

Istituto Zanon

**Il banchiere centrale fra regole e discrezionalità:  
da Bonaldo Stringher ai giorni nostri**

Luigi Federico Signorini

Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Udine, 24 febbraio 2017

Come Direttore Generale e poi primo Governatore della Banca d'Italia, Bonaldo Stringher ebbe la responsabilità del governo della moneta nell'Italia dei primi tre decenni del Novecento. Era un mondo ben diverso da oggi. Eppure, nonostante enormi cambiamenti negli scambi e nei mercati, nella stessa definizione di moneta, molti aspetti dell'attività del banchiere centrale sono rimasti simili.

Oggi come allora un buon governo della moneta ne preserva la stabilità, garantisce la fiducia del pubblico in essa, contribuisce per questa via al benessere della società. Un cattivo governo della moneta in certi casi genera inflazione: la moneta diventa allora un riferimento incerto; la funzione segnaletica dei prezzi, chiave del funzionamento dell'economia di mercato, si offusca; si determinano redistribuzioni del reddito o della ricchezza mal comprese o non volute; tutti questi effetti sono esasperati negli episodi di *iperinflazione*, di cui citerò un esempio più avanti. In altri casi invece il cattivo governo della moneta porta alla deflazione e alla depressione economica: come avvenne quando, negli anni Trenta del secolo scorso, si produsse la "Grande Depressione", a cui non fece contrasto, a cui anzi contribuì, una politica monetaria mal guidata e mal coordinata a livello internazionale.

La stabilità monetaria da sola non basta certo a promuovere lo sviluppo economico; altre ne sono le determinanti fondamentali; però ne è una condizione importante.

Stringher nacque a Udine il 18 dicembre 1854, suddito dell'Impero Austro-Ungarico. Fu un irredentista, cresciuto in un ambiente intriso di patriottismo italiano; suo padre era accorso alla difesa di Venezia nel 1848, ai tempi dell'insurrezione antiaustriaca organizzata da Daniele Manin. Vale la pena di ricordare altri due elementi della sua formazione culturale, che cominciò, come sapete, proprio in questa scuola. In primo luogo, Stringher fu uno statista, e studiò sotto la guida di Luigi Bodio all'Istituto Superiore di Commercio di Venezia, quando ormai il Veneto, con la terza guerra d'indipendenza, era divenuto italiano. L'attenzione per il dato economico empirico, che quantifica precisamente i fenomeni e impone rigore nell'interpretarli, segnò il periodo in cui egli fu alla guida della Banca d'Italia; additò la via per uno stile di lavoro a cui ancora oggi cerchiamo di uniformarci. In secondo luogo, Stringher maturò, ben prima del suo approdo in Banca d'Italia, una vasta esperienza internazionale. Negli anni Settanta dell'Ottocento, mentre si discuteva del futuro monetario dell'Italia, studiò le condizioni monetarie di vari paesi europei e degli Stati Uniti; in seguito partecipò ai negoziati per la gestione dell'Unione monetaria latina (della quale parlerò fra poco).

L'apertura, l'esperienza e la credibilità a livello internazionale sono importanti per un banchiere centrale: anche questo obiettivo la Banca d'Italia ha sempre perseguito.

Nel mio intervento parlerò delle sfide che sono state affrontate dai responsabili del governo della moneta, in Italia e altrove, prima, durante e dopo l'epoca di Stringher. Il *Leitmotiv* della mia esposizione, il filo conduttore, consisterà in un concetto che tornerà più volte e poi alla fine: quello del difficile equilibrio tra regole e discrezionalità che denota l'attività del banchiere centrale, si può dire, da sempre.

## **1. Gli albori della politica monetaria italiana e la nascita della Banca d'Italia**

Fin da tempi molto remoti, per facilitare gli scambi e consentire la detenzione di una riserva di valore, molte collettività hanno attribuito una funzione speciale a certi beni, di regola metalli rari e preziosi, che si prestavano più agevolmente a questo scopo per determinate caratteristiche intrinseche (non essere deperibili, concentrare molto valore in poco peso e volume). Questa concezione della moneta come merce, seppure di tipo particolare, ha permeato la teoria e la pratica monetaria per tempi lunghissimi. Ancora fino a tutto l'Ottocento prevale almeno in teoria una dottrina "metallista"<sup>1</sup>, in base a cui unico compito dello Stato per assicurare il buon governo della moneta è farsi garante del titolo e del peso delle monete; per il resto, le monete erano appunto merci, pezzi d'oro o d'argento; produzione, offerta e domanda dei metalli preziosi erano materie in cui lo Stato non sarebbe dovuto entrare.

In realtà la situazione era più complicata. Fin dalla fine del XVII secolo alla moneta metallica dotata di valore intrinseco si erano andate affiancando banconote, in linea di principio convertibili a domanda in metallo prezioso. Lo stato definiva il metallo di riferimento del sistema monetario (oro, argento o entrambi); creava o regolava le banche centrali, che – nate per lo più per facilitare il finanziamento del governo – si videro a un certo punto attribuire il compito di gestire le riserve nazionali di metalli preziosi; stabiliva le regole per la conversione della moneta di carta in metallo.

Col diffondersi della circolazione cartacea, questo regime trovò un'organica sistemazione teorica e legale. Il sistema monetario che emerge nel corso dell'Ottocento nella maggior parte dei paesi è conosciuto come *gold standard*. In questo regime, la moneta che circola, o contiene essa stessa metallo prezioso (in questo caso viene coniata dallo Stato, che ne garantisce peso e purezza), oppure, se è costituita da banconote stampate da una banca di emissione, può essere convertita in oro a un tasso fisso. In questo sistema, ad esempio, una lira italiana era in linea di principio convertibile in 0,29 grammi di oro puro presso la Banca Nazionale del Regno, l'istituto che si trasformò poi nella Banca d'Italia. A tal fine le banche di emissione devono detenere riserve di oro tali da coprire, per una percentuale stabilita dalla legge, la circolazione cartacea.

---

<sup>1</sup> Marcello de Cecco, "Gold Standard" in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave Macmillan, 1987.

Il *gold standard* trovava un preciso inquadramento nella teoria economica del tempo. Quando un paese esporta più di quanto importa, il surplus gli viene pagato in oro; quest'oro entra nella circolazione e fa aumentare i prezzi; l'aumento dei prezzi riduce la competitività delle merci del paese e per questa via riporta in equilibrio la bilancia commerciale; il contrario avviene nel caso di un deficit. L'idea era quindi che l'ancoraggio aureo garantisse al tempo stesso la sostanziale stabilità dei prezzi nel lungo periodo e l'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

Il limite più importante di questo approccio teorico è che la quantità complessiva di moneta era per definizione determinata dalla disponibilità di oro (con possibili effetti deflazionistici, su cui torneremo); solo nel corso del tempo le difficoltà teoriche e pratiche legate a questo fatto sarebbero divenute evidenti<sup>2</sup>. Ma ci si rese conto ben presto che gli aumenti e diminuzioni dei prezzi postulati dalla teoria come mezzo per riequilibrare automaticamente la bilancia dei pagamenti erano comunque in pratica problematici e avevano effetti collaterali indesiderati. Le banche centrali cercarono di ottenere gli stessi effetti di riequilibrio con mezzi meno drastici: variando cioè il tasso di interesse. Siamo agli albori della politica monetaria. Una banca centrale può ridurre il tasso di interesse ufficiale ("tasso di sconto"), lasciare che i capitali alla ricerca del miglior rendimento defluiscano verso l'estero, e ottenere così sulla bilancia dei pagamenti lo stesso effetto (riduzione del surplus) che avrebbe un aumento dei prezzi. In senso opposto agisce un aumento del tasso.

Nel *gold standard* la politica monetaria è caratterizzata da una forte automaticità, almeno in teoria: per garantire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti e la convertibilità delle banconote, la banca centrale deve aumentare il tasso di sconto in risposta a un deflusso di oro, ridurlo nel caso di un afflusso. Di fatto, tuttavia, le banche centrali si comportavano in un modo piuttosto discrezionale circa i tempi e le modalità dei loro interventi. Per esempio, entro certi limiti esse potevano usare le proprie riserve, o chiamare in aiuto altre banche centrali che prestassero loro metalli preziosi, per ritardare una manovra restrittiva altrimenti necessaria.

Possiamo dire che la convertibilità in oro delle valute, accompagnata dalla flessibilità di intervento dei banchieri centrali, esemplifica già quella condizione tipica della storia della politica monetaria a cui ho fatto riferimento: la coesistenza di regole e discrezionalità e la capacità di utilizzarle entrambe.

L'Italia aderisce nel 1865 all'Unione monetaria latina, formata insieme a Francia, Belgio, Svizzera. Franchi francesi, franchi belgi, franchi svizzeri, lire italiane (e monete di altri paesi che in seguito si aggiunsero) sono interscambiabili. Le monete in particolare, pur riportando denominazioni nazionali diverse, sono identiche per dimensioni e caratteristiche—una situazione che può ricordare la monetazione in euro di oggi. Anche se

---

<sup>2</sup> Curzio Giannini, *L'età delle banche centrali*. Bologna, Il Mulino, 2004.

il regime monetario era diverso, l'esigenza a cui si cercava di rispondere era in fondo simile: assicurare, con una moneta di fatto unica, la facilità degli scambi e l'integrazione economica.

Di fatto, tuttavia, le vicissitudini politiche, economiche e finanziarie dei singoli paesi, in assenza di istituzioni e regole comuni, resero il funzionamento dell'unione difficoltoso e discontinuo. In Italia, in particolare, la convertibilità delle banconote in metallo prezioso non venne assicurata in pratica se non per periodi limitati. Solo un anno dopo il lancio dell'Unione, allo scoppio della terza guerra d'indipendenza (1866), l'Italia, tramite le sei banche di emissione allora esistenti, stampò una gran quantità di moneta cartacea per finanziare la guerra, trovandosi quindi costretta a sospendere la convertibilità e a introdurre il cosiddetto "corso forzoso". Il valore in oro delle banconote scese sotto la parità teorica e si determinò una tendenza alla tesaurizzazione: le monete d'oro (e d'argento) cominciarono a sparire dalla circolazione. (Fu allora, lo diciamo tra parentesi, che si determinò la necessità di supplire in qualche modo alla mancanza di moneta divisionale; vi contribuirono "buoni di cassa" emessi da privati. È questo un fenomeno analogo negli effetti, anche se non nelle cause, a quello che si determinò un secolo dopo, negli anni Settanta del Novecento, quando alla scarsità di moneta spicciola – dovuto in questo caso a un'insufficiente produzione di monete metalliche da parte della zecca – si sopperò con i cosiddetti "miniassegni".)

La parità aurea rimaneva però il punto di riferimento ufficiale. Nel 1883 si riesce ad abolire il corso forzoso delle banconote in lire e a tornare temporaneamente alla convertibilità in oro; ma la convertibilità deve essere sospesa di nuovo dopo soli quattro anni, a causa del peggioramento della bilancia commerciale e del bilancio pubblico e di altre difficoltà nei settori agrario e immobiliare. La situazione si aggrava ancora nel 1893: una crisi bancaria, centrata sul fallimento per gravi irregolarità della Banca Romana, scuote la fiducia nella lira. In risposta viene costituita, con la fusione di tre banche di emissione preesistenti, la Banca d'Italia (altre due banche, il Banco di Napoli e il Banco di Sicilia, continueranno per qualche tempo a emettere banconote, seppure con forti limitazioni). Nel contesto nazionale e internazionale, la creazione della Banca d'Italia rappresenta un passaggio fondamentale per dimostrare l'intenzione e l'impegno a garantire la stabilità monetaria, nel momento in cui la crisi della lira raggiunge il suo apice, con il disaggio del biglietto – ossia lo sconto rispetto alla parità teorica in oro – che tocca il 15 per cento.

Le redini della Banca d'Italia vengono affidate a Bonaldo Stringher sette anni dopo, il 18 novembre 1900. La Banca, nata con una struttura di diritto privato, continua in parte a fare operazioni di banca commerciale tradizionale (queste cesseranno del tutto solo alla fine degli anni Trenta), ma va ormai assumendo crescenti funzioni pubbliche, che la qualificano sempre più nettamente come la banca centrale dello Stato italiano. Oltre all'emissione di banconote, la Banca d'Italia assume l'incarico di gestire la tesoreria dello Stato, una responsabilità (ancora informale) sulla stabilità finanziaria e il ruolo di fornire consulenza al governo per l'emissione e la gestione del debito pubblico.

Sotto la guida di Stringher, il sistema monetario italiano riacquisisce stabilità. La riforma bancaria del 1893 costringe le banche di emissione a garantire che almeno il 40 per cento delle banconote sia coperto da riserve metalliche. Questa regola, insieme con una migliore gestione delle finanze pubbliche, permette alla lira di apprezzarsi e raggiungere nuovamente la convertibilità nel 1902.

Vale qui la pena di sottolineare due o tre aspetti del modo in cui Stringher interpretava il ruolo del banchiere centrale: un forte pragmatismo; una chiara consapevolezza di essere al servizio della cosa pubblica, ma, al tempo stesso, una grande attenzione all'autonomia dell'Istituto: elementi ancora oggi fondamentali. In occasione del discorso pronunciato dinanzi al Consiglio Superiore all'atto dell'insediamento, Stringher afferma che *“per me fra Banca e Stato non può esservi dissidio. Comune deve essere l'intento di migliorare le condizioni dell'attività nazionale e rialzarne le sorti. Ma comunione di intenti non significa menomamente rinuncia all'autonomia nostra nell'esercizio del credito entro i confini segnati dalle leggi e dagli statuti”*.

Fra la nascita della Banca d'Italia e la prima guerra mondiale, il governo della moneta dà un notevole contributo alla crescita del nostro paese: la ritrovata stabilità della lira crea all'interno un ambiente favorevole all'iniziativa economica, e richiama capitali dall'estero. Al tempo del terzo governo Giolitti le banconote in lire giunsero a *“fare aggio sull'oro”*, una condizione insolita.

## **2. La politica monetaria tra le due guerre e fine del *gold standard***

Una crisi drammatica, a lungo maturata ma in realtà inaspettata, si verifica proprio quando il *gold standard* pare al suo apice. Il 28 luglio 1914 l'Austria-Ungheria dichiara guerra alla Serbia, dando inizio alla prima guerra mondiale. Pochi giorni dopo, sotto la pressione delle domande generalizzate di conversione in oro, praticamente tutte le monete cartacee del mondo abbandonano il *gold standard* e si rifugiano nel corso forzoso. Il sistema monetario internazionale viene travolto.

Seppure in misura diversa, tutti i governi, per finanziare lo sforzo bellico, emettono banconote in quantità largamente eccedenti i tradizionali rapporti con le riserve auree. Dopo la fine del conflitto si cerca faticosamente, in tutti i paesi, di instaurare nuovamente il *gold standard* e di riportare i tassi di conversione delle banconote in oro ai valori antecedenti alla guerra. Questo tentativo è chiaramente troppo ambizioso, e la difficoltà di ricreare il sistema monetario vigente prima della guerra mette in discussione l'ancoraggio teorico al *gold standard*, dei cui limiti e difetti intrinseci ci si comincia a rendere conto. Come spesso succede, il passaggio a un nuovo paradigma non è semplice: il nuovo sistema deve essere elaborato e la transizione richiede tempo. Alle sicurezze e ai fondamenti teorici deve affiancarsi il pragmatismo delle

autorità di politica monetaria, per limitare, se non evitare, gli effetti deflazionistici che un ritorno generale al sistema aureo avrebbe sicuramente indotto.

Nel dopoguerra, la Banca d'Italia, con Stringher nella posizione prima di Direttore generale, poi di primo Governatore, si trova ad affrontare sfide ardue. Data la massa di moneta cartacea emessa durante la guerra, i prezzi sono cresciuti di quattro o cinque volte; il ritorno alla vecchia parità aurea è impossibile; occorre trovare un ancoraggio diverso per il sistema monetario.

Il problema esiste anche altrove, ma con enormi differenze tra un paese e l'altro. Nei maggiori paesi appartenenti all'alleanza vincitrice, come Francia e Regno Unito, la riduzione del potere d'acquisto della moneta è un po' inferiore a quella italiana<sup>3</sup>. Nella Germania sconfitta, al contrario, la guerra e il dopoguerra (specie l'obbligo di pagare enormi riparazioni agli Alleati<sup>4</sup>) scatenano, al principio degli anni Venti, un episodio di iperinflazione tra i più violenti che la storia europea ricordi. Nel 1924 il cambio tra il vecchio e il nuovo marco avverrà al tasso di mille miliardi contro uno; l'intera ricchezza finanziaria preesistente dei ceti medi fu distrutta, un fatto che secondo molti contribuì all'ascesa di Hitler qualche anno dopo. La memoria di questo episodio pesa ancora oggi sull'atteggiamento collettivo tedesco nei confronti dell'inflazione.

Di fronte alle difficoltà del tempo, il sistema monetario internazionale inizia un lungo percorso di trasformazione, che però non si concluderà se non vari decenni più avanti. Fin dai primi anni Venti si comincia a suggerire il passaggio a un *gold exchange standard*, un sistema in cui la valuta cartacea nazionale non è direttamente convertibile in oro, ma in una valuta straniera a sua volta convertibile in oro, con l'obiettivo di alleviare le conseguenze legate alla scarsità di quest'ultimo<sup>5</sup>. Perché questa idea venga attuata bisognerà però aspettare la fine della seconda guerra mondiale; per il momento il *gold standard* rimane il punto di riferimento. Dopo una forte ed economicamente costosa deflazione, la sterlina torna al tasso di conversione prebellico nel 1925. In Italia, per una scelta fortemente voluta dal governo Mussolini, la convertibilità della lira in oro viene ripristinata nel 1927, sebbene ovviamente a un tasso di conversione notevolmente inferiore a quello d'anteguerra. L'operazione è conosciuta con il nome di "quota 90" (dove il numero indica il cambio lira/sterlina desiderato); anch'essa comportò un drastico intervento deflattivo. Con l'avvento del fascismo, l'indipendenza e l'autonomia operativa della Banca d'Italia sono in effetti intaccate e il governo interviene direttamente nelle decisioni relative al tasso di cambio e sulla gestione della politica monetaria più in generale<sup>6</sup>.

Stringher muore il 24 dicembre 1930; non assiste alla disintegrazione del sistema finanziario internazionale e al definitivo tramonto del *gold standard*. Il regime monetario faticosamente ripristinato dopo la Grande

---

<sup>3</sup> Cfr. Barry Eichengreen, "Golden Fetters", Oxford U.P. 1992.

<sup>4</sup> Contro, tra gli altri, la ferma opinione di Keynes (*The Economic Consequences of Peace*, London, MacMillan, 1920).

<sup>5</sup> Cfr. ancora Barry Eichengreen, "Golden Fetters" cit.

<sup>6</sup> Franco Cotula e Luigi Spaventa, *La politica monetaria tra le due guerre*. Bari, Laterza, 1993.

Guerra non sopravvive infatti alle conseguenze della Grande Depressione, avviata nel 1929 con il crollo della borsa americana, ma aggravata dalla mancata risposta della politica monetaria e, negli anni successivi, da deflazione, fallimenti bancari, restrizioni del credito. Il Regno Unito e gli Stati Uniti, le due ancore del sistema, decidono di abbandonare il legame della valuta con l'oro, rispettivamente nel 1931 e nel 1933. I cambi perdono il punto di riferimento; si scatenano svalutazioni competitive; crolla il volume degli scambi commerciali mondiali; l'ordine monetario mondiale si frammenta.

Nello stesso tempo, sul piano politico, avanzano regimi totalitari e i rapporti internazionali si deteriorano fatalmente. Dopo una serie di crisi localizzate, la seconda guerra mondiale scoppia nel 1939.

### **3. Bretton Woods e il *gold exchange standard***

Ancora una volta il sistema monetario internazionale, travolto da un conflitto globale, deve essere ricostruito. Il *gold standard* non rinascerà più. In nome della stabilità, esso vincola troppo strettamente la quantità di moneta a quella dell'oro. La quantità di moneta disponibile dipende infatti dall'oro fisicamente esistente; la sua crescita non è in rapporto con l'andamento dell'economia e rischia di costituire un vincolo eccessivo. La cosa acquista maggiore importanza alla luce dei cambiamenti nel frattempo intervenuti nell'orientamento del pensiero economico. La Grande Depressione ha messo in evidenza le conseguenze potenzialmente sconvolgenti dei cicli economici e stimolato la nascita della macroeconomia in senso moderno. Con la *General Theory* di Keynes, apparsa nel 1936, si fa strada l'idea che occorra una politica economica attiva per contenere le fluttuazioni aggregate del prodotto e dell'occupazione: di essa fa parte a pieno titolo, accanto alla politica fiscale, la politica monetaria. Il pensiero keynesiano dominerà la teoria e la pratica della politica economica per i successivi trenta o quarant'anni (fino a che una nuova crisi, quella degli anni Settanta, metterà in luce i limiti che essa a sua volta incontra). Nella prospettiva keynesiana il governo discrezionale della quantità di moneta e dei tassi di interesse diviene uno strumento chiave; la stabilità monetaria non viene più vista in modo disgiunto dalla stabilità economica in senso più ampio.

Nel luglio del 1944 (la guerra è ancora in corso) centinaia di delegati provenienti da 44 paesi si incontrarono a Bretton Woods, nel New Hampshire, per gettare le basi di un nuovo ordine monetario. (I paesi dell'Asse, fra cui l'Italia, ovviamente erano esclusi). Ammaestrati dall'esperienza della depressione e della guerra, i rappresentanti dei paesi alleati miravano, oltre che a garantire un sistema di cambi stabile ed evitare svalutazioni competitive, a promuovere la cooperazione e la crescita economica.

A differenza del precedente, il regime monetario scaturito dagli accordi di Bretton Woods è un *gold exchange standard*, un sistema cioè in cui solo una valuta-ancora, il dollaro, deve garantire la propria convertibilità in oro; delle altre monete si garantisce la convertibilità in dollari, e a questo scopo le rispettive banche centrali sono obbligate a mantenere una riserva in valuta. Inoltre, i tassi di cambio sono



aggiustabili: in presenza di uno squilibrio strutturale, un paese, con il consenso del Fondo Monetario Internazionale (istituzione anch'essa nata nell'ambito del sistema di Bretton Woods), può cambiare la parità della propria moneta. Queste e altre caratteristiche rendono il nuovo sistema più flessibile del *gold standard*.

E l'Italia? Finita la guerra, l'Italia deve cercare di avere di nuovo un posto onorevole nel consesso delle nazioni, politicamente ed economicamente: un obiettivo non facile come ex-potenza dell'Asse. Una figura centrale della rinascita è quella di Luigi Einaudi. L'economista piemontese viene chiamato a guidare la Banca d'Italia nel gennaio del 1945, in un momento difficilissimo per il paese. Il suo atteggiamento di quieta resistenza durante il regime fascista specie dopo il delitto Matteotti (senatore del Regno, aveva votato contro la legge elettorale del 1928, le leggi razziali e la guerra d'Etiopia), unito alla reputazione scientifica, dà alla sua figura il prestigio e l'autorità necessarie per riportare la lira alla stabilità e l'economia italiana sulla via della ricostruzione e della crescita. Era un liberista, ma non un dottrinario. Il suo pragmatismo lo rendeva particolarmente adatto al ruolo di banchiere centrale. Ottenuti dall'estero, col suo concorso, gli aiuti immediati necessari, avviato il processo di ricostruzione, il problema principale da risolvere divenne, fra il 1946 e il 1947, quello dell'inflazione, che aveva raggiunto il ritmo del 100 per cento su base annua: nel corso della guerra i prezzi si erano moltiplicati per cinquanta. Questa manovra, concepita e attuata in collaborazione con quello che divenne suo successore alla Banca d'Italia, Donato Menichella, e con Paolo Baffi, salvò la lira dalla dissoluzione e contribuì a gettare le basi per il forte sviluppo degli anni successivi.

Dopo avere eccezionalmente cumulato la carica in Banca d'Italia con quella di Ministro, nel 1948 Einaudi fu il primo Governatore a cui toccò l'onore di diventare Presidente della Repubblica.

Con la stabilità dei prezzi, la lira ritrovò anche quella dei cambi. In questa cornice, e grazie all'apertura dell'economia all'estero, all'alto tasso di risparmio, agli ampi spazi di recupero di produttività che derivavano dalla distanza con i paesi più avanzati, ebbe luogo quello che fu chiamato un "miracolo economico". In tutto il mondo avanzato il clima fu favorevole in quegli anni; anche gli altri due maggiori paesi sconfitti, Germania e Giappone, conobbero un recupero straordinario dalle rovine della guerra.

Niente, tuttavia, dura per sempre. All'inizio degli anni Settanta la lunga fase postbellica di stabilità e crescita si interrompe. I motivi fondamentali hanno natura strutturale e geopolitica e non è possibile esaminarli qui in dettaglio (a qualcosa accenneremo tra poco); ma vale la pena di sottolineare che nello stesso sistema monetario, basato sull'ancora del dollaro, esisteva una difficoltà tecnica di fondo. La necessità di fornire dollari, come valuta di riserva, all'economia mondiale implicava un deficit nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti; questa esigenza però mal si accordava con la necessità di mantenere credibilmente la convertibilità del dollaro in oro, che anzi avrebbe richiesto un saldo positivo

delle partite correnti<sup>7</sup>. Le tensioni accumulate all'interno del sistema determinarono la sua rottura quando, tra l'altro sotto la spinta dell'obiettivo di sostenere l'economia con un'espansione monetaria e della necessità di finanziare le spese militari, in forte aumento a causa della guerra del Vietnam, nell'agosto del 1971 il presidente Nixon decise di sospendere la convertibilità del dollaro in oro, causando di fatto la fine del *gold exchange standard* stabilito a Bretton Woods.

Sulla base di principi teorici allora condivisi, molte banche centrali cercano di sostenere la crescita economica con una politica monetaria espansiva, in base alla convinzione che un aumento dell'offerta di moneta potesse stimolare l'occupazione a fronte di un più elevato tasso di inflazione—un meccanismo, noto come “curva di Phillips”, di cui si aveva qualche evidenza empirica ma non una chiara giustificazione teorica. La realtà degli effetti ottenuti è diversa da ciò che ci si aspettava. Si impara che la curva di Phillips vale per periodi relativamente brevi, poi tende a svanire (in termini tecnici, diventa verticale); o meglio, svaniscono i guadagni di prodotto e occupazione, mentre l'inflazione spesso diventa difficile da riportare a livelli ragionevoli, per un gioco perverso di aspettative che si autoalimentano. La quadruplicazione del prezzo del petrolio (con la guerra arabo-israeliana dello Yom Kippur, nel 1973) dà esca al processo inflazionistico e colpisce la crescita; le economie avanzate attraversano un periodo di stagflazione.

In Italia in particolare un'insufficiente consapevolezza dei danni provocati da un'inflazione alta e variabile creò le condizioni per l'avvio di una spirale tra prezzi, cambio e salari; vi contribuì l'impennata del costo del lavoro a partire dall'“autunno caldo” del 1969, e il meccanismo della “scala mobile”, che agganciava automaticamente i salari all'inflazione. In assenza di una convinzione socialmente condivisa che la stabilità monetaria fosse un valore da tutelare, l'inflazione si mantenne per alcuni anni oltre il 15 per cento e superò in alcune occasioni il 20 per cento: determinò ampie redistribuzioni di reddito e di ricchezza. Il cambio, che era rimasto stabile per oltre vent'anni, ebbe ampie oscillazioni e, in complesso, una significativa svalutazione.

L'esplosione inflazionistica avviene alla fine del governatorato di Guido Carli e all'inizio del mandato del suo successore, Paolo Baffi. In un contesto in cui la Banca d'Italia non ha un vero controllo sulla moneta perché è tenuta ad acquistare i titoli del Tesoro invenduti, Baffi conduce una battaglia culturale con l'obiettivo di portare i politici (che decidono la spesa pubblica), i sindacalisti (che formulano le richieste salariali) e gli imprenditori (che invocano le svalutazioni della lira) a cambiare strada, a dare il giusto valore a una moneta stabile. La percezione delle priorità da perseguire e delle alternative concretamente disponibili alla politica economica lentamente cambia. Alla fine degli anni Settanta per molti è ormai chiaro che l'inflazione è il nemico da sconfiggere.

---

<sup>7</sup> È il cosiddetto “dilemma di Triffin”(cfr. Robert Triffin, “Gold and the Dollar Crisis: The future of convertibility”, Yale University Press, 1960).

#### 4. La “Grande Moderazione” e la creazione dell’euro

Sul piano globale, nel frattempo, gli anni della stagflazione stimolano la ricerca di una nuova regola per la politica monetaria che contribuisse a riportare l’inflazione su livelli più contenuti. La riflessione avviene nell’ambito di un dibattito profondo che mette in discussione taluni degli strumenti concettuali consolidati dell’analisi keynesiana. (Si arriverà, più avanti, a una sorta di sintesi tra l’analisi keynesiana e l’approccio “neoclassico”; ma è una storia complessa, che non c’è modo di raccontare qui). Contribuiscono al dibattito alcuni tra i più grandi economisti del secolo scorso: Friedman, Lucas, Phelps, giusto per citarne qualcuno<sup>8</sup>. Con riferimento al campo che più ci interessa, si riconosce prima di tutto che le aspettative di famiglie e imprese svolgono un ruolo importante nel determinare l’andamento dei prezzi. In un famoso articolo del 1977<sup>9</sup>, Kydland e Prescott introducono il concetto di incoerenza temporale, secondo cui in assenza di vincoli al loro mandato le autorità hanno incentivo a rinnegare in futuro le promesse di oggi. Pochi anni dopo Barro e Gordon<sup>10</sup> sostengono che al fine di tenere l’inflazione sotto controllo le decisioni di politica monetaria devono essere prese in base a una regola predeterminata e non in modo discrezionale. L’autonomia della banca centrale – da sempre vista istintivamente come un valore, come mostra il passaggio di Stringher citato all’inizio – e la chiarezza del relativo mandato antinflazionistico vengono riconosciute come uno degli strumenti disponibili per attenuare il problema di incoerenza temporale ed eliminare il *bias* inflazionistico ad essa legato.

Le banche centrali cominciano a dare preminenza all’obiettivo di controllo dell’inflazione. Negli Stati Uniti, ciò si traduce nella politica antinflazionistica del governatore della Federal Reserve, Paul Volcker, nel 1978-1982. In Italia, ne è necessaria premessa il “divorzio” tra Banca d’Italia e Tesoro del 1981, che – ponendo termine alla convenzione in base a cui la Banca acquistava automaticamente i titoli di Stato non collocati sul mercato – attribuisce all’autorità monetaria l’autonomia necessaria per effettuare un’azione decisa sulla quantità di moneta e sui tassi di interesse e così guidare il processo di disinflazione<sup>11</sup>. Dall’inizio degli anni Ottanta l’inflazione si riduce progressivamente quasi ovunque.

---

<sup>8</sup> Si veda Milton Friedman, “Should There Be an Independent Monetary Authority?”, in Leland B. Yeager (Ed.) “In Search of a Monetary Constitution”, Harvard University Press, 1962; Edmund S. Phelps, “Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time”, *Economica*, Vol. 34, 254-281, 1967; Lucas, Robert E. “Econometric policy evaluation: A critique.” *Carnegie-Rochester conference series on public policy*. Vol. 1. North-Holland, 1976.

<sup>9</sup> Finn E. Kydland e Edward C. Prescott, “Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans.” *Journal of political economy*, 85.3: 473-491, 1977.

<sup>10</sup> Robert Barro e David Gordon, “Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, No.1, pp. 101–122, 1983.

<sup>11</sup> Nelle sue Considerazioni finali sul 1981, l’allora Governatore della Banca d’Italia Carlo Azeglio Ciampi afferma che: “Un importante progresso è stato compiuto con l’abbandono della pratica secondo la quale l’istituto di emissione fungeva da acquirente residuale dei BOT offerti alle aste. Pur non risolvendo di per sé i problemi di fondo, il cosiddetto divorzio tra il Tesoro e la Banca d’Italia, che sarà perfezionato con l’introduzione delle aste competitive, meglio

Nello stesso periodo il sistema monetario europeo procede verso maggior un livello di integrazione locale. Con l'instabilità seguita alla fine degli accordi di Bretton Woods, i paesi membri dell'allora Comunità economica europea percepiscono che l'estrema volatilità dei cambi non è compatibile con un mercato integrato. Si giunge così nel 1979 alla creazione del Sistema monetario europeo (SME); Paolo Baffi, preoccupato della necessità di dar tempo al sistema economico italiano di adattarsi alla nuova realtà, ottiene di attribuire maggiore flessibilità al sistema attraverso la cosiddetta "banda larga" di oscillazione per alcune monete, fra cui la lira.

L'azione di Baffi (non riesco a non menzionare questo episodio, benché non sia in diretta relazione con la nostra storia: ma ha una parte importante nella storia della Banca d'Italia) è intralciata da un procedimento giudiziario pretestuoso avviato nel 1979 contro di lui, in sostanza una intimidazione contro la sua energica azione di vigilanza bancaria. È uno degli episodi più tristi nella storia della Banca, ma anche uno di quelli che tutti noi ricordiamo con maggiore orgoglio istituzionale, per la testimonianza di dedizione, di sacrificio e di rettitudine che i vertici allora diedero. Per non intaccare il prestigio della Banca centrale, Baffi decide di dimettersi, nonostante la sua innocenza, che verrà pienamente dimostrata nel seguito del procedimento.

Gli succede Carlo Azeglio Ciampi. L'ancoraggio europeo è visto ora chiaramente come un complemento indispensabile all'affermarsi nel paese di una cultura di stabilità. *"Nel partecipare allo SME – dice Ciampi – ho sempre tenuto presenti due principi che credo che hanno sempre guidato e che credo fossero anche propri di precedenti governatori: quello di agganciare l'Italia a istituzioni internazionali quale strumento per impedire la spirale inflazionistica, al tempo stesso quale strumento anche per impedire l'allargamento della sfera pubblica."*<sup>12</sup> Il percorso non è breve. Sebbene sia ormai svanita la superficiale noncuranza con cui negli anni Settanta si guardava a costi, inflazione e deficit, prezzi e bilancio stentano a mantenersi in linea con il resto d'Europa. Nel 1992 l'Italia affronta un'altra crisi valutaria ed è costretta a uscire dallo SME. Il paese però reagisce: politica monetaria (con Antonio Fazio), politica dei redditi e politica della finanza pubblica, grazie anche all'ancoraggio dell'obiettivo largamente condiviso di partecipare all'unione monetaria in preparazione, si orientano alla stabilità. L'obiettivo è centrato quando, il primo gennaio del 1999, l'Italia entra nell'unione monetaria all'atto della sua costituzione.

Con la nascita della BCE e dell'euro, l'obiettivo costituzionalmente assegnato alla politica monetaria comune è quello di garantire la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Ciampi mette in luce la sostanziale continuità di questi obiettivi con la politica monetaria italiana di allora. Un tasso di inflazione contenuto, dice Ciampi nel 1995, *"[...] è l'obiettivo fondamentale per un banchiere centrale: quello della stabilità dei*

---

*consente il rispetto del principio di rilevanza costituzionale che pone precisi limiti al diretto finanziamento monetario del disavanzo pubblico".*

<sup>12</sup> Carlo Azeglio Ciampi, intervento all'Università La Sapienza, 15 maggio 1995.

*prezzi, anche se questo obiettivo non è formalmente iscritto nei testi sacri della banca centrale italiana, tuttavia esso lo è di fatto nello spirito di ogni banca centrale dell'occidente.”<sup>13</sup>*

La maggior parte delle economie avanzate beneficia, a partire dalla metà degli anni 1980, di un lungo periodo di “grande moderazione”. L’inflazione si riduce e si stabilizza. La volatilità del ciclo economico diminuisce in modo significativo. Gli episodi di stress finanziario che si verificano in questo periodo (un crollo del mercato azionario nel 1987, il fallimento del fondo *hedge* LTCM nel 1998, e altri ancora) hanno effetti limitati sulla crescita. In questo senso, il nuovo paradigma macroeconomico è un successo.

Allo stesso tempo, tuttavia, si diffonde un’eccessiva fiducia nell’affidabilità della teoria economica e nella natura benigna del ciclo economico. La professione economica tende ad autocelebrarsi. Robert Lucas nel 2003 dichiara: “la mia tesi [...] è che la macroeconomia, nel suo senso originario, ha avuto successo: il problema centrale della prevenzione di depressioni è stato risolto, per tutti gli scopi pratici, ed è, infatti stato risolto per molti decenni”<sup>14</sup>. Ancora poche settimane prima del fallimento di Lehman Brothers, nel 2008, Olivier Blanchard afferma che “lo stato della macro(economia) è buono”<sup>15</sup>.

Per l’accademia, la politica monetaria sembra essere diventata nuovamente quasi una scienza esatta: la prescrizione per le banche centrali, che può essere approssimata con una semplice equazione, conosciuta come regola di Taylor, consiste nell’adottare un obiettivo per l’inflazione e nel muovere il tasso di sconto ufficiale in risposta alla differenza tra l’inflazione realizzata e quella programmata e allo scostamento del prodotto interno lordo dal suo valore potenziale.

Non si presta sufficiente attenzione al possibile ritorno di una fonte di instabilità a lungo dimenticata: l’accumularsi di tensioni nei mercati finanziari.

## **5. La crisi finanziaria globale e la risposta delle banche centrali**

Lo scoppio della crisi finanziaria globale pone fine alla Grande Moderazione e dà inizio alla Grande Recessione. La stessa professione economica e i suoi strumenti analitici diventano oggetto di forti critiche. L’accusa rivolta agli economisti non è, o almeno secondo me non dovrebbe essere, quella di non essere stati in grado di prevedere che un evento simile potesse verificarsi: dobbiamo rassegnarci all’idea che vi sono eventi rari che nessun modello finora conosciuto può anticipare. Più fondato è forse sottolineare

---

<sup>13</sup> *Ibidem*.

<sup>14</sup> Robert E. Lucas, “Macroeconomic Priorities”, intervento al 115° incontro della American Economic Association, 4 gennaio 2003.

<sup>15</sup> Olivier Blanchard, “The State of Macro”, NBER Working Paper No. 14259, 2008.

l'errore consistente nell'essersi fidati troppo dei modelli esistenti, di non avere neppure considerato la possibilità che una crisi di dimensioni e caratteristiche così inusuali potesse realizzarsi<sup>16</sup>.

Non erano mancati avvertimenti, anche in ambito accademico. Hyman Minsky<sup>17</sup> concentra la sua attività di ricerca sulle crisi finanziarie e le loro cause, ma riceve scarsa attenzione dal resto del mondo accademico fino al 2007. Nel 2005, durante la riunione annuale dei principali economisti e banchieri centrali a Jackson Hole, Raghuram Rajan, allora consigliere economico presso il Fondo monetario internazionale, sostiene che l'emissione di strumenti finanziari molto complessi in quantità sempre maggiori rende il sistema finanziario globale più soggetto a rischi<sup>18</sup>. Il premio Nobel Shiller<sup>19</sup> e vari economisti della BRI<sup>20</sup> segnalano la possibile presenza di bolle nei mercati azionari e di altri squilibri finanziari.

Alcune banche centrali sollevano allarmi, anche se non sarebbe onesto sostenere oggi che si sia riusciti ad anticipare appieno né la drammatica portata della crisi, né le modalità precise con cui essa si scatenò. Nondimeno, nel 2006 l'allora Governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, diceva nelle sue Considerazioni Finali: *"L'espansione della liquidità internazionale e i bassi tassi di interesse hanno contribuito a innalzare i prezzi delle attività finanziarie e delle abitazioni. I differenziali nei tassi, la volatilità delle variabili finanziarie sono scesi a livelli minimi: la possibilità di una sottovalutazione del rischio da parte degli investitori costituisce una fonte potenziale d'instabilità"*<sup>21</sup>. Nel 2007: *"L'espansione dei mercati e il continuo processo di innovazione finanziaria mutano la struttura dei rischi... [I derivati] possono divenire fonte di instabilità se utilizzati dagli operatori non per coprire il rischio esistente, bensì per accrescere la quantità di rischi da assumere... I premi per il rischio sono oggi ridotti su un ampio spettro di strumenti e di mercati. La percezione del rischio da parte degli investitori potrebbe repentinamente cambiare; una brusca ricomposizione dei portafogli, qualunque ne fosse l'origine, avrebbe effetti destabilizzanti sui tassi di cambio, sui mercati finanziari"*<sup>22</sup>. Nelle Considerazioni finali del 2008, prima del fallimento di Lehman Brothers ma dopo che alcuni allarmanti episodi di instabilità si erano già verificati, la percezione della gravità della situazione è già chiara; ometto la citazione che sarebbe lunga<sup>23</sup>.

---

<sup>16</sup> Sui limiti dei modelli empirici, e in particolare sulla loro sostanziale incapacità di cogliere gli effetti reali della crisi ha scritto in varie occasioni Ignazio Visco ("La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti", Roma, Università degli Studi "La Sapienza", 4 marzo 2009; *Perché i tempi stanno cambiando*, Bologna, Il Mulino, 2015).

<sup>17</sup> Tra i vari lavori, si veda Hyman P. Minsky, "Can 'it' happen again?: essays on instability and finance", Routledge, 2015.

<sup>18</sup> Raghuram G. Rajan, "The Greenspan Era: Lessons for the Future", intervento a Jackson Hole, 27 agosto 2005.

<sup>19</sup> Robert J. Shiller, "Irrational exuberance", Princeton university press, 2015.

<sup>20</sup> Ad esempio, si veda: Claudio Borio e William R. White, "Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes." (2004).

<sup>21</sup> Banca d'Italia, "Considerazioni finali del Governatore sul 2005", 31 maggio 2006.

<sup>22</sup> Banca d'Italia, "Considerazioni finali del Governatore sul 2006", 31 maggio 2007.

<sup>23</sup> Banca d'Italia, "Considerazioni finali del Governatore sul 2007", 31 maggio 2008.

Con la crisi finanziaria, come in seguito alla Grande Depressione e alla fine del sistema di Bretton Woods, l'illusione che la politica monetaria sia una scienza esatta si dissolve. Ancora una volta si mostra che l'esercizio della professione del banchiere centrale richiede di più che il mero attenersi a schemi codificati; che sia "un'arte", come a volte si dice<sup>24</sup>. Del resto è l'economia in generale che non è una scienza esatta. Se certi principi generalissimi restano veri, ogni specificazione empirica è un'approssimazione; ogni modello è utile a determinate condizioni, ma nessuno è impermeabile a mutamenti strutturali, a fatti nuovi. L'essenza dell'arte della banca centrale, se così dobbiamo chiamarla, mi pare consista appunto in questo: nel riconoscere quando i modelli quantitativi sviluppati e sperimentati, anche con successo, in passato risultano incapaci di interpretare i fenomeni più recenti; intervenire con tempestività e risolutezza in un contesto di informazioni limitate e di teorie dal valore circoscritto, navigando se necessario "a vista".

Per far fronte a queste situazioni i banchieri centrali hanno il dovere di essere eclettici; di evitare di aderire a visioni troppo astratte e semplicistiche; di utilizzare strumenti di analisi diversificati. Questi ultimi includono i grandi modelli macroeconomici tradizionali, ma anche modelli dedicati a specifici settori o ai comportamenti di imprese, famiglie e intermediari finanziari; informazioni tratte da sondaggi presso famiglie, imprese e banche; più in generale, tutte le informazioni, aneddotiche o istituzionali, disponibili; e, non ultima, l'esperienza delle crisi del passato. Ciò non garantisce che non si commetteranno mai errori, non sarebbe umanamente possibile; ma aiuta a evitare errori ostinati.

Tutte le maggiori banche centrali riconobbero rapidamente, nel 2008, la natura sistemica della crisi che si andava profilando. La risposta dell'Eurosistema alla crisi finanziaria globale, come poi a quella dei debiti sovrani, nel 2011, e alla sfida del rischio di deflazione negli anni più recenti, è stata forte (smentendo, per inciso, chi temeva che il suo peculiare assetto istituzionale multinazionale ne compromettesse l'efficacia decisionale). All'inizio della crisi finanziaria globale, per contrastare il rischio di un totale arresto del mercato interbancario, la BCE offrì immediatamente liquidità illimitata alle banche, a tasso fisso, e ampliò significativamente il novero di attività ammesse come garanzia dei suoi finanziamenti. Con l'avvio della crisi del debito sovrano, le tensioni sui mercati dei titoli pubblici di alcuni paesi, che rischiavano di autoalimentarsi anche del tutto in assenza di giustificazioni fondamentali, vennero contrastate con l'avvio di acquisti di titoli; l'insorgere di timori riguardo alla reversibilità dell'euro furono dissipati grazie all'annuncio che la BCE era disposta a fare "*whatever it takes*", e alla creazione di strumenti per acquisti potenzialmente illimitati di titoli di Stato sul mercato; con l'insorgere di rischi di deflazione e per contrastare la frammentazione tra i mercati creditizi dei diversi paesi, il Consiglio direttivo della BCE ha portato i tassi ufficiali su valori negativi e avviato il programma di acquisto di attività finanziarie tuttora in vigore.

---

<sup>24</sup> Ralph G. Hawtrey, "The art of central banking", 1932.

Nell'elaborazione di queste analisi, nella formulazione di queste decisioni, la Banca d'Italia, mettendo a frutto il proprio patrimonio di capacità di analisi, di ricerca, di conoscenza istituzionale e storica ereditato dalla sua lunga esperienza, è stata in prima linea, contribuendo in modo sostanziale alla strategia comune.

La portata delle misure adottate negli ultimi anni è stata senza precedenti. L'esercizio controfattuale è sempre difficile, ma tutte le valutazioni disponibili mostrano che, in assenza di interventi, la gravità della crisi sarebbe stata enormemente maggiore. La politica monetaria della BCE ha contrastato il rischio di razionamento del credito; ha attenuato la frammentazione finanziaria nell'area dell'euro; ha favorito il calo dei rendimenti e sostenuto i prezzi di una vasta gamma di attività finanziarie, con riflessi positivi sui consumi, attraverso effetti di ricchezza, e sugli investimenti, attraverso la riduzione del costo del capitale; ha alimentato la fiducia di imprese e famiglie.

Nonostante i successi che a mio avviso difficilmente possono essere negati, le critiche non sono mancate: tra le più comuni, la considerazione che a lungo andare una politica monetaria ultra-espansiva può a sua volta causare rischi per la stabilità finanziaria, e fornire ai governi un disincentivo all'adozione di riforme strutturali e al mantenimento della disciplina fiscale. Anche se quando si deve operare d'urgenza non è possibile evitare le ferite del bisturi, ognuna di queste critiche merita considerazione. Dell'emergere di bolle nei mercati finanziari per ora vi sono ben pochi segni; ma, naturalmente, più l'espansione si protrae, più alta deve essere la vigilanza per evitarle. L'argomento che la politica monetaria fornisce l'alibi per non fare interventi di struttura è più narrativo che analitico; non mancano, anche nel nostro paese, esempi in contrario, scelte di riforma che si sono perseguite non direi nonostante, direi anzi grazie allo spazio di manovra creato dalla politica monetaria. Però il rischio è sempre in agguato; il modo per contrastarlo non consiste in una politica monetaria inappropriata, bensì nella capacità di ciascun paese di assumere decisioni politiche responsabili.

Più in generale, i successi conseguiti in questi anni dalla politica monetaria non devono indurre a pensare che essa possa bastare per riportare le economie su un sentiero di crescita duraturo e stabile: gli interventi comunicativi della BCE e della Banca d'Italia in merito sono stati numerosi, chiari ed espliciti. Per esempio nelle sue ultime Considerazione finali il Governatore Ignazio Visco ha ricordato che *"tutte le politiche economiche devono contribuire a questo obiettivo. La politica monetaria deve essere accompagnata da politiche di bilancio coerenti con le condizioni cicliche e con la posizione patrimoniale di ciascun paese e da interventi di riforma volti a innalzare stabilmente il potenziale di crescita e di creazione di posti di lavoro."*<sup>25</sup>. A lungo andare, anche se la politica monetaria può contrastare l'instabilità finanziaria e creare condizioni propizie, la crescita ha bisogno di altri ingredienti: mercati che funzionino in modo concorrenziale,

---

<sup>25</sup> Banca d'Italia, "Considerazioni finali del Governatore sul 2015", 31 maggio 2016.



un'amministrazione pubblica efficiente, finanze pubbliche solide. Si potrebbe aggiungere, sul piano della politica macroeconomica, la necessità di affiancare allo strumento monetario europeo uno strumento di politica fiscale anch'esso europeo; ma sviluppare l'argomento ci porterebbe troppo lontano.

## **6. Stringher e il banchiere centrale di oggi**

Decisioni pragmatiche e capacità di innovazione sono stati strumenti essenziali per permettere alle banche centrali di alleviare gli effetti della crisi. Ma anche nel campo del pensiero economico le ripercussioni della crisi sono state marcate. Il tentativo di incorporare le lezioni della Grande Recessione è tuttora in corso, e anche se un consenso riguardo al futuro della politica monetaria sembra ancora lontano, un nuovo paradigma teorico si formerà, prima o poi. Un paradigma teorico che eventi del futuro a loro volta metteranno certo alla prova.

Sarebbe a mio avviso errato trarre dalla storia che ho narrato la conclusione che i modelli con cui si interpreta l'andamento dell'economia siano per definizione "sbagliati". Essi incarnano alcuni aspetti della realtà; funzionano per certi periodi, o in relazione a certi aspetti; forniscono una guida sostanzialmente affidabile in tempi normali. In Italia, essi hanno contribuito a creare l'ambiente giusto per il rapido sviluppo dell'età giolittiana, per la lunga crescita economica del dopoguerra, per la disinflazione degli anni Ottanta. Nessuno del resto potrebbe governare la moneta affidandosi solo all'intuizione: i banchieri centrali non possiedono doti magiche. Ciò che dovrebbe assistere il banchiere centrale è piuttosto la capacità di mantenere in ogni momento anche la consapevolezza dei limiti dei modelli; specie, aggiungo, di quelli che riguardano i mercati finanziari, le cui caratteristiche (non-linearità, equilibri multipli, distribuzioni di probabilità anomale specie per valori estremi, cicli di retroazione e conseguente, ineliminabile tendenza all'instabilità: la lista tecnica non è breve e potrebbe continuare) ne rendono intrinsecamente difficile o fragile la traduzione in sistemi di equazioni analiticamente trattabili. E soprattutto, è cruciale per il banchiere centrale l'attitudine e l'abitudine a fare uso dell'accortezza, della ragione e della storia per riconoscere il più presto possibile le situazioni, tipicamente di crisi, in cui i modelli che funzionavano bene fino a ieri perdono d'un tratto la capacità di interpretare la realtà; in cui la semplice regola di ieri deve essere abbandonata, almeno provvisoriamente, in favore di decisioni pragmatiche, quando occorre anche eterodosse; accettando l'inevitabile rischio di sbagliare, ma guardandosi dal rischio evitabile di perseverare acriticamente nell'errore. La scienza economica, del resto mai monocorde come a volte viene rappresentata, metterà poi in discussione i modelli esistenti per completarli, generalizzarli o, qualche volta, abbandonarli del tutto. L'interazione fra scienza e pratica è necessaria, feconda; l'una è indispensabile all'altra; l'interesse con cui economisti teorici e banchieri centrali si incontrano periodicamente, si

confrontano, discutono (per esempio nelle conferenze annuali di Jackson Hole che ho citato) ne è viva testimonianza.

È proprio il pragmatismo, tutt'altro che ignaro o disdegnoso della teoria ma alieno da adesioni dottrinarie e rigide a modelli astratti, che si rileva in Bonaldo Stringher e, credo, nei suoi successori fino a oggi. Questo non è l'unico aspetto che rende Stringher un banchiere centrale moderno. Il modo in cui affronta e gestisce il problema dell'autonomia della Banca d'Italia, in un rapporto non sempre facile con il governo, contribuirà a definire il concetto di indipendenza, seppur entro la sfera pubblica, delle moderne banche centrali.

L'attualità di Stringher, tuttavia, è forse ancor meglio rappresentata dalla sua consapevolezza che il potere considerevole della banca centrale trova in ultima analisi il proprio fondamento nella volontà e nella capacità di servire il paese. Basti ricordare, ad esempio, come Stringher fosse consapevole che la posizione di rilievo della Banca d'Italia era accompagnata da un "*prestigio morale*" che, nelle tragiche circostanze del momento (dopo la Grande Guerra), andava speso per ottenere da istituti di credito e imprese comportamenti caratterizzati da "*un tono di serenità, di calma, di fermezza*"<sup>26</sup>.

Pragmatismo, capacità di innovazione, orientamento dell'azione al servizio della collettività restano qualità indispensabili per il banchiere centrale di oggi.

---

<sup>26</sup> G. Toniolo, "La Banca d'Italia e l'economia di guerra (1914-1919)", Laterza, 1989.