto.

Il Fondo Monetario Internazionale si colloca al centro di questo sistema di collaborazione. Esso ha saldamente posto il principio che il livello dei cambi è essenzialmente un problema di interesse internazionale; ha stabilito un codice di buona condotta per quanto riguarda la tecnica dei controlli valutari ed ha mobilitato grandi risorse finanziarie per aiutare i suoi membri a far fronte a temporanei disavanzi della bilancia dei pagamenti e lasciare loro il tempo di adottare, quando occorra, misure correttive. In base agli Accordi Generali

di Prestito del Fondo, non solo è stato possibile mettere a disposizione ampie riserve addizionali che possono essere utilizzate per scongiurare una minaccia al sistema monetario internazionale, ma sono state anche predisposte sedi di incontro, come il Fondo stesso e l'O.C. S.E., nelle quali i principali paesi industriali del mondo possono discutere in tutta franchezza ed esaminare in dettaglio i problemi di aggiustamento e di liquidità internazionale e l'effetto che la politica di un paese può esercitare sugli altri.

Infine è stata notevolmente ampliata la tradizionale collaborazione fra Banche centrali. Orientate, come sono, nel senso del mercato, e avendo esse una particolare responsabilità per quanto riguarda i cambi, le Banche centrali dei principali paesi industriali si sono dimostrate capaci di un'azione molto rapida nell'approntare un adeguato sostegno a favore delle valute sottoposte a pressioni speculative e nel mantenere la stabilità dei cambi durante periodi critici. Sotto la guida del Sistema della Riserva Federale e con la preziosa collaborazione della Banca dei Regolamenti Internazionali, è stata sviluppata una rete di intese bilaterali concernenti la disponibilità reciproca di divise e di accordi « swup » tra le principali Banche centrali. Si tratta, evidentemente di accordi che, per la loro natura, devono essere a breve termine. Nell'accordare tali crediti, le Banche centrali difficilmente possono imporre condizioni alla Banca beneficiaria e ciò in quanto l'azione correttiva richiesta può rientrare nella competenza dei Governi anziché in quella delle Banche centrali. Tali crediti non possono, quindi, considerarsi come una

fonte a medio e lungo termine per il finanziamento dei disavanzi dei pagamenti. Essi possono, tuttavia, fornire ai paesi beneficiari il tempo necessario per negoziare crediti a medio termine con il Fondo Monetario Internazionale o altrove, o per consentir loro di iniziare le azioni correttive che possano rendersi necessarie.

L'enorme sviluppo dell'apparato di collaborazione internazionale non elimina evidentemente la possibilità che i paesi si trovino talora a dover agire sul piano interno per correggere gli squilibri nei loro pagamenti internazionali. Nessun paese può, nel corso di un certo periodo di tempo, perseguire politiche interne che diano luogo ad un impiego di risorse reali — in consumi, investimenti privati o programmi del settore pubblico — che ecceda le proprie capacità di produzione, se non nella misura in cui i prestatori o gli investitori esteri siano disposti a continuare a fornire risorse addizionali.

L'insorgere di circostanze nelle quali l'esigenza di mantenere l'equilibrio esterno pone dei limiti alle politiche interne perseguibili ha spesso indotto a postulare l'esistenza di un certo conflitto intrinseco fra espansione interna ed equilibrio esterno; donde la duplice conclusione che il paese interessato all'espansione non debba curarsi dell'andamento dei propri conti esterni, oppure che il volume della liquidità internazionale debba essere di dimensioni tali da evitare che considerazioni esterne pongano limiti all'espansione interna. Questa ultima prospettiva è naturalmente un'illusione. La liquidità internazionale costituisce un credito in beni e servizi, e non vi è alcuna ragio-

ne per ritenere che i paesi chiamati ad onorare tali crediti siano disposti a colmare indefinitamente i disavanzi di altri paesi. La necessaria alternativa alla liquidità internazionale è il riequilibrio della bilancia dei pagamenti.

L'equilibrio esterno costituisce, in effetti, una condizione necessaria per il conseguimento degli obiettivi interni di espansione economica e di crescente tenore di vita e, in un mondo come il nostro, che nel periodo postbellico è riuscito così bene a mantenere elevati livelli di attività economica, sarebbe un errore fondamentale considerare questi obiettivi contrastanti fra loro. E' vero che se un paese è disposto ad ignorare gli effetti esterni della sua politica interna, esso acquista maggiore libertà di azione nel breve periodo. Non è, però, meno vero che vengono allora inevitabilmente compromesse le probabilità di futuro successo nel conseguimento degli obiettivi di espansione interna; e ciò sia quando si adottino politiche che comportino disavanzi esterni non suscettibili di essere riassorbiti con le proprie forze, sia quando si trascurino le esigenze della stabilità monetaria.

Il compito di conciliare l'obiettivo dell'equilibrio esterno con gli obiettivi economici interni è tutt'altro che semplice e richiede la determinazione di ricorrere a tutti gli strumenti di politica economica e di evitare di affidarsi in misura eccessiva alla politica monetaria. Il semplice caso di un disavanzo dei pagamenti che sia dovuto ad una eccessiva pressione della domanda interna non pone alcun problema di conflitto di obiettivi: in questo caso la pressione dei pagamenti è un primo segno di ammonimento che dà l'allarme alle autorità sulla necessità di intraprendere un'azione restrittiva per ragio-

ni sia interne che esterne. Ma in circostanze diverse si impone una più complessa combinazione di politiche. Quando un disavanzo della bilancia dei pagamenti coincida con una pressione della domanda in limiti moderati, con un livello dell'occupazione non soddisfacente, ma con un cambio non lontano dalla parità, può occorrere una politica fiscale stimolante per incoraggiare la espansione interna, combinata con una politica monetaria restrittiva rivolta ad attrarre afflussi di capitali. Quando si abbia, invece, un avanzo nei pagamenti insieme ad una eccessiva pressione della domanda possono rendersi necessarie una severa politica fiscale intesa a moderare la pressione della domanda e una riduzione dei tassi di interesse al fine di incoraggiare deflussi di capitale.

Per superare il dilemma posto da cosiddetti obiettivi contrastanti, è chiaro che occorre capacità di iniziativa nell'ampliare gli strumenti di azione, così come occorre competenza ed immaginazione nel combinarne opportunamente l'impiego. Questa competenza è necessaria non soltanto nei paesi i cui conti internazionali sono in disavanzo, ma anche in quelli in situazione di avanzo, nei quali le stesse pressioni finanziarie non agiscano nel senso del riequilibrio.

A mio giudizio, non abbiamo dimostrato in questo campo tutta la capacità di iniziativa e la risolutezza richieste dalla situazione di questi ultimi anni. Il fatto che tanto i paesi in forte posizione valutaria quanto quelli che hanno assottigliato le proprie riserve, si sono serviti soprattutto della politica monetaria come strumento per combattere l'inflazione, ha impedito la restaurazione dell'equilibrio in-

ternazionale e ha condotto ad un livello di tassi di interesse e ad un grado di tensione monetaria internazionale tali da comportare tutti i rischi e gli inconvenienti che ho indicato poco fa. Fra questi va sottolineato il pericolo che le acute tensioni nella liquidità interna ed internazionale possono condurre ad una grave restrizione nel movimento internazionale dei capitali a lungo termine per scopi produttivi, movimenti dai quali il mondo ha tratto tanto vantaggio nel corso degli ultimi decenni.

Le Banche centrali hanno partecipato attivamente in questi ultimi anni alle ampie discussioni concernenti l'ulteriore evoluzione del sistema monetario internazionale. Tali discussioni si sono concentrate sui mezzi atti a fare della creazione delle riserve un problema di responsabilità internazionale. Sono certo che prima o poi dovremo compiere un importante passo avanti nel realizzare un meccanismo di creazione di riserve mediante un'azione collettiva deliberata e ritengo quindi importante risolvere nel più breve tempo possibile le nostre diversità di vedute circa la precisa forma di questo meccanismo. Ciò che noi ricerchiamo è un maggior ordine nel sistema di creazione di riserve e un più ampio margine di apprezzamento del momento e dell'entità delle variazioni da apportare al volume delle riserve.

Non servirebbe, a mio giudizio, creare a questo scopo un nuovo meccanismo del tutto separato dal Fondo. E' invece essenziale preservare la posizione centrale del Fondo nel sistema monetario internazionale. Gli accordi dovranno inoltre essere tali da assicurare che le

decisioni prese abbiano l'adesione della grande maggioranza dei paesi il cui commercio internazionale ha maggior peso e le cui monete sono largamente impiegate in tutto il sistema. Le forme dei nuovi mezzi di riserva costituiscono un problema di importanza minore. Ciò che è fondamentale è assicurare una adeguata flessibilità e procedere, via via che le circostanze lo consentono, verso la elaborazione di forme di moneta internazionale accettabili da tutti. La disponibilità globale di riserve dovrebbe essere sottoposta ad un controllo collettivo internazionale; tale controllo dovrebbe essere esercitato in modo da far sì che la liquidità non risulti né così limitata da costringere i paesi ad intraprendere un'azione restrittiva o penosamente deflazionistica al fine di equilibrare i loro conti internazionali, né così abbondante da incoraggiare i paesi deficitari a non contrastare le pressioni inflazionistiche interne, contribuendo per tale via, al dilagare dell'inflazione nel mondo.

Quale che sia il sistema che verrà concordato, il suo successo dipenderà in larga misura dagli sforzi che i banchieri centrali e gli esponenti dei Governi dedicheranno non soltanto ad affrontare efficacemente i propri problemi, ma anche a comprendere i problemi dei loro colleghi degli altri paesi, ed a ricercare soluzioni che tengano pienamente conto dell'interesse generale.

* * *

Il tema principale che ho cercato di sviluppare in questo mio discorso è che il banchiere centrale è oggi un pubblico funziona-

rio e al tempo stesso un banchiere. La sua funzione è quella di manovrare uno degli strumenti dell'azione pubblica per conseguire gli obiettivi economici della collettività. Egli non ha una serie di obiettivi suoi propri, ma deve cercare di coordinare i grandi obiettivi del paese e armonizzare le politiche prescelte per conseguirli. Egli deve, inoltre, cercare di conciliare la politica del proprio paese con quella degli altri membri della collettività mondiale. Sono certo che questa visione della nostra funzione era condivisa da Per Jacobsson, il quale costantemente esortava i banchieri centrali a ricordare che la politica monetaria è soltanto uno degli aspetti della politica economica generale.

Ho respinto l'idea che la stabilità dei prezzi sia divenuta una fissazione del banchiere centrale, ma credo che molti di noi sono consapevoli della particolare responsabilità di operare in questo campo secondo la coscienza della collettività. Nessun altro può farlo. Nei suoi stadi iniziali l'inflazione incontra il generale favore, suscita un senso di effervescenza e di benessere che non induce la collettività a farsi troppe domande sul futuro.

Disse una volta Keynes che la regola delle buone maniere di un perfetto gentiluomo che partecipi ad un ricevimento è quella di tenersi allo stesso grado di sobrietà e di euforia degli altri invitati. Se così è, i banchieri centrali non possono aspirare ad essere gentiluomini. Come ha detto il Presidente Martin, la loro funzione è piuttosto quella impopolare del padrone di casa il quale debba portar via gli alcoolici proprio quando i suoi ospiti cominciano a diventare troppo allegri.

Le Banche centrali operano in un mondo imperfetto, con strumenti i cui effetti si conoscono soltanto in modo imperfetto, per raggiungere obiettivi che si possono definire soltanto in termini generici e generali. Non sorprende che tale professione sia ricca di interesse, ma non priva di incertezze e di ansie. Penso che la maggior parte dei miei colleghi sarebbe d'accordo con me nell'affermare, riecheggiando le parole del Pastore Rheinhold Niebuhr, che le doti di cui abbiamo bisogno per svolgere adeguatamente il nostro compito sono la serenità di accettare ciò che non si può modificare, il coraggio di modificare ciò che non si può accettare, e la saggezza di distinguere l'una cosa dall'altra.
