

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI
DI MODENA E REGGIO EMILIA

Dottorato di ricerca in Lavoro, Sviluppo e Innovazione

Ciclo XXXV

La governance economica europea di fronte alla pandemia

Candidato: Matteo Bursi

Relatore (Tutor): Prof. Simone Scagliarini

Coordinatrice del Corso: Prof.ssa Tindara Addabbo

Sommario

Abstract (lingua italiana).....	3
Abstract (lingua inglese)	6
L'emissione dei Coronabond alla luce dei Trattati: una possibile base per il Recovery Fund?.....	9
La sentenza del <i>BVerfG</i> sul <i>Public Sector Purchase Programme</i> : un'Europa sempre più difficile.....	22
La linea sanitaria del Meccanismo Europeo di Stabilità: né leviatano, né panacea.....	48
La reazione europea alla sentenza sul PSPP del <i>Bundesverfassungsgericht</i> : il doveroso avvio di una procedura d'infrazione.....	70
Il rischio stagflazione: un nuovo incentivo a riformare la BCE.....	87
A cross-sectional analysis of the Transmission Protection Instrument: between economical needs and outdated Treaties	115
Towards the unavoidable reform of the Stability and Growth Pact	128
Bibliografia.....	140

Abstract (lingua italiana)

La pandemia da Covid-19, oltre ad aver causato un'emergenza sanitaria senza precedenti nella nostra storia recente, ha ingenerato rilevanti conseguenze negative sul piano socio-economico globale, obbligando gli Stati di tutti i continenti ad intervenire in favore di cittadini ed imprese con misure di sostegno finanziario di diversa natura. I Paesi membri dell'Unione Europea non sono stati esentati da questa tendenza e, in tal senso, hanno dovuto allentare i "cordoni della borsa", tentando di attenuare le problematiche derivanti dai frequenti *lockdown* e dal ridimensionamento dei commerci internazionali. Alla luce dei provvedimenti adottati dai singoli Governi nazionali, vi è stata pertanto un'espansione dei debiti pubblici ed un deterioramento complessivo dei quadri di finanza statale, situazione che ha obbligato le istituzioni dell'UE a sospendere diverse norme di bilancio previste dai Trattati. Data la severità della circostanza, l'Unione ha però fatto qualcosa in più, addivenendo alla formazione di strumenti inediti che hanno agevolato l'operato dei singoli Governi nazionali. La prima istituzione euro-unitaria che ha intrapreso questa direzione è stata la Banca Centrale Europea la quale, nel mese di marzo del 2020, ha avviato il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), un massiccio programma di acquisto di *bonds* pubblici mirato ad evitare un aumento dei tassi d'interesse sui titoli di Stato dell'Eurozona e, al contempo, teso a scongiurare il rischio rappresentato da una possibile spirale deflattiva. Successivamente, l'Eurogruppo ha creato la *Pandemic Crisis Support Credit Line* (PCSCCL), una nuova linea di credito del Meccanismo Europeo di Stabilità avente il fine di finanziare, senza particolari condizionalità, spese dirette od indirette di tipo sanitario; la Commissione Europea, parallelamente, ha invece messo a punto SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*), un fondo incaricato di raccogliere risorse sui mercati finanziari in modo da erogare prestiti agli Stati membri che volessero mitigare le ricadute occupazionali date dalla pandemia. Il vero emblema di questo cambio di passo dell'Unione è però rappresentato dal *Next Generation EU*, l'ormai celebre programma euro-unitario che si prefigge di emettere debito comune ai ventisette Paesi dell'UE con lo scopo di elargire circa 750 miliardi di euro (suddivisi in prestiti e sovvenzioni) seguendo una logica perequativa.

Alla luce di quanto finora scritto, è ragionevole pertanto affermare come l'epidemia da Coronavirus, un evento catastrofico senza eguali negli ultimi settant'anni, abbia quantomeno rilanciato il processo di integrazione europea, inducendo l'Unione (e gli Stati membri) ad adottare decisioni che un europeista non può che considerare positivamente. Risulta dunque naturale sostenere come la previsione di Monnet, secondo cui l'Europa sarebbe stata forgiata dalle sue crisi, si sia dimostrata, anche in questa circostanza, lungimirante e ben ponderata.

Al contempo, tuttavia, si deve considerare come il quadro di *governance* economica ad ora formalmente in vigore risulti ancora fortemente caratterizzato dalla gestione della crisi dei debiti sovrani, ponendo l'esigenza per le istituzioni euro-unitarie di formulare una riflessione (ad ora già in atto) in merito alla

possibilità di addivenire ad una riforma che possa tradurre in norme giuridiche quella che pare essere una diffusa intenzione di superare un insieme di regole basato su di una logica differente rispetto a quella delineata dall'inizio dell'epidemia. Dinanzi a noi, dunque, va ad aprirsi una fase di dialogo all'interno della quale, con ogni probabilità, torneranno a palesarsi le diversità ideologiche che caratterizzano da decenni il peculiare progetto euro-unitario, con la conseguente emersione di proposte differenti relative ad un'eventuale riforma della sfera fiscale e, probabilmente, anche di quella monetaria.

La trattazione *de qua* si articola sulla base di quanto finora descritto e si pone il fine di fornire un quadro di analisi riguardante, da un lato, le scelte adottate finora dalle istituzioni europee per far fronte all'attuale situazione emergenziale, mentre, dall'altro, indirizzato allo studio delle possibili modificazioni che potranno interessare la *governance* economica in futuro. Allo stesso modo, nella riflessione in oggetto, si provano a coinvolgere alcuni rilevanti elementi politico-economici che caratterizzano l'evoluzione dell'Unione Europea, approfondendo questioni nazionali che hanno una diretta ricaduta sul processo d'integrazione dell'UE.

La tesi di dottorato in oggetto è quindi composta da sette articoli:

- I) Il primo, intitolato “L'emissione dei Coronabond alla luce dei Trattati: una possibile base per il *Recovery Fund*?”, è stato redatto nella fase iniziale della pandemia e ricostruisce i mezzi all'epoca utilizzabili dall'Unione per superare l'emergenza socio-economica che si stava aprendo. Il *paper* presenta quindi una valutazione della condizione europea allo scoppio dell'epidemia e, conseguentemente, offre agli occhi del lettore odierno una disamina utile a collegare le dinamiche attuali con quelle presenti nel principio di questa nuova fase storica. Le conclusioni delineate all'interno di questo scritto sono basate su di un'interpretazione delle norme giuridiche che seguiva la logica impostata dall'Unione con la crisi dei debiti sovrani; una visione che la volontà politica ha poi (fortunatamente, verrebbe da dire) accantonato, portando alla creazione del *Next Generation EU*;
- II) Il secondo, intitolato “La sentenza del BVerfG sul *Public Sector Purchase Programme*: un'Europa sempre più difficile”, tratta invece del pronunciamento del Tribunale Federale Tedesco sul cd. *Quantitative Easing* della BCE, tentando di analizzare le ragioni presenti alle sue radici e ponderando le sue possibili ricadute sull'Unione Europea. Questo scritto muove quindi da una dimensione giuridica nazionale per poi allargarsi a valutazioni politiche ed economiche che interessano l'intera UE;
- III) Il terzo, intitolato “La linea sanitaria del Meccanismo Europeo di Stabilità: né Leviatano, né Panacea”, si concentra sull'inedita linea di credito del MES sopra menzionata, e cerca di valutare i rischi ed i benefici connessi ad un suo eventuale utilizzo da parte dello Stato italiano. L'articolo in questione nasce principalmente con l'esigenza di fare chiarezza su di uno

strumento intorno a cui si è concentrata una notevole diafrasi politica, un'ampia confusione che rende però efficacemente l'idea di come gli strascichi della crisi dei debiti sovrani continuino a pesare sugli eventi interni ai singoli Stati membri dell'Unione;

- IV) Il quarto, dal titolo “La reazione europea alla sentenza sul PSPP del *Bundesverfassungsgericht*: il doveroso avvio di una procedura d'infrazione”, è invece collegato al già citato pronunciamento del Tribunale Federale Tedesco in merito al cd. *Quantitative Easing* e, nello specifico, tratta della procedura d'infrazione a cui la Commissione Europea ha dato inizio al fine di verificare l'esistenza di un'eventuale violazione del diritto euro-unitario riconducibile alla sentenza del BVerfG. Questo scritto rappresenta dunque la naturale prosecuzione di quanto già elaborato nell'articolo “La sentenza del BVerfG sul *Public Sector Purchase Programme*: un'Europa sempre più difficile”;
- V) Il quinto *paper* è intitolato “Il rischio stagflazione: un nuovo incentivo a riformare la BCE” e mira ad analizzare come l'aumento dei prezzi verificatosi a partire dalla fine del 2021, determinato dalla ripresa post pandemica e dal deflagrare della guerra in Ucraina, rimetta in discussione il ruolo e la natura della Banca Centrale Europea. In questo elaborato la struttura giuridica si intreccia con rilevanti elementi economici, partendo da un parallelo storico riguardante la stagflazione che ha caratterizzato gli anni '70, per poi concentrarsi su valutazioni macroeconomiche che da decenni dividono la dottrina;
- VI) Il sesto articolo, “*A cross-sectional analysis of the Transmission Protection Instrument: between economical needs and outdated Treaties*”, è invece incentrato sul cd. “scudo anti-spread” recentemente ideato da parte della BCE al fine di evitare la nascita di una nuova crisi dei debiti sovrani. La riflessione svolta in questo *paper*, connotata da inevitabili riflessioni di carattere economico, si fonda principalmente su di una comparazione con uno strumento già in essere, le *Outright Monetary Transactions* (OMTs), e sul pronunciamento della Corte di Giustizia Europea che ha riguardato proprio questo meccanismo;
- VII) Il settimo scritto, infine, è intitolato “*Towards the unavoidable reform of the Stability and Growth Pact*” e riguarda la proposta di riforma del Patto di Stabilità e Crescita presentata da parte della Commissione Europea in data 9 Novembre 2022. Nell'articolo *de quo*, si riportano i principali elementi su cui Bruxelles sembra volersi concentrare nel ridisegnare le norme di bilancio relative ai Paesi membri e si presenta una riflessione di chiusura relativa all'approccio che ha caratterizzato la gestione della crisi pandemica e quello che, invece, è stato alla base degli interventi volti a contrastare gli effetti negativi derivanti dalla recessione successiva al 2008.

Abstract (lingua inglese)

The pandemic caused by the widespread of Covid-19 provoked, on one side, an unprecedented health emergency in the contemporary history, while, on the other, generated relevant negative consequences on the economy, forcing States to intervene in favour of citizens and enterprises, with financial support measures of various kinds. The Member Countries of the European Union have been affected by this trend and, in this regard, they have implemented actions aimed at mitigating the problems arising from frequent lockdowns and from the disruptions of the global supply-chains. As a result of the measures undertaken by Governments, there has been an important enlargement of public debts and an overall deterioration of the national financial frameworks, a situation that has forced the EU institutions to suspend various budgetary rules envisaged by the euro-unitarian Treaties. In light of the severity of the circumstance, however, the European Union did something more, by deciding to design unprecedented instruments that facilitated the work carried out by national Governments. The first Institution that acted in this direction was the European Central Bank, which, in March 2020, launched the Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), a massive programme of public bond purchases aimed at avoiding an increase of the interest rates on the Eurozone government securities and, at the same time, designed to avert the risk represented by a possible deflationary spiral. Subsequently, the Eurogroup created the Pandemic Crisis Support Credit Line (PCSCCL), a new credit line of the European Stability Mechanism with the target of financing, direct or indirect, health-related expenses without any particular conditionality; likewise, the European Commission set up SURE (Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency), a fund addressed to the disbursement of loans to Member States committed to mitigate the implications on employment of the pandemic. Nevertheless, the real symbol of this breakthrough of the Union is the Next Generation EU, the famous euro-unitarian mechanism aimed at issuing common liabilities to the EU countries with the purpose of disbursing around 750 billion euros (divided into loans and grants) following an equalising logic.

In light of what has been written so far, it is therefore reasonable to affirm that the Coronavirus pandemic, a catastrophic event with no comparison in the last seventy years, has at least relaunched the process of European integration, inducing the Union (and its Member States) to take decisions that a pro-European has to consider positively. Hence, it is natural to argue that Monnet's prediction that Europe would be shaped by its crises proved, even in this circumstance, to be far-sighted and well-considered.

At the same time, however, it is relevant to consider how the economic governance framework that is now formally in force results still sharply characterised by the management of the sovereign debt crisis, posing the need for the euro-unitarian institutions to formulate a reflection (which is already ongoing) on the possibility of achieving a reform that could translate into legal norms what seems to be a widespread intention to overcome a set of rules based on a different logic from the one outlined at the

beginning of the epidemic. Thus, it is logical to claim that a phase of dialogue is opening up: a period in which the ideological differences that have characterised the peculiar European project for decades will once again surface, with the consequent occurrence of different proposals regarding a possible reform of the fiscal sphere and, probably, also of the monetary sphere.

The thesis *de qua* is structured on the basis of what has been described so far and aims to provide a framework of analysis related, on the one hand, to the choices adopted (until today) by the EU institutions in order to cope with the current emergency situation, while, on the other, to the study of the possible changes that may affect the economic governance framework in the future. Similarly, we try to deepen some relevant political-economic elements that characterise the evolution of the European Union, by exploring national issues that have a direct impact on the EU integration process.

This doctoral dissertation is composed of seven articles:

- I) The first, entitled "The issue of Coronabonds in the light of the Treaties: a possible basis for the Recovery Fund?", was written in the initial phase of the pandemic and describes the tools that the European Union could use at the time in order to overcome the socio-economic emergency that was emerging. The paper, thus, presents an assessment of the European condition at the beginning of the outbreak and, consequently, offers today's reader a useful examination capable to link the current dynamics with those present at the dawn of this new historical phase. The conclusions outlined in this paper are based on an interpretation of legal norms that followed the logic set by the Union with the sovereign debt crisis; a vision that the political will has (fortunately, we could affirm) set aside, leading to the creation of the Next Generation EU;
- II) The second, entitled "The BVerfG's ruling on the Public Sector Purchase Programme: an increasingly difficult Europe", studies the German Federal Court's pronouncement on the, so-called, Quantitative Easing of the ECB, trying to analyse the reasons behind it and pondering its possible effects on the European Union. This paper, therefore, starts from a national legal dimension and, then, involves political and economic assessments that affect the entire EU;
- III) The third, entitled "The European Stability Mechanism's health line: neither Leviathan nor panacea", focuses on the unprecedented ESM credit line mentioned above, and seeks to evaluate the risks and benefits connected to its possible use by the Italian State. The article *de quo* stems mainly from the need to shed light on an instrument around which there has been considerable political diatribe, a wide-ranging confusion that makes clear how the aftermath of the sovereign debt crisis continues to influence the events within individual EU Member Countries;

- IV) The fourth, entitled "The European reaction to the Bundesverfassungsgericht's ruling on the PSPP: the rightful initiation of an infringement procedure", is instead related to the aforementioned ruling of the German Federal Court on the, so-called, Quantitative Easing and, specifically, it deals with the infringement procedure initiated by the European Commission in order to verify the existence of a possible violation of the EU law attributable to the judgment of the BVerfG. This paper, hence, represents the natural continuation of what has already been elaborated in the article "The BVerfG ruling on the Public Sector Purchase Programme: an increasingly difficult Europe";
- V) The fifth paper is titled "The risk of stagflation: a new incentive to reform the ECB" and is aimed at analysing how the price increase detected since the end of 2021, brought by the post-pandemic recovery and the by the explosion of the war in Ukraine, challenges the role and the nature of the European Central Bank. In this paper, the legal structure is combined with relevant economic elements, starting with a historical parallel concerning the stagflation that characterised the 1970s, and, then, focusing on macroeconomic assessments that have been dividing doctrine for decades;
- VI) The sixth article, "A cross-sectional analysis of the Transmission Protection Instrument: between economic needs and outdated Treaties", is focused on the, so-called, "anti-spread shield" recently designed by the ECB with the purpose of avoiding the emergence of a new sovereign debt crisis. The reflection carried out in this paper, marked by inevitable considerations of economic nature, is mainly based on a comparison with an instrument that already exists, the Outright Monetary Transactions (OMT), and on the ruling of the European Court of Justice that concerned this mechanism;
- VII) Finally, the seventh paper is entitled "Towards the unavoidable reform of the Stability and Growth Pact" and concerns the reform proposal of the Stability and Growth Pact presented by the European Commission on 9 November 2022. In this article, we analyse the main elements that Brussels "touches" by redesigning the budgetary rules for the Member States and we pose a reflection over the approach that characterised the management of the pandemic crisis and the one that, instead, was at the basis of the interventions aimed at counteracting the negative effects of the post-2008 recession.

L'emissione dei Coronabond alla luce dei Trattati: una possibile base per il Recovery Fund?

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Gli attuali strumenti europei per affrontare la crisi finanziaria (più uno). – 3. I Coronabond: un nuovo nome per una vecchia proposta. – 4. Conclusioni: archiviare nell'immediato ma ragionare per il futuro.

[Articolo pubblicato il 29 Aprile 2020 sull'Osservatorio Emergenza Covid-19 di Federalismi.it]

1. Introduzione

L'attuale crisi sanitaria dovuta al diffondersi del COVID-19 genera a livello mondiale un'inevitabile situazione di rallentamento economico che, per quanto gestita nella maniera appropriata, sfocerà in una recessione di livelli perfino superiori a quella riconducibile al *crack* di Lehman Brothers¹. La sospensione delle attività produttive ed il contemporaneo blocco del commercio internazionale si presentano come elementi inediti e dirompenti in una società globalizzata, fattori che inficiano in modo drastico sulla capacità di creare redditività e di sostenere elevati livelli di occupazione². Il mondo privato, esente in questa circostanza da particolari responsabilità, dovrà essere accompagnato nella propria ripresa dalla mano pubblica la quale, come sostenuto da Mario Draghi sul Financial Times, sarà posta nell'obbligatoria condizione di assumere su di sé la quasi totalità delle passività derivanti dall'emergenza, con una conseguente espansione dei debiti sovrani³. Una rilevante messa in pratica di quanto teorizzato dall'ex presidente della BCE, in effetti, è già arrivata dagli Stati Uniti, dove l'amministrazione ha predisposto, successivamente all'abbassamento dei tassi deciso dalla *Federal Reserve*, un pacchetto di aiuti economici in favore di cittadini ed imprese dal valore pari a duemila miliardi di dollari⁴.

L'Unione Europea dal canto suo si trova pienamente coinvolta nelle problematiche relative alla diffusione del nuovo coronavirus ma, anche in questo frangente, torna a mostrare una struttura fortemente eterogenea che pone interrogativi su quale possa essere la via da perseguire. Il differente livello di indebitamento degli Stati membri continua infatti a dividere i Paesi tra quelli favorevoli ad un'azione finanziaria comune - ovvero, di fatto, quelli che hanno un rapporto debito/PIL elevato - e chi invece

¹ Il Fondo Monetario Internazionale, nelle sue più recenti previsioni sull'anno in corso, ha preventivato una caduta del PIL globale prossima al 3% mentre, nel 2009 (dunque immediatamente dopo l'esplosione della bolla finanziaria riconducibile ai mutui *subprime*) registrò un rallentamento pari allo 0,1%. Su quest'ultima tematica, fra tanti, cfr. V. ACHARYAN - T. PHILIPPON - M. RICHARDSON - N. ROUBINI, *The financial crisis of 2007-2009: Causes and Remedies*, in *Financial Markets, Institution & Instruments*, 5 marzo 2009.

² Con effetti sui Paesi manifatturieri votati alle esportazioni che, per via anche delle ricadute storiche del comportamento *wait and see* dal lato della domanda, saranno più acuti ed immediati rispetto a quelli avvertiti dagli Stati con economie maggiormente sviluppate nel settore dei servizi, inducendo dunque un arresto nelle *supply chains* globali. Vedasi a tal proposito: R. BALDWIN - E. TOMIURA, *Thinking ahead about the trade impact of COVID-19*, in R. BALDWIN - B. WEDER DI MAURO (a cura di), *Economics in the time of COVID-19*, Londra, 2020, pp.59-72.

³ M. DRAGHI, *Draghi: we face a war against coronavirus and must mobilise accordingly*, in *Financial Times*, 25 marzo 2020.

⁴ Vedasi a tal proposito: J. POLITI - L. FEDOR, *What's in the historic \$2tn US stimulus deal?*, in *Financial Times*, 25 marzo 2020.

propende per una soluzione di carattere nazionale, presentando un quadro di finanza pubblica in linea con i parametri fissati dai Trattati. Questa crisi, rispetto a quella vissuta fra il 2008 ed il 2012, palesa però un livello di criticità sensibilmente maggiore: l'evento attuale, se non gestito nella maniera appropriata, potrebbe comportare un simultaneo aggravamento delle condizioni finanziarie di Paesi già particolarmente esposti sui mercati finanziari con il rischio, dato dall'acuirsi degli *spread* continentali, di generare una frattura insanabile all'interno dell'UE⁵. Risultano dunque insufficienti, a detta dei Governi delle Nazioni maggiormente indebitate, la sospensione del Patto di Stabilità e Crescita (già messa in atto dalla Commissione Europea con l'attivazione della "clausola di salvaguardia") ed un'interpretazione elastica sugli aiuti di stato⁶ mentre si paleserebbe la necessità di adottare strumenti innovativi che possano permettere ai 27 Paesi membri di non sprofondare in una nuova spirale recessiva. Da qui si aprono ampie riflessioni sulle strade percorribili, da quelle più lineari a quelle più impervie, un'analisi che deve ovviamente ed inevitabilmente tenere in considerazione i margini operativi concessi dai Trattati in una logica che riesca ad unire fattibilità ed efficacia. Nella giornata del 9 aprile 2020 l'Eurogruppo ha trovato un accordo di massima sulla via da perseguire ma, in merito alla sua messa in atto, permangono ampi margini di manovra su cui possono consumarsi nuove divisioni⁷; Il Consiglio Europeo del 23 aprile ha infatti confermato le linee generali di quella che sarà l'azione comune europea senza però giungere ad una definizione puntuale della stessa, rimandando i punti critici ad una futura analisi affidata alla Commissione⁸. In tal senso dopo una disamina degli organismi attualmente esistenti nell'Unione mirata ad approfondire il potenziale ruolo che questi potrebbero rivestire nei mesi a venire, lo scritto di seguito presentato si pone il fine di vagliare l'eventuale creazione di Coronabond tentando di ponderare la loro fattibilità alla luce della normativa vigente e delle esigenze poste dall'ancora mutevole contesto economico.

2. Gli attuali strumenti europei per affrontare la crisi finanziaria (più uno)

L'Unione Europea, in seguito alla crisi avvenuta fra il 2008 ed il 2012, ha configurato al proprio interno un rinnovato sistema di *governance* economica⁹ nel tentativo di far fronte da un lato alla contingente

⁵ Una caduta del PIL europeo del 2020 prossima al 10% potrebbe portare, entro il 2022, ad un rapporto debito/PIL italiano vicino al 167% con Francia, Spagna e Portogallo interessate da un *trend* affine (rispettivamente con valori pari al 135%, 129% e 144%). Vedasi a tal proposito: M. KRAEMER, *The Eurozone is at risk of a debt crisis worse than the last one*, in *Financial Times*, 10 aprile 2020.

⁶ I due provvedimenti, l'attivazione della clausola di salvaguardia e la sospensione delle norme sugli aiuti di Stato, sono stati messi in atto dalla Commissione avvalendosi rispettivamente di quanto previsto dai Regolamenti (CE) 1466/1997- 1467/1997 e dall'articolo 107, paragrafo 3, lettera b), del TFUE.

⁷ In tal senso: A. GERONI, *Eurogruppo, accordo a metà: Fondo di ricostruzione ancora tutto da negoziare*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 aprile 2020.

⁸ Vedasi a tal proposito: A. VILLAFRANCA, *Consiglio Europeo: i tre nodi del Recovery Fund*, in *Ispionline.it*, 24 aprile 2020.

⁹ Il tema è oggetto di una bibliografia ormai piuttosto ampia. Per tutti, v.: G. GUERRA, *Governance economica europea e principio democratico: alcuni aspetti problematici*, in *Federalismi.it*, n.1/2019, pp. 1-41 e G. NAPOLITANO, *L'incerto futuro della nuova governance economica europea*, in *Quaderni Costituzionali*, n.1/2012, pp. 141-144.

situazione greca¹⁰ e, dall'altro, a criticità affini che si sarebbero potute presentare in futuro per altri Paesi membri. In tal senso, quasi in modo paradossale, l'organismo rappresentante il principale mezzo su cui porre aspettative per un intervento emergenziale di carattere finanziario, si posiziona al di fuori del diritto eurounitario: il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES).

Quest'ultimo, il cui Trattato istitutivo è entrato in vigore l'8 ottobre 2012, è stato infatti concepito come accordo intergovernativo e si è posto la finalità di raccogliere risorse su base comune per riuscire a sostenere, attraverso diverse linee di credito, Nazioni interessate da uno *shock* economico. Gli interventi, resi possibili come la costituzione dello stesso MES dall'aggiunta del terzo comma dell'art.136 del TFUE, vengono modulati a seconda della gravità della situazione (e delle motivazioni che l'hanno causata¹¹) e reperiscono i fondi necessari principalmente sui mercati: il capitale sottoscritto supera di poco i 700 miliardi (di cui 80 già versati dai diversi Paesi aderenti) mentre la capacità di finanziamento è pari circa a 500 miliardi di euro¹². Dal momento della sua costituzione sono state tre le Nazioni che hanno beneficiato della sua liquidità (Grecia, Cipro e Spagna) ed ora torna a presentarsi la possibilità di un suo impiego, con relative valutazioni in merito ai connessi aspetti favorevoli e contrari.

Partendo da questi ultimi è doveroso presentare il principale: la condizionalità degli interventi. Il Meccanismo Europeo di Stabilità rivela infatti una propria caratteristica essenziale nel subordinare l'eventuale assistenza prestata alla sottoscrizione di accordi relativi ad un "aggiustamento" dei conti pubblici¹³; in tal senso sono stati lungamente trattati, in dottrina ma anche nel dibattito politico¹⁴, quelli a cui venne sottoposto il Paese ellenico con il coinvolgimento, nella stesura del *Memorandum of Understanding*, della cd. Troika. Ciò trova il proprio fondamento nel comma 3 del sopracitato art.136 (in cui si parla di una "rigorosa condizionalità") e preoccupa notevolmente chi teme, per Stati con un rapporto debito/PIL elevato, di dover attuare politiche di austerità in una fase già contraddistinta da un marcato rallentamento dell'economia mondiale. Un ulteriore aspetto critico dell'eventuale intervento del MES è legato proprio alle passività dei Paesi particolarmente esposti sui mercati finanziari dato che un prestito di questo organismo contribuirebbe comunque ad aumentare l'onere in carico ai Governi nazionali coinvolti portando, nel medio termine, ad un allontanamento ulteriore dai parametri fissati dall'UE (con un eventuale inasprimento degli *spread* all'uscita di scena dell'organizzazione comunitaria, vista anche la forte

¹⁰ Vedasi, fra i vari contributi: R. PRODI, *La crisi greca diverrà anche la crisi dell'UEM?*, in *Economia Politica*, n.2/2010.

¹¹ Il Meccanismo Europeo di Stabilità offre due tipologie di linee di credito (*ex art.14* del suo trattato istitutivo): la prima, denominata *Precautionary Conditioned Credit Linea* (PCCL), è destinata ai Paesi richiedenti assistenza su base precauzionale mentre la seconda, denominata *Enhanced Conditions Credit Line* (ECCL), è indirizzata agli Stati in una condizione economica già precaria. Questi aiuti possono essere offerti per mezzo di acquisti di titoli di stato sul mercato primario (*ex art 17*) e secondario (*ex art 18*) oppure attraverso una ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie della Nazione coinvolta (*ex art 15*).

¹² A. CASCAVILLA - G. GALLI, *Il MES: cos'è e come potrebbe essere utilizzato nell'attuale emergenza*, in *Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani*, 26 marzo 2020.

¹³ Le richieste avanzate dal MES variano a seconda dell'adesione al programma PCCL od ECCL (*supra* nota 7): nel primo dei due casi, vista la natura precauzionale dell'operazione, il *Memorandum of Understanding* pone infatti condizioni meno stringenti per il Paese che richiede assistenza finanziaria.

¹⁴ Vedasi, fra i vari contributi, quello particolarmente critico nei confronti dell'operato della cd.Troika scritto da Gustavo Zagrebelsky: G. ZAGREBELSKY, *La tragedia greca e la sovranità spodestata*, in *La Repubblica*, 28 luglio 2015.

temporaneità dei suoi interventi¹⁵). Analizzando invece gli aspetti favorevoli derivanti da un utilizzo dei fondi in questione non può che apparire positivo il fatto che questi godrebbero di tassi di interesse prossimi allo zero, permettendo agli Stati coinvolti di evitare (almeno nell'imminenza della situazione) di assumere oneri più gravosi attraverso prestiti emessi verso altri soggetti. Un altro elemento da considerare favorevolmente riguarda la possibile successiva entrata in scena della BCE: Francoforte, seguendo quanto stabilito dal programma OMT, potrebbe operare con l'attivazione del MES in acquisti che eccedano la regola della *capital key*, tutelando dunque in modo molto efficace i titoli pubblici dei Paesi finanziati¹⁶.

Nell'accordo di massima raggiunto dall'Eurogruppo in data 9 aprile (e confermato dal successivo Consiglio Europeo), è stata contemplata la possibilità di ricorrere al Meccanismo Europeo di Stabilità senza avere alcuna condizionalità per le sole spese mediche dirette ed indirette mentre, per le restanti, è rimasto ancora da chiarire quali siano le richieste che verrebbero contemplate nel fatidico *Memorandum of Understanding* (con il rischio di un mantenimento della configurazione "tradizionale"). Questa deliberazione, denominata *Pandemic Crisis Support* (PCC), prevede inoltre un massimale per Stato membro pari al 2% del Prodotto Interno Lordo (per l'Italia si ragionerebbe dunque di una somma prossima ai trentasei miliardi di euro) e, per quanto emerso fino ad ora, non avrebbe caratteristiche temporali superiori a quelle palesate in passato¹⁷.

Un intervento della Banca Centrale Europea, anche al di fuori dell'attivazione del MES, rappresenta, inoltre, la seconda risorsa nelle disponibilità dell'Unione per porre in campo strumenti atti a contenere la spirale recessiva derivante dalle conseguenze economiche della pandemia di COVID-19. L'ex-Eurotower, anche per via dell'impostazione assunta nel corso della presidenza Draghi, dispone infatti della possibilità di allargare la base monetaria attraverso un abbassamento dei tassi di interesse (questi per la verità già in negativo) e per mezzo di un maggior acquisto di titoli di debito. Quest'ultimo tipo di operazioni, agevolate da un'inflazione che rimane sensibilmente inferiore al due per cento stabilito dallo statuto, sono state enucleate dal programma *Pandemic Emergency Purchase Program* (PEPP) annunciato il 18 marzo ed avranno in questo frangente un *plafond* pari a 750 miliardi di euro da impiegare da qui alla fine dell'anno¹⁸; a ciò va anche aggiunta la decisione assunta dal Consiglio Direttivo di accettare come garanzia ai prestiti bancari, fino al settembre 2021, quei titoli sovrani conosciuti come *junk bond*¹⁹ che, fino al 7 aprile 2020, presentavano un *rating* minimo pari a (BBB-)²⁰. L'annuncio della costituzione di questa nuova "bocca di

¹⁵ T. MONACELLI, *Tre opzioni per sostenere l'economia*, in *LaVoce.info*, 31 marzo 2020.

¹⁶ A. BAGLIONI - M. BORDIGNON, *Europa in mezzo al guado*, in *LaVoce.info*, 31 marzo 2020.

¹⁷ In tal senso: F. FUBINI, *Eurogruppo, perché è un accordo "ambiguo" (e perché tutti possono dire di avere vinto)*, in *Corriere della Sera*, 10 aprile 2020.

¹⁸ Fra i vari: M. ONADO, *Nella finanza non ripetiamo gli errori del dopo-crisi 2008*, in *LaVoce.info*, 2 aprile 2020.

¹⁹ Letteralmente "titoli spazzatura": sono denominate in questo modo le obbligazioni che presentano un *rating* inferiore al livello (BBB-) e che quindi presentano un rischio di insolvenza elevato.

²⁰ A questo riferimento: I. BUFACCHI, *Coronavirus, svolta BCE: accetterà in garanzia anche i titoli "junk"*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 aprile 2020.

fuoco” della BCE, che ha contribuito ad una riduzione degli *spread* continentali e ad una contestuale ripresa dei listini borsistici, garantisce sicuramente una risorsa importante per gli Stati aventi un rapporto debito/PIL elevato ma, al contempo, non deve generare illusioni in merito ad un suo presunto effetto taumaturgico: la politica monetaria, come lungamente sostenuto da diversi economisti nel corso degli ultimi dieci anni, ha necessità di un supporto fiscale che unicamente gli Stati membri possono offrire attraverso politiche di bilancio espansive²¹.

Oltre al MES ed alla BCE, vi è una terza istituzione europea in grado di poter giocare un ruolo di rilievo in questo contesto economico avverso, ovvero la Commissione Europea. L’esecutivo comunitario ha infatti già proposto in tal senso un ambizioso piano di prestiti a tassi agevolati da cento miliardi di euro, denominato *state supported short time work* (SURE), destinato alla tutela del lavoro attraverso il finanziamento, per esempio, della cassa integrazione. A ciò è molto probabile venga abbinato un *placet* ad un utilizzo flessibile dei fondi strutturali europei nel biennio 2020/21, con la possibilità di spostare liberamente risorse tra regioni e settori, ed inoltre, come anticipato dalla presidentessa Von der Leyen, è possibile venga aggiunta una valutazione approfondita sulla possibilità di espandere il bilancio europeo 2021-2027²². Per quanto questi provvedimenti rappresenterebbero un aiuto tangibile per le diverse economie nazionali è ragionevole affermare come, alla luce degli importi mobilitati, sarebbe necessario attuare qualcosa di più consistente.

Vi è infine nell’UE un’ultima istituzione che dovrebbe, alla luce dell’esito del recente Consiglio Europeo, strutturare il proprio intervento per contrastare la presente recessione: la Banca Europea degli Investimenti (BEI). L’istituto, partecipato in proporzione al PIL da tutti i Paesi membri, emette già ora titoli a tripla A con il fine principale di finanziare progetti afferenti agli obiettivi strategici dell’Unione e, attraverso il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) di cui è il principale azionista, eroga prestiti in favore di piccole-medie imprese. Ad ora, con ventitré miliardi di euro di capitale versati, la BEI è in grado di raccogliere sui mercati fino a cinquecento miliardi di euro e, in questa situazione emergenziale, è stata avanzata la proposta di immettere ulteriori risorse per venticinque miliardi in modo da raggiungere un *plafond* potenziale pari a circa mille miliardi di euro. L’ipotesi, avallata fra gli altri da Alberto Quadrio Curzio, richiederebbe probabilmente una modifica dell’articolo 309 del TFUE ma, a differenza del MES, avrebbe il vantaggio di non contemplare al suo interno alcuna condizionalità permettendo dunque ai Paesi finanziati di evitare l’imposizione di politiche di *austerità*²³. Per quanto delineato dall’accordo raggiunto dall’Eurogruppo del 9 aprile, la Banca Europea degli Investimenti si limiterebbe nel programma

²¹ Vedasi a tal proposito: A. TERZI, *Ripensare la politica fiscale*, in *Economia & Politica*, n.14/2017.

²² In tal senso: B. ROMANO - R. SORRENTINO, *Bruxelles: no a piano Marshall, extra bilancio contro il virus*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 aprile 2020.

²³ A. BAGLIONI - M. BORDIGNON, *Europa*, cit., p.4.

PCC all'erogazione di duecento miliardi di euro mantenendosi quindi non troppo distante dai volumi fino ad ora mobilitati²⁴.

Il *Pandemic Crisis Support* prevede inoltre la costituzione di un Fondo per la Ripresa Europea (denominato *Recovery Fund*) dall'importo prossimo presumibilmente ai cinquecento miliardi di euro il quale dovrebbe, nelle intenzioni dell'Eurogruppo, fornire assistenza finanziaria agli Stati membri lasciando però ancora incerte le fonti da cui andare ad attingere queste risorse. In tal senso quanto deliberato dal Consiglio Europeo del 23 aprile lascia importanti dubbi anche sul tipo di interventi che verrebbero messi in atto: alcuni, vedasi il presidente Conte, hanno parlato di finanziamenti a fondo perduto ricavati per mezzo di obbligazioni emesse dalla Commissione mentre altri, fra cui la cancelliera tedesca Merkel, hanno espresso il loro favore unicamente nei confronti di prestiti dal carattere ordinario²⁵. Ciò non può dunque che ravvivare il dibattito relativo alla costituzione di *bonds* comuni ed indurre ad un'analisi di quali possano essere i margini giuridici entro cui poter disegnare questa ipotesi, tentando di vagliare l'eventualità di costituire, come base del sopracitato *Recovery Fund*, gli oramai celeberrimi Coronabond²⁶.

3. I Coronabond: un nuovo nome per una vecchia proposta

Gli Stati dell'area mediterranea, supportati in questo frangente da Belgio, Irlanda e Lussemburgo, hanno avanzato a Commissione, Consiglio Europeo ed Eurogruppo un progetto relativo alla creazione di *bonds* eurounitari, quali strumenti finanziari destinati ad assorbire la quota di debito derivante dall'emergenza sanitaria senza gravare sui bilanci dei singoli Paesi membri. Questa ipotesi, che rappresenterebbe una prima forma di mutualizzazione europea delle passività nazionali, permetterebbe agli Stati membri maggiormente esposti sui mercati di evitare una grave speculazione sui propri titoli pubblici investendo invece l'Unione Europea, composta da un rilevante numero di Paesi economicamente solidi, dell'onere di offrire proprie obbligazioni con tassi di interesse assai contenuti, data la valutazione a tripla A che, con ogni probabilità, vedrebbe riconoscersi dalle agenzie di *rating*²⁷. La proposta in questione, denominata significativamente "Coronabond" e possibile strumento con cui creare il sopracitato *Recovery Fund* da cinquecento miliardi di euro, presenta però un'immediata criticità che va ricondotta ad un dibattito decennale che vede contrapporsi Stati virtuosi, ribattezzati "falchi", ed altri finanziariamente più fragili, cui è stato attribuito l'appellativo di "colombe". Una diffusa ritrosia presente in diverse forze politiche nord-europee intravede infatti nella maggiore integrazione di carattere finanziario un rischio per i propri conti pubblici: in tal senso viene palesato il timore secondo cui, Nazioni economicamente virtuose quali

²⁴ Vedasi a questo proposito: *Accordo all'Eurogruppo, i 4 pilastri: MES, BEI, SURE e Fondo per ripresa*, in *Corriere della Sera*, 10 aprile 2020.

²⁵ Fra i vari: S. FLEMING – M. KHAN, *EU fails to settle rifts over size and shape of 'recovery fund'*, in *Financial Times*, 24 aprile 2020.

²⁶ In tal senso: T. MONACELLI, *Il cerino chiamato Recovery Fund*, in *LaVoce.info*, 24 aprile 2020.

²⁷ A giustificare questa affermazione si considerino gli Stati Uniti d'America (Paese che, per dimensioni del PIL, risulta quello più affine all'UE): a fronte di un rapporto debito/PIL prossimo al 107% il *rating* attribuito da Standards & Poor's è pari ad AA+ mentre, quelli di Fitch e Moody's, raggiungono rispettivamente la tripla A ed Aaa.

Germania ed Olanda, possano essere indotte a farsi carico dei disavanzi accumulati dai Governi del sud Europa, conseguenza di politiche di bilancio miopi e lassiste²⁸. Questo dibattito, ora ravvivato da una contingenza emergenziale, rimanda a quello già instauratosi fra il 2008 ed il 2012 in merito alle condizioni dei cd. PIIGS²⁹ e suggerisce un collegamento con una proposta affine che vide promotori anche importanti economisti italiani: gli Eurobond. Invero, la prima crisi dei debiti sovrani aveva posto la questione dell'eterogeneo livello di indebitamento comunitario al centro del dibattito europeo presentando il rischio che l'impossibilità per la BCE di operare liberamente negli acquisti di titoli pubblici di un solo Stato potesse favorire situazioni speculative che avrebbero determinato un aumento degli *spread* ed un deterioramento delle finanze per i Paesi coinvolti (con conseguenti piani di rientro più rigidi da dover attuare). In tal senso accademici e rappresentanti istituzionali, provenienti in buona parte dagli Stati con un rapporto debito/PIL elevato, si prodigarono nell'elaborare nuove proposte fra cui, con riferimento al tema oggetto di trattazione, rientrarono anche le obbligazioni comuni europee. Queste ultime, denominate genericamente Eurobond, si sarebbero prefissate lo stesso scopo degli attuali ed eventuali Coronabond: alleggerire la pressione esercitata sui titoli di stato più esposti e creare un mercato europeo del debito pubblico che potesse godere di tassi di interesse minimi e che, al contempo, agevolasse una maggiore integrazione comunitaria in una logica funzionalista. I progetti avanzati in questa direzione furono diversi ma, visto anche il calibro dei soggetti promotori, si riportano di seguito quelli elaborati da Monti, Juncker e Tremonti, Prodi e Quadrio Curzio³⁰, affinché possa essere effettuata una valutazione sulla possibile attuabilità degli strumenti in oggetto nel contesto attuale.

La proposta di Mario Monti venne strutturata all'interno di un rapporto inviato nel maggio 2010 all'allora presidente della Commissione Europea Barroso e si trovò in linea con quanto successivamente suggerito da Jean-Claude Juncker, all'epoca primo ministro del Lussemburgo, e dal ministro dell'economia italiano Giulio Tremonti in un articolo pubblicato sul *Financial Times* nel dicembre dello stesso anno³¹. Ambedue i modelli si ponevano nel solco di quanto progettato dal Think-Tank Bruegel³² e prevedevano una divisione dei debiti pubblici nazionali: in tal senso sarebbe stata affidata la gestione di una quota, compresa fra il 40% ed il 60% del PIL, ad una istituzione denominata Agenzia del debito europea (Ade) la quale avrebbe emesso obbligazioni di carattere europolitano garantite in solido da ogni Stato membro mentre

²⁸ R. BIN - P. CARETTI - G. PITRUZZELLA, *La mutualizzazione dei debiti sovrani*, in R. BIN - P. CARETTI - G. PITRUZZELLA (a cura di), *Profili Costituzionali dell'Unione Europea*, Il Mulino, Bologna, 2015.

²⁹ Acronimo riferito ai cinque Paesi europei all'epoca in maggiori difficoltà finanziarie: Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna.

³⁰ Vedasi a tal proposito: A. BAGLIONI, *Eurobond: le proposte sul tappeto*, in *LaVoce.info*, 26 agosto 2011.

³¹ M. MONTI, *Una nuova strategia per il mercato unico*, Rapporto al Presidente della Commissione Europea, 9 maggio 2010 e J.C. JUNCKER - G. TREMONTI, *E-bonds would end the crisis*, in *Financial Times*, 5 dicembre 2010.

³² La proposta del Think-Tank con sede a Bruxelles prevedeva la costituzione di un sistema a due livelli composto da *Blue Bond* (a medio-lungo termine ed in carico all'UE) e *Red Bond* (a breve termine ed in carico agli stati membri), impostazione quindi indirizzata, da un lato, ad un abbassamento dei tassi di interesse e, dall'altro, ad una contestuale riduzione dell'azzardo morale. Vedasi a tal proposito: J. DELPLA - J. VON WEIZSACKER, *Eurobonds: the blue bond concept and its implications*, in *Bruegel Policy Contribution*, n. 2/2011.

la parte eccedente a quella assorbita dal *constituendo* soggetto sarebbe rimasta in carico al Paese di “origine”. Questo schema, che avrebbe dunque permesso agli Eurobond di godere di un *rating* elevato, richiedeva però la classificazione dei *bond* in carico all’UE come *senior* in modo da porre l’Ade in una condizione di privilegio rispetto ai creditori privati (generando dunque una configurazione *junior* per le obbligazioni nazionali, le quali avrebbero imposto ai Governi una maggiore ponderazione nelle politiche di spesa).

La terza proposta, elaborata invece da Romano Prodi ed Alberto Quadrio Curzio, venne denominata “EuroUnion Bond” ed avrebbe richiesto la creazione di un Fondo finanziario europeo (Ffe). Quest’ultimo organismo sarebbe stato dotato di un capitale pari a mille miliardi di euro, raccolto fra i Paesi membri in base alla quota di partecipazione alla BCE, ed avrebbe avuto la possibilità di emettere obbligazioni per tremila miliardi: in questo modo sarebbe stato assorbito a livello europeo un valore pari a duemila e trecento miliardi di euro di titoli di Stato e, con i rimanenti settecento miliardi, sarebbero stati finanziati investimenti comunitari in diversi ambiti (energia, telecomunicazioni e trasporti)³³.

Il dibattito relativo agli Eurobond, nonostante un’ampia condivisione delle proposte fra i membri delle istituzioni europee che portò nel 2011 anche alla redazione di un libro verde in cui venivano trattati sotto il nome di “Stability Bond”³⁴, si arenò per via dell’opposizione di alcuni Paesi del nord del continente i quali, per le motivazioni riportate poco sopra, affermarono la propria assoluta indisponibilità ad un progetto simile. Emblematiche in tal senso sono le parole riportate da Mario Monti in merito ad un colloquio avuto con Angela Merkel nel periodo in cui ricopriva la carica di presidente del consiglio: la cancelliera tedesca, a margine di un *summit* incentrato sui possibili interventi della BCE, avrebbe riferito all’economista italiano come questi strumenti fossero una soluzione che lei non avrebbe mai avallato (l’esponente della CDU sarebbe giunta perfino a pronunciare la frase “*not in my life time!*”)³⁵.

A distanza di quasi un decennio da allora, il tema si ripropone dunque oggi in modo dirompente, presentando nuove valutazioni relative alle conseguenze derivanti dalle *policies* messe in atto nel corso della precedente crisi economica. Il fronte degli Stati favorevoli ad una parziale mutualizzazione del debito è rimasto compatto, pur essendo cambiate le forze politiche che reggono i rispettivi esecutivi, vedendo in un’emergenza sanitaria che fugge dalle singole responsabilità nazionali una situazione che richiede un necessario sforzo comune mentre, al contempo, la linea degli Stati all’epoca contrari sostiene le medesime posizioni (palesando però - vedasi l’SPD ed il Partito dei Verdi tedesco - alcune voci critiche). In questa situazione *in fieri* i rappresentanti dei Governi europei non hanno ancora avanzato specifiche e dettagliate

³³ I mille miliardi conferiti in favore del Fondo finanziario europeo avrebbero potuto essere rappresentati dalle riserve auree del Sistema Europeo delle Banche Centrali oppure da azioni ed obbligazioni afferenti ad aziende di proprietà dei diversi stati membri.

³⁴ Libro verde sulla fattibilità dell’introduzione di *stability bond*, COM (2011)811, 23 novembre 2011.

³⁵ M. MONTI, *Eurobond, ora si può*, in *Corriere della Sera*, 20 marzo 2020.

proposte da poter prendere in considerazione, ma vari studiosi hanno anticipato i ministri dell'economia sviluppando modelli utili ad un'analisi maggiormente approfondita.

In tal senso, un puntuale riferimento teorico, che riprende alcune suggestioni emerse nel dibattito politico interno di alcuni Stati membri, è stato predisposto da Francesco Giavazzi e Guido Tabellini³⁶. I due Autori hanno indicato nei Coronabond la soluzione ottimale per scongiurare una grave recessione ed hanno limitato il perimetro del proprio progetto alle sole risorse necessarie al superamento della crisi in corso, evitando dunque l'estensione alla percentuale del debito precedentemente accumulato dagli Stati membri (che, di fatto, rappresenta una delle principali ragioni alla base della divisione intraeuropea). Gli elementi cardine del modello sono riconducibili all'orizzonte temporale ed al livello di coinvolgimento della BCE: da un lato infatti per non creare una "concorrenza" tra i titoli di Stato nazionali e le nascenti obbligazioni eurounitarie sarebbe prevista una scadenza a lungo termine (50 anni, 100 anni o addirittura *bonds* perpetui sul modello dei *consols*) mentre, dall'altro, sarebbe prevista una garanzia offerta dalla Banca Centrale affinché i tassi di interesse riconosciuti rimanessero fortemente contenuti. Questa formulazione, che prevederebbe quindi la distribuzione dell'onere derivante dalla crisi su più generazioni, avrebbe probabilmente il vantaggio di coinvolgere nella sottoscrizione dei prodotti in questione degli investitori istituzionali (incentivati dal *rating* elevato e dalla garanzia di un flusso cedolare costante) e non presenterebbe nel breve termine un rischio di inflazione, visto l'andamento prossimo allo zero che avvicina piuttosto l'eurozona alla deflazione³⁷.

La soluzione appena esposta, esemplificativa di come i Coronabond potrebbero essere strutturati, incontra però l'esigenza di confrontarsi con la normativa in modo da ponderarne, sotto il profilo giuridico, l'effettiva fattibilità in astratto nonché le tempistiche necessarie per una sua eventuale attuazione.

In questo contesto l'articolo 122 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea ai sensi del cui secondo comma "qualora uno Stato membro si trovi in difficoltà o sia seriamente minacciato da gravi difficoltà a causa di calamità naturali o di circostanze eccezionali che sfuggono al suo controllo, il Consiglio, su proposta della Commissione, può concedere a determinate condizioni un'assistenza finanziaria dell'Unione allo Stato membro interessato. Il presidente del Consiglio informa il Parlamento europeo in merito alla decisione presa" offre la principale base giuridica su cui si potrebbe articolare la proposta. L'articolo 122 ha d'altronde già rappresentato, in occasione della crisi greca, il punto di partenza da cui poi andare a creare il Meccanismo Europeo di Stabilizzazione Finanziaria (MESF, successivamente

³⁶ F. GIAVAZZI - G. TABELLINI, *Eurobond perpetui contro il Covid-19*, in *LaVoce.info*, 27 marzo 2020.

³⁷ I due Autori sostengono allo stesso tempo come, in caso di un aumento dell'inflazione, la garanzia della BCE possa venire meno senza correre il rischio di un sensibile aumento dei tassi di interessi (ciò per via della garanzia in solido di un insieme di Paesi altamente solvibili).

sostituito nelle funzioni dal MES³⁸) e, se allora si faticava a considerare una falsificazione del bilancio come una circostanza eccezionale che sfugge al controllo di uno Stato, la situazione scatenante l'attuale condizione emergenziale presenta invece pienamente le caratteristiche delineate dalla fattispecie astratta³⁹. L'analisi di questa disposizione non deve però indurre ad un'immediata e pacifica conclusione favorevole all'introduzione dello strumento in discussione vista la necessità di considerare quanto previsto da altre disposizioni del Trattato, ed in particolare l'art. 125 TFUE⁴⁰. Quest'ultimo pone infatti il divieto per l'Unione di farsi carico degli oneri derivanti dalle scelte economiche attuate da altri Paesi facenti parte dell'UE, tentando di scongiurare qualunque tipo di politica lassista di bilancio dettata da una deresponsabilizzazione degli esecutivi nazionali. Con riferimento all'azzardo morale⁴¹ si palesa dunque un ostacolo per l'ipotesi strutturata da Giavazzi e Tabellini: una scadenza a lungo termine permetterebbe di evitare una concorrenza fra Coronabond e BTP (volendo citare un esempio nostrano) ma, allo stesso tempo, impedirebbe che si venisse a creare quella condizione di *accountability* per gli Stati coinvolti che invece era presente nei modelli *senior/junior* elaborati in occasione della precedente crisi finanziaria. Inoltre, per quanto la situazione emergenziale venutasi ora a concretizzare non sia direttamente considerabile come un evento dovuto ad una erronea gestione del bilancio, si potrebbe comunque sostenere che i Paesi ora maggiormente esposti a livello debitorio scontino il *gap* accumulato nel corso di anni in cui avrebbero dovuto porsi in linea con i parametri fissati dalla normativa; da qui nasce la proposta del ministro olandese Hoekstra, poi ritirata, di avviare un'indagine atta a verificare come gli Stati richiedenti i Coronabond abbiano amministrato le proprie finanze nel periodo 2014-2019, lasso temporale contraddistinto da una crescita economica continua. Dagli articoli 108, 123, 124 e 130 del TFUE, emergono poi ulteriori limiti che questo *costituendo* progetto incontrerebbe in merito al coinvolgimento della Banca Centrale Europea la quale, come affermato dall'appena citato art.130 del TFUE, è investita di un'assoluta indipendenza che comporta l'impossibilità per altre istituzioni europee di imporre su di essa alcun tipo di scelta. Siffatta configurazione trova le proprie radici nel primario perseguimento della stabilità dei prezzi e nella consapevolezza, data per esempio dalla spirale inflattiva italiana degli anni '70, che il decisore politico non possa demandare alla banca centrale compiti per converso afferenti alla sfera fiscale⁴². In tal senso, per la configurazione attuale è inverosimile ipotizzare un automatismo che comporti un'acquisizione di Coronabond da parte dell'istituto di Francoforte e, qualora ciò dovesse comunque avvenire, l'operazione difficilmente potrebbe presentarsi all'emissione dei titoli per via di quanto previsto dal comma 1 del sopracitato articolo 123 il quale, in modo esplicito, vieta

³⁸ Si noti che il MESF rientrava all'interno del diritto comunitario mentre il Meccanismo Europeo di Stabilità no, rappresentando quest'ultimo un'organizzazione internazionale esterna alla normativa europea.

³⁹ Vedasi: I. ANRO, *Le procedure decisionali d'urgenza dell'Unione Europea in tempi di crisi*, in *Eurojus.it*, 13 giugno 2017.

⁴⁰ A tal proposito: F. DONATI, *Crisi dell'euro, governance economica e democrazia nell'Unione Europea*, in *Rivista AIC*, n. 2/2013.

⁴¹ Situazione in cui un soggetto conduce comportamenti differenti da una condizione normale in quanto deresponsabilizzato rispetto ai rischi del proprio operato.

⁴² In tal senso: M. BAGELLA, *L'Euro e la politica monetaria*, Torino, 2014, pp. 49-51.

l'acquisto diretto di obbligazioni statali (ragion per cui il *Quantitative Easing* ha potuto operare unicamente sui mercati secondari)⁴³.

Una strada percorribile affinché si possano superare le criticità testé indicate, è delineata dal comma 6 dell'articolo 48 del Trattato sull'Unione Europea il quale, attraverso una procedura semplificata, attribuisce al Consiglio Europeo la facoltà di apportare revisioni parziali o totali a quanto contemplato dalla parte terza del TFUE. Questa norma ha offerto la base giuridica per l'aggiunta del terzo comma all'articolo 136 del medesimo trattato, novella che, come accennato, ha legittimato la creazione del Meccanismo Europeo di Stabilità prevedendo l'eventuale istituzione di “[...] un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme”. Anche il comma 6 dell'articolo 48 del TUE, al pari del sopracitato secondo comma dell'art.122 TFUE, non deve però risultare foriero di eccessive aspettative vista la necessità di vagliare pur sempre la validità di una simile decisione, ammesso e non concesso che ve ne fosse la volontà politica, rispetto alle Costituzioni nazionali dei Paesi membri. In tal senso, il principale interlocutore potrebbe essere il Tribunale costituzionale tedesco, i cui pronunciamenti hanno riguardato più volte, come noto, strumenti finanziari strutturati su di una logica comune⁴⁴. Il *Bundesverfassungsgericht* (BVerfG), infatti, è intervenuto con riferimento alla costituzione di MES e *Fiscal Compact*⁴⁵, all'avvio del programma OMT della Banca Centrale Europea⁴⁶ ed al *Public sector asset purchase programme* (PSPP)⁴⁷, vagliando con particolare attenzione la compatibilità di queste strutture finanziarie con la Legge Fondamentale (*Grundgesetz*), giungendo ad interpellare in via pregiudiziale la Corte di Giustizia Europea per ambedue le vertenze riguardanti l'operato di Francoforte⁴⁸. Alla luce di quanto appena esposto è ragionevole dunque affermare come l'ipotetica creazione di Coronabond possa incontrare resistenze da parte della giurisprudenza tedesca la quale, come evidenziato dai tre pronunciamenti citati, ha progressivamente alzato il livello di valutazione critica nei confronti di forme di condivisione del rischio, ponendo non poche preoccupazioni sugli ipotetici effetti risultanti da un responso avverso a quanto attuato su base comunitaria.

4. Conclusioni: archiviare nell'immediato ma ragionare per il futuro

L'emissione di obbligazioni europee, per quanto limitate ad un lasso temporale specifico e ad un importo che dovrebbe essere determinato in modo altrettanto netto, rappresentano un passaggio molto rilevante

⁴³ Vedasi: F. BASSAN, *Il parametro di legittimità delle misure non convenzionali della BCE*, in *Banca Impresa Società*, n. 2/2015.

⁴⁴ F. DONATI, *Crisi*, cit., p.10.

⁴⁵ 2 BvR 1390/12; 2 BvR 1421/12; 2 BvR 1438/12; 2 BvR 1439/12; 2 BvR 1440/12; 2 BvE 6/12. Vedasi a tal proposito: A. DI MARTINO, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul Meccanismo Europeo di Stabilità e sul Fiscal Compact: una lettura alla luce della giurisprudenza precedente*, in *Federalismi.it*, n. 18/2012.

⁴⁶ 2 BvR 2728/13. Vedasi, fra gli altri: A. DE PETRIS, *Un compromesso responsabile: la risposta del Tribunale Costituzionale Federale tedesco alla sentenza della Corte di Giustizia sul rinvio pregiudiziale di Karlsruhe*, in *Federalismi.it*, n. 13/2016.

⁴⁷ Sentenza C-493/17, Weiss e a. A questo proposito: F. FABBRINI- A. SAJO, *The dangers of constitutional identity*, in *European Law Journal*, n. 4/2019.

⁴⁸ P. FARAGUNA, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul caso OMT/Gauweiler*, in *Diritti Comparati.it*, 21 luglio 2016 e F. PENNESI, *Nel nome della stabilità dei prezzi? La Corte di Giustizia approva il Quantitative Easing della Banca Centrale Europea (Nota a sentenza C-493/17, Weiss e a.)*, in *Diritti Comparati.it*, 20 dicembre 2018.

per i ventisette Stati membri (anche per via di una disputa oramai ideologica), uno strumento che per essere messo in atto evoca probabilmente l'annoso problema della mancanza di una maggiore legittimazione democratica dell'Unione Europea per riuscire quantomeno a superare quei limiti per cui il BVerfG richiedeva un obbligatorio coinvolgimento del *Bundestag*. Come sostenuto da Monacelli, qualora si considerasse il bilancio europeo 2021-2027 come base dei Coronabond, sarebbe probabilmente doveroso addivenire ad una rimodulazione fiscale che porti alla creazione di una fiscalità terza, un sistema che permetta all'Unione di agire in modo indipendente rispetto ai Paesi europei concedendo quindi alla Commissione un potere politico di cui ad ora non è investita⁴⁹. Risulta complesso poter ottenere tutto ciò attraverso l'attivazione della procedura semplificata delineata dal sesto comma dell'art.48 TUE e la rapidità dell'emergenza sanitaria in corso renderebbe comunque probabilmente troppa lenta anche questa soluzione. Il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria⁵⁰ ha impiegato ben 7 mesi prima di emettere la sua prima obbligazione e un lasso di tempo del genere ha rappresentato un risultato notevole in termini di celerità rispetto ad istituzioni con funzioni simili che hanno invece impiegato circa 3 anni per divenire operative⁵¹. La proposta, avanzata fra gli altri da Pascal Lamy⁵², di creare un debito pubblico condiviso dagli Stati determinati a seguire la strada dei Coronabond, escludendo quelli invece non intenzionati, produrrebbe una frattura probabilmente insanabile all'interno dell'Unione (oltre che non ottenere un consistente beneficio per il *rating* dei titoli emessi): un nuovo *limes* di carattere finanziario non tarderebbe a tramutarsi in un confine di tipo politico che farebbe venire meno la colonna vertebrale comunitaria formatasi al momento della stipula del Trattato di Roma.

La sfortunata situazione derivante dalla diffusione del COVID-19 può dunque rappresentare un'occasione su cui rilanciare una riflessione in merito al progetto europeo, implementando o riducendo le funzioni in capo all'Unione a seconda della visione che di essa si ha (come soggetto realmente politico o meramente economico⁵³) ma, nel breve termine, sembra inevitabile ragionare con gli strumenti già a disposizione per riuscire a fornire una risposta efficace e tempestiva ad una crisi dall'impatto ancora difficilmente stimabile.

In tal senso, a nostro modesto avviso, appare ragionevole affermare come la strada più percorribile, dentro o fuori il *Recovery Fund*, sia rappresentata da un'azione combinata del MES, della Commissione Europea, della BCE e della BEI; un'operazione coordinata che deve evitare le storture derivanti dalla gestione della precedente crisi dei debiti sovrani, evitando di subordinare ad alcun tipo

⁴⁹ T. MONACELLI, *Il cerino*, cit., p.7.

⁵⁰ Istituzione creata in occasione della crisi del debito greco.

⁵¹ K. RESLING, *Usare gli strumenti europei già pronti*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 aprile 2020.

⁵² A. CHEYVIALLE, *Pascal Lamy: "Si l'Allemagne ne veut pas de coronabonds, en bien faisons sans l'Allemagne"*, in *Le Figaro*, 5 aprile 2020.

⁵³ Si consideri a questo proposito il dibattito in merito al ruolo della stessa Commissione Europea la quale, nella situazione attuale, si trova compressa fra una diffusa richiesta di "terzietà tecnica" ed un'altrettanta ampia domanda di "protagonismo politico". Si veda in tema, fra i numerosi scritti: E.C. RAFFIOTTA, *Gli Spitzenkandidaten e il necessario rafforzamento politico dell'UE*, in *Federalismi.it*, n. 11/2019.

di condizionalità il finanziamento, stante l'esigenza di sostenere il contesto socio-economico continentale (vedasi dunque l'importanza di non imporre aggiustamenti strutturali a chi ricorre al MES anche al di fuori delle spese sanitarie ed allungando al contempo il piano temporale dei finanziamenti stessi) ed aumentando le capacità delle istituzioni già ora operanti in favore dei sistemi produttivi (estendendo per esempio il capitale della BEI affinché questa possa incrementare le risorse mobilitate verso somme ben superiori ai 200 miliardi delineati dall'Eurogruppo). Conviene quindi accantonare il ragionamento afferente agli estemporanei Coronabond, che, al di là delle ragioni politiche sottese alla proposta, incontra allo stato attuale limiti anche giuridici non facilmente (e di certo non velocemente) sormontabili e rilanciare in parallelo, all'interno di una logica dall'ampio respiro, un progetto eurounitario ad ora in affanno, che necessita di inediti strumenti, tra cui probabilmente anche i più durevoli Eurobond, per raggiungere nuove e più ambiziose mete.

La sentenza del *BVerfG* sul *Public Sector Purchase Programme*: un'Europa sempre più difficile

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Le tre direttrici del *BVerfG* e l'euro-attivismo dell'ultimo decennio. – 3. La sentenza sul PSPP. – 4. Le possibili ripercussioni, sotto il profilo giuridico ed economico, sull'UE. – 5. Una doverosa riflessione sul ruolo della Banca Centrale Europea. – 6. Allargando lo sguardo: la necessità di una Germania europeista per il futuro dell'Unione.

[Articolo pubblicato il 9 Luglio 2020 su *Consulta Online*]

1. Introduzione

Beniamino Olivi, diplomatico italiano che ha indissolubilmente legato la propria carriera allo sviluppo del progetto europeo, diede alla luce nel 1993 un libro che ricostruiva il percorso comunitario mettendo in risalto, al pari dei ragguardevoli traguardi raggiunti, gli aspetti problematici che la progressiva integrazione aveva ingenerato. Il testo, ripubblicato innumerevoli volte fino a quella definitiva del 2010, porta in tal senso un titolo efficace che, ad una lettura a posteriori, può risultare perfino profetico: *L'Europa difficile*⁵⁴. Invero, Olivi descrive il processo di integrazione nei termini di un sentiero impervio consolidatosi fra pressioni estere (riconducibili ad una Guerra Fredda che spezzava in due parti il vecchio continente) e resistenze di carattere prettamente nazionale, finendo col porre, inevitabilmente, notevole attenzione sugli sviluppi derivanti dalla stipula del Trattato di Maastricht e, nello specifico, sulla creazione di quell'ambizioso programma denominato Euro. L'Unione monetaria incarnava infatti un progetto di portata superiore a quanto sperimentato sin dalla costituzione della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio (CECA), un obiettivo che s'era plasmato nel corso dei decenni attraverso l'ideazione del Sistema Monetario Europeo (SME) e la formulazione di piani programmatici (dapprima il cd. Piano Werner e, successivamente, il Rapporto Delors⁵⁵). Nel descrivere gli eventi caratterizzanti la transizione dalle valute nazionali a quella unica europea, l'Autore sottolinea con sempre più rilevanza il ruolo che un Paese su tutti avrebbe potuto giocare nel periodo futuro: la Germania. Lo Stato tedesco, fino ad allora tra i più favorevoli ad un'integrazione in chiave europea, aveva infatti posto condizioni stringenti per la costituzione dell'Eurozona e con il passare degli anni '90 iniziò a palesare le prime perplessità circa la capacità dei Governi di altri Paesi membri di rispettare i requisiti di bilancio fissati con Maastricht e, successivamente, con il Patto di Stabilità e Crescita⁵⁶. La politica monetaria portata avanti dalla *Bundesbank*,

⁵⁴ B. OLIVI, *L'Europa difficile*, Bologna, 1993. Il titolo del libro è lo stesso utilizzato dall'Autore fin da una raccolta di saggi del 1964.

⁵⁵ Vedasi a tal proposito: F. VIANELLO, *La moneta unica europea*, in *Economia e Lavoro*, n. 1/2013, pp. 17-46.

⁵⁶ Nell'edizione del 2000 del libro di Olivi è riportata a questo proposito una divergenza di vedute tra il cancelliere Kohl, deciso ad includere fin da subito il maggior numero possibile di Stati membri nel progetto Euro, ed il ministro delle finanze Theo Waigel, scettico rispetto alla capacità di alcune Nazioni di rispettare gli oneri finanziari stabiliti dai più recenti Trattati; B. OLIVI, *L'Europa difficile*, Il Mulino, 2000, pp. 481-482.

corrispondente alla consolidata espressione *Wachstum und Stabilität*⁵⁷, era infatti per la popolazione e l'*establishment* teutonico un caposaldo assoluto dell'economia nazionale, riferimento finanziario che trova probabilmente le proprie radici nel travagliato percorso vissuto nella prima metà del Novecento dalla *Reichsbank* (vedasi il drammatico periodo dell'iperinflazione di Weimar o la soppressione della sua indipendenza avvenuta con il nazionalsocialismo⁵⁸). Nell'analisi formulata nel libro dal diplomatico italiano emerge con una certa lungimiranza il rischio che, trascurando la rilevanza data alla materia da parte della Germania, potessero configurarsi nuove resistenze che avrebbero minato una volta in più il percorso di integrazione europea, ponendo questioni centrali che al momento della stipula del Trattato di Maastricht erano state probabilmente sottovalutate da altri Paesi membri.

Oggi, trascorsi più di vent'anni dalla prima pubblicazione del testo, è ragionevole affermare come le preoccupazioni espresse da Olivi trovassero pieno fondamento; la crisi dei debiti sovrani *post-2008*, ed il conseguente nuovo quadro di *governance* economica⁵⁹, hanno infatti facilitato una rapida deflagrazione delle problematiche sottese all'Unione monetaria manifestando l'opposizione tedesca ad un ulteriore sviluppo dell'UE, posizione neanche troppo implicita che ha seguito due linee differenti ma, tra loro, ben coerenti. La prima di queste è riconducibile ad una visione politica conservatrice espressa dai Governi succedutisi negli ultimi dieci anni mentre, la seconda, attiene ad una dimensione giuridica che consta in un marcato attivismo del *Bundesverfassungsgericht* (BVerfG) nei confronti degli atti di carattere finanziario emanati dalle diverse istituzioni euro-unitarie; con riferimento al presente scritto si approfondirà unicamente la seconda delle due, tralasciando pertanto riflessioni approfondite sulle posizioni del *Bundestag* e della Cancelleria. La Corte tedesca ha in tal senso dapprima ponderato con accortezza le misure deliberate dal Consiglio e dalla Commissione per il sostegno economico agli Stati membri nelle condizioni economiche più complesse (in particolare la Grecia) per poi spostare la propria attenzione verso l'operato della Banca Centrale Europea, vagliando le operazioni più consistenti messe in campo da Francoforte in seguito all'inizio del mandato Draghi. Se per gli atti emanati dalla "parte politica" dell'UE vi è stato un avallo privo di particolari criticità⁶⁰, con riferimento invece all'area monetaria si sono presentate dissonanze che hanno via via assunto dimensioni sempre più rilevanti. Fino a poche settimane addietro, nonostante una serie di pronunciamenti contraddistinti da innumerevoli osservazioni, l'immagine restituita dal BVerfG rispetto al proprio operato nei confronti della BCE era comunque riconducibile

⁵⁷ Traducibile in "Crescita e Stabilità", dittico che enuclea il perseguimento di una politica monetaria indirizzata primariamente al contenimento dell'inflazione piuttosto che al sostegno dell'occupazione e della crescita economica (queste ultime da andare a promuovere attraverso la politica fiscale). A questo riferimento: B. OLIVI, *L'Europa*, cit., pp. 481-482.

⁵⁸ Vedasi a tal proposito: L.F. PACE, *Il principio dell'indipendenza della banca centrale e la stabilità dei prezzi come obiettivo della politica monetaria: quale influenza dell'ordoliberalismo in Germania e nell'Unione Europea?*, in *Moneta e Credito*, n. 288/2019.

⁵⁹ Cfr.: F. DONATI, *Crisi dell'euro, governance economica e democrazia nell'Unione Europea*, in *Rivista AIC*, n. 2/2013.

⁶⁰ Le sentenze riguardanti FESF, MESF, MES e Fiscal Compact hanno infatti sostanzialmente legittimato quanto strutturato dalle istituzioni euro-unitarie, presentando unicamente limitazioni riguardo ad eventuali implementazioni future che uscissero da quanto votato dal *Bundestag*. Sulla tematica vedasi: P. FARAGUNA, *Il Bundesverfassungsgericht e l'Unione Europea, tra principio di apertura e controlimiti*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, n. 2, 2016, pp. 447-450.

all'efficace detto popolare richiamato da Weiler: can che abbaia non morde⁶¹. Le sentenze della Corte tedesca (su tutte quelle relative all'istituzione dell'OMT⁶²) sollevavano infatti una serie di rilievi che formalmente parevano almeno delegittimare quanto effettuato dalla Banca Centrale ma, in conclusione, finivano per dare un assenso denso di perplessità ma utile alla sopravvivenza dell'Eurozona. Questo atteggiamento però, come accennato sopra, è stato adottato fino a poche settimane fa assumendo, nella sentenza del 5 maggio 2020 sul *Public Sector Purchase Programme* (PSPP)⁶³, connotati non più unicamente formali bensì sostanziali. Invero, il *Bundesverfassungsgericht* non si è limitato in questa circostanza a sottolineare le supposte mancanze dell'operato di Francoforte ma si è spinto oltre, rimodulando il proprio rapporto di forza con la Corte di Giustizia Europea ed intimando alla BCE di fornire entro tre mesi risposte puntuali sulle proprie osservazioni, pena il ritiro della *Bundesbank* dall'attuazione del programma oggetto di valutazione ed un'eventuale riduzione, anche a lungo termine, delle sue partecipazioni in titoli di Stato. Gli effetti dati da una messa in pratica di quanto paventato da Karlsruhe avrebbero evidentemente un impatto drastico su molte questioni europee e, a dimostrazione di quanto appena affermato, vi sono le inusuali ma perentorie repliche formulate sulla sentenza da parte dei giudici del Lussemburgo e dai vertici della stessa Banca Centrale. Le presenti note, in questo contesto, si propongono dunque di perseguire cinque principali finalità: analizzare dapprima questo pronunciamento sulla base del dialogo pluridecennale fra Corte di Giustizia Europea e Tribunale costituzionale tedesco (I), tentare poi di valutare nello specifico le argomentazioni del *Bundesverfassungsgericht* con riferimento al PSPP (II), ponderare le implicazioni, anche di carattere economico, che da esse possono derivare (III), esaminare il ruolo della BCE alla luce dei Trattati e delle dinamiche del contesto attuale (IV) e, infine, considerare il ruolo futuro che la Germania sarà disposta a giocare nella cornice continentale (V). Tutto ciò verrà svolto non senza guardare al percorso storico riguardante l'integrazione europea, nella consapevolezza che una vicenda come questa avrebbe sicuramente trovato spazio nel quantomai attuale ed importante libro di Beniamino Olivi.

2. Le tre direttrici del *BVerfG* e l'euro-attivismo dell'ultimo decennio

Il rapporto fra diritto interno e diritto europeo ha portato in molti Paesi membri a riflessioni riguardanti lo spazio d'autonomia che le costituzioni nazionali avrebbero potuto conservare a fronte di un riconosciuto primato di quanto sottoscritto su base comunitaria⁶⁴. Il *Bundesverfassungsgericht* ha in tal senso giocato un ruolo importante, fornendo sin dai primi anni '70 un contributo di rilievo al dialogo fra le diverse Corti ed i giudici del Lussemburgo. Karlsruhe, nel corso dei decenni, ha progressivamente

⁶¹ J.H.H. WEILER, *The "Lisbon Urteil" and the Fast Food Culture*, in *Eur J Int'l Law*, 2009, vol. 20, p. 505.

⁶² Cfr., in proposito: P. FARAGUNA, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul caso OMT/Gaunweiler*, in *Diritti Comparati*, n.1/2016.

⁶³ 2 BvR 859/15, 2 BvR 980/16, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 1651/15.

⁶⁴ Si veda, per una ricostruzione storica sulla materia: P. COSTANZO - L. MEZZETTI - A. RUGGERI, *Lineamenti di diritto costituzionale dell'Unione Europea*, Torino, 2019.

ampliato le proprie osservazioni giungendo alla definizione di tre direttrici su cui basare il proprio operato nei confronti delle istituzioni continentali: tutela dei diritti fondamentali, valutazione sugli eventuali atti *ultra-vires* e controllo di identità costituzionale. Merita di essere sottolineato fin d'ora come questi piani d'azione si siano strutturati partendo da un presupposto che, alla luce dei pronunciamenti più recenti, potrebbe essere parzialmente trascurato: la Legge Fondamentale tedesca (*Grundgesetz*), al pari della Costituzione italiana, presenta sin dalla sua versione originaria un'importante apertura nei confronti della partecipazione della Federazione a soggetti di carattere sovranazionale. In effetti, ciò si esprime in diverse parti della Costituzione, tra cui lo stesso preambolo o gli articoli 24 e 25⁶⁵, con il fine di segnare una netta rottura con il passato nazionalsocialista e favorire una pacifica convivenza fra gli Stati. Riferimento per antonomasia della prima direttrice citata poco sopra è indubbiamente la vicenda *Solange*⁶⁶ la quale, contribuendo alla definizione del concetto dei controlimiti⁶⁷, ha indotto ad un importante ed ampio dibattito su base europea riguardo alla tutela dei diritti fondamentali. Per quanto concerne invece alla seconda direttrice, la valutazione sugli eventuali atti *ultra-vires*, va detto che la materia è stata trattata per la prima volta dal BVerfG in occasione della stipula del Trattato di Maastricht (*Maastricht-Urteil*⁶⁸): in

⁶⁵ Nel primo comma dell'articolo 24 del *Grundgesetz* è stabilito che "La Federazione può trasferire con legge diritti di sovranità ad organizzazioni sovranazionali", nel secondo è invece previsto come la Germania possa "[...] per la tutela della pace, inserirsi in un sistema di reciproca sicurezza collettiva; essa pertanto consentirà alle limitazioni dei suoi diritti di sovranità che realizzino e assicurino un ordinamento pacifico e duraturo in Europa e tra i popoli del mondo". L'articolo 25 della Legge Fondamentale si esprime invece come di seguito riportato: "Le regole generali del diritto internazionale sono parte integrante del diritto federale. Esse prevalgono sulle leggi e producono diritti e doveri immediati per gli abitanti del territorio federale". A tal proposito: P. FARAGUNA, *Il Bundesverfassungsgericht*, cit., pp.433.

⁶⁶ *BVerfG, BVerfGE* 37, 271. Con questa sentenza la Corte tedesca fissò il principio secondo cui, fintantoché i diritti fondamentali non sarebbero stati sufficientemente tutelati da parte della legge europea, il BVerfG si sarebbe riservato la competenza di effettuare una valutazione di conformità al *Grundgesetz* degli atti comunitari facendo prevalere, in caso di contrasto fra le fonti, il diritto costituzionale tedesco. Ciò sarebbe avvenuto nel caso in cui non fosse stato possibile conseguire una *Konkordanz beider Rechtsordnungen*, applicando alla circostanza il controllo previsto dall'art.100 del *Grundgesetz*. Fra i molti contributi vedasi in tal senso: S. MANGIAMELI, *L'esperienza costituzionale europea*, Roma, 2008, pp. 32-37. Questo pronunciamento venne seguito da *Solange II (BVerfG, BVerfGE* 73, 339); con questa sentenza del 22 ottobre 1986 il BVerfG ha invertito il precedente ed omonimo pronunciamento sostenendo come, fintantoché la giurisprudenza europea fosse stata sufficientemente tutelante nei confronti dei diritti fondamentali presenti nel *Grundgesetz*, lo stesso *Bundesverfassungsgericht* non avrebbe posto in essere il proprio giudizio di costituzionalità sugli atti di diritto comunitario derivato. In tal senso: *ivi*, pp.37-40. A "coronare" questa prima direttrice nella tutela multilivello dei diritti giunse poi la sentenza *Bananen-Entscheidung (BVerfG, BvL* 1/97); in questo pronunciamento il BVerfG giunse a stabilire come i controlimiti possano essere attivati solo in caso di deviazioni strutturali e consistenti rispetto ai diritti fondamentali fissati dalla Costituzione tedesca. Vedasi, sul tema: P. FARAGUNA, *Il "sospettoso" cammino europeo del Bundesverfassungsgericht da Solange a Gauweiler*, in *La Cittadinanza Europea*, supplemento n. 1, 2016.

⁶⁷ Sul tema è importante ricordare anche l'importante eccezione sollevate all'epoca dalla Corte costituzionale italiana; il riferimento principale è la sentenza cd. *Frontini*, 183/1973, con cui la Corte italiana fissò a sua volta il principio dei controlimiti. Vedasi, fra i vari: M. CARTABIA, *Principi inviolabili e integrazione europea*, Milano, 1995.

⁶⁸ *BVerfG, BVerfGE* 89, 155. La Corte tedesca, strutturando un'analisi destinata a sollevare un notevole dibattito, giunse con questo riferimento a formulare un giudizio quantomeno controverso con cui pose limiti generici (ma sostanziali) rispetto all'azione delle istituzioni europee. Venne quindi stabilito nel pronunciamento in questione come la presenza di carenze di legittimazione democratica dell'Unione Europea comportasse l'impossibilità di togliere al *Bundestag* la propria autonomia, delineando un perimetro apparentemente invalicabile vista, e su questo punto vennero probabilmente sollevate le perplessità più consistenti, l'assenza di un popolo europeo. Pertanto, il BVerfG si riservava il controllo sugli eventuali atti *ultra-vires* emanati dall'Unione e, al contempo, coglieva l'occasione per sottolineare come, per quanto la costituzione dell'Unione monetaria fosse legittima, altrettanto legittimo non sarebbe stato un automatismo nel costituire un'unione politica e fiscale (reputando ciò compatibile con l'esclusivo perseguimento della stabilità dei prezzi fissato per la *constituenda* Banca Centrale Europea). Cfr., a tal proposito: G.U.RESCIGNO, *Il Tribunale costituzionale federale tedesco e i nodi costituzionali del processo di unificazione europea*, in

quell'occasione i giudici di Karlsruhe fissarono infatti un confine fra la nascente Unione Europea e la Repubblica Federale Tedesca, riservandosi un potere di controllo sull'operato futuro delle istituzioni comunitarie con riferimento alla corretta attribuzione delle funzioni ad esse in capo. La terza ed ultima linea d'azione, il controllo di identità costituzionale, è invece un "prodotto" più recente che trova nel Trattato di Lisbona la propria base (*Lissabon-Urteil*⁶⁹); invero il *Bundesverfassungsgericht* ha esplicitato in quella circostanza una posizione in linea con il pronunciamento afferente alla vicenda *Maastricht-Urteil* ed ha avanzato nuove valutazioni sulla natura dell'UE, giungendo ad avocare a sé un controllo sull'operato europeo atto a non minare elementi cardine del *Grundgesetz*. Il decennio appena trascorso ha nel suo complesso dato modo al BVerfG di esplicitare al meglio la natura delle ultime due direttrici sopra citate, diverse sono state infatti le vicende che hanno fatto parlare di atti *ultra-vires* e di controllo di identità costituzionale⁷⁰, permettendo al mondo accademico di ponderarne l'effettiva rilevanza. Ai fini della presente trattazione meritano in tal senso di essere analizzati due pronunciamenti che hanno stabilito criteri specifici aventi una rilevante incidenza sulla questione PSPP. Il primo dei due è il caso *Mangold/Honeywell*⁷¹, sentenza che vide i giudici di Karlsruhe tornare a porsi nei confronti delle istituzioni europee in modo nuovamente "collaborativo", stabilendo importanti distinguo in merito a quanto fissato con le precedenti sentenze *Maastricht* e *Lissabon* (pronunciamenti che, invece, avevano restituito un'immagine piuttosto conservatrice e "nazionalista" del *Bundesverfassungsgericht*). Invero, il BVerfG sancì in quest'occasione due importanti elementi che ravvivarono all'interno dell'Unione quell'idea di progressiva integrazione euro-unitaria che era parsa venir posta in forte dubbio; il primo dei due consistè nell'assunzione di una prassi che, d'altronde, era già prevista dall'articolo 267 del TFUE⁷²: la Corte

Giurisprudenza costituzionale, 1994, pp. 3115-3124 e J.H.H. WEILER, *The State "über alles" - Demos, Telos and the German Maastricht Decision*, in *EUI Working Papers*, n. 19, 1995.

⁶⁹ *BVerfG*, 2 BvR 2/2008. Successivamente alla ratifica del Trattato di Lisbona, il BVerfG venne nuovamente interpellato, per mezzo di un conflitto interorganico e di quattro ricorsi individuali diretti, sull'eventuale lesione di quanto previsto dall'art. 38.1 della Legge Fondamentale. I giudici di Karlsruhe, per quanto non si opposero alla stipula del Trattato, presentarono però nelle proprie motivazioni un articolato insieme di osservazioni che tornò a ravvivare il dibattito in merito al ruolo assunto dalla Corte tedesca nel processo di integrazione europea. Invero, il BVerfG rimarcò in questa circostanza il *deficit* democratico presente nelle istituzioni euro-unitarie e sottolineò ripetutamente il valore dello Stato-nazionale, destituendo dunque l'Unione Europea di alcuna parvenza di federazione; in tal senso quel perimetro invalicabile apparentemente tracciato nella *Maastricht-Urteil* venne materializzato con un esaustivo elenco di materie che sarebbero dovute rimanere ad appannaggio del *Bundestag* (che dalla sentenza vedeva dunque incrementato il proprio potere anche rispetto al Governo) e, soprattutto, con la formulazione del controllo di identità costituzionale. Questo elemento, rappresentante pertanto un passo in più rispetto al controllo sugli atti *ultra-vires*, venne plasmato prendendo come riferimento gli articoli 23 e 79.3 del *Grundgesetz* generando, con particolare riferimento al secondo dei due, notevoli perplessità: l'articolo in questione, contenente i punti della costituzione non passibili di revisione, era infatti stato concepito con specifico riferimento all'eventuale rischio di un ritorno del nazionalsocialismo ed in quella circostanza, nonostante un contesto decisamente diverso, veniva applicato nei confronti dell'Unione Europea. Vedasi, sulla tematica: D. ALBERSTAM – C. MOLLERS, *The German Constitutional Court says "Ja zu Deutschland!"*, in *German Law Journal*, n. 8, 2009, pp. 1241-1258 e S. CASSESE, *L'Unione europea e il guinzaglio tedesco*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 9, 2009, pp. 1003-1007.

⁷⁰ In questo scritto, per brevità, non vengono approfondite le vicende afferenti a FESF, MESF, MES/Fiscal Compact ed Unione Bancaria.

⁷¹ 2 BvR 2661/06, 6 luglio 2010. In tal senso: P. FARAGUNA, *Il Mangold Urteil: controllo ultra vires ma da maneggiare «europarechtsfreundlich»*, in *Quaderni Costituzionali*, n. 4, 2010, pp.863-867.

⁷² «La Corte di Giustizia dell'Unione Europea è competente a pronunciarsi, in via pregiudiziale: a) sull'interpretazione del Trattati; b) sulla validità e l'interpretazione degli atti compiuti dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi dell'Unione.

tedesca, prima di dichiarare la non applicabilità in Germania del diritto UE su di una determinata materia, avrebbe dovuto effettuare un rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia Europea. Questa condizionalità, che dava dunque modo di proseguire il consolidato dialogo tra corti, venne inoltre abbinata ad una considerazione di metodo relativa al controllo sugli atti *ultra-vires*. Con questo pronunciamento, il *Bundesverfassungsgericht* stabilì infatti come, nel ponderare un eventuale sconfinamento dell'Unione nel riparto di competenze con la Repubblica Federale, fosse doveroso applicare un favore rispetto al diritto euro-unitario (*Europarechtsfreundlichkeit*⁷³) e prendere in esame unicamente le situazioni in cui si andasse a configurare un'evidente e significativa violazione del principio di attribuzione⁷⁴. Seconda rilevante sentenza, con riferimento al pronunciamento del 5 maggio, è quella afferente alla costituzione da parte della BCE del programma OMT (*Outright Monetary Transactions*), vicenda in cui i giudici di Karlsruhe sono giunti a valutare per la prima volta l'operato della Banca Centrale. Invero, nel corso del 2012 l'istituto di Francoforte annunciò l'avvio di un piano straordinario di acquisti di titoli pubblici sui mercati secondari, un progetto che mirava al contenimento dei tassi d'interesse dei Paesi europei più esposti prefissandosi, al contempo, di non distorcere il primario perseguimento dell'obiettivo di inflazione (prossimo al 2% annuo) fissato dallo statuto. In tal senso, la BCE prevedeva la possibilità di deviare dalle quote prestabilite di acquisto dei titoli di Stato a patto che due condizioni, in particolare, venissero rispettate: la Nazione interessata avrebbe dovuto essere coinvolta in un piano di riassetto macroeconomico (come il MES) e la base monetaria sarebbe dovuta rimanere invariata. L'annuncio della creazione di questo programma ebbe effetti immediati sugli *spread* continentali⁷⁵ e, allo stesso modo, ebbe ricadute istantanee sul mondo politico e giuridico tedesco. In questo frangente, per la prima volta dalla costituzione dell'Euro, la gestione monetaria deviava dai tradizionali binari del decennio appena trascorso e sconfinava in un terreno che, anche a livello ideologico, risultava per le istituzioni e la popolazione germanica particolarmente delicato. La politica delineata dalla BCE di Mario Draghi andava infatti a discostarsi da quel *Wachstum und Stabilität* che aveva sorretto il percorso *post*-seconda guerra mondiale della *Bundesbank* concorrendo potenzialmente, allo stesso tempo, ad un intervento mirato al sostegno finanziario di quei Paesi che presentavano parametri di bilancio distanti da quelli stabiliti all'interno dei Trattati. Le *Verfassungsbeschwerde*, ricorsi diretti previsti dall'ordinamento tedesco, furono il vettore con cui la materia

Quando una questione del genere è sollevata davanti ad un organo giurisdizionale degli Stati membri, tale organo giurisdizionale può, qualora reputi necessario per emanare la sua sentenza una decisione su questo punto, domandare alla Corte di pronunciarsi sulla questione».

⁷³ Traducibile come "amichevolezza nei confronti del diritto UE".

⁷⁴ A tal proposito: R. CAPONI, *Il Mangold Urteil: l'europeismo della Corte tedesca ed i suoi limiti*, in *Quaderni Costituzionali*, n. 4, 2010, pp. 860-863.

⁷⁵ La costituzione di questo programma viene solitamente abbinata all'ormai celebre frase pronunciata dal presidente della BCE Mario Draghi in data 26 luglio 2012: "*Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough*". È ragionevole affermare come gli effetti dati dal pronunciamento di questa frase, e dal solo annuncio della creazione delle *Outright Monetary Transactions*, riuscirono a contenere gli *spread* continentali ponendo un freno al precedente aumento incontrollato dei tassi di interesse su determinati titoli di debito pubblico europei. Vedasi su questa tematica, C. ALTAVILLA – D. GIANNONE – M. LENZA, *The financial and macroeconomic effects of OMT announcements*, in *Working Paper ECB*, n. 1707, 2014.

venne condotta dinnanzi ai giudici di Karlsruhe i quali, quando ancora era in gestazione il pronunciamento sulle precedenti questioni riguardanti MES e Fiscal Compact⁷⁶, si trovarono a valutare l'eventuale lesione di principi enucleati dalla normativa europea; le criticità si concentrarono principalmente sulla presunta violazione del divieto di finanziamento monetario diretto del bilancio degli Stati membri (previsto dall'art.123 del TFUE) e su di un possibile sconfinamento della BCE nella sfera fiscale (con riferimento agli articoli 119, 123.1, 127.1 e 2 del TFUE⁷⁷). Queste due considerazioni portarono il BVerfG, con decisione del 14 gennaio 2014, a rinviare per la prima volta la questione alla Corte di Giustizia Europea mettendo in pratica quanto previsto dal pronunciamento *Mangold/Honeywell*⁷⁸. Il "passaggio del fascicolo" fra il *Bundesverfassungsgericht* ed i giudici del Lussemburgo avvenne dunque nella cornice di quella deferenza pro-europea insita nel concetto, stabilito pochi anni prima, di *Europarechtsfreundlichkeit* anche se, ad una lettura approfondita di quanto scritto dalla Corte tedesca, emergeva una visione tendente al conflittuale che lasciava intendere come un'indifferenza della CGUE nei confronti della materia avrebbe legittimato Karlsruhe ad agire in modo autonomo e risoluto. Un interessante elemento da considerare a tale proposito è l'audizione, tenutasi nell'ottobre 2012, di Mario Draghi presso il *Bundestag*: in questa circostanza, infatti, il presidente in carica della BCE riferì dinnanzi al Parlamento tedesco in merito alle azioni di politica monetaria condotte dall'istituto da lui presieduto, un evento che avvenne poche settimane dopo l'annuncio della costituzione del programma OMT e che, ai più, parve come un tentativo d'allungare un proverbiale ramoscello d'ulivo in direzione delle prime rimostranze palesate dai deputati di Berlino⁷⁹. La Corte di Giustizia Europea deliberò sulle *Outright Monetary Transactions* con notevole attenzione, riconoscendo una fondatezza alla base dei ricorsi del BVerfG ma dando complessivamente un *placet* al programma costituito da Francoforte. Invero, con un pronunciamento del 2015⁸⁰, i giudici del Lussemburgo hanno sostenuto che l'OMT rientrasse nella sfera monetaria e che, per quanto i suoi effetti potessero riverberarsi su quella fiscale, ciò poteva comunque considerarsi conforme con i compiti affidati alla BCE vista la previsione presente nel TFUE d'un

⁷⁶ *BVerfG*, 2 BvR 1390/12; 2 BvR 1421/12; 2 BvR 1438/12; 2 BvR 1439/12; 2 BvR 1440/12; 2 BvE 6/12, del 12 settembre 2012. Cfr., a tal proposito, A. DI MARTINO, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul Meccanismo Europeo di Stabilità e sul Fiscal Compact: una lettura alla luce della giurisprudenza precedente*, in *Federalismi.it*, n. 18, 2012.

⁷⁷ Da considerare unitamente agli articoli 17 e 24 del protocollo sullo Statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC).

⁷⁸ In tal senso: J. LUTHER, *Il rinvio pregiudiziale di Karlsruhe sui poteri della BCE*, in *Quaderni Costituzionali*, n. 2, 2014, pp. 422-424.

⁷⁹ L'audizione ebbe una durata di circa due ore, venne tenuta, significativamente, a porte chiuse e, vista la non pubblicità dei lavori, non è possibile conoscerne l'esatto contenuto. Si può però ricavare dal sito internet della BCE una parte del discorso di Draghi, poche righe che suggeriscono come il presidente della Banca Centrale abbia tenuto un comportamento aperto ed accomodante nei confronti delle richieste del *Bundestag*. A questo evento ne seguirono in verità di analoghi anche presso il Congresso dei deputati spagnolo (febbraio 2013), davanti all'Assemblea nazionale francese (giugno 2013), dinnanzi al Parlamento finlandese (novembre 2014) ed infine al Senato italiano (marzo 2015). Si veda sul tema: R. IBRIDO, *Il controllo democratico della politica monetaria: equilibri costituzionali e integrazione europea dopo le sentenze OMT*, in *Federalismi.it*, n. 5, 2017, pp. 21-22.

⁸⁰ Causa C-62/14, *Gauweiler et alii c. Governo federale tedesco*. Cfr., a tal proposito: P. FARAGUNA, *La Corte di Giustizia strizza l'occhio alla Corte di Karlsruhe nel caso Gauweiler (OMT)*, in *Quaderni Costituzionali*, n. 3, 2015, pp.798-800.

sostegno in favore delle politiche economiche dell'Unione Europea⁸¹. Con riferimento, invece, al divieto di finanziamento diretto degli Stati membri, la CGUE presentò alcune puntualizzazioni che andavano incontro a quanto eccepito dal *Bundesverfassungsgericht*: in tal senso si chiarì come andassero evitati automatismi che di fatto tramutassero gli acquisti sui mercati secondari in acquisti effettuati sui mercati primari e, soprattutto, si sottolineò come il programma non avesse potenziale illimitato vista la necessità di non deviare dal primario perseguimento della stabilità dei prezzi (garantita dalla possibilità di acquisire titoli aventi una durata inferiore a 3 anni e riconducibili a Paesi sottoposti a strutturali aggiustamenti macro-economici). La sentenza emessa dai giudici del Lussemburgo giunse dunque all'attenzione di quelli di Karlsruhe i quali, con una decisione del 21 giugno 2016⁸², misero la parola "fine" a questa vicenda. Il *Bundesverfassungsgericht* si adeguò in tal senso a quanto sostenuto dalla Corte di Giustizia Europea ma colse l'occasione per rimarcare alcune criticità che si ponevano in linea con quanto espresso in *Maastricht-Urteil* e *Lissabon-Urteil*. Invero, il BVerfG ribadì il primato del diritto euro-unitario su quello interno ma, allo stesso tempo, sottolineò la presenza di quei controlimiti che gli articoli 20, 23, 38 e 79 del *Grundgesetz* ponevano in modo chiaro⁸³, tracciando una linea di confine alla cui tutela concorrevano le tre direttrici descritte precedentemente. All'interno di questa cornice la Corte tedesca reputava quindi necessario il proprio intervento sull'OMT ed interpretava la sentenza della Corte di Giustizia Europea come un adeguamento alle osservazioni sollevate da Karlsruhe; nella motivazione si prendevano infatti come puntualizzazioni fondamentali quelle con cui i giudici del Lussemburgo andavano a contingentare l'operato della Banca Centrale Europea cogliendo, nel rinvio pregiudiziale del BVerfG, gli elementi attraverso cui rendere compatibile con i Trattati l'operato di Francoforte. In sintesi, venne pertanto dato l'avallo al programma afferente alle *Outright Monetary Transactions*, reputando non attuabile quella dichiarazione *ultra-vires* che avrebbe invece richiesto la presenza di un'evidente e significativa violazione del principio di attribuzione delle competenze.

3. La sentenza sul PSPP

La "vicenda" PSPP trova le proprie radici negli anni immediatamente successivi alla crisi dei debiti sovrani, un periodo caratterizzato da un tasso d'inflazione prossimo allo zero e da una crescita che faticava a consolidarsi all'interno dell'Eurozona. Il comitato esecutivo della BCE, preoccupato dal rischio deflattivo e dalla mancanza di politiche fiscali espansive, aveva in tal senso iniziato a paventare l'istituzione di un programma non convenzionale di acquisti sui mercati finanziari, un progetto che ricalcava quanto

⁸¹ Sostegno ricavabile dagli articoli 119.1, 127.1 e 282.2 del TFUE.

⁸² 2 BvR 2728/13, 21 giugno 2016. Fra i tanti contributi: P. FARAGUNA, *La sentenza*, cit.

⁸³ In tal senso venne dunque riproposto un richiamo all'Europa Artikel (art.23 GG), alla cd. clausola di eternità (art.79.3 GG), al diritto di voto (art.38.1 GG) ed al principio democratico (art.20 GG).

fatto per esempio negli Stati Uniti⁸⁴ e che i *mass media* ribattezzarono rapidamente come “bazooka di Mario Draghi⁸⁵”. Il piano, che anche solo con l’annuncio di una sua eventuale costituzione ebbe la capacità di ridurre i tassi di interesse passivi dei Paesi più in difficoltà, vide poi nel 2014 l’inizio della propria effettiva attuazione, con la creazione di quell’ *Asset Purchase Programme* (APP) che tuttora è in essere. Lo strumento ideato da Francoforte, conosciuto nel dibattito politico come *Quantitative Easing* (QE), venne progressivamente strutturato in quattro parti, direttrici che si focalizzarono su di una massiccia dose di acquisti sui mercati secondari e che oscillarono fra i quindici miliardi mensili (ottobre-dicembre 2018) e gli ottanta (aprile 2016-marzo 2017)⁸⁶. La quattro voci comprendevano, e comprendono, una componente inerente alle obbligazioni bancarie garantite (programma CBPP3⁸⁷), una relativa alla cartolarizzazione dei prestiti bancari (programma ABSPP⁸⁸), una afferente alle obbligazioni del settore privato (programma CSPP⁸⁹) ed infine, per l’appunto, una indirizzata all’acquisto di titoli di Stato⁹⁰ (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP⁹¹). In questa cornice la parte più rilevante era, ed è, ricoperta da quest’ultima ramificazione: invero, circa l’80% delle risorse stanziata è stato convogliato in favore di obbligazioni sovrane dell’Eurozona aventi una durata compresa fra i dodici mesi ed i trent’anni. Il PSPP è stato inoltre concepito con specifiche caratteristiche atte a non distorcere le finalità iniziali del programma; a questo proposito venne pertanto previsto un *rating* minimo che evitasse l’acquisizione dei cd. *junk bonds* (i titoli greci non vennero dunque interessati da questa manovra), si fissò un limite del 33% per gli acquisti relativi ad ogni emissione (50% per i titoli sovranazionali), un eguale limite per la detenzione dei titoli di Stato in circolazione afferenti ad un singolo Paese (sempre 50% per i titoli sovranazionali) e venne concepito un *black-out period* che permettesse di non condizionare in modo eccessivo il prezzo sui mercati primari. Nell’attuazione dell’*Asset Purchase Programme* la BCE demandò l’operatività principalmente alle banche centrali nazionali le quali, perseguendo la regola della cd. *capital key*, avrebbero dovuto effettuare acquisti mantenendo come riferimento la quota di partecipazione al capitale della stessa istituzione di Francoforte. La costituzione di quest’ampio programma, come auspicato dal *board* della Banca Centrale Europea, ebbe immediati effetti benefici sugli *spread* continentali⁹² ed inevitabilmente, alla luce di quanto scritto nel paragrafo precedente, destò l’attenzione di buona parte

⁸⁴ Per un riferimento sulle finalità perseguite e sui reali effetti conseguiti dopo alcuni anni dal varo del programma statunitense: E. M. ENGEN – T. LAUBACH – D. REIFSCHNEIDER, *The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve’s Unconventional Monetary Policies*, in *FEDS Working Paper*, n. 5, 2015.

⁸⁵ Fra i vari articoli che hanno parlato del *Quantitative Easing* in questa maniera: M. LONGO, *Che cos’è il Quantitative Easing e a cosa serve*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 gennaio 2015.

⁸⁶ Vedasi: *Asset Purchase Programme*, www.ecb.europa.eu.

⁸⁷ Avviato il 20 ottobre 2014.

⁸⁸ Avviato il 21 novembre 2014.

⁸⁹ Avviato l’8 giugno 2016.

⁹⁰ A queste possono essere abbinate anche acquisizioni di obbligazioni riconducibili ad amministrazioni locali ed agenzie riconosciute degli Stati membri.

⁹¹ Avviato il 9 marzo 2015.

⁹² In merito ad una valutazione sugli immediati effetti avuti dal programma in oggetto sui tassi d’interesse dei titoli di Stato europei: P. ANDRADE – J. BRECKENFELDER – F. DE FIORE – P. KARADI – O. TRISTANI, *The ECB’s Asset Purchase Programme: An Early Assessment*, in *ECB Working Paper*, n. 1956, 2016.

della politica e delle istituzioni tedesche le quali, con l'ormai abituale strumento del *Verfassungsbeschwerde*, non tardarono a portare la questione dinnanzi ai giudici di Karlsruhe. Il BVerfG si trovò dunque a dover valutare la compatibilità del PSPP con quanto stabilito nei Trattati europei trovando una notevole affinità con il caso relativo alle *Outright Monetary Transactions*. Invero, anche in questo frangente i ricorrenti lamentavano una presunta violazione del divieto di finanziamento diretto dei bilanci statali (articolo 123 TFUE) a cui si aggiungeva una più generale non osservanza del principio di attribuzione ed un'inottemperanza rispetto alle finalità affidate alla Banca Centrale dal suo stesso statuto (art. 5.1 TUE, artt. 119, 127 e ss. TFUE, artt. 17 e 24 del Protocollo n.4 allegato allo statuto BCE); come nel caso OMT venne inoltre seguito il percorso delineato dalla sentenza *Mangold/Honeywell* e la materia, con ordinanza del 18 luglio 2017, venne sottoposta ad un rinvio pregiudiziale con il fine di ottenere una valutazione da parte della Corte di Giustizia Europea⁹³. La CGUE, con sentenza dell'11 dicembre 2018⁹⁴, non si discostò dalla linea tracciata nel caso *Gauweiler* reputando conforme ai Trattati l'operato posto in essere da parte dell'istituto di Francoforte, in tal senso i giudici euro-unitari affermarono come il PSPP rientrasse pienamente fra gli strumenti di politica monetaria⁹⁵ (senza quindi sconfinare nella sfera fiscale) e che pertanto non fossero da attuare manovre correttive con cui modificare la colonna portante dell'*Asset Purchase Programme*⁹⁶. Alla luce di questa sentenza, si diffuse nell'intera Eurozona l'impressione di aver scongiurato l'ennesimo rischio per la propria tenuta e, con riferimento al venturo pronunciamento del *Bundesverfassungsgericht*, venne a prender consistenza la speranza che anche la presente questione potesse rientrare nel sopracitato adagio "can che abbaia non morde". Il BVerfG, con sentenza del 5 maggio 2020⁹⁷, ha sorpreso invece opinione pubblica ed istituzioni euro-unitarie con una decisione che boccia drasticamente, e sostanzialmente, il PSPP e che va a prendere la forma - per usare un'espressione efficace utilizzata in dottrina - di quel morso tanto atteso quanto temuto⁹⁸. Con riferimento al principio di attribuzione ed ai compiti affidati all'istituto di Francoforte, i giudici di Karlsruhe hanno infatti dichiarato *ultra-vires* quanto effettuato dalla Banca Centrale ed hanno al contempo criticato la Corte di Giustizia

⁹³ In tal senso, P. FARAGUNA, *Da Karlsruhe un nuovo rinvio pregiudiziale contro la BCE: inutile o dannoso?*, in *Quaderni Costituzionali*, n. 4, 2017, pp. 930-933.

⁹⁴ Causa C-493/17, Weiss, 11 dicembre 2018.

⁹⁵ La Corte di Giustizia Europea sostenne in tal senso come l'operato della BCE fosse proporzionato agli obiettivi da questa perseguiti e che, i meccanismi elaborati dall'istituto di Francoforte, permettessero di evitare agli operatori sul mercato di avere la certezza di imminenti e specifici acquisti da parte della Banca Centrale. Sul tema: In tal senso: G. TESAURO – P. DE PASQUALE, *La BCE e la Corte di giustizia sul banco degli accusati del Tribunale costituzionale tedesco*, in *dUE-Osservatorio Europeo*, maggio 2020, pp. 6-7.

⁹⁶ Höpner, nella sua analisi afferente alla sentenza del BVerfG del 5 maggio, sottolinea come particolarmente grave il fatto che la Corte di Giustizia Europea nel suo pronunciamento abbia evitato di valutare i rischi e le conseguenze derivanti dall'insolvenza di una delle banche centrali coinvolte all'interno del programma di acquisti (nonostante la richiesta sulla questione da parte del Tribunale costituzionale tedesco). A tal proposito: M. HÖPNER, *Karlsruhe verdient Anerkennung: Zum PSPP-Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 5. Mai 2020*, *Wirtschaftsdienst*, Vol. 100(6), 2020, pp. 441-445.

⁹⁷ 2 BvR 859/15, 2 BvR 980/16, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 1651/15.

⁹⁸ P. FARAGUNA, *Il Bundesverfassungsgericht dichiara ultra vires il Quantitative easing (con uno sguardo al Pandemic Emergency Purchase Programme)?*, in *Forum di Quaderni Costituzionali*, n. 2, 2020, pp. 306-315.

Europea per aver auto-limitato il proprio giudizio sulla materia⁹⁹. In tal senso, la sentenza del *Bundesverfassungsgericht* ha reputato come doverosa una valutazione afferente agli effetti indiretti derivanti dall'azione della BCE e, allo stesso modo, ha certificato come il PSPP abbia sconfinato in maniera rilevante all'interno della sfera fiscale, condizionando le politiche di bilancio dei Paesi interessati dal suo operato¹⁰⁰. Il BVerfG, a questo proposito, ha in particolare sostenuto come le conseguenze derivanti dal piano di Francoforte abbiano ecceduto la primaria finalità statutaria riguardante la stabilità dei prezzi e che, visto il non rispetto di quanto previsto dall'articolo 5.1, 2 e 4 del Trattato sull'Unione Europea, il *Public Sector Purchase Programme* dovesse essere classificato come atto *ultra-vires*. A corollario di questa ponderazione i giudici di Karlsruhe hanno rimarcato la primazia del diritto euro-unitario su quello interno ma, allo stesso modo, hanno sottolineato come sia necessaria una ponderazione di carattere nazionale che possa evitare il non rispetto dei principi di proporzionalità e ripartizione. In questa circostanza il BVerfG ha etichettato come non sostenibile il posizionamento assunto dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea sulla questione ed ha affermato pertanto come il suo giudizio fosse completamente svincolato da quello formulato su base euro-unitaria.

Riguardo, poi, alla presunta violazione di quanto stabilito dall'articolo 123 del TFUE (il divieto di finanziamento diretto dei bilanci statali) il *Bundesverfassungsgericht* non ha certificato manifeste inottemperanze ma, da un lato, ha colto la circostanza per formulare una nuova critica alla CGUE in merito alla superficialità con cui è stata valutata la questione, mentre, dall'altro, ha voluto ribadire l'esigenza (forse più rivolta al futuro che al presente) di mantenere fermi i requisiti di acquisto strutturati dal PSPP (regola della *capital key*, *rating* minimo, etc.¹⁰¹). In conclusione, il BVerfG ha dato tempo tre mesi alla Banca Centrale Europea per fornire chiarimenti in merito alle osservazioni presentate¹⁰² (prassi consolidata nell'ordinamento tedesco¹⁰³) ed ha posto per la *Bundesbank* l'obbligo, in caso di risposta non soddisfacente in merito alla non proporzionalità degli interventi effettuati, di ritirarsi dall'attuazione del programma e di predisporre una progressiva riduzione, anche a lungo termine, delle proprie partecipazioni in titoli di Stato. Un morso che, se affondato, è destinato lasciare una vistosa cicatrice.

4. Le possibili ripercussioni, sotto il profilo giuridico ed economico, per l'UE

⁹⁹ I giudici di Karlsruhe sono arrivati nella motivazione della sentenza a sostenere come una siffatta applicazione del principio di proporzionalità da parte di BCE e Corte di Giustizia Europea renda lo stesso "strumento" inadeguato (§ 127) e svuotato di alcun senso (§ 138); a ciò va aggiunto il fatto che il BVerfG abbia etichettato come metodologicamente ingiustificabile l'argomentazione fornita dalla CGUE nel proprio pronunciamento sulla questione (§ 153).

¹⁰⁰ Nel pronunciamento è stata inoltre posta rilevanza sulle conseguenze ingenerate sul sistema bancario europeo (che ha visto migliorare complessivamente il proprio *rating*) e sui risparmiatori, i quali hanno incontrato un periodo di tassi d'interesse fortemente contenuti sulla propria liquidità ed i propri investimenti (questo aspetto ha avuto una notevole importanza all'interno del dibattito politico tedesco).

¹⁰¹ §§ 180-228; vedasi l'elencazione fornita sempre in questo paragrafo.

¹⁰² § 235.

¹⁰³ Sul tema: P. FARAGUNA, *Il Bundesverfassungsgericht*, cit., p.308.

La sentenza del *Bundesverfassungsgericht* non ha potuto che sollevare rilevanti critiche e perplessità in un periodo, già di per sé, caratterizzato dalle notevoli incertezze conseguenti all'emergenza sanitaria globale in corso. Invero, l'Unione Europea si trova a dover fronteggiare una crisi che ha assunto importanti connotati socio-economici che, con ogni probabilità, condurranno ad una pesante recessione di livello superiore rispetto a quella fronteggiata in seguito al *crack* di Lehman Brothers¹⁰⁴. I giudici di Karlsruhe, con la loro dichiarazione *ultra-vires*, hanno dunque gettato un elemento inedito e potenzialmente esplosivo in un dibattito politico continentale che, con fatica, sta tentando di trovare una mediazione all'interno della disputa fra Paesi del nord e del sud Europa, un'ormai abituale contesa facilmente traducibile in "Paesi a basso indebitamento contro Paesi ad alto indebitamento". Le obiezioni a quanto stabilito dal BVerfG sul cd. *Quantitative Easing* operano tanto in una dimensione giuridica quanto in una di carattere economico, mantenendo un occhio sulla materia oggetto di analisi e l'altro su quelle future, ed eventuali, che potranno venire a costituirsi nei prossimi mesi od anni¹⁰⁵.

In tal senso è utile partire da una questione preminente che unisce le due sfere appena citate e che tocca, almeno secondo il punto di vista di chi scrive, l'elemento centrale della riflessione da andare a strutturare: il confine tra politica monetaria e politica fiscale. Quello che infatti sorprende nella lettura della sentenza della Corte tedesca è la sottolineatura di un aspetto lapalissiano, una considerazione la cui ovvietà era stata messa in luce sin dal pronunciamento della CGUE¹⁰⁶: che la politica monetaria sortisca degli effetti su quella fiscale è infatti inevitabile e considerare anche solo l'ipotesi secondo cui l'operato della BCE non abbia ripercussioni su quello dei Governi e degli operatori economici è fuori da ogni logica¹⁰⁷. Giungere poi ad una ponderazione inerente alla proporzionalità degli interventi è materia quantomai complessa, esercizio in cui il *Bundesverfassungsgericht* si è calato con estrema leggerezza senza tenere in conto aspetti di assoluta rilevanza. Invero, per quanto non sia da escludere che la Banca Centrale abbia tentato di perseguire finalità ulteriori rispetto a quelle esplicite previste dai Trattati¹⁰⁸, i giudici di Karlsruhe

¹⁰⁴ La presidentessa della Banca Centrale Europea, in una conferenza stampa del 27 maggio 2020, ha stimato per l'anno in corso un calo del PIL per l'Eurozona fra l'8 ed il 12%. Nel 2009, anno immediatamente successivo all'esplosione della bolla finanziaria, il Prodotto Interno Lordo calò invece del 4,5%. Dati Eurostat.

¹⁰⁵ Sono state molte ed immediate le reazioni critiche alla sentenza del BVerfG. Fra queste si segnala: J. ZILLER, *L'insoutenable pesanteur du juge constitutionnel allemande*, in *Rivista Eurojus*, n. 2, 2020, pp.151-159.

¹⁰⁶ Vedasi a tal proposito: F. SALMONI, *Nota a prima lettura della sentenza del Tribunale costituzionale federale tedesco sul Quantitative easing: una decisione politica che chiude la strada alle misure di mutualizzazione del debito e la apre al MES*, in *Consulta Online*, n. 2, 2020, p. 289.

¹⁰⁷ Il premio Nobel Stiglitz, nel suo libro "L'Euro", dedica un'ampia sezione alle connessioni fra politica monetaria e fiscale, esponendo una ferma critica a chi sostiene l'assoluta tecnicità della gestione della moneta. Si veda dunque: J. E. STIGLITZ, *L'Euro*, Torino, 2016, pp. 149-178. Il già citato Höpner, nonostante nel suo scritto esprima una posizione in linea con quella del BVerfG, sostiene come la struttura alla base dell'Euro si sia consolidata su di una concezione economica ben precisa che vedeva completamente scisse la sfera monetaria da quella fiscale, una visione che, a detta dell'accademico tedesco, ha palesato i suoi limiti ponendo le istituzioni europee ed il Tribunale costituzionale federale nella difficile situazione di esaminare una pratica completamente svincolata dalla teoria. Si veda M. HÖPNER, *Karlsruhe*, cit., p. 441-445.

¹⁰⁸ In tal senso, *ex plurimis*, E. C. RAFFIOTTA, *Il volto ambiguo della Banca Centrale Europea*, in A. MORRONE (a cura di), *La costituzione finanziaria*, Torino, 2015, p. 221, analizzando l'operato della BCE nel periodo successivo alla crisi del 2008, sostiene come la Banca Centrale abbia assunto scelte di politica economica mascherate sotto la veste di scelte di politica monetaria. Non è in effetti del tutto fuori luogo, secondo il punto di vista di chi scrive, immaginare che nella strutturazione del programma

tralasciano nella loro sentenza la problematica inerente ad un tasso d'inflazione che rimane distante dall'obiettivo di medio periodo del 2% ed al contempo oscurano gli effetti positivi derivanti dal programma (vedasi il miglioramento della condizione patrimoniale delle banche, il ridotto costo del credito o l'assottigliamento degli *spread*) mettendo in luce solamente quelli negativi (su tutti il calo di redditività del risparmio privato)¹⁰⁹. L'andamento dell'inflazione, che fra il 2014 ed il 2016 nell'Eurozona è oscillato fra lo 0,2% e lo 0,4%¹¹⁰ e che ora rischia di incontrare una nuova fase di flessione, porrebbe in particolare la necessità di evitare una sbrigativa valutazione giuridica su di una questione monetaria a cui si fatica da anni a trovare una definitiva soluzione, materia che ha portato a parlare del rischio *japanification*¹¹¹ e dell'estremo strumento denominato *helicopter money*¹¹². Quali altri mezzi aveva a disposizione la Banca Centrale Europea per evitare la deflazione? Quali alternative erano sul tavolo vista la presenza di tassi d'interesse che erano già stati ridotti su di una quota difficilmente abbassabile? A questo punto verrebbe naturale girare le domande al BVerfG attendendosi una risposta puntuale ed esaustiva.

Altro elemento che i giudici di Karlsruhe paiono non prendere in considerazione è quanto enucleato dagli artt. 127 e 282.2 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea. Se infatti da un lato è stabilito il primario perseguimento della stabilità dei prezzi, dall'altro, negli articoli in questione è previsto il sostegno alle politiche economiche generali dell'Unione ai sensi dell'art. 3 del TUE: quale dunque è stata la ponderazione delle conseguenze benefiche sortite dal PSPP in favore dell'occupazione, dell'andamento del PIL e di un'economia sociale di mercato che si prefigge di essere fortemente competitiva? Anche qui permangono dubbi che il *Bundesverfassungsgericht* faticerebbe a fugare a pieno. Pertanto, alla luce di quanto appena rilevato, a parere di chi scrive viene difficile configurare l'operato della BCE come un'evidente e significativa violazione del principio di attribuzione (ai sensi di quanto stabilito nella sentenza

PSPP (come per il precedente OMT) l'istituto di Francoforte abbia voluto agire anche con il fine di contenere gli *spread* e rilanciare l'economia; pur tuttavia, vista la presenza di un tasso di inflazione estremamente basso, ciò non ha portato a violazioni dello Statuto bensì ad una "fortunata" circostanza che permetteva di perseguire unitamente più finalità. Come meglio si avrà modo di evidenziare nel prosieguo del presente scritto, inoltre, i Trattati prevedono un più complessivo sostegno delle politiche generali dell'Unione che, in questo frangente, può rappresentare una valida base giuridica per quanto sopra esposto (cfr. *infra*, par. X).

¹⁰⁹ Questo è il punto di vista espresso anche da M. PIOARES MADURO, *Some preliminary remarks on the PSPP Decision of the German Constitutional Court*, in *Verfassungsblog.de*, 6 maggio 2020.

¹¹⁰ Dati Eurostat.

¹¹¹ Con il termine "*Japanification*" si fa riferimento al fenomeno vissuto dal Paese asiatico negli ultimi vent'anni, un periodo contraddistinto da una bassa crescita economica, dalla deflazione e dall'espansione del debito pubblico. In tal senso, P. L. SIKLOS, *Looking into the Rear-View Mirror: Lessons from Japan for the Eurozone and the U.S.?*, in *IMES discussion paper series*, 2020.

¹¹² Il concetto di *helicopter money* nasce da una suggestione di Milton Friedman il quale, considerando un'ipotetica situazione di deflazione e crollo dell'economia, si domandò quali effetti si sarebbero potuti conseguire "gettando" direttamente banconote dal cielo. Negli ultimi anni, vista la stagnazione del PIL e l'assai contenuto tasso inflattivo, si è dato corpo a questa immagine e si è giunta a vagliare la possibilità che, in un periodo di recessione, la Banca Centrale possa far confluire della liquidità direttamente sui conti correnti dei cittadini. Fra i vari contributi, si veda L. REICHLIN-A. TURNER-M. WOODFORD, *Helicopter Money as a policy option*, in *Vox.EU.org*, 20 maggio 2013.

Mangold/Honeywell) ed altrettanto arduo sarebbe affermare come la Corte tedesca si sia approssiata alla materia con quella euro-deferenza fissata nel concetto *Europarechtsfreundlichkeit*.

Passando ad una dimensione più strettamente giuridica, non può che giungere come apertamente conflittuale la posizione assunta da parte del BVerfG nei confronti della Corte di Giustizia Europea. L'accusa lanciata da Karlsruhe nei confronti del Lussemburgo è infatti circostanziata e di rilievo: aver autolimitato i propri poteri violando l'articolo 19 del TUE e non aver tutelato il principio di proporzionalità enucleato dall'articolo 5 del medesimo Trattato, permettendo alla Banca Centrale di sconfinare in ambiti non di sua competenza¹¹³. Queste considerazioni, che hanno portato ad identificare il pronunciamento della CGUE come atto a sua volta *ultra vires*, non possono però che ridestare una mai sopita riflessione in merito al rapporto fra le Corti nazionali e quella europea, una valutazione che potrebbe sfociare in un pericoloso cortocircuito; invero, disconoscere un pronunciamento dei giudici del Lussemburgo significa disconoscere su quella materia la competenza dell'Unione e, allo stesso modo, destituire l'istituzione euro-unitaria della sua autorità¹¹⁴. Al riguardo, parte della dottrina è tornata a ribadire come, da un lato, non esista alcuna disposizione dei Trattati che stabilisca in modo perentorio la supremazia del diritto comune su quello interno, bensì unicamente una prassi consolidata attraverso sentenze della CGUE tacitamente accettate dalle Corti nazionali mentre, dall'altro, è stato sottolineato come l'Unione Europea sia competente ad agire solo sulle materie ad essa attribuite in quanto non parificabile ad uno Stato pienamente autonomo¹¹⁵. In questa prospettiva, per esempio, sono state poste in evidenza le lacune presenti nella suddivisione di competenza fra diritto interno e diritto europeo rimarcando, con riferimento all'esistenza dei controlimiti, la necessità di un confronto (ai limiti dello scontro) fra Corti nazionali e CGUE finalizzato a rimarcare la "stravaganza" di un sistema in cui ad un'istituzione europea è demandato il compito di valutare se una materia sia o meno attribuita alla stessa Unione¹¹⁶.

¹¹³ In tal senso: G. TESAURO-P. DE PASQUALE, *La BCE*, cit., pp. 13-15.

¹¹⁴ Non è comunque la prima volta che avviene una dichiarazione *ultra vires* di un atto dell'Unione Europea da parte di una corte nazionale (vedasi il caso *Landtova* o quello *Dansk Industri*). Cfr., a tal proposito: P. FARAGUNA, *Il Bundesverfassungsgericht*, cit., pp. 313-314

¹¹⁵ Come ben noto, la Corte di Giustizia Europea ha stabilito la prevalenza del diritto comunitario su quello interno a partire dalla sentenza 6/64 (Costa/Enel) e, di lì in avanti, ha sostenuto questa posizione incontrando la generale accettazione, con alcune importanti eccezioni, dei Tribunali costituzionali dei vari Paesi membri. La dottrina dei controlimiti, sopramenzionata in modo sommario con riferimento alla vicenda *Solange*, ha rappresentato il tal senso un punto di sonda fondamentale che è stato alimentato anche grazie alla *ad. sentenza* Frontini (sentenza n.183 del 23 dicembre 1973) pronunciata dalla Corte Costituzionale italiana. Le considerazioni da portare a questo riferimento sarebbero innumerevoli, per brevità, si rimanda all'ampia letteratura venutasi a formare nel corso dei decenni; si veda: G. GAJA - A. ADINOLFI, *Introduzione al diritto dell'Unione Europea*, Bari, 2020; e P. MANGOZZI - C. MORVIDUCCI, *Istituzioni di diritto dell'Unione Europea*, Padova, 2018. Secondo Höpner l'accettazione da parte del BVerfG del primato europeo deriva principalmente dallo scarso numero di materie attribuite all'epoca alla Comunità e, nella visione dell'Autore tedesco, l'estensione del principio sarebbe avvenuta tenendo in debito conto le cautele imposte dalla Corte tedesca nel corso degli ultimi tre decenni (vedasi il controllo sugli atti *ultra-vires* e quello di identità costituzionale). Sul tema, M. HÖPNER, *Karlsruhe*, cit., p. 441-445.

¹¹⁶ È questa la posizione espressa da R. BIN, *Giurisdizione e ruolo delle Corti costituzionali nel processo di integrazione europea*, in DPCE, n. 10, 2019, pp. 905-917, secondo il quale la Corte di Giustizia Europea non sarebbe mai giunta ad una puntuale definizione del perimetro delle competenze dell'Unione Europea in modo da non auto-limitare il proprio potere. L'Autore giunge a tal

Ora, queste osservazioni colgono sicuramente aspetti su cui si può convenire, così come sulla necessità di addivenire ad una riforma dei Trattati finalizzata ad una legittimazione politica dell'UE e ad un sistema gerarchico più lineare. Tuttavia, con specifico riferimento alla vicenda oggetto di analisi, crediamo si possa ragionevolmente affermare che la materia di cui si verte è pienamente affidata, sia per quanto concerne l'attuazione che la vigilanza, alle istituzioni euro-unitarie e che, a fronte della valutazione effettuata dalla Corte di Giustizia Europea, sia doveroso cessare ogni ulteriore dibattito: il giudizio dei giudici del Lussemburgo, al pari di quello di ogni altra Corte suprema, dovrebbe quindi in questo caso risultare insindacabile da parte dei tribunali nazionali e, di rimando, dovrebbe rappresentare la naturale conclusione di una controversia che afferisce al mandato ed all'operatività di un'istituzione europea. Invero, dal momento che la politica monetaria è una per tutta l'Eurozona, diverrebbe illogico immaginare una ponderazione dei suoi effetti da parte di ogni giudice costituzionale dei singoli Paesi membri coinvolti, perché le conseguenze sarebbero evidentemente nefaste per la tenuta del sistema istituzionale europeo e la conclusione più naturale consterebbe in una condizione di paralisi dalla quale sarebbe impossibile muoversi¹¹⁷. Risulta in tal senso difficile sostenere la necessità di addivenire ad un'autentica Federazione europea per poter svincolare la BCE dal giudizio del *Bundesverfassungsgericht* dato che, tale ragionamento, sarebbe stato da palesare al momento del trasferimento della politica monetaria all'Unione e non dunque in questo frangente, situazione in cui gli Stati membri hanno demandato da anni la gestione di tale funzione all'UE¹¹⁸. Pertanto, qualora il BVerfG dovesse attuare quanto per ora solo paventato, diverrebbe necessario avviare da parte della Commissione Europea una procedura d'infrazione nei confronti della Germania che sfocerebbe probabilmente in un processo dinnanzi alla CGUE, un continuo rimescolamento della questione da cui si faticherebbe ad uscire. E' inoltre stato sollevato da più parti il timore che questa sentenza possa legittimare le Corti di altre Nazioni ad avviare procedimenti finalizzati al disconoscimento parziale del diritto europeo¹¹⁹; in tal senso è stata evocata l'Ungheria con la sua Legge

proposito a giustificare pienamente l'atteggiamento assunto dal BVerfG sul caso OMT e rimarca l'importanza di sostenere il diritto interno ed il suo valore rispetto a quello euro-unitario: «Detta in altre parole, nessun trattato – ratificato con le procedure costituzionali - può attribuire a un organo da esso istituito il potere di decidere quale sia il corretto bilanciamento tra interessi contrastanti (interessi evidentemente riconosciuti dal trattato stesso) e pretendere di farlo prevalere sul giudizio di bilanciamento che la Costituzione affida al proprio giudice costituzionale».

¹¹⁷ *Contra*, si veda l'opinione di A. Mangia (in F. MASSARO, *Sentenza BCE, “una mossa difensiva della Germania. Ma attenti a non far crollare la UE”*, in *L'Economia-Corriere della Sera*, 6 maggio 2020), secondo cui è assolutamente corretto che il BVerfG possa pronunciarsi sulla proporzionalità e la validità del PSPP, e ciò in ragione del fatto che “[...] L'ordinamento europeo non è un ordinamento federale e non ha una Corte di chiusura”. Secondo l'Autore, infatti, “la Corte non interpreta il trattato, ma la legge tedesca di ratifica. E la confronta con la sua costituzione”. Il nostro punto di vista è invece affine a quello espresso da G. SCACCIA, *Nazionalismo giudiziario e diritto dell'Unione europea: prime note alla sentenza del BVerfG sui programmi di acquisto di titoli del debito della BCE*, in *Anticipazione DPCE online*, n. 2, 2020, il quale richiama il principio “*Rex in regno suo est imperator*” al fine di chiarire come, questa regola non scritta ma comunemente accettata nel dialogo fra Corti, sia la maniera più idonea per interpretare il principio di attribuzione enucleato dall'articolo 5 del Trattato sull'Unione Europea.

¹¹⁸ Stando all'interpretazione fornita da W. STREECK, *Staatsbildung durch die Hintertür?*, in *Makroskop.eu*, 26 maggio 2020, il BVerfG ha identificato nell'assenza di una Federazione europea il motivo principale alla base della propria valutazione sul PSPP e pertanto, sempre secondo il punto di vista dell'Autore, tale pronunciamento dovrebbe essere interpretato all'interno dell'ampia discussione afferente alla natura dell'UE.

¹¹⁹ Il dialogo fra Corti nazionali europee e CGUE porta con sé molte circostanze e valutazioni che hanno contribuito alla formazione di una letteratura pluridecennale assai rilevante. In questo testo, onde evitare di sviare eccessivamente rispetto alla

Fondamentale marcatamente etnica, uno Stato che, mostrando notevoli ritrosie nei confronti di una gestione migratoria euro-solidale, potrebbe addurre motivazioni affini a quelle del *Bundesverfassungsgericht* per evitare di esser coinvolto in processi di redistribuzione ed accoglienza dei richiedenti asilo¹²⁰.

A queste considerazioni relative alle mancanze del pronunciamento si accompagnano i timori riguardanti le possibili ricadute su altre decisioni assunte su base euro-unitaria, con uno specifico riferimento agli strumenti predisposti per fronteggiare la presente crisi socio-economica. In questa cornice, il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), varato dalla BCE per evitare un aumento dei tassi di interesse sui titoli pubblici dell'Eurozona, presenta infatti delle caratteristiche che confliggono con quanto stabilito dal BVerfG per non rilevare una violazione dell'articolo 123 del TFUE: va infatti considerato come l'istituto di Francoforte si sia riservato la possibilità di deviare dalla regola aurea della *capital key* e che un eguale margine di discrezionalità è stato previsto per il rispetto della soglia del 33% (relativo all'acquisto di titoli afferenti ad un singolo Paese o inerenti ad una singola emissione) e per la necessità di presentare un *rating* che garantisca un'elevata solvibilità del debitore (nel programma verranno coinvolte anche obbligazioni greche e titoli pubblici aventi prima della crisi una valutazione minima pari a BBB-)¹²¹. A questo riferimento è però doveroso sottolineare quanto suggerito da [Höpner](#) il quale, a proposito delle eventuali ricadute sul piano emergenziale varato dalla BCE, sottolinea due aspetti che inducono ad un, seppur tenue, ottimismo: da un lato va, infatti, considerato come ogni programma richieda una specifica ponderazione e che, quindi, non potrebbero essere estese automaticamente le valutazioni afferenti al cd. *Quantitative Easing* nei confronti del PEPP; dall'altro lato, invece, va considerato il fattore temporale, che impedirebbe al BVerfG di esprimersi sulla materia se non solo successivamente al rinvio della questione alla CGUE ed al ritorno della stessa presso Karlsruhe¹²² (un periodo che permetterebbe probabilmente al *Pandemic Emergency Purchase Programme* di essere già terminato)¹²³.

Altro progetto che potrebbe risentire di quanto previsto nella sentenza sul caso PSPP è quello riconducibile al cd. *Recovery Fund*, strumento ancora in gestazione che dovrebbe finanziarsi principalmente attraverso l'emissione di obbligazioni europee garantite dal bilancio pluriennale. Invero, per quanto

primaria questione in analisi, non v'è dunque la possibilità di approfondire la materia nella maniera adeguata; si propongono però, di seguito, alcuni titoli che possono contribuire a colmare le lacune ivi presenti: F. BIONDI, *Quale dialogo tra le Corti?*, in *Federalismi.it*, n. 18/2019; e G. TESAURO, *Anche le corti cambiano*, in *Questione Giustizia*, n. 1, 2014, pp. 39-52.

¹²⁰ L'Ungheria del primo ministro Orban è considerata l'alfiere del cd. blocco di Visegrad, gruppo che unisce i Paesi dell'area est dell'UE. Questi Stati (Ungheria, Polonia, Slovacchia e Repubblica Ceca) hanno mostrato le resistenze più forti nell'implementazione di una politica migratoria differente rispetto a quella stabilita dai Trattati di Dublino. A tal proposito, cfr. J. S. FRELAK, *Solidarity in European Migration Policy: the Perspective of the Visegrad States*, in *Solidarity in the European Union*, Berlino, 2017, pp. 81-95.

¹²¹ *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*, www.ecb.europa.eu.

¹²² Ai sensi di quanto previsto dalla sopra menzionata sentenza *Mangold/Honeywell*.

¹²³ M. HOPNER, *Karlsruhe*, cit., pp. 443-445, ove l'A., nel presentare le proprie valutazioni, sostiene comunque come sussista sulla tematica una scarsa chiarezza che potrebbe dar luogo a valutazioni ampiamente opinabili ed a mere congetture sul tema.

emerso dalla proposta presentata dalla Commissione al Parlamento Europeo¹²⁴, è ragionevole affermare come la concessione a fondo perduto di notevoli risorse a specifici Paesi colpiti pesantemente dal COVID-19 ed aventi un rapporto debito/PIL elevato incontrerebbe una resistenza da parte di una consistente fetta dell'*establishment* teutonico il quale, attraverso le abituali *Verfassungsbeschwerde*, non tarderebbe a presentare la questione dinnanzi ai giudici di Karlsruhe¹²⁵. Altrettanto ragionevole è sostenere che, la presa di posizione assunta sulla vicenda *Quantitative Easing* da parte del BVerfG, sarebbe probabilmente da considerare come un monito ad un'attenta valutazione riguardo a quanto previsto dall'articolo 125 del TFUE, cioè il divieto per l'Unione di farsi carico degli oneri debitori assunti da un singolo Stato membro. La Commissione, anche per questa ragione, si sta nel mentre premurando di fissare delle condizionalità ai sensi del secondo comma dell'art.122 del TFUE¹²⁶ ma, la voce in questione, pare costituire una barriera difensiva non difficilmente eludibile. Non va inoltre trascurato quanto sostenuto dal *Bundesverfassungsgericht* in precedenti sentenze (vedasi le vicende afferenti a MES e Fiscal Compact¹²⁷) riguardo alle funzioni da lasciare in capo al *Bundestag*, sede parlamentare che, secondo il punto di vista dei giudici di Karlsruhe, deve conservare la più ampia discrezionalità possibile in materia di bilancio. In dottrina¹²⁸, a proposito dei due pronunciamenti appena citati, è stato sostenuto come il convitato di pietra palesato dalla sentenza del BVerfG sia proprio il Meccanismo Europeo di Stabilità, strumento che, seguendo questa chiave di lettura, sarebbe la strada da perseguire per i Paesi membri aventi una condizione di finanza pubblica maggiormente precaria. Il ricorso al MES in sostituzione del *cd. Recovery Fund* sarebbe evidentemente una soluzione peggiorativa per questi ultimi e, altrettanto

¹²⁴ La proposta (*Next Generation EU*) è stata presentata dalla presidentessa Von der Leyen al Parlamento Europeo in data 27 maggio 2020. Il fondo dovrebbe essere a composizione mista: cinquecento miliardi in stanziamenti a fondo perduto e duecentocinquanta sotto forma di prestiti.

¹²⁵ Le preoccupazioni di parte del mondo politico ed accademico tedesco in merito all'eventuale costituzione di strumenti di debito comune, siano essi denominati Coronabond o Eurobond, sono ben enunciate dallo scritto di B. HERZOG, *Whither Coronabonds? The Past and Future of the EMU in the Coronavirus Pandemic*, in *Intereconomics*, n. 3, 2020, pp. 154-159. In questo articolo l'Autore sostiene infatti come, per addivenire all'emissione di obbligazioni euro-unitarie, sarebbe necessario per ragioni finanziarie e giuridiche conseguire allo stesso tempo un'unione politica e fiscale; invero, secondo questa visione, concedere a Paesi aventi un debito pubblico elevato uno strumento di condivisione delle passività, senza effettuare un'epocale riforma della struttura europea, avrebbe come naturale conseguenza un'incentivazione all'azzardo morale che condurrebbe ad un ulteriore aggravamento del quadro di finanza pubblica. Secondo Herzog dunque la soluzione idonea da percorrere nella presente situazione sarebbe quella del Meccanismo Europeo di Stabilità il quale potrebbe essere investito, e qui probabilmente si denota la maggior diffidenza nei confronti degli Stati "cical", del potere di imporre, in cambio delle proprie erogazioni, piani di ristrutturazione del debito pubblico. La conclusione dello scritto rende poi una rappresentazione sintetica ma molto efficace della diffidenza finora descritta nei confronti di obbligazioni emesse su base europea: "*The long-term fiscal and economic damage of eurobonds in a rule-based fiscal architecture – as history corroborates – would be greater than the historical challenge of the coronavirus pandemic, unless there is a political union in Europe*".

¹²⁶ «Qualora uno Stato membro si trovi in difficoltà o sia seriamente minacciato da gravi difficoltà a causa di calamità naturali o di circostanze eccezionali che sfuggono al suo controllo, il Consiglio, su proposta della Commissione, può concedere a determinate condizioni un'assistenza finanziaria dell'Unione allo Stato membro interessato».

¹²⁷ In tal senso, A. DI MARTINO, *La sentenza*, cit.

¹²⁸ G. SCACCIA, *Nazionalismo*, cit.; un ricorso esclusivo al MES comporterebbe infatti un aumento dei debiti pubblici delle Nazioni coinvolte e, al contempo, imporrebbe, stante il quadro giuridico attuale, il rispetto di una condizionalità che potrebbe palesarsi in maniera più o meno severa.

evidentemente, rappresenterebbe un mantenimento dell'attuale quadro di *governance* economica euro-unitaria.

5. Una doverosa riflessione sul ruolo della Banca Centrale Europea

Fra le varie argomentazioni critiche sollevate nei confronti del pronunciamento del *Bundesverfassungsgericht* merita un'analisi particolare quella afferente ad un'eventuale violazione da parte della Corte tedesca dell'indipendenza della Banca Centrale Europea¹²⁹. A questo proposito, il riferimento giuridico sarebbe l'articolo 130 del TFUE il quale vieta all'istituto di Francoforte di essere assoggettato a condizionamenti esterni riguardanti la definizione della politica monetaria. Ebbene, secondo la richiamata dottrina, i giudici di Karlsruhe, con il loro pronunciamento, avrebbero deviato da quanto previsto nei Trattati incappando in un paradosso che li vedrebbe autori di un'indebita pressione nei confronti di un'istituzione che è stata costituita proprio sul modello della banca centrale tedesca pre-Euro¹³⁰, un soggetto che non può in alcun modo essere eterodiretto per perseguire nella maniera appropriata gli obiettivi fissati dal proprio statuto. Tale tesi, a nostro modesto avviso, necessita però di una puntualizzazione: v'è infatti con questa visione il rischio di ingigantire il concetto di autonomia della BCE la quale, vista l'ideologia su cui è stata sviluppata, è tenuta a rispondere del proprio operato dinnanzi ad un potere giuridico, presentando dunque un grado di indipendenza certamente non molto ampio. A tal fine, occorre anzitutto soffermarsi sul concetto di *central banking* e sulla struttura su cui è stata creata la Banca Centrale Europea, cioè la sopracitata *Bundesbank*. Con riferimento alla prima tematica è utile partire da un'efficace ricostruzione formulata da Pierluigi Ciocca il quale, nel suo libro "La banca che ci manca"¹³¹, traccia le differenti e possibili modulazioni del perimetro delle attività di una banca centrale cogliendo, al contempo, una dicotomia di fondo che contrappone *keynesiani* a monetaristi¹³². Invero, l'ex funzionario di Palazzo Koch sostiene nella sua trattazione come per gran parte del '900 abbia largamente prevalso una visione del *central banking* fondata sulla discrezionalità: una banca centrale che poteva quindi agire con estrema autonomia interpretando in maniera largamente flessibile quanto previsto dallo statuto. Questa filosofia, che prevedeva un'attribuzione politica a quanto deliberato dall'istituto d'emissione, muoveva dalle teorie formulate da John Maynard Keynes il quale identificava negli investimenti privati la "parte instabile" di un'economia capitalista e, pertanto, vedeva la banca centrale come veicolo attraverso cui riuscire a fornire risposte rapide ed incisive a seconda delle situazioni che il contesto presentava¹³³. La stagflazione degli

¹²⁹ Così, A. CIANCIO, *The 5 May 2020 Bundesverfassungsgericht's Decision on the ECB's public sector purchase program: an attempt to "break the toy" or a new starting point for the Eurozone?*, in *Federalismi.it*, n. 16/2020, pp. 44-46.

¹³⁰ Sul tema: A. PREDIERI, *Euro, poliarchie democratiche e mercati monetari*, Torino, 1998, pp. 283-299.

¹³¹ P. CIOCCA, *La banca che ci manca*, Roma, 2014.

¹³² Per brevità le due categorie sono state raccolte sotto queste denominazioni anche se, la ricostruzione dell'Autore, delinea un quadro ben più ampio. La prima linea di pensiero, nello scritto denominata *keynesiana*, si pone infatti lungo un *continuum* che coinvolge Thornton, Bagehot, Keynes e Minsky (schema T-B-K-M) mentre, la seconda, vede Ricardo e Friedman come riferimento di una corrente che interessa la visione monetarista e quella afferente all'*inflation targeting*.

¹³³ Naturale riferimento sulla materia e sul pensiero keynesiano non può che essere: J. M. KEYNES, *The General Theory of Employment Interest and Money*, Londra, 1936.

anni '70 mise però in discussione il modello appena esposto portando accademici e politici ad interrogarsi sulla validità di quanto affermato dall'economista britannico; invero, la causa di un'inflazione che in alcuni Paesi viaggiava su livelli superiori alla doppia cifra venne identificata in politiche monetarie lassiste e connesse al poter politico piuttosto che in un aumento del costo delle materie prime, e del lavoro, od in una crisi del sistema fiscale¹³⁴. Nell'ampio dibattito dell'epoca riuscì pertanto a ritagliarsi uno spazio sempre maggiore il monetarismo, visione economica radicalmente diversa rispetto a quella *keynesiana*. La teoria in oggetto, che trova in Milton Friedman il proprio padre putativo, non considera infatti gli investimenti privati come “parte debole” del capitalismo bensì identifica proprio la moneta e la sua gestione come un possibile fattore scatenante l'instabilità dei mercati e, in tal senso, sostiene il ruolo di una banca centrale che si ritira da una vastità di funzioni ad essa precedentemente in capo concentrandosi primariamente sul contenimento dell'inflazione¹³⁵. In questa cornice, dunque, l'istituto di emissione si svincola dal sostegno dell'economia e delle politiche pubbliche (attuato, per esempio, attraverso l'acquisizione di titoli di Stato) andando a collocarsi in una posizione di piena autonomia che risponde unicamente a quanto previsto da uno statuto focalizzato sulla stabilità dei prezzi. L'indipendenza della banca centrale è pertanto riferibile ad una libertà rispetto ad eventuali condizionamenti esterni, non rispetto alle funzioni ad essa attribuite: invero, il monetarismo non concede discrezionalità al banchiere centrale bensì gli fornisce una precisa strada da perseguire che eviti incursioni improprie nell'andamento dei mercati, una libertà nei mezzi e non dunque nei fini¹³⁶. A partire dagli anni '70 molti istituti di emissione seguirono la presente linea e, fra questi, vi fu indubbiamente la *Bundesbank* la quale, venuti meno gli accordi di Bretton-Woods e quelli *Smithsoniani*¹³⁷, fissò con fermezza il proprio obiettivo nel contenimento dell'inflazione permettendo man mano il consolidamento di un marco sempre più stabile¹³⁸. Questa configurazione si mantenne invariata per i decenni successivi e ben si abbinò ad un sistema economico basato sull'elevata esportazione di beni di alta qualità (che non necessitavano quindi di svalutazioni competitive) e sulla necessità di acquisire materie prime a costi contenuti¹³⁹. La Banca Centrale Europea, che non casualmente trova la propria sede a Francoforte sul Meno, è stata manifestamente strutturata sul modello dell'istituto d'emissione teutonico e, conseguentemente, ha nel monetarismo la propria teoria di riferimento: possono quindi dei giudici valutare il suo operato o ciò

¹³⁴ P. CIOCCA, *La banca*, cit., pp.41-50.

¹³⁵ Friedman reputava come un mercato dotato di una “ancora monetaria” potesse risultare sufficientemente stabile, riuscendo a perseguire aggiustamenti spontanei in grado di riequilibrare domanda ed offerta. A tal proposito, v. M. FRIEDMAN, *A program for monetary stability*, in *Fordham University Press*, 1959, p. 23.

¹³⁶ Una descrizione della duplice accezione del concetto di autonomia per una banca centrale era stata già proposta, *ex plurimis*, da A. PREDIERI, *Euro*, cit., pp. 298-299; “[...] non basta dire “indipendenza”: altro è “indipendenza per obiettivo” ed altro “indipendenza per strumento”. La prima locuzione significa che la banca può stabilire gli obiettivi che essa vuole perseguire, come il tasso di inflazione che il paese ha intenzione di raggiungere. La seconda significa che il Sistema europeo delle banche centrali, o banca centrale, ha il controllo sugli strumenti di politica monetaria.”

¹³⁷ Cfr., a tal proposito: E. DE SIMONE, *Storia Economica*, Milano, 2012, pp. 266-267.

¹³⁸ In tal senso: A. BOLAFFI-P. CIOCCA, *Germania/Europa*, Roma, 2017, pp. 159-160.

¹³⁹ Vedasi: F. VIANELLO, *La moneta*, cit.

contravviene a quanto previsto dal sopramenzionato articolo 130 del TFUE? Secondo chi scrive, alla luce di quanto fino ad ora espresso, la risposta, in linea generale, non può che essere affermativa. Ciò nonostante (e qui, verrebbe da dire, sussiste l'atto *ultra-vires* del BVerfG) occorre immediatamente precisare come nell'Unione Europea questa funzione dovrebbe essere unicamente in capo alla CGUE dato che, l'operato della banca centrale dell'Unione, non può che essere valutato dalla Corte di Giustizia, per l'appunto, dell'Unione. Qui giunti, vale però la pena di compiere un ulteriore passo e domandarsi se questa configurazione sia ancora economicamente valida o meno. In tal senso, sempre secondo il punto di chi scrive, la risposta è negativa e, di seguito, ci si propone di motivarne le ragioni.

Anzitutto, la crisi del 2008 ha evidenziato i limiti dell'approccio monetarista e, più in generale, della filosofia neo-liberista a cui si accompagnava a partire dagli anni '80; la capacità di auto-regolazione dei mercati ha mostrato evidenti carenze e, in egual misura, sono emerse le criticità dettate dall'assenza nell'economia di una banca centrale che operasse in modo flessibile nella sfera monetaria e non solo in questa (vedasi, per esempio, la vigilanza del mondo creditizio). Negli Stati Uniti, laddove la bolla finanziaria è venuta a generarsi, la Federal Reserve è progressivamente tornata ad operare come prestatore d'ultima istanza sostenendo l'economia pubblica e privata attraverso operazioni non convenzionali che fino a pochi anni prima sarebbero state inconcepibili. Proprio da qui è pervenuto inoltre un esempio dei limiti della regolazione in auge sul *central banking*, esempio le cui conseguenze hanno travolto il sistema economico mondiale. Il fallimento di Lehman Brothers ha infatti notoriamente fra le proprie cause la decisione da parte di Tesoro e FED di non procedere ad un salvataggio *in extremis* e, se per il primo soggetto è vero che questo avvenne nel tentativo di non assecondare nuove forme di azzardo morale scaricando l'onere del *crack* sui contribuenti¹⁴⁰, la stessa cosa non si può dire per la banca centrale statunitense. Stando infatti a quanto riportato da Ben Bernanke e Timothy Geithner¹⁴¹, il rifiuto di finanziamento da parte della Federal Reserve aveva una natura primariamente giuridica: vi era infatti la convinzione che un intervento del genere eccedesse quanto previsto dallo statuto e che la magistratura, più che il potere politico, potesse formulare una valutazione *ex-post* che rilevasse una violazione della *Section 13.3* del *Federal Reserve Act*¹⁴². La circostanza appena descritta, che ha portato alla definitiva deflagrazione della bolla speculativa, espone al meglio quali siano i limiti dell'approccio economico consolidatosi negli anni '80 e pongono come necessaria una riflessione sollecitata da più parti¹⁴³, un'analisi

¹⁴⁰ Il Dipartimento del Tesoro statunitense, rifiutando di procedere al salvataggio di Lehman Brothers con la cessione dell'istituto a Barclays, evitò di sborsare una cifra compresa fra i dodici ed i sessanta miliardi di dollari. Il solo *Troubled Assets Relief Program* (TARP), emanato il 3 ottobre del 2008 con il fine di gestire il terremoto finanziario derivante dal fallimento della banca d'investimenti, impegnò lo Stato americano fino a settecento miliardi di dollari. In tal senso, P. CIOCCA, *La banca*, cit., pp. 94-95. In questo contesto venne dunque a prendere sostanza il concetto di *Too Big To Fail*, espressione che ha ispirato un omonimo libro dal grande successo editoriale: A. R. SORKIN, *Too Big To Fail*, Milano, 2010.

¹⁴¹ All'epoca rispettivamente presidente della Federal Reserve e direttore del Dipartimento della stessa di New York.

¹⁴² Per questo riferimento, cfr. T. F. GEITHNER, *Stress Test. Reflections on Financial Crisis*, New York, 2014, p. 402.

¹⁴³ Vedasi sul tema, fra i vari, J. E. STIGLITZ, *L'Euro*, cit., pp. 165-166 e G. SAPELLI, *Sull'indipendenza delle banche centrali: un gioco di specchi?*, in *Diritto Costituzionale*, n. 2, 2018, pp. 59-83.

riguardante l'investitura tecnica o politica della banca centrale. La visione sviluppata a partire da Friedman ha infatti identificato la gestione della moneta come un fattore squisitamente tecnico, materia che doveva essere attribuita ad un'istituzione che agiva in modo quasi predeterminato, riducendo ed alzando i tassi d'interesse secondo schemi non suscettibili di consistenti variazioni. Gli eventi derivanti dalla crisi finanziaria hanno però rapidamente mostrato come le decisioni assunte dai banchieri centrali abbiano un carattere fortemente politico; invero, ogni scelta effettuata ha un impatto sull'economia che comporta ricadute sulla distribuzione della ricchezza all'interno della società e, di rimando, condiziona le politiche fiscali messe in atto dai Governi dei diversi Paesi. Joseph Stiglitz, nel suo libro "L'Euro"¹⁴⁴, offre una visione netta di un *central banking* di carattere tecnico e vede nell'operato della BCE di Jean-Claude Trichet una dimostrazione efficace di come una banca centrale possa compiere scelte marcatamente ideologiche (per quanto elaborate come decisioni prettamente tecniche): il rifiuto di agire come prestatore di ultima istanza nei confronti di Stati o banche, unitamente alla decisione di voler contenere il tasso d'inflazione senza considerare aspetti esterni, ha infatti avuto una drastica influenza sulla vita socio-economica di alcune Nazioni ingenerando una situazione che ha agevolato i creditori piuttosto che i debitori, acuendo le disuguaglianze presenti all'interno della società¹⁴⁵. Svincolare le banche centrali dalla rigidità degli statuti è probabilmente quanto di più logico possa essere effettuato per cercare di plasmare un'istituzione effettivamente in grado di gestire gli *shock* generati da un mercato che, come gli eventi hanno dimostrato, non è in grado di autoregolarsi in modo idoneo; in tal senso gli Stati Uniti, come sottolineato poco sopra, non hanno tardato ad accantonare gli aspetti monetaristi derivanti dalle amministrazioni precedenti¹⁴⁶ ed hanno dispiegato, successivamente alla crisi, una serie di interventi inediti che hanno permesso all'economia americana di ripartire con slancio. Una Banca Centrale Europea configurata in siffatta maniera risulta pertanto non coerente con la realtà coeva e, a fronte di alcuni importanti mutamenti avvenuti sotto la presidenza Draghi (vedasi l'Unione Bancaria¹⁴⁷), rimangono ambiti in cui l'istituto di Francoforte si presenta come vistosamente depotenziato rispetto a quelli di altre importanti Nazioni, occidentali e non. Sarebbe necessario rivedere i compiti affidati alla BCE, affiancando al perseguimento della stabilità dei prezzi un effettivo sostegno all'occupazione ed alla crescita che possa evitare situazioni paradossali in cui l'Eurozona abbia una valuta estremamente forte e squilibri interni che penalizzano ampie fasce della popolazione. A ciò andrebbe abbinato il riconoscimento di un valore politico di quanto svolto dall'istituto di emissione tentando di uscire dalla definizione attribuita ad esso dalla dottrina come «ente terzo e indipendente, tecnico, sì, ma a forte vocazione politica»¹⁴⁸), per

¹⁴⁴ J. E. STIGLITZ, *L'Euro*, cit.

¹⁴⁵ *Ivi*, pp.157-161.

¹⁴⁶ Il monetarismo venne preso come riferimento dalla Federal Reserve a partire dal mandato Volcker (1979-1987) nel corso del quale venne posta primaria rilevanza sul contenimento dell'inflazione piuttosto che sulla riduzione del livello di disoccupazione. A tal proposito, I. MORGAN, *Monetary Metemorphosis: The Volcker FED and Inflation*, in *The Journal of Policy History*, Vol. 24, n.4, 2012.

¹⁴⁷ Sul tema: N. RUCCIA, *Caratteri, limiti e prospettive dell'Unione Bancaria*, Bari, 2018.

¹⁴⁸ E. C. RAFFIOTTA, *Il volto*, cit., p. 221, con espressione che sembra suonare come un ossimoro.

approdare ad un controllo sull'operato della banca centrale che si allarghi da una dimensione giuridica ad una, per l'appunto, primariamente politica¹⁴⁹: in questo contesto sarebbe dunque il Parlamento Europeo, unitamente alla Commissione ed al Consiglio, ad esercitare una vigilanza *ex-post* legittimata dall'investitura ricevuta dall'elettorato, una ponderazione che tenga in conto le finalità perseguite con riferimento agli effetti sortiti non su di un aspetto tecnico, bensì, su di un elemento pienamente sociale. In dottrina, valutando la politica monetaria come una grandezza non predeterminabile in astratto, si è osservato come le naturali fluttuazioni a fisarmonica che dovrebbe seguire la BCE potrebbero essere legittimate solo attraverso la costituzione di un controllo parlamentare, una condizione che, ad ora, pare ancora non sussistere¹⁵⁰. In tale direzione, negli ultimi anni ha preso consistenza un "dialogo monetario" strutturato sulla base degli articoli 283 e 284 del TFUE¹⁵¹, un attivismo cioè del Parlamento Europeo che ha portato in più occasioni il Presidente della Banca Centrale a riferire in merito alle traiettorie seguite dall'istituto di Francoforte¹⁵², tanto che, proseguendo nel percorso intrapreso, è stato altresì proposto di rafforzare questo legame attraverso una lettura "forte" dell'art.10.1 del Trattato sull'Unione Europea ("Il funzionamento dell'Unione si fonda sulla democrazia rappresentativa") che possa permettere di trasferire progressivamente il controllo sull'operato della BCE verso Strasburgo¹⁵³. A nostro avviso, però, a tal fine non sarebbe possibile una lettura talmente estensiva da andare ben oltre ciò che si può ragionevolmente ricavare da una norma, sia pur espressiva di una clausola generale con formulazione quanto mai indeterminata, ma sarebbe necessaria una esplicita e specifica modifica dei Trattati, che richiederebbe tuttavia un'ampia e condivisa volontà politica di cui, ad ora, pare non esservi ancora traccia.

6. Allargando lo sguardo: la necessità di una Germania europeista per il futuro dell'Unione

Alla luce di quanto finora argomentato, e della ricostruzione storica che ha condotto fino al pronunciamento del 5 maggio del *Bundesverfassungsgericht*, diviene doveroso leggere la sentenza dei giudici di Karlsruhe all'interno di un quadro ampio, che non si limiti allo specifico oggetto della controversia ma che vada oltre, analizzando una dimensione di lungo periodo che faccia propri elementi trasversali che attengono al ruolo giocato dalla Germania nel processo di integrazione europea. Con riferimento al PSPP,

¹⁴⁹ A questo riferimento Pierluigi Ciocca richiama nel suo libro il punto di vista di Guido Carli il quale, riflettendo sulla necessità per la Banca d'Italia di acquisire titoli di debito pubblico, sottolineò la valenza e le ricadute politiche del proprio operato (escludendo, quindi, una visione prettamente tecnica che risultasse svincolata dall'azione dei Governi). Cfr. P. CIOCCA, *La banca*, cit., p.110.

¹⁵⁰ R. IBRIDO, *Il controllo*, cit., pp.5-6.

¹⁵¹ L'articolo 283.2 del TFUE prevede come i membri del Comitato Esecutivo della BCE debbano venire nominati con maggioranza qualificata da parte del Consiglio Europeo, su raccomandazione del Consiglio e previa consultazione del Parlamento Europeo e del Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea. L'articolo 284.3 impone invece all'istituto di Francoforte di trasmettere al Parlamento Europeo, al Consiglio, alla Commissione ed al Consiglio Europeo una relazione annuale relativa all'attività del SEBC ed afferente alla politica monetaria dell'anno precedente e di quello in corso; a ciò si aggiunge la previsione che il presidente della BCE e gli altri membri del Comitato Esecutivo possano " [...] a richiesta del Parlamento europeo o di propria iniziativa, essere ascoltati dalle commissioni competenti del Parlamento europeo."

¹⁵² Il Parlamento Europeo ha, dopo la crisi del 2008, aumentato in modo esponenziale il ricorso ad interrogazioni nei confronti della BCE: si è passati in tal senso dalle 10 del 2009 alle 179 del 2015. Sul tema, v. R. IBRIDO, *Il controllo*, cit., p. 8.

¹⁵³ Ivi, p. 6.

secondo il punto di vista di chi scrive, è ragionevole immaginare come anche in questa circostanza il BVerfG non affonderà il morso tanto temuto, ricorrendo nella sua definitiva valutazione alla formula “*Ja, aber...*” che già in passato è stata adottata; troppe sarebbero infatti le incertezze derivanti da un ritiro della *Bundesbank* dall’attuazione del programma della BCE e la Corte tedesca, pur sempre radicata in un contesto che eviterebbe volentieri un terremoto dall’impatto difficilmente stimabile¹⁵⁴, non può che tenerne conto. Quello che la vicenda rischia però di condizionare è la formulazione di nuovi ed eventuali strumenti su base comune, meccanismi destinati ad avvicinare questa non ben definita Unione Europea al concetto di Federazione, tentando di addivenire ad un mutamento che con grande fatica le istituzioni euro-unitarie (ed alcuni Governi dei Paesi membri) stanno cercando di disegnare. In tal senso, volendo formulare un esempio, la Banca Centrale Europea potrebbe sentirsi vincolata nell’andare a strutturare un piano di acquisti straordinario ed i rappresentanti della banca centrale tedesca, unitamente ai vertici politici della Repubblica Federale, avrebbero gioco facile a trincerarsi dietro al pronunciamento del *Bundesverfassungsgericht* per evitare di implementare processi di carattere europeo che pongono in subordinazione la dimensione nazionale¹⁵⁵. Un continuo euro-attivismo del BVerfG, facilitato da un approccio decisamente “tollerante” dello stesso Tribunale nei confronti dell’ammissibilità delle *Verfassungsbeschwerde*¹⁵⁶, rappresenterebbe dunque una spada di Damocle per l’Unione Europea, un fattore di perenne incertezza che limiterebbe ogni ragionamento indirizzato ad un ulteriore sviluppo comune dei ventisette Stati membri. Da qui sorge pertanto una riflessione afferente alla posizione assunta dalla Germania nei confronti del progetto continentale, un’analisi atta a comprendere quale ruolo questo Paese sia disposto, ed intenzionato, a giocare negli anni a venire. Invero, risulta innegabile il fatto che Berlino si ponga (sotto ogni punto di vista) al centro dell’Europa e che il futuro degli altri Stati appartenenti all’UE sia strettamente legato a quanto deliberato dal *Bundestag*: la Nazione più popolosa e produttiva del continente detiene un ineludibile potere contrattuale che l’Unione monetaria, costruita su misura del sistema teutonico, non ha potuto che rafforzare¹⁵⁷. La visione di Unione Europea restituita dalla Repubblica Federale dal momento della stipula del Trattato di Maastricht resta, ad ora, fortemente

¹⁵⁴ Stando alla ricostruzione di G. SCACCIA, *Nazionalismo*, cit., chi subirebbe le maggiori ripercussioni successivamente al ritiro della *Bundesbank* dal programma PSPP sarebbe proprio la Germania: invero, in modo paradossale, verrebbero venduti in questo modo dalla banca centrale tedesca titoli quasi totalmente della Repubblica Federale e, come naturale conseguenza, si avrebbe un aumento dei tassi d’interesse sui *Bund* ed una riduzione degli *spread*.

¹⁵⁵ Analogamente, A. Mangia (in F. MASSARO, *Sentenza BCE*, cit.) afferma che «questo atteggiamento fa molto comodo al Governo tedesco. Dopo questa sentenza — come già ai tempi del Mes e della Grecia — può sedersi in Consiglio e dire: noi da qui non ci possiamo muovere perché siamo vincolati da una decisione della nostra Corte costituzionale». Interessante è in tal senso il punto di vista offerto da W. STREECK, *Staatsbildung*, cit.; secondo l’accademico infatti il Governo federale potrebbe cogliere questa circostanza per giungere ad una modificazione costituzionale che riduca il potere del BVerfG rispetto all’Unione Europea e che, di rimando, potrebbe aumentare il peso dello stesso esecutivo tedesco nei confronti dei giudici di Karlsruhe. Streeck non manca però di sottolineare come, per fare ciò, sarebbe necessario avere un ampio consenso parlamentare che, vista anche la grande reputazione del *Bundesverfassungsgericht* presso la popolazione, sarebbe difficile riuscire a conseguire.

¹⁵⁶ Sono diversi gli Autori che sostengono come il *Bundesverfassungsgericht* risulti, nel valutare l’ammissibilità delle questioni di carattere europeo, molto meno stringente al confronto delle ponderazioni afferenti a materie unicamente riconducibili al diritto interno. Si veda, fra i vari: P. FARAGUNA, *Il “sospettoso”*, cit., p. 8.

¹⁵⁷ Per una ricostruzione sul tema vedasi: A. BOLAFFI, *Cuore tedesco*, Roma, 2013.

ancorata ad una dimensione tecnocratica, un'idea di Europa che ha permesso forme di solidarietà in ambito sociale (vedasi l'importante politica d'accoglienza dei richiedenti asilo attuata in seguito alla crisi siriana) ma che non ha concesso consistenti aperture nella sfera economica, avendo cura di scongiurare rischi di condivisione del debito o forme di integrazione fiscale. È stato peraltro autorevolmente affermato che questo sarebbe d'altronde l'approccio ideologico complessivo su cui l'UE era stata concepita al momento della stipula del Trattato di Maastricht, un soggetto che avrebbe dovuto evitare investiture di carattere politico per permettere la migliore espressione possibile del mercato: il *deficit* democratico sarebbe da considerare in quest'ottica come il programma originario dell'Unione, non quindi come un incidente di percorso bensì come una diretta conseguenza della scelta di perseguire la costituzione di un'organizzazione e non di un organismo¹⁵⁸.

Quanto attualmente in fase di negoziazione su base euro-unitaria, la creazione cioè del cd. *Recovery Fund*, sarebbe in tal senso un inedito di assoluto rilievo che avrebbe necessità di essere poi seguito da un ragionamento di ampio respiro che superi l'imminenza della crisi socio-sanitaria in corso, approdando ad una logica strutturale che possa correggere le storture derivanti da un assetto mal congeniato¹⁵⁹. Il modello economico assunto come riferimento dall'Eurozona ha infatti prodotto asimmetrie sempre più marcate scatenando quanto invece ci si prefiggeva di evitare, un aumento cioè esponenziale dei debiti pubblici ed un'asfittica crescita del PIL accompagnata da livelli di disoccupazione in taluni casi troppo elevati¹⁶⁰. Le decisioni poi assunte in seguito alla crisi del 2008 hanno avuto effetti pro-ciclici che avrebbero dovuto suggerire, ad un *establishment* tedesco convinto propugnatore di politiche di *austerità*, un nefasto parallelo storico che risiede nello sfortunato periodo della Repubblica di Weimar. Il contenimento dei bilanci pubblici, il taglio dei salari ed una politica monetaria unicamente focalizzata sul contenimento dell'inflazione, sono stati infatti gli strumenti utilizzati da Heinrich Brüning e dal suo Governo nel tentativo di risollevare l'economia tedesca dalla grande crisi del '29 ed i risultati, come gli accadimenti successivi ci dovrebbero aver insegnato, sono stati decisamente negativi¹⁶¹. Quanto fatto dal cancelliere

¹⁵⁸ Netta sul tema la posizione di R. BIN, *Il processo costituente dell'Unione Europea*, in M. DOGLIANI - R. BIN - R. MARTINEZ DALMAU (a cura di), *Il potere costituente*, Napoli, 2017, pp. 53-83, il quale arriva a definire il *deficit* democratico dell'Unione Europea come la cambiale che garantirebbe le libertà del mercato. La distinzione fra organizzazione ed organismo è stata mutuata da uno scritto di Giuseppe Guarino (G. GUARINO, *Requiem per un'Europa mai nata*, 12 settembre 2015, pp. 6-7), saggio in cui viene definita la prima come un'entità assimilabile ad una macchina mentre, la seconda, ad un uomo. Secondo il punto di vista dell'ex-ministro, nella storia della Comunità (poi Unione) Europea vi sarebbero state cinque fratture: due avevano il fine di giungere alla creazione di un organismo e tre alla costituzione di un'organizzazione; nel contesto attuale, seguendo questa ricostruzione, sarebbero prevalse le tre spaccature indirizzate alla conservazione di una struttura simile ad una macchina e, dunque, pienamente tecnica e svincolata dalla politica.

¹⁵⁹ Per una coincidenza ai limiti del provvidenziale, nella complessa situazione che l'Unione sta affrontando, la presidenza di turno passa proprio alla Germania e tanto potrà essere fatto dalla Cancelleria e dai ministri tedeschi per delineare una nuova direzione per il progetto euro-unitario.

¹⁶⁰ Con riferimento al rapporto debito/PIL si prenda come riferimento un Paese come la Francia, esterno dunque ai celebri PIGS, il quale ha visto il proprio valore salire da una cifra prossima al 60% (inizio anni 2000) ad una attuale che si avvicina al 100%. Sulla disoccupazione i dati divengono particolarmente allarmanti se presa in esame quella giovanile: in Grecia si assesta sul 35%, in Spagna sul 32% ed in Italia intorno al 29%. Dati OECD.

¹⁶¹ Il Governo Brüning restò in carica dal marzo 1930 al maggio 1932 e gli effetti economici derivanti dalle politiche di austerità poste in essere portarono alla deflazione ed al crollo dei consumi, situazione che aggravò la già difficile condizione tedesca

ebbe quantomeno il merito di portare ad una riduzione dei debiti di guerra accordata da Paesi che si rendevano conto della necessità di non lasciare soffocare l'economia della Germania, situazione che in questo frangente, nonostante le passività greche ammontassero ad una somma decisamente bassa rispetto al PIL europeo, non è stata presa in considerazione. Le istituzioni della Repubblica Federale dovrebbero inoltre accogliere le osservazioni afferenti al loro esorbitante *surplus* commerciale¹⁶² e ragionare sulla possibilità che questo aspetto macro-economico, considerato a tutti gli effetti uno squilibrio da parte della Commissione Europea¹⁶³, possa rappresentare un fattore critico per la sopravvivenza dell'Eurozona. La Germania, con una quota maggiore di investimenti pubblici, potrebbe rilanciare quella domanda interna che risulta da tempo sopita ed avviare un benefico effetto a catena che interesserebbe i Paesi ad essa vicini, portando ad una riduzione dei livelli di disoccupazione e ad un nuovo innalzamento dei salari (con una probabile risalita della stagnante inflazione). D'altronde, Federico Caffè aveva già nel 1975 messo in guardia rispetto al rischio di un'Europa strutturata sul modello economico tedesco¹⁶⁴ e non sorprende che l'operato di un suo allievo, l'ex presidente della BCE Mario Draghi, abbia rappresentato per le istituzioni teutoniche un fattore problematico che è stato avvertito in ambito politico e giudiziario.

La posizione assunta dal *Bundesverfassungsgericht* sul PSPP con la sentenza del 5 maggio va dunque allineata a *Maastricht-Urteil* e *Lissabon-Urteil* e, in tal senso, necessita di essere affrontata attraverso una fase di ripensamento dell'Unione Europea che agisca parallelamente su due piani, uno interno ed uno esterno alla Repubblica Federale: diviene dunque necessario riconoscere l'ineludibilità di una progressiva integrazione europea senza cui la stessa Germania rimarrebbe isolata rispetto alle grandi potenze internazionali e, al contempo, merita d'essere superato il "metodo Monnet" e la connessa funzionalizzazione, creando un soggetto capace di rappresentare in modo effettivo ed efficace un popolo europeo che ormai è divenuto impossibile non riconoscere¹⁶⁵. Ciò era quello che l'ex-ministro degli esteri tedesco Joschka Fischer auspicava in un suo discorso presso l'Università Humboldt di Berlino nel maggio 2000, discorso che Beniamino Olivi riportò nell'introduzione del suo libro comprendendo con anticipo i rischi sottesi ad un'Unione monetaria di cui all'epoca venivano poste in risalto le virtù¹⁶⁶. L'aver lasciato sola la BCE nella gestione su base europea della crisi finanziaria è stato un errore di cui alcuni Stati membri hanno tristemente pagato le conseguenze e l'aver messo sotto accusa l'operato di Francoforte

post-1929 acuendo quel disagio sociale che, di lì a breve, sfociò nel successo elettorale del Partito Nazionalsocialista. In tal senso, v. A. BOLAFFI-P. CIOCCA, *Germania*, cit., pp. 125-128.

¹⁶² Il sopracitato libro di Stiglitz dedica una sezione apposita alla bilancia dei pagamenti tedesca, analizzando le problematiche generate dai suoi squilibri, J. E. STIGLITZ, *L'Euro*, cit., pp. 121-124.

¹⁶³ La soglia massimo tollerata dalla Commissione Europea per questo fattore è pari al 6% e, nel 2016 e nel 2017, la Germania sarebbe giunta addirittura oltre l'8% attestandosi poi su di un valore sempre superiore al 7%. Sul tema pone primaria rilevanza anche Stiglitz nel suo sopracitato libro J. E. STIGLITZ, *L'Euro*, cit., pp. 121-124.

¹⁶⁴ «Non può che sfuggire, al di là della retorica delle parole e dei messaggi, che il futuro europeo, come configurato dalla prevaricante ed economicamente obsoleta visione teutonica, non corrisponda agli ideali che mossero la costruzione comunitaria»: così, F. CAFFÈ, *Dalla interdipendenza alla dipendenza?*, in *Il Messaggero*, 3 giugno 1975.

¹⁶⁵ Con riferimento a quanto invece sostenuto dal *BVerfG* all'interno della sentenza *Maastricht*.

¹⁶⁶ Edizione del 2001. B. OLIVI, *L'Europa*, cit., pp.17-19.

pur non essendo totalmente privo di basi normative, sicuramente non ne aveva di eguali di carattere politico: invero, nella condizione d'emergenza vissuta, la Banca Centrale era nell'obbligata condizione di agire, onde evitare di condurre verso il tracollo un progetto continentale ancora troppo "giovane"¹⁶⁷. La necessità di un'accelerazione europeista diviene quindi sempre più fondamentale e l'onere dell'azione spetta soprattutto alla Germania, Paese che detiene finalmente l'opportunità di accantonare l'infausta definizione attribuitagli da Henry Kissinger: troppo grande per l'Europa e troppo piccola per il mondo¹⁶⁸.

¹⁶⁷ Si veda, sul tema: E.C. RAFFIOTTA, *Il volto*, cit., p. 228.

¹⁶⁸ Questa citazione viene richiamata dal germanista Angelo Bolaffi nel libro di A. BOLAFFI – P. CIOCCA, *Germania*, cit., p. 54.

La linea sanitaria del Meccanismo Europeo di Stabilità: né leviatano, né panacea

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La *Pandemic Crisis Support Credit Line* e le sue condizionalità. – 3. I rilievi del Presidente del Consiglio dei Ministri – 4. Conclusioni: un'elementare *check-list* per ricorrere al MES.

[Articolo pubblicato il 2 Febbraio 2021 su Osservatorio AIC]

1.Introduzione

Nel corso della conferenza stampa del 18 ottobre 2020 relativa all'emanazione di un nuovo DPCM afferente al contenimento dell'emergenza pandemica¹⁶⁹, il Presidente del Consiglio dei Ministri ha esplicitato quali siano le ragioni per cui l'Italia non abbia fatto ancora ricorso alla *cd.* linea sanitaria del Meccanismo Europeo di Stabilità¹⁷⁰ e, di rimando, ha lasciato intendere come questa eventualità debba essere considerata come un'ipotesi residuale, una strada secondaria rispetto ad altre possibili fonti di finanziamento che il nostro Paese potrebbe ricercare nel fronteggiare una contingenza socio-economica emergenziale¹⁷¹. Gli elementi portati in rilievo dal Presidente Conte nell'esprimere il punto di vista di Palazzo Chigi sono principalmente riconducibili a quanto di seguito riportato¹⁷²:

- a) I fondi derivanti dal MES sarebbero prestati e, in quanto tali, implicherebbero un innalzamento del debito pubblico che comporterebbe, per essere coperto, un taglio delle spese statali od un aumento dell'imposizione fiscale;
- b) Il risparmio di interessi fra utilizzo di risorse del Meccanismo Europeo di Stabilità ed emissione di titoli di Stato sarebbe attualmente molto contenuto e non presenterebbe pertanto un'utilità rilevante;
- c) Facendo richiesta di accesso alla *cd.* linea sanitaria del MES, il Paese si esporrebbe sui mercati ad un rischio "stigma" che potrebbe indurre ad un deterioramento del *rating* attribuito dagli investitori privati alla sostenibilità della nostra finanza pubblica (portando conseguentemente ad un aumento dei tassi d'interesse corrisposti dai titoli sovrani italiani).

Finalità della presente trattazione sarà quella di esaminare gli aspetti presentati da parte del Presidente del Consiglio dei Ministri e cercare di ponderarne la fondatezza, proponendo una prospettiva di analisi ampia sull'opportunità politica, ma anche economico-giuridica, di un ricorso italiano al Meccanismo Europeo di Stabilità. Il tutto verrà effettuato partendo da considerazioni giuspubblicistiche, per poi allargare il

¹⁶⁹ Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 18 ottobre 2020.

¹⁷⁰ Per un'analisi afferente alla genesi del Meccanismo Europeo di Stabilità, si veda A. MANGIA (a cura di), *Mes. L'Europa e il Trattato impossibile*, Brescia, 2020.

¹⁷¹ L'OCSE stima per il 2020 una caduta del PIL nazionale pari al -9,1% con una ripresa solo parziale nel corso del 2021 (+4,3%). Dati: OCSE, *OECD Economic Outlook, December 2020 – Turning hope into reality*, www.oecd.org.

¹⁷² Si veda, per una ricostruzione giornalistica della conferenza stampa sopra menzionata, A. SALA, *Conte in tv spiega il decreto Covid. "La strategia è cambiata, bisogna tutelare salute ed economia"*, in *Corriere della Sera*, 18 ottobre 2020.

ragionamento in favore di una riflessione dapprima finanziaria e successivamente comparativa, richiamando l'atteggiamento adottato da altri Paesi europei nei confronti di questo strumento. In tal senso verranno chiamati in causa gli Stati facenti parte del *cd.* gruppo dei PIIGS, tentando di

2. La *Pandemic Crisis Support Credit Line* e le sue condizionalità

Nel tentativo di strutturare in modo dettagliato un'analisi inerente alle finalità appena delineate, risulta doveroso affrontare in prima battuta la natura della *cd.* linea sanitaria del MES e trattare quali siano le condizionalità ad essa riconducibili. Invero, il Presidente del Consiglio dei Ministri nel suo discorso non ha fatto alcun riferimento alla dimensione giuridica di questo inedito strumento, seppur questo piano d'analisi sia probabilmente stato il fondamento principale su cui parte del Governo e delle forze parlamentari hanno basato la propria contrarietà all'utilizzo del Meccanismo Europeo di Stabilità.

La proposta di creazione della *Pandemic Crisis Support Credit Line* (d'ora in avanti, per brevità, PCSCL) è stata avanzata dall'Eurogruppo in data 9 aprile 2020¹⁷³ per poi venire approvata il giorno 23 dello stesso mese da parte del Consiglio Europeo¹⁷⁴ e vedere l'ufficializzazione della sua operatività il 15 maggio 2020¹⁷⁵, in seguito all'avallo del *Board of Governors* dello stesso MES. L'obiettivo perseguito dalle istituzioni europee e dai Governi dei singoli Paesi membri attraverso la creazione della PCSCL è stato reso fin da subito chiaro: sostenere a livello finanziario gli Stati dell'eurozona nel corso di una crisi sanitaria che avrebbe comportato un ampliamento della spesa pubblica mirato a contenere le inevitabili ricadute negative di carattere socio-economico. In tal senso è stata dunque predisposta un'inedita linea di credito dal potenziale valore complessivo di 240 miliardi di euro che prevede un *plafond* massimo per Paese pari al 2% del PIL registrato sul finire del 2019¹⁷⁶; uno strumento indirizzato a coprire le spese sanitarie, dirette od indirette, ingeneratesi conseguentemente al deflagrare dell'epidemia¹⁷⁷. La PCSCL è stata strutturata sulla pre-esistente *Enhanced Conditions Credit Line* (ECCL)¹⁷⁸, prevede sui prestiti ad essa riconducibili una

¹⁷³ La proposta di creazione di una *cd.* linea sanitaria del MES è stata fatta rientrare dall'Eurogruppo in un più ampio progetto di sostegno economico agli Stati membri. Si veda, in tal senso, *Report on the comprehensive economic policy response to the COVID-19 pandemic*, in www.consilium.europa.eu.

¹⁷⁴ In questa occasione si arrivò a sostenere come l'Unione Europea presentasse la necessità di predisporre un nuovo piano Marshall per superare le difficoltà poste dal diffondersi dell'epidemia ed ammodernare il proprio sistema economico (“*The European Union needs a Marshall-Plan type investment effort to fuel the recovery and modernise the economy*”). A tal proposito *A roadmap for recovery – toward a more resilient, sustainable and fair Europe*, in www.consilium.europa.eu.

¹⁷⁵ Sul tema *Meeting of the Board of Governors – 15 May 2020*, in www.esm.europa.eu.

¹⁷⁶ Nel caso italiano si ragiona pertanto di un valore massimo erogabile pari a circa 37 miliardi di euro.

¹⁷⁷ L'estensione di questa espressione (“spese sanitarie dirette od indirette”) rimane incerta anche se una definizione è stata fornita da Nicola Giammarioli, segretario generale del MES, in un'intervista rilasciata al quotidiano *La Repubblica*: “Si tratta di una possibilità di impiego molto vasta che, ad esempio, va dai vaccini alla ricerca passando per la riorganizzazione della sanità e la ristrutturazione degli ospedali, ai contributi per le case di riposo fino ad un ammodernamento del sistema sanitario sul territorio e dei medici di base”. In tal senso A. D'ARGENIO, *Giammarioli (MES): “Se l'Italia userà quel fondo né clause né austerità”*, in *La Repubblica*, 5 luglio 2020.

¹⁷⁸ La “cassetta degli attrezzi” del Meccanismo Europeo di Stabilità (*lending toolkit*) è composta da sei possibili strumenti: I) prestiti che richiedono un riaggiustamento macroeconomico (concessi in passato a Grecia, Irlanda, Cipro e Portogallo); II) acquisti di titoli di Stato sui mercati primari; III) acquisti di titoli di Stato sui mercati secondari; IV) linee di credito precauzionali; V) prestiti per la ricapitalizzazione indiretta del settore bancario (concessi in passato alla Spagna); VI) ricapitalizzazione diretta di istituti del settore finanziario. La *Pandemic Crisis Support Credit Line* è stata predisposta sul pre-

durata media massima di 10 anni ed un tasso d'interesse a debito prossimo allo zero¹⁷⁹. La richiesta di accesso a queste specifiche risorse del MES può essere presentata entro il 31 dicembre 2022 mentre la “finestra temporale” di effettivo utilizzo di questa linea è della durata di 12 mesi, con la possibilità di effettuare due rinnovi della durata di 6 mesi ciascuno. Stando ai documenti redatti dalle istituzioni europee sul tema, le uniche condizionalità previste sono quelle riportate poco sopra: utilizzare cioè i fondi ricevuti per sostenere spese legate, direttamente od indirettamente, all'ambito sanitario¹⁸⁰. In tal senso è stato pertanto delineato un percorso da seguire nel caso in cui uno Stato voglia fare ricorso alla PCSCL¹⁸¹:

- I) Dapprima dev'essere effettuata una valutazione da parte della Commissione Europea (con il supporto di BCE e MES) sulla situazione economico-finanziaria del Paese in questione. Qualora emergesse un esito favorevole in seguito a questa disamina, il *Board of Governors* del Meccanismo Europeo di Stabilità è legittimato ad avviare l'*iter* per l'erogazione delle risorse;
- II) Il *Board of Governors* viene pertanto chiamato ad avallare la richiesta del Paese membro attraverso un voto all'unanimità;
- III) La Commissione, coadiuvata dal MES, delinea con lo Stato in questione uno specifico *Pandemic Response Plan* mentre il direttore generale del Meccanismo Europeo di Stabilità prepara una proposta di *Financial Assistance Facility Agreement*;
- IV) Il *Board of Governors* del MES dà il benestare al *Pandemic Response Plan* ed alla proposta di *Financial Assistance Facility Agreement*. Successivamente il Paese membro stipula con la Commissione Europea il *Pandemic Response Plan* mentre il consiglio d'amministrazione del MES approva il *Financial Assistance Facility Agreement*;
- V) A seguito dell'erogazione delle risorse, lo Stato viene formalmente assoggettato alla *Enhanced Surveillance*, sistema di vigilanza la cui attuazione è attribuita alla Commissione Europea. Quest'ultima, alla luce della natura della PCSCL, si limita a verificare l'effettivo utilizzo dei

esistente strumento IV, prevedendo pertanto la mobilitazione di risorse afferenti a linee di credito precauzionali. Queste linee di credito possono essere di due tipologie: *Precautionary Conditioned Credit Loan* (PCCL), riservate ai Paesi aventi un quadro di finanza pubblica sostenibile e parametri di bilancio in linea con quanto fissato dai Trattati; *Enhanced Condition Credit Line* (ECCL), indirizzate agli Stati aventi un quadro di finanza pubblica sostenibile ma che non rispettano tutti i parametri di bilancio stabiliti dai Trattati. La *cd.* linea sanitaria del MES è stata pertanto costituita specificamente sulle ECCL. Si veda *Standard Facility Specific Terms for ESM Financial Assistance Facility Agreements*, www.esm.europa.eu.

¹⁷⁹ Il MES prevede per gli Stati beneficiari delle risorse della PCSCL un tasso d'interesse annuo maggiorato dello 0,1% rispetto a quanto l'istituzione sovranazionale paga sui propri titoli di debito, unitamente a ciò viene richiesta una commissione *up-front* *una tantum* dello 0,25% ed un addebito di servizio annuale pari allo 0,005%. In tal senso, stando ai negativi tassi d'interesse che attualmente il MES paga a fronte del suo elevato *rating* (triplo A di Fitch), gli Stati beneficiari della *cd.* linea sanitaria avrebbero avuto nel mese di luglio un tasso annuo a 7 anni pari a -0,26% ed uno a 10 anni pari a -0,12%. Si veda, sul tema, K.A. JANSEN-S. RUHL, *Why the Covid-19 credit line still makes sense*, in www.esm.europa.eu, 2020.

¹⁸⁰ “The only requirement to access the credit line will be that euro area member states requesting support would commit to use this credit line to support domestic financing of direct and indirect healthcare, cure and prevention related costs due to the COVID-19 crisis”, si veda *ESM's role in the European response*, in www.esm.europa.eu.

¹⁸¹ Si veda *ESM's role in the European response*, in www.esm.europa.eu.

fondi in modo conforme a quanto concordato nel *Pandemic Response Plan* senza inoltre intraprendere missioni *ad-boc* nel Paese membro.

È da sottolineare il fatto che la Commissione Europea abbia già effettuato una valutazione preventiva riguardante il quadro di bilancio di tutti i Paesi membri rilevando per ognuno di questi una complessiva sostenibilità della loro condizione finanziaria, requisito fondamentale per poter avviare la richiesta di accesso ai fondi della PCSCL¹⁸²; al contempo va chiarito come questi prestiti, al pari di tutti quelli elargiti dal MES, vengano identificati come *senior* permettendo pertanto all'istituzione europea di essere classificata come creditrice privilegiata. Permane inoltre con la *Pandemic Crisis Support Credit Line* l'*Early Warning System*, strumento avente il fine di verificare la solvibilità dello Stato che ha beneficiato delle risorse derivanti da questa linea di credito¹⁸³.

Queste ultime previsioni, dovute al fatto che nella contingenza emergenziale non vi è stata la possibilità (ed il tempo) per poter addivenire ad una riforma dei Trattati, hanno alimentato le critiche rivolte nei confronti di questo inedito strumento da parte di alcuni studiosi¹⁸⁴, i quali ravvedono nella PCSCL una fonte di rischio per la sovranità dello Stato coinvolto in questo programma. Invero, in dottrina è stato sostenuto come la *cd.* linea sanitaria del MES presenti rilevanti “effetti collaterali” che nel dibattito corrente non vengono tenuti adeguatamente in considerazione.

(1) Il primo di questi sarebbe riconducibile al fatto che, non avendo modificato in modo formale l'attuale quadro di *governance* economica, il Paese membro beneficiario dei fondi del PCSCL verrebbe sottoposto, ai sensi del *cd. Two-Pack*, ad una procedura di sorveglianza rafforzata che porterebbe nel caso italiano al

¹⁸² La Commissione Europea è stata coadiuvata in questa sua valutazione dalla BCE ed ha basato questo giudizio complessivo tenendo conto di sei elementi: I) i debiti pubblici dei diversi Paesi membri sono stati reputati sostenibili; II) è stato stimato come tutti gli Stati dovrebbero riuscire a mantenere un agevole accesso ai mercati finanziari; III) nessun Paese membro ha in corso una procedura d'infrazione per *deficit* eccessivo ai sensi dell'articolo 126 del TFUE; IV) nessuno Stato ha in corso una procedura di squilibrio eccessivo ai sensi dell'articolo 7 del Regolamento 1176/2011; V) le posizioni esterne dei Paesi dell'area euro sono state classificate come sostenibili; VI) la BCE ha concluso che non vi è evidenza di eventuali problemi sistemici di insolvenza del settore bancario dell'area euro. Si veda, in tal senso, *Pandemic Crisis Support – Eligibility Assessment*, Commissione Europea – Direzione generale affari economici e finanziari, 6 maggio 2020.

¹⁸³ L'*Early Warning System* trova il proprio fondamento giuridico nell'articolo 13.6 del Trattato MES, il quale prevede come l'istituzione sovranazionale istituisca “un idoneo sistema di avviso per garantire il tempestivo rimborso degli eventuali importi dovuti dal membro del MES nell'ambito del sostegno alla stabilità”. La procedura in questione è stata approvata dal MES il 24 marzo 2014 in seguito ad una decisione dell'Eurogruppo del 9 dicembre 2013; finalità dell'*Early Warning System* è quella di verificare in modo costante la solvibilità del soggetto verso cui è stata prestata assistenza finanziaria e, nel caso in cui si ravvedessero delle criticità, proporre meccanismi di aggiustamento atti a ripristinare la stabilità economica. Queste eventuali proposte dovrebbero essere condivise da parte della Commissione Europea e della BCE per poi venir sottoposte all'attenzione del Consiglio d'Amministrazione. Si veda, sul tema, *Safeguarding the euro in times of crisis – The inside story of ESM*, www.esm.europa.eu/publications/safeguarding-euro, 2019, 285-290.

¹⁸⁴ Si veda A. MANGIA, *Del MES, delle sue condizionalità e delle discipline in deroga. Cosa succede quando il diritto della crisi d'impresa viene applicato ai rapporti intergovernativi*, in *Rivista di Diritto Bancario – Osservatorio Diritto dell'Impresa dopo la Pandemia*, 30 aprile 2020; F. SALMONI, *L'insostenibile “leggerezza” del Meccanismo Europeo di Stabilità. La democrazia alla prova dell'emergenza pandemica*, in *Federalismi.it*, n.20/2020, 280-313; L. BACCARO, *Dietro il MES, la voglia di teleguidare l'Italia*, in *Il Fatto Quotidiano*, 8 luglio 2020.

probabile assoggettamento ad una drastica rimodulazione del quadro di finanza pubblica (alla luce dell'elevato rapporto debito/PIL)¹⁸⁵.

(2) Un secondo elemento di critica riguarda la supposta facoltà in capo al MES di poter modificare nel corso degli anni la linea di credito indirizzata allo Stato in questione; in tal modo, infatti, è stato rilevato come verrebbero di rimando modificate anche le condizioni a cui i fondi vengono erogati, con il rischio per il Paese in questione di essere sottoposto a richieste più rigide di quelle inizialmente concordate¹⁸⁶. Seguendo questa impostazione, l'istituzione sovranazionale avrebbe la facoltà di chiudere la linea di credito precedentemente concordata (mettendo lo Stato membro nella condizione di richiedere assistenza con un tipo di finanziamento più stringente) oppure, ai sensi di quanto previsto dall'articolo 14.6 del Trattato MES e dall'articolo 7.3 della *Guideline on Precautionary Financial Assistance*, di decidere unilateralmente in merito alla modifica dello strumento adottato, subordinando l'erogazione delle risorse a quella che potrebbe essere una richiesta di aggiustamento macroeconomico.

(3) Infine, è stato in messo in dubbio come, seguendo quanto enucleato dall'articolo 136.3 del TFUE¹⁸⁷, possa essere offerta ad uno Stato membro assistenza finanziaria attraverso il Meccanismo Europeo di Stabilità senza imporre “rigorose condizionalità” di carattere macroeconomico¹⁸⁸. In tal senso, infatti, è

¹⁸⁵ Cfr. A. MANGIA, *Del MES*, cit., 3-7. L'Autore in questo scritto sottolinea come, nei confronti dello Stato beneficiario dei fondi del MES, possano essere rivolte unicamente delle raccomandazioni tese ad indirizzarne la politica di bilancio ma, al contempo, paragona il rapporto di forza presente fra Paese membro ed Unione Europea come quello in essere fra contraente debole e contraente forte; in tal senso dunque l'avvio di una procedura di vigilanza rafforzata porta *de facto* ad una cessione di sovranità che lascia un limitato potere discrezionale allo Stato coinvolto il quale, vista anche la dipendenza finanziaria rispetto alla BCE, non è nelle condizioni di poter rifiutare le raccomandazioni indirizzategli dalle istituzioni europee.

¹⁸⁶ Sul tema F. SALMONI, *L'insostenibile*, cit., 304-307. L'Autrice, trattando della possibilità per il MES di poter modificare in modo unilaterale la linea di credito accordata allo Stato membro dopo che questo sia già stato beneficiario di una *tranche* di fondi, porta in rilievo sia la facoltà in capo all'istituzione sovranazionale di cessare il finanziamento precedentemente accordato (“mettendo il Paese beneficiario nelle condizioni di richiedere un prestito *ex art.16* Trattato MES”), sia quella di attivare quanto previsto dall'articolo 14.6 del Trattato MES e dall'articolo 7.3 della *Guideline on Precautionary Financial Assistance*: “[...]il MES potrà decidere, anche in questo caso unilateralmente (sempre sulla base degli *assessment* della Commissione UE) di cambiare la linea di credito accordata, nell'ipotesi migliore modificandone le condizionalità e prevedendone di più rigorose, oppure decidendo che sia necessaria un'altra forma di assistenza finanziaria, che, anche in questo caso, non potrà che essere il prestito puro, con il che ricadiamo nell'ipotesi precedente della obbligatorietà di un aggiustamento macroeconomico ad esso collegato”. M. DANI ed A. J. JIMENEZ (*Le condizionalità all'incrocio tra MES e Two-Pack*, in A. MANGIA (a cura di), *Mes. L'Europa*, cit., 76-77) sono giunti a sostenere come, ai sensi dell'articolo 7.5 del Regolamento n. 472/2013, il Consiglio possa modificare *ad libitum* le condizioni del prestito nelle fasi successive all'erogazione della prima *tranche* di fondi. Quest'ultima osservazione merita già qui in nota di essere respinta in quanto l'articolo 7 del sopramenzionato Regolamento, alla luce di quanto riportato al suo paragrafo 12, “non si applica agli strumenti per la fornitura di assistenza finanziaria fornita a titolo precauzionale e, ai prestiti per la ricapitalizzazione degli istituti finanziari o a qualunque nuovo strumento finanziario del MES, per il quale le norme del MES non prevedono un programma di aggiustamento macroeconomico”. In tal senso, dunque, la PCSCL è esentata da quanto sostenuto dai due Autori.

¹⁸⁷ “Gli Stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità”. L'articolo 136.3 del TFUE è stato introdotto nel 2011 attraverso l'attivazione della procedura di revisione semplificata contemplata dall'articolo 48.6 TFUE; sul tema F. DONATI, *Crisi dell'euro, governance economica e democrazia nell'Unione Europea*, in *Rivista AIC*, n.2/2013.

¹⁸⁸ Cfr. F. SALMONI, *L'insostenibile*, cit., 301-304. Secondo l'Autrice, il MES non può erogare finanziamenti con “finalità puramente umanitaria” in quanto la funzione svolta da questa istituzione sovranazionale dev'essere “solo ed esclusivamente quella di salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme, di garantirne la stabilità finanziaria”. In tal senso affermare come possa esistere una linea sanitaria priva di condizionalità economiche risulterebbe dunque fuorviante, oltre che scorretto da un punto di vista giuridico “giacché ogni attivazione del MES diversa da quella prevista dalle norme che lo disciplinano

stato sostenuto come il MES venne concepito con la primaria finalità di garantire la stabilità finanziaria dell'eurozona e, in quest'ottica, un eventuale intervento svincolato dalla richiesta di correzioni del quadro di bilancio statale dovrebbe essere quindi classificato come atto *ultra vires* o carenza/sviamento di potere.

Tutte queste considerazioni vengono inoltre avvalorate da una valutazione tesa a ridimensionare il peso sostanziale della lettera indirizzata dai commissari europei Gentiloni e Dombrovskis all'Eurogruppo¹⁸⁹: questa *cd.* linea sanitaria si struttura infatti su di un impianto normativo, in buona parte esterno ai Trattati euro-unitari, che non ha subito variazioni e che dunque porterebbe ad identificare le parole scritte in quella missiva come una serie di buoni propositi non aventi alcuna valenza giuridica¹⁹⁰. La *Pandemic Crisis Support Credit Line* potrebbe in sintesi tramutarsi nel cavallo di Troia con cui l'Unione Europea avrebbe modo di porre le mani sul bilancio degli Stati dell'eurozona finanziariamente meno virtuosi, strumento con cui la sovranità di un Paese come l'Italia potrebbe risultare pertanto drasticamente limitata.

configura un *ultra vires* o una carenza/sviamento di potere, secondo gli schemi del diritto pubblico". L'Autrice rafforza inoltre la propria valutazione ponendosi la seguente domanda: "Sarebbe mai possibile immaginare un istituto di credito che fa un prestito e non pone delle condizioni per la sua restituzione? La domanda è retorica e la risposta ovvia: no". Con riferimento ai primi rilievi presentati da Salmoni si dirà in modo più approfondito nelle pagine successive mentre, in merito al quesito riportato poco sopra, conviene soffermarsi a replicare nella presente nota. Invero, per lo scrivente la domanda non risulta retorica dato che non è automatico il fatto che un istituto di credito, a fronte di un prestito elargito in favore di un'azienda, ne vada a condizionare l'operatività: ad eccezione dei casi in cui il soggetto beneficiario del finanziamento si trovi in una condizione economica assai precaria (e non abbia possibilità di ricorrere facilmente all'indebitamento), è infatti decisamente infrequente il fatto che una banca indirizzi le scelte strategiche adottate dalla società che ha beneficiato di un credito. Sussiste sì un'interlocuzione costante ma, nel caso in cui il debitore riesca a far fronte in modo puntuale agli oneri finanziari assunti in fase iniziale, l'istituto di credito non interviene nella pianificazione industriale condizionando l'operato dell'azienda. Non a caso, storicamente, le banche che volevano intervenire nelle scelte strategiche delle società finanziate acquisivano anche quote societarie in modo da poter esprimere la propria volontà nel consiglio di amministrazione e non si limitavano a mantenere il semplice *status* di creditore (modello tipicamente tedesco).

¹⁸⁹ La lettera è stata redatta in data 7 maggio 2020 e, nello specifico, è stata indirizzata al presidente dell'Eurogruppo. La missiva era incentrata sulla *cd.* linea sanitaria del MES e prevedeva principalmente quanto di seguito riportato: (I) la Commissione avrebbe incentrato la propria vigilanza unicamente sul fatto che i fondi venissero utilizzati per coprire spese legate, in modo diretto od indiretto, all'ambito sanitario; (II) non vi sarebbe stato margine per attivare quanto previsto dagli articoli 3.3 e 3.4 del Reg. 472/2013 (articoli incentrati sugli oneri in capo allo Stato assoggettato ad una *Enhanced Surveillance*); (III) la Commissione, sempre nel quadro della procedure di sorveglianza rafforzata, non avrebbe effettuato visite *ad hoc* nello Stato beneficiario delle risorse della PCSC; (IV) i due commissari prevedevano inoltre di non attivare l'articolo 3.7 del Reg. 472/2013 e, al contempo, di non applicare quanto previsto dall'articolo 7 del medesimo Regolamento (riferito ai programmi di aggiustamento macroeconomico); (V) la Commissione sosteneva infine di non aver margine in questo quadro complessivo di attivare gli articoli 14.2 e 14.4 del Reg. 472/2013, aventi rispettivamente ad oggetto la sorveglianza post-programma e la facoltà in capo al Consiglio, su proposta della Commissione, di emanare raccomandazioni afferenti a misure correttive verso lo Stato beneficiario. Si veda www.consilium.europa.eu/media/43823/letter-to-peg.pdf.

¹⁹⁰ Di questo parere è Mangia (si veda F. FERRAÙ, *Per soli 37 miliardi l'Italia finisce in mano a una banca del Lussemburgo – intervista ad Alessandro Mangia*, in *Il Sussidario.net*, 9 maggio 2020) il quale si esprime sulla missiva dei due commissari in tal senso: "L'ottima lettera di Gentiloni e Dombrovskis esprime solo la posizione della Commissione al presidente dell'Eurogruppo. E non ha nessun valore formale [...] È solo un auspicio e un indirizzo politico. Che pone enormi problemi giuridici. Se il Reg. 472/2013 è in vigore – e prevede sorveglianza rafforzata prima, e *troika* poi – cambia qualcosa la lettera di Dombrovskis e Gentiloni? È un segnale ed un atto di intelligenza, se l'ho ben capita. Ma giuridicamente non vuol dire niente. E quindi, al momento, non è niente".

Per quanto, a prescindere dal tema, condividiamo la necessità di addivenire ad una riforma organica della *governance* economica europea¹⁹¹, a nostro avviso la visione testé esposta non appare accettabile per le ragioni di seguito indicate, peraltro sulla scorta di osservazioni già avanzate da altra parte della dottrina¹⁹².

(1) In primo luogo, seguendo l'ordine dei rilievi riportati poco sopra, conviene partire nell'analisi dalla questione della vigilanza rafforzata. Risulta infatti innegabile come il Paese richiedente le risorse della PCSCCL debba essere sottoposto ad *Enhanced Surveillance* vista la previsione, esposta dall'articolo 2.3 del Regolamento 472/2013, di contemplare questa condizionalità nel caso in cui si faccia ricorso ad una ECCL. Altrettanto innegabile è però il fatto che le istituzioni europee non abbiano necessità che un Paese faccia ricorso al MES per attivare questa sorveglianza rafforzata: invero, stando a quanto previsto complessivamente dal sopramenzionato articolo 2 del Reg. 472/2013, la Commissione Europea può avviare una *Enhanced Surveillance* in modo ampiamente discrezionale alla luce di una presunta instabilità finanziaria dello Stato in questione. Pertanto, come giustamente rilevato in dottrina, qualora si volesse perseguire da parte dell'Unione Europea una logica sanzionatoria nei confronti dell'Italia non vi sarebbe bisogno di attendere l'intervento del Meccanismo Europeo di Stabilità ma sarebbe sufficiente operare sulla scorta di quanto previsto dal *cd. Two-Pack*¹⁹³.

Oltretutto, diviene doveroso ridimensionare gli effetti negativi legati a questa previsione; per quanto la vigilanza rafforzata possa portare su di un Paese l'attenzione dei mercati internazionali, va infatti sottolineato come la Commissione Europea possa al massimo giungere a redigere raccomandazioni che lo Stato membro, vista la natura dell'atto giuridico in questione, non è tenuto a seguire in modo vincolante.

Va, infine, ricordato su questo tema come l'Unione Europea abbia ripetutamente sostenuto la propria scelta di non porre in essere per la PCSCCL l'ordinaria *Enhanced Surveillance*, optando invece per un approccio decisamente meno impattante che non prevede, per esempio, visite *ad-hoc* nel Paese in questione¹⁹⁴. Queste dichiarazioni, oltre che essere impregnate di una non trascurabile valenza politica, non sono in realtà prive anche di un valore giuridico: invero, una lettera come quella scritta dai commissari Gentiloni e Dombrovskis potrebbe essere classificata come un atto atipico che delimita la discrezionalità

¹⁹¹ Risulta in tal senso condivisibile quando sostenuto da Mangia (si veda F. FERRAÙ, *L'Italia è senza alleati nella guerra dei Trattati – intervista ad Alessandro Mangia*, in *Il Sussidiario.net*, 18 novembre 2020), il quale sostiene come al termine della pandemia i Trattati risulteranno completamente svincolati dalla realtà e, se non si vorrà ricadere nel lacunoso quadro di *governance* economica disegnato nel corso della crisi dei debiti sovrani, sarà necessario addivenire ad una robusta riforma dell'impianto giuridico europeo.

¹⁹² In tal senso A. CASCAVILLA – G. GALLI, *Q&A sul MES*, in *Osservatorio sui conti pubblici italiani*, osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-qa-sul-mes, 30 aprile 2020; P. MANZINI, *La Trojka che non verrà*, in *La Voce.info*, 15 maggio 2020; M. LOSSANI, *MES, Dalla proposta di riforma alla nuova linea di credito per spese sanitarie*, in *Osservatorio Monetario*, n.2/2020, 36-40.

¹⁹³ Cfr. A. CASCAVILLA - G. GALLI, *Q&A*, cit., 2-4.

¹⁹⁴ Si veda in tal senso la nota numero 189.

spettante ad un'istituzione e che dunque, in una (improbabile) vertenza dinnanzi alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, potrebbe avere un suo peso¹⁹⁵.

(2) Con riferimento, invece, al secondo rilievo critico, la facoltà cioè in capo al Meccanismo Europeo di Stabilità di poter modificare nel corso del programma la linea di credito e dunque le condizionalità imposte al Paese membro, bisogna effettuare un ragionamento di carattere differente.

Come sottolineato in dottrina¹⁹⁶, l'articolo 14.6 del Trattato MES darebbe potere al consiglio di amministrazione dell'istituzione sovranazionale di poter effettuare una valutazione sull'adeguatezza della linea di credito in vigore e di deliberare di comune accordo, nel caso in cui l'esito della disamina fosse negativo, l'adozione di un'altra forma di assistenza finanziaria. Questa previsione, che non trova unanimità di vedute anche fra coloro i quali hanno espresso un parere critico nei confronti della *cd.* linea sanitaria¹⁹⁷, potrebbe rappresentare una potenziale fonte di criticità per la PCSC. Tuttavia, possono essere avanzate diverse considerazioni che valgono a ridimensionare la rischiosità connessa all'utilizzo di queste risorse. Invero, come affermato poco sopra, non sussiste univocità nell'affermare la valenza di questa previsione e, per andare incontro all'eventualità sopra delineata, sarebbe necessario per il nostro Paese sperimentare un'importante fase di deterioramento del proprio quadro di finanza pubblica che, appena pochi mesi fa, è stato invece reputato sostenibile da parte della Commissione Europea: per quanto infatti il nostro rapporto debito/PIL presenti un valore ben distante da quanto previsto nei Trattati - e con la pandemia sicuramente questo dato non vedrà un miglioramento¹⁹⁸ - va considerato come l'Italia riesca comunque a finanziarsi agevolmente sui mercati (grazie anche all'operato della BCE¹⁹⁹) e come i

¹⁹⁵ Sul tema A. DI PASCALE, *Gli atti atipici nel sistema delle fonti del diritto dell'Unione Europea*, Milano, 2017, 154-163. Questa categoria di atti, considerabile come una ramificazione degli atti atipici interpretativi, "ha lo scopo di consentire una migliore applicazione delle norme di diritto UE, con una stretta correlazione funzionale con gli atti atipici. Tramite essi, la Commissione stabilisce le condizioni da soddisfare in vista dell'eventuale successiva adozione di un atto tipico"; inoltre "questi atti, che possono assumere diverse denominazioni quali linee guida, lettere destinate all'insieme degli Stati membri, comunicazioni, sono emessi soprattutto dalla Commissione [...] appaiono assimilabili alle circolari amministrative adottate nell'ordinamento interno per definire la linea di condotta che dovrà poi essere seguita per l'adozione di determinate decisioni". Va infine sottolineato come "la legittimità di tali iniziative è stata, comunque, implicitamente riconosciuta dalla Corte con una copiosa e costante giurisprudenza che, per l'esercizio di poteri discrezionali spettanti alle istituzioni, ha ammesso la possibilità che queste si impongano indirizzi mediante atti non previsti all'art. 288 TFUE".

¹⁹⁶ In tal senso F. SALMONI, *L'insostenibile*, cit., 304-305.

¹⁹⁷ Cfr. L. BACCARO, *Dietro il*, cit. Secondo l'Autore la lettera dei due commissari europei disattiverebbe l'articolo 14.4 del Reg. 472/2013, vietando dunque ogni possibilità di imporre l'entrata in un programma di aggiustamento macroeconomico agli Stati beneficiari della *cd.* linea sanitaria. Baccaro ravvede invece nella PCSC criticità riconducibili ad una dimensione politica: nel caso in cui la Commissione dovesse infatti raccomandare in futuro delle rimodulazioni di bilancio ad un Paese come l'Italia, vi sarebbe il rischio che si moltiplicassero "gli appelli «a fare presto», e sarebbe molto difficile per il governo italiano, vecchio o nuovo che sia, ignorare l'invito".

¹⁹⁸ La Commissione Europea, con riferimento al 2020, prevede per l'Italia un rapporto debito/PIL pari al 159,6% (nel 2019 era invece al 134,7%). Si veda *European Economic Forecast. Autumn 2020, Institutional Paper n.136*, novembre 2020.

¹⁹⁹ Risulta infatti doveroso sottolineare come la Banca Centrale Europea, per mezzo dei programmi *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) e *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), abbia un ruolo fondamentale nel sostenere la domanda di titoli di Stato dei Paesi dell'eurozona maggiormente esposti sui mercati finanziari (visto anche il fatto che, con il soprannominato PEPP, l'Istituto di Francoforte si riserva la possibilità di derogare alla regola della *capital key*). Si veda M. DEMERTZIS - M. DOMINGUEZ-JIMENEZ, *Monetary Policy in the time of COVID-19, or How Uncertainty is Here to Stay*, in *Monetary Dialogue Papers – European Parliament*, novembre 2020. Su questo tema Baccaro (cfr. L. BACCARO, *Dietro*, cit.) ha sollevato alcune criticità sottese ad un eventuale ricorso al MES: secondo il punto di vista del direttore del Max Planck Institute, sarà infatti inevitabile per la BCE normalizzare nel futuro la propria politica monetaria e, in quest'ottica, è ragionevole aspettarsi

nostri conti pubblici non presentino criticità molto più rilevanti di quelle mostrate da altri importanti Paesi dell'Unione²⁰⁰.

Vanno inoltre tenute in conto nell'analisi in oggetto altre non trascurabili considerazioni.

La prima di queste è riconducibile all'insieme dei soggetti che, stando al sopracitato articolo 14.6 del Trattato MES, vanno coinvolti per portare avanti questa tipologia di procedura: invero, la decisione del consiglio di amministrazione va assunta attraverso un comune accordo²⁰¹ che richiede d'essere espresso sulla base di una valutazione effettuata dalla Commissione Europea di concerto con la BCE. Si coglie dunque a tal proposito l'ampio consenso che dev'essere conseguito per addivenire ad un mutamento della linea di credito in questione e l'evidente complessità, anche politica, di allineare tanti e differenti punti di vista.

Inoltre, un'ulteriore rilevante considerazione da portare in rilievo con riferimento a questa procedura, riguarda la facoltà in capo allo Stato al centro di questa valutazione di poter adire, ai sensi dell'articolo 37.3 del Trattato MES, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea. Qualora infatti il Paese membro dovesse ravvedere una violazione di quanto previsto dai Trattati e dell'accordo stipulato in fase iniziale con il Meccanismo Europeo di Stabilità, i giudici del Lussemburgo potrebbero essere interpellati ad esprimersi sulla questione; in tal senso dovrebbero tenere in conto anche atti atipici come la sopramenzionata lettera redatta dai due commissari europei²⁰².

Va infine riportata un'opzione ovvia, ma non sempre considerata nel dibattito corrente, in capo allo Stato beneficiario della *ad. linea* sanitaria: nel caso in cui le condizioni concordate potessero rischiare di mutare in maniera impropria, il Paese in questione potrebbe raccogliere risorse (per esempio attraverso l'emissione di obbligazioni) con cui avviare l'*iter* finalizzato a rimborsare anticipatamente il debito contratto con il MES. D'altronde già la Spagna ed il Portogallo hanno provveduto a pagamenti anticipati

un aumento dei tassi d'interesse italiani che potrebbe comportare la richiesta della Commissione di implementare programmi di aggiustamento macroeconomico. Secondo lo scrivente questa osservazione non va però semplicemente rivolta nei confronti della PCSCL ma, più in generale, nei confronti di tutto l'attuale quadro di *governance* economica europea; in tal senso questo problema si presenterebbe dunque anche nel caso in cui il nostro Paese non facesse ricorso al MES. Va inoltre considerato in questa analisi come, stando alle previsioni della stessa BCE, il tasso d'inflazione rimarrà negli anni a venire ben al di sotto di quel 2% che rappresenta il *target* dell'Istituto di Francoforte e che, poche settimane fa, la presidentessa Lagarde abbia paventato l'avvio di una valutazione tesa a rivedere (verso l'alto) questo valore. Si veda, sul tema, *The monetary policy strategy review: some preliminary considerations – speech by Christine Lagarde at “The ECB and Its Watchers XXI” conference*, www.ecb.europa.eu.

²⁰⁰ Le previsioni della Commissione Europea per l'anno 2020 indicano un rapporto debito/PIL al 115,9% per la Francia; sul medesimo anno si stima un 120,3% per la Spagna, un 117,7% per il Belgio, un 135,1% per il Portogallo ed un 207,1% per la Grecia. Si veda *European Economic Forecast. Autumn 2020, Institutional Paper* n.136, novembre 2020.

²⁰¹ Ai sensi dell'articolo 4.3 del Trattato MES si afferma come il “comune accordo” richieda “l'unanimità dei membri partecipanti alla votazione” e che le astensioni non ostino “all'adozione di una decisione di comune accordo”. Si potrebbe derogare a questa previsione solo nei casi in cui, seguendo quanto indicato dall'articolo 4.4 del sopramenzionato Trattato, si venga a creare una situazione che minaccerebbe la stabilità della zona euro. Quest'ultima procedura, definita “di urgenza”, richiede una valutazione preventiva da parte di BCE e Commissione Europea ed una votazione a maggioranza qualificata (85% dei voti espressi) del Consiglio dei Governatori e del Consiglio di Amministrazione del Meccanismo Europeo di Stabilità.

²⁰² Cascavilla e Galli (si veda A. CASCAVILLA - G. GALLI, *Q&A*, cit.) richiamano sul tema la possibilità di far valere anche il risalente, ma sempre valido, principio giuridico del *pacta sunt servanda*.

del debito contratto nei confronti dell'istituzione sovranazionale ed hanno portato avanti questa loro iniziativa grazie all'avallo fornito nei loro confronti da parte del consiglio d'amministrazione²⁰³; sarebbe in quest'ottica rilevante per lo Stato membro interessato ad accedere alle risorse della *cd.* linea sanitaria aver cura di prevedere in maniera esplicita questa possibilità nel *Financial Assistance Facility Agreement*.

(3) Concentrandoci infine sul terzo rilievo, quello cioè riconducibile a quanto previsto dall'articolo 136.3 del TFUE, riteniamo di non poter convenire con quella parte di dottrina che sostiene l'impossibilità di concordare fra Stato membro e MES eventuali condizionalità non riconducibili ad un aggiustamento macroeconomico. In tal senso va infatti riportato come già in passato la Spagna non sia stata assoggettata ad alcun tipo di ristrutturazione forzata del proprio quadro di finanza pubblica²⁰⁴ e, soprattutto, va sottolineato quanto enunciato dall'articolo 12.1 del Trattato MES, ai sensi del quale «il MES può fornire a un proprio membro un sostegno alla stabilità, sulla base di condizioni rigorose commisurate allo strumento di assistenza finanziaria scelto. Tali condizioni possono spaziare da un programma di correzioni macroeconomiche al rispetto costante di condizioni di ammissibilità predefinite». In questa circostanza pare dunque più che ragionevole, almeno secondo il punto di vista di chi scrive, che il “vincolo sanitario” rientri a pieno diritto all'interno delle “condizioni di ammissibilità predefinite” enunciate poco sopra.

In sintesi, alla luce delle riflessioni finora esposte, pensiamo si possa concludere che la PCSCL non presenti dal punto di vista giuridico controindicazioni di rilievo e che le criticità sopra descritte siano più in generale riconducibili ad un quadro di *governance* economica europea che sussiste a prescindere dal MES.

Da ultimo, qualora permanesse ancora una qualche perplessità in merito a questa affermazione, conviene riportare una valutazione di carattere politico: è infatti improbabile che l'Unione Europea voglia cogliere questa occasione per imporre all'Italia una drastica cessione di sovranità al fine di costringerla ad un netto taglio del proprio bilancio statale. Questo lo si afferma alla luce di tre elementi che trovano il proprio fondamento negli anni intercorsi fra la crisi dei debiti sovrani e l'attuale emergenza pandemica.

Il primo elemento che avvalorata la nostra affermazione è collegato all'ormai diffusa convinzione della necessità di superare la *cd. austerità*: le dichiarazioni rilasciate dalle istituzioni europee in tal senso sono

²⁰³ La Spagna, che dal 2012 ha beneficiato di risorse del MES per andare a ricapitalizzare il proprio sistema bancario, ha effettuato a partire dal 2014 ben nove pagamenti volontari anticipati mentre, il Portogallo, ha effettuato un rimborso volontario al Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (FESF). Si veda, sul tema, www.esm.europa.eu/assistance/spain e www.esm.europa.eu/assistance/portugal.

²⁰⁴ Invero, il Paese iberico ha fatto ricorso alla linea di credito indirizzata alla ricapitalizzazione indiretta del settore bancario per un totale di 41,3 miliardi di euro ma, vista la natura giuridica dello strumento utilizzato, non è stato assoggettato ad alcun tipo di ristrutturazione automatica del proprio quadro di finanza pubblica. A tal proposito *Safeguarding the euro in times of crisis – the inside story of the ESM*, novembre 2019, 213-228.

state innumerevoli²⁰⁵ e la messa a punto del *Next Generation EU*²⁰⁶ ne è la dimostrazione pratica. Imporre all'Italia draconiane politiche di spesa in una fase contraddistinta da una severa recessione economica risulterebbe pertanto contrario alla logica perseguita dall'Unione sin dalle prime fasi di questa epidemia e non porterebbe altro che conseguenze negative affini a quelle palesatesi in seguito alla crisi dei debiti sovrani.

Un secondo argomento è invece riconducibile ad una logica che potremmo definire comparativa: invero, in seguito al deflagrare della pandemia, non sono più solo i *ad. PIIGS*²⁰⁷ a presentare un rapporto debito/PIL distante da quanto stabilito dai Trattati bensì ormai più della metà della popolazione facente parte dell'eurozona è distribuita in Stati che superano largamente (quasi raddoppiandolo) il 60% stabilito ai tempi di Maastricht²⁰⁸. Con l'avvio quindi nei confronti del nostro Paese di una procedura atta a rimodulare il bilancio statale, si verrebbe ad ingenerare un inevitabile effetto domino che interesserebbe anche altre Nazioni del continente²⁰⁹; un'autentica valanga che farebbe sconfinare l'Europa in una depressione economica affine a quella sperimentata negli anni '30 del secolo passato.

²⁰⁵ La presa di posizione più rilevante può essere considerata quella assunta dalla presidentessa della BCE Lagarde, la quale ha auspicato una revisione del Patto di Stabilità e Crescita prima che questo venga rimesso in vigore. Cfr. F. FUBINI, *Lagarde (BCE) "il patto di stabilità va rivisto prima che rientri in vigore"*, in *Corriere della Sera*, 18 maggio 2020.

²⁰⁶ Il *Next Generation EU*, denominato solitamente *Recovery Fund*, è un progetto avallato dal Consiglio Europeo del 17-21 luglio con cui l'Unione Europea si prefigge di creare una prima forma di mutualizzazione delle passività. Questo strumento, non ancora approvato in maniera definitiva e strutturato sul Quadro Finanziario Pluriennale 2021-2027, prevede infatti la raccolta di 750 miliardi di euro attraverso l'emissione di obbligazioni euro-unitarie; risorse da distribuire in modo proporzionale fra i Paesi membri in base ai danni subiti dalla pandemia. In tal senso l'Italia, come la Spagna, avrà dunque un rilevante beneficio netto mentre un Paese come la Germania avrà una "bilancia" negativa. Si veda *Conclusioni del Consiglio Europeo – 17-21 luglio 2020*, www.consilium.europa.eu.

²⁰⁷ Con l'espressione "PIIGS", come noto, si è soliti fare riferimento ai Paesi che, in seguito alla crisi dei debiti sovrani, presentavano un quadro di finanza pubblica distante da quanto previsto nei Trattati: Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna. Ad onor del vero l'Irlanda, nella condizione attuale, non presenta più criticità riconducibili al proprio rapporto debito/PIL (nel 2019 al 57,4%) anche se, questo valore, viene considerato falsato dalla "presenza fiscale" di importanti multinazionali. In tal senso, Paul Krugman ha coniato con riferimento alla situazione irlandese l'espressione "*Leprechaun Economics*" ("economia dei folletti"). Si veda P. KRUGMAN, *Leprechaun Economics, with numbers*, in *The New York Times*, 9 novembre 2017.

²⁰⁸ Si veda la nota 200.

²⁰⁹ L'effetto domino potrebbe non avere luogo solo nel caso in cui le istituzioni europee volessero perseguire specificamente una logica sanzionatoria nei confronti dell'Italia ma, in questo scritto, questa ipotesi non viene presa neppure in considerazione. Invero, secondo il nostro punto di vista non risulta accettabile l'ipotesi di un'Unione Europea strutturata con il fine di depauperare la nostra Nazione in favore di altri Stati (in questa narrazione viene sovente chiamata in causa la Germania): per quanto, infatti, la struttura euro-unitaria abbia alla sua base delle storture che hanno talvolta sfavorito l'Italia, si pensi all'esistenza di un diffuso *dumping* fiscale interno all'UE od alla rigidità del *ad. Fiscal Compact*, è innegabile come le istituzioni dell'Unione abbiano sempre operato sulla scorta di quanto previsto dai Trattati (stipulati dal nostro Paese) e che spesso abbiano agito cercando di sostenere gli Stati che scontano maggiormente le carenze delle norme giuridiche europee (è sufficiente richiamare la costituzione del PSPP da parte della BCE od il più recente *Next Generation EU*). Inoltre, va portato in rilievo il fatto che il nostro Stato è ampiamente rappresentato all'interno della Commissione, del Parlamento Europeo e della Banca Centrale, esprimendo figure apicali che rappresentano per il nostro Paese un'importante garanzia di tutela dei nostri interessi nelle decisioni di rilievo assunte dall'UE (si pensi all'attuale presidenza del PE, al commissario per gli affari economici e monetari od alla composizione del Comitato Esecutivo della BCE). Infine, va considerato un elemento sovente trascurato nel dibattito nostrano: l'Unione Europea, ed anche i *ad. Paesi virtuosi* che la compongono, ha tutto l'interesse a sostenere l'Italia vista l'importanza che il nostro Stato ha nella dinamica continentale (si considerino, per esempio, il nostro peso demografico ed economico); un'Italia più fragile comporterebbe infatti un drastico indebolimento dell'UE su scala internazionale che, è ragionevole affermare, anche i *ad. falchi* presenti nell'UE preferirebbero evitare.

Conseguentemente, e qui si presenta il terzo dei fattori sopra menzionati, si formerebbe con ogni probabilità anche una nuova ondata di euro-scetticismo²¹⁰ che, nel caso in cui nascesse da un “tradimento” delle condizionalità della *cd.* linea sanitaria del MES, verrebbe ad assumere dimensioni largamente superiori rispetto a quelle manifestatesi nel corso dell’ultimo decennio. È dunque ragionevole affermare come le istituzioni europee non abbiano interesse a dar nuovo vigore ad una corrente ideologica che ha messo a repentaglio l’esistenza stessa dell’Unione Europea e conseguentemente è logico concludere che è assai improbabile che la PCSCCL, concepita con finalità e condizioni ben definite, vada ad assumere connotati differenti rispetto a quelli ripetutamente descritti da parte dei commissari europei e dai vertici dello stesso Meccanismo Europeo di Stabilità.

3. I rilievi del Presidente del Consiglio dei Ministri

Dopo aver analizzato la dimensione giuridica della *cd.* linea sanitaria del MES, diviene doveroso focalizzarsi sui contenuti esposti dal Presidente del Consiglio dei Ministri nel corso della sua conferenza stampa del 18 ottobre 2020, da cui abbiamo preso le mosse. In tal senso, i seguenti paragrafi si articoleranno come di seguito riportato:

- 1) dapprima, verrà effettuata una riflessione sulle possibili strade che il nostro Paese potrebbe seguire nell’andare a rimborsare i fondi ricevuti da parte del Meccanismo Europeo di Stabilità;
- 2) successivamente, si concentrerà l’attenzione sull’utilità economica derivante dall’eventuale utilizzo della PCSCCL eseguendo un parallelo con i tassi d’interesse dei titoli di stato italiani collocati sui mercati finanziari;
- 3) infine, si analizzerà il *cd.* rischio stigma evocato dal Presidente del Consiglio dei Ministri con riferimento all’utilizzo dei fondi del MES.

3.1 La copertura dei fondi ricevuti dal MES

Il Presidente Conte, pronunciandosi sulla futura copertura dei fondi ricevuti dall’istituzione sovranazionale, ha impostato il proprio ragionamento partendo da un presupposto: le risorse del MES sarebbero erogate sotto forma di prestiti e, in quanto tali, comporterebbero un aumento del debito pubblico. Alla luce di questo innalzamento delle passività, lo Stato avrebbe dunque modo di agire seguendo due differenti approcci: aumentare la tassazione o ridurre la spesa pubblica. Il Presidente del Consiglio dei Ministri ha pertanto tolto dal ventaglio delle opzioni possibili quella di accettare un consolidamento del debito nazionale su livelli più elevati rispetto a quelli *ante*-MES in quanto, stando alle sue parole, vi è l’esigenza di contenere il *deficit* statale. Quest’ultimo punto rappresenta l’elemento sui cui andare a strutturare la nostra riflessione che, va premesso fin d’ora, risulterà sulla tematica in oggetto

²¹⁰ Si veda, in tema di euro-scetticismo, P.R. GRAZIANO - M. ALMAGISTI, *Dall’euroentusiasmo all’euroscetticismo: culture politiche e integrazione Europea dopo Maastricht*, in *Ventesimo Secolo: rivista di studi sulle transizioni*, n. 2, 2019.

piuttosto rapida. Invero, il ragionamento del Presidente Conte risulta formalmente ineccepibile dato che la ricostruzione da egli effettuata è perfettamente lineare. La scelta di non consolidare il debito pubblico su livelli più elevati rispetto a quelli correnti può infatti essere collegata ad una visione politica (quella cioè di non gravare le future generazioni di elevate passività) ma, al contempo, va anche ricondotta al fatto che l'Italia è inserita in un quadro di *governance* economica ben determinato che, fra le varie cose, le richiede – con norme *giuridicamente* vincolanti – di abbassare il debito in eccesso ad un ritmo piuttosto incalzante²¹¹. Il punto di vista espresso dal Presidente del Consiglio dei Ministri sul tema è quindi pienamente coerente con quanto enucleato dai Trattati euro-unitari: a fronte di un innalzamento temporaneo del *deficit* e del rapporto debito/PIL²¹² il nostro Paese si impegnerebbe, finita l'emergenza in corso, ad avviare un percorso di aggiustamento della finanza pubblica che richiederebbe tagli di spesa od aumenti della tassazione.

Detto della dimensione formale delle affermazioni del Presidente Conte, diviene doveroso concentrarsi su quella sostanziale che, ad uno sguardo attento, non può invece che risultare quantomeno controversa. Invero, il ragionamento del Governo sarebbe coerente se l'Italia lo applicasse a tutte le risorse prese a debito a partire dall'inizio della pandemia e se quindi un siffatto atteggiamento venisse tenuto anche per i prestiti facenti parte del fondo SURE²¹³ e del *Next Generation EU*²¹⁴, finanziamenti che presentano caratteristiche giuridiche, e ricadute sulle passività statali, affini a quelle riconducibili alla presente linea di credito del MES. Questo approccio pare invece essere applicato solo nei confronti della PCSC in quanto, alla luce di quello che è già stato un importante aumento del rapporto debito/PIL, la Presidenza del Consiglio dei Ministri non ha mai messo in guardia rispetto alla necessità in un futuro prossimo di convergere in modo netto verso i parametri di bilancio UE. Parrebbe dunque venir a prendere forma un

²¹¹ Ai sensi dell'articolo 4 del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* dell'unione economica e monetaria (*cd. Fiscal Compact*), un Paese avente un rapporto debito/PIL superiore al 60% deve procedere ad una riduzione media annua di 1/20 del valore eccedente a quanto stabilito dal Trattato di Maastricht.

²¹² L'innalzamento del rapporto deficit/PIL è reso possibile dall'attivazione da parte della Commissione Europea delle *cd. clausole di salvaguardia* del Patto di Stabilità e Crescita. La sospensione temporanea del PSC può essere posta in essere, ai sensi dell'articolo 3 paragrafo c) del *cd. Fiscal Compact*, "solo in circostanze eccezionali". Anche l'articolo 81 della nostra Costituzione, novellato nel 2012, si pone in linea con questa previsione e prevede che il ricorso all'indebitamento sia consentito "solo al fine di considerare gli effetti del ciclo economico e, previa autorizzazione delle Camere adottata a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti, al verificarsi di eventi eccezionali".

²¹³ *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency* (SURE) è un inedito strumento ideato dalla Commissione Europea, un meccanismo avente il fine di finanziare le spese sostenute dagli Stati membri nel tentativo di tutelare i posti di lavoro a rischio in seguito al deflagrare dell'attuale pandemia. L'Unione si prefigge di raccogliere un massimo di 100 miliardi di euro attraverso l'emissione di titoli sui mercati finanziari, risorse che poi saranno erogate sotto forma di prestiti ai Paesi membri che richiederanno assistenza finanziaria. L'Italia risulta ad ora il principale beneficiario del programma con 27,4 miliardi di euro. Si veda, sul tema, *SURE – The European instrument for temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, www.ec.europa.eu.

²¹⁴ Il *Next Generation EU* (si veda la nota 206) è infatti composto sia da sovvenzioni che da prestiti, finanziamenti dunque affini a quelli del MES (con scadenza però potenzialmente diverse). Il nostro Governo, in quella che è la bozza di *Recovery Plan* nazionale, ha previsto di fare ampio utilizzo dei 209 miliardi messi a disposizione dall'UE in favore del nostro Stato: in tal senso, facendo riferimento al *Recovery and Resilience Facility*, l'esecutivo guidato dal Presidente Conte prevede dunque di attingere a circa 128 miliardi di prestiti. Sul tema M. BORDIGNON, *Next Generation EU: ecco il piano dell'Italia*, in *LaVoce.info*, 8 dicembre 2020.

“doppiopesismo” nell’approccio ai prestiti che, da un lato, non vede alcuna criticità nell’indebitarsi sui mercati o verso l’Unione Europea mentre, dall’altro, intreccia i fondi del MES con taglio della spesa pubblica ed aumento della tassazione. È ragionevole dunque affermare come le parole pronunciate dal Presidente Conte sul tema, pur ineccepibili da un punto di vista formale, risultino decisamente difformi rispetto all’approccio complessivo che il Governo ha adottato nell’affrontare l’emergenza socio-economica derivante dal diffondersi dell’epidemia da Covid-19, senza una reale giustificazione, almeno da un punto di vista giuridico, che giustifichi tale diversità di valutazione.

3.2 L’utilità economica derivante dall’utilizzo della PCSCL

Il Presidente del Consiglio dei Ministri, procedendo nella sua analisi in merito al possibile utilizzo della *cd.* linea sanitaria del MES, ha parlato inoltre dell’utilità economica derivante dall’accesso alle risorse dell’istituzione sovranazionale ed ha sostenuto come il risparmio, in termini di tassi d’interesse rispetto all’emissione di Buoni del Tesoro Pluriennali (BTP), sarebbe fortemente contenuto. Nel valutare questa affermazione diviene pertanto doveroso confrontarsi con i dati del Ministero dell’Economia e delle Finanze cercando di esaminare quale sia il divario in essere fra il rendimento dei titoli di Stato italiani e la PCSCL; in tal senso il paragone sopramenzionato verrà effettuato considerando le aste dei BTP a 10 anni unitamente a quelle riconducibili agli inediti BTP Futura²¹⁵ (la cui seconda emissione ha previsto una durata di 8 anni). Con riferimento ai BTP a 10 anni, analizzando l’asta del 29-30 ottobre 2020²¹⁶ (quella cioè più prossima alla conferenza stampa del Presidente Conte), il rendimento lordo è stato fissato allo 0,79% con una cedola annua pari allo 0,90% (prezzo di aggiudicazione a 101,11). I BTP Futura, che si strutturano su di un meccanismo *cd. step-up*²¹⁷, hanno invece contemplato, nell’asta avvenuta fra il 9 ed il 13 novembre, i seguenti tassi cedolari: 0,35% per i primi tre anni, 0,60% per i successivi tre e l’1% per i rimanenti due²¹⁸.

Detto dei titoli di Stato italiani, conviene ora focalizzare l’analisi sui tassi d’interesse applicati dal MES sulla PCSCL. Il Meccanismo Europeo di Stabilità, forte del suo *rating* a tripla A, sul finire del mese di luglio ha effettuato uno studio²¹⁹ sull’ipotetico tasso d’interesse reale che un Paese membro andrebbe a pagare utilizzando la *cd.* linea sanitaria e, in tal senso, è emerso quanto di seguito riportato: considerando un orizzonte temporale di 7 anni vi sarebbe un tasso pari a -0,26% mentre, su 10 anni, il valore salirebbe

²¹⁵ I BTP Futura sono stati creati nel corso del 2020 nel tentativo di raccogliere risorse con cui finanziare le spese sostenute dallo Stato nel fronteggiare la pandemia. Questi strumenti sono rivolti ad una platea di sottoscrittori *retail* e, nella prima emissione del mese di luglio, hanno previsto una durata decennale raccogliendo un controvalore di poco superiore a 6 miliardi di euro (6 132,260 milioni di €). Sul tema http://www.dt.mef.gov.it/it/news_debito_pubblico/2020/btp_futura.

²¹⁶ Si veda www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/emissioni_titoli_di_stato_interni/risultati_aste.

²¹⁷ Le obbligazioni *cd. step-up* prevedono un tasso d’interesse crescente (predeterminato) nel corso della vita dello strumento finanziario.

²¹⁸ Il BTP Futura contempla inoltre un “premio fedeltà” che garantisce, per chi detiene lo strumento finanziario per tutta la sua durata, “un premio pari al tasso medio di crescita annuale del PIL nominale registrato dall’ISTAT durante la vita del titolo stesso, con un minimo garantito dell’1% e fino ad un massimo del 3% del capitale sottoscritto”. In tal senso www.mef.gov.it/focus/BTP-Futura.

²¹⁹ Cfr. K.A. JANSEN e S. RUHL, *Why the Covid-19*, cit.

a -0,12%²²⁰. Per quanto dunque non si ragioni di un differenziale affine a quello registrato negli anni della crisi dei debiti sovrani, va affermato come rimanga comunque un *gap* fra titoli di Stato italiani e PCSCL che, indubbiamente, porterebbe il nostro Paese a conseguire un risparmio di spesa. Naturalmente, affermare in modo assoluto la validità o meno di quanto sostenuto sul tema dal Presidente Conte risulta impossibile: va da sé che l'espressione "risparmio fortemente contenuto" risulti pienamente discrezionale, sfuggendo quindi ad ogni possibile valutazione non condizionata da un punto di vista personale. Altrettanto naturale è il fatto che, per calcolare il risparmio in termini di milioni/miliardi di euro, sia prima necessario effettuare una scelta in merito a quante risorse il nostro Paese voglia eventualmente attingere dalla PCSCL²²¹. Stando però al punto di vista dello scrivente, ogni risparmio di spesa dev'essere ben accetto e, una volta ancora, risulta doveroso sottolineare come questa valutazione venga effettuata unicamente per le risorse del MES: invero, un ragionamento analogo potrebbe essere applicato anche ai fondi derivanti da SURE o dal *Next Generation EU* ma, anche in questa circostanza, vige un evidente "doppiopesismo".

Di interesse per l'analisi in oggetto è peraltro un'osservazione sollevata in ambito economico e riguardante le aspettative future sui tassi d'interesse dei titoli sovrani italiani²²². Invero, è stato sottolineato come, a partire dal mese di marzo del 2020, lo *spread* BTP – Bund sia andato progressivamente riducendosi²²³ e, di rimando, è stata paventata la possibilità di attendere alcuni mesi al fine di valutare l'utilità o meno di ricorrere alla PCSCL. Pertanto, seguendo questa impostazione, qualora il BTP dovesse fermare la propria "discesa" si potrebbe attivare l'opzione MES, nel caso in cui invece questo *trend* dovesse continuare, verrebbe meno (o si ridurrebbe ancor di più) la marginalità dell'operazione e conseguentemente si potrebbe scartare l'ipotesi di richiedere risorse all'istituzione sovranazionale. La riflessione appena riportata, per quanto enuclei elementi rilevanti, risulta purtroppo strettamente collegata ad un'incertezza che ne mina la perseguibilità: è infatti ovviamente impossibile determinare l'andamento dei tassi d'interesse e, se proprio si volesse giungere a formulare una previsione, risulta particolarmente difficile che i BTP a 10 anni possano nei prossimi mesi convergere verso il terreno negativo. Va infatti tenuto in considerazione come il nostro Paese, per quanto riesca agilmente a finanziarsi sui mercati, conservi un *rating* ben inferiore a quello degli Stati dell'Unione che presentano tassi negativi²²⁴ e, in tal

²²⁰ *Ibidem*. In merito alla struttura dei tassi applicati allo Stato membro con la PCSCL si rimanda alla nota 179.

²²¹ Il Ministro dell'Economia Roberto Gualtieri, pochi giorni dopo la conferenza stampa del Presidente Conte, ha stimato in 300 milioni di euro annui il risparmio di interessi intrinseco all'utilizzo di tutti i 37 miliardi di euro che il MES riserva al nostro Paese con la PCSCL. Sul tema M. VIGNALI, *Gualtieri spinge sul MES, risparmio di 300 milioni l'anno. Ma Conte temporeggia*, in *Milano Finanza*, 21 ottobre 2020.

²²² Cfr. D. TICCHI, *C'è tempo per l'opzione MES*, in *LaVoce.info*, 1 luglio 2020.

²²³ Nel mese di marzo, in seguito alla "sfortunata" dichiarazione della presidentessa Lagarde (Si veda F. FUBINI, *BCE, Lagarde e la "gaffe" che fa esplodere lo spread*, in *Corriere della Sera*, 12 marzo 2020), lo *spread* BTP-Bund arrivò a superare quota 250 per poi, grazie al riorientamento della BCE sul tema, scendere progressivamente su livelli di poco superiori a 100.

²²⁴ *Standard & Poor's* identifica il *rating* dell'Italia in BBB mentre Germania e Paesi Bassi si attestano su AAA, l'Austria su AA+ e la Francia ed il Belgio su AA. Si veda www.standardandpoors.com/en_US/web/ratings.

senso, risulta arduo immaginare, soprattutto in una prospettiva di breve o medio periodo, un miglioramento tale della nostra classificazione che ci permetta di ricevere risorse alle stesse condizioni del Meccanismo Europeo di Stabilità. Infine, anche con riferimento all'osservazione appena riportata, si afferma nuovamente come questo approccio, e tutte le cautele ad esso riconducibili in merito alla *cd.* linea sanitaria del MES, non venga adottato nei confronti dei prestiti facenti parte del programma SURE e del *Next Generation EU*.

In sintesi, con riferimento all'utilità derivante dall'utilizzo della PCSCL, è doveroso quindi sottolineare come le parole del Presidente Conte sul tema non siano sindacabili in maniera assoluta ma, come rilevato in precedenza, secondo lo scrivente ogni risparmio di spesa risulta conveniente alle finanze italiane e, in quest'ottica, rinunciare al MES significherebbe rinunciare a fondi che potrebbero essere impiegati dal nostro Governo in altra fruttuosa maniera.

3.3 Il rischio stigma

Il Presidente del Consiglio dei Ministri, concludendo la sua valutazione sul possibile utilizzo della *cd.* linea sanitaria del MES, ha posto particolare rilevanza su di un ipotetico rischio stigma connesso all'accesso alle risorse dell'istituzione sovranazionale. Il Governo non ha specificato in modo dettagliato a cosa facesse riferimento esprimendosi in questa maniera ma, alla luce di un ampio dibattito sul tema, si possono avanzare delle ipotesi su quali siano gli aspetti da tenere in considerazione. Invero, soprattutto nel mondo politico, si è sovente fatto richiamo ai connotati di questo ipotetico rischio stigma e si è lasciato intendere come, qualora fosse solo l'Italia a fare ricorso alla PCSCL, i mercati avvertirebbero questa decisione come un segnale di fragilità e, di rimando, obbligherebbero il nostro Paese ad aumentare i tassi d'interessi sui titoli di debito (vanificando quindi il risparmio sopra menzionato). Le ragioni alla base di questa supposizione sono principalmente due: la prima è riconducibile ad una "emotività" dei mercati finanziari mentre la seconda è dettata dalla *seniority* dei prestiti effettuati dal MES. Di seguito si propone un'analisi di ambedue le osservazioni appena riportate con cui si tenterà di spiegare le ragioni per cui, secondo lo scrivente, questa supposta minaccia non esiste.

Sulla *cd.* emotività della finanza (solitamente definita irrazionalità) si è scritto molto e gli esempi da poter addurre in tal senso sarebbero vari: il mito dell'efficienza dei mercati finanziari si è rivelato infatti tale e le crisi sorte a partire dal 1929 sono la rappresentazione plastica di come gli operatori possano sovente muoversi come un gregge, accantonando valutazioni aventi un solido fondamento reale²²⁵. In tal senso è

²²⁵ La teoria dei mercati finanziari efficienti venne proposta in modo strutturato da Eugene F. Fama, membro della Scuola di Chicago (si veda E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance*, 1970). Secondo l'impostazione proposta dallo studioso statunitense, nei mercati finanziari sussisterebbe una situazione tendente alla concorrenza ed all'informazione perfetta che permetterebbe di calcolare ogni situazione in maniera probabilistica. Nel modello in questione sarebbero possibili distorsioni ma queste avrebbero un carattere temporaneo e si distribuirebbero in modo casuale. Nei decenni successivi ha invece assunto sempre più peso, anche a seguito della deflagrazione di diverse bolle speculative, un filone di ricerca incentrato sulla *cd.* finanza comportamentale che ha portato in rilievo l'importanza delle

stata dunque paventata l'ipotesi che un accesso del nostro Paese alla PCSCL possa essere identificato come un segnale d'allarme per i conti pubblici italiani, ingenerando un vortice di vendite sui mercati secondari che porterebbe ad un rapido deterioramento delle finanze statali²²⁶.

In merito alla *seniority* del MES è stato invece sostenuto in dottrina²²⁷ come, accedendo alle risorse della *ad. linea sanitaria*, si verrebbero a creare titoli pubblici di fascia A e titoli pubblici di fascia B che, posti su di un inedito piano duale, comporterebbero per gli ultimi un sensibile aumento del rischio che implicherebbe un aumento dei tassi d'interesse corrisposti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Queste due considerazioni devono essere rigettate per diverse ragioni e la prima di queste è riconducibile al ruolo giocato da parte della Banca Centrale Europea. Invero, con l'inizio della pandemia, l'istituto di Francoforte ha adottato una politica monetaria decisamente espansiva e, con il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP)²²⁸, è stato avviato un massiccio piano di acquisti di titoli pubblici dell'eurozona che, è ragionevole aspettarsi, non cesserà nei prossimi mesi²²⁹. Questa azione della BCE, che affianca il preesistente *Public Sector Purchase Programme* (PSPP)²³⁰, ha un peso fondamentale nel calmierare i tassi d'interesse dei nostri BTP ed i mercati ne sono pienamente condizionati; risulta pertanto piuttosto fuorviante immaginare che un prestito di (massimo) 37 miliardi di euro possa far cadere questa imponente rete di protezione²³¹.

distorsioni cognitive nelle scelte degli operatori finanziari (sul tema: R.J. SCHILLER, *Irrational Exuberance*, Princeton, 2000). Nel caso del MES i mercati, stando a quanto sostenuto da parte del mondo politico, potrebbero percepire una fragilità dei conti pubblici italiani alla luce del semplice ricorso alla PCSCL; perderebbe in tal senso rilevanza il quadro complessivo di finanza pubblica e questa linea di credito potrebbe ingenerare un deterioramento del nostro merito creditizio.

²²⁶ Per un'opinione giornalistica, che racchiude in modo esaustivo le perplessità espresse in tal senso da una parte consistente del mondo politico, si veda M. DEL CORNO, *Mes, lo spettro dello "stigma" e il rischio che un rialzo dei tassi annulli i benefici: perché nessun Paese UE ha ancora chiesto quel prestito*, in *Il Fatto Quotidiano*, 30 giugno 2020. Nell'articolo appena menzionato si afferma come, con un ricorso alla *ad. linea sanitaria* del MES, vi sarebbe il rischio di dimostrare la necessità di un aiuto esterno "provocando quindi una maggior diffidenza da parte degli investitori [...] i mercati non fanno sottili distinzioni su condizionalità e tecnicità del prestito. Guardano velocemente al segnale che arriva e reagiscono di conseguenza".

²²⁷ In tal senso, un autorevole punto di vista è stato espresso da Brancaccio (cfr. C. PAUDICE, *L'economista Emiliano Brancaccio: "Il MES è un pessimo affare. Soprattutto per gli europeisti"*, in *Huffington Post*, 5 luglio 2020).

²²⁸ Il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) è un massiccio piano di acquisti di debito pubblico dell'eurozona lanciato dalla BCE nel mese di marzo. La finalità perseguita dall'istituto di Francoforte con questo programma è quella di sostenere gli Stati membri attraverso il mantenimento di tassi d'interesse fortemente contenuti, in tal senso la Banca Centrale si è riservata la possibilità di deviare dalla regola della *capital key* ed andare a coinvolgere titoli che potrebbero presentare un *rating* più basso di quello minimo richiesto per il PSPP (nel PEPP è stata dunque coinvolta anche la Grecia). Il programma non dovrebbe terminare almeno fino al giugno 2021. Si veda *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), www.ecb.europa.eu.

²²⁹ Si afferma ciò alla luce delle basse aspettative riguardanti l'andamento dei prezzi dell'eurozona e per via della possibile rimodulazione dell'obiettivo d'inflazione paventata da parte della presidentessa Lagarde (si veda la nota 199).

²³⁰ Il *Public Sector Purchase Programme* (PSPP), solitamente denominato *Quantitative Easing*, è l'ampio programma di acquisti di titoli pubblici lanciato dalla BCE durante il mandato Draghi nel tentativo (ufficialmente) di rilanciare il tasso d'inflazione nell'eurozona. Sul tema: *Programmi di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*, www.bancaditalia.it. Per approfondire gli immediati effetti avuti dal programma in oggetto sui tassi d'interesse dei titoli di Stato europei, si veda, P. ANDRADE – J. BRECKENFELDER – F. DE FIORE – P. KARADI – O. TRISTANI, *The ECB's Asset Purchase Programme: An Early Assessment*, in *ECB Working Paper*, n. 1956, 2016.

²³¹ È stata anche valutata la possibilità che la BCE, alla luce del ricorso di uno Stato alla PCSCL, possa attivare le *Outright Monetary Transactions* (OMT) e sostenere dunque in modo ancor più rilevante i titoli di debito del Paese membro in questione. Secondo il punto di vista dello scrivente questa ipotesi è però da scartare per quelle che sono le condizionalità fissate dalla Banca Centrale nel delimitare il perimetro di questi strumenti e, forse soprattutto, per i vincoli giuridici espressi all'interno

Qualora dovesse poi nei prossimi anni venir meno la potenza di fuoco di Francoforte vi sono altre considerazioni da portare in rilievo. Fra queste vi è la convinzione che 37 miliardi di euro, rispetto ad un debito pubblico superiore ai 2.500 miliardi, risultino essere una parte decisamente minoritaria delle nostre passività e credere che, utilizzando i fondi del MES, possa crearsi un pericoloso sistema duale è irragionevolmente pessimistico. Oltretutto è da considerare come anche i prestiti del *Next Generation EU*, unitamente a quelli di SURE, presentino una *seniority*²³² rispetto ai titoli di Stato “ordinari” e, a tal proposito, non si ragionerebbe di 37 miliardi di euro bensì di più di 120: rinunceremo anche a quelli oppure, una volta ancora, applicheremo il “doppiopesismo” denunciato nei paragrafi precedenti?

Merita poi di essere sottolineato l’andamento dei tassi d’interesse sui titoli pubblici di quegli Stati europei che hanno fatto ricorso alle linee di credito dell’istituzione sovranazionale nel corso della crisi dei debiti sovrani. Invero, analizzando l’andamento dei rendimenti decennali su titoli spagnoli, portoghesi ed irlandesi, emerge come non vi siano state negative ripercussioni finanziarie date dall’accesso al MES ed ora questi Paesi si indebitano a tassi più vantaggiosi dell’Italia (che in passato non ha invece fatto ricorso all’istituzione sovranazionale)²³³.

Alla luce di quanto appena esposto, risulta pertanto difficile condividere le preoccupazioni del Presidente del Consiglio dei Ministri in merito al sopramenzionato rischio stigma. Ragionamento a parte è invece quello riconducibile ad una logica comparativa che porta la riflessione sulla PCSCCL ad essere allargata anche ad altri Paesi dell’eurozona. Invero, è stato correttamente osservato²³⁴ come ancor nessuno Stato dell’Unione abbia fatto ricorso alla *ad. linea* sanitaria del MES, nonostante alcune Nazioni avrebbero benefici di carattere economico nell’effettuare ciò. Oltretutto, è stata sollevata un’ulteriore riflessione: per quale ragione diversi Paesi membri hanno già fatto richiesta di fondi a SURE²³⁵ e non ancora alla PCSCCL (nonostante vi siano circa le medesime condizioni finanziarie)? Può ciò essere riconducibile al rischio stigma sopra enunciato?

Per offrire una possibile risposta ai due interrogativi appena menzionati diviene doveroso portare in rilievo elementi di carattere differente.

Con riferimento alla prima domanda, va prima di tutto posta in risalto una dimensione prettamente politica. Secondo il punto di vista di chi scrive, è infatti ragionevole affermare come ragioni ideologiche formatesi *a priori* sulla PCSCCL possano essere presenti sia nel nostro Paese come in altre Nazioni dell’eurozona. D’altronde, è innegabile considerare il fatto che, nella precedente crisi dei debiti sovrani, il MES sia stato uno degli strumenti con cui sono state poste in essere le politiche di *austerity* e, in tal senso,

della vicenda *OMT/Gauweiler* (2 BvR 2728/13, 21 giugno 2016). Si veda, sul tema, P. FARAGUNA, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul caso OMT/Gauweiler*, in *Diritti Comparati*, n.1, 2016.

²³² Questo elemento è stato portato in rilievo dal Ministro Gualtieri nel corso della sua audizione in Commissione Bilancio in data 28 luglio 2020.

²³³ Si veda *Long-term interest rates*, www.data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm.

²³⁴ Cfr. M. BORDIGNON, *La crisi pandemica e il futuro delle istituzioni europee*, in *Osservatorio Monetario*, n. 2, 2020, 10-12.

²³⁵ Cfr. *The european instrument for temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE)*, www.ec.europa.eu.

ogni ricorso allo strumento in questione equivale ad un richiamo ad una fase in cui la sovranità di determinati Stati è risultata notevolmente limitata. Questo accade nel nostro Paese e, è ragionevole aspettarsi, accada pure in quelle Nazioni che sono state assoggettate, alla luce del rinnovato quadro di *governance* economica europea, a stringenti richieste di contenimento della spesa pubblica²³⁶.

Va inoltre posta in rilievo un'ulteriore considerazione: l'Italia è il Paese dell'eurozona che presenterebbe il maggior risparmio nel ricorrere alla PCSCCL, mentre gli altri "compagni" del gruppo dei PIIGS conseguirebbero vantaggi economici decisamente minori²³⁷. Eppure, va doverosamente considerato come il "successo" di SURE dimostri che gli Stati dell'eurozona siano interessati in questa complessa fase economica a risparmiare anche una somma piuttosto contenuta in termini di tassi d'interesse. Alla luce di ciò, diviene doveroso concentrarsi sulla seconda domanda e portare in rilievo gli ultimi tre aspetti che ci permettono al contempo di analizzare le ragioni per cui, anche coloro che reclamano l'assoluta necessità di ricorrere ai fondi del MES, dovrebbero comunque esaminare determinati elementi che, nel dibattito corrente, vengono invece sovente trascurati.

4. Conclusioni: un'elementare *check-list* per ricorrere al MES

Ragionando in merito all'asimmetria presente fra l'ampio ricorso a SURE e l'utilizzo nullo della PCSCCL, diviene doveroso considerare la natura differente dei due strumenti partendo dalla contrapposizione fra modello intergovernativo e modello euro-unitario. Invero, va sempre ricordato come il MES si ponga formalmente al di fuori dei Trattati dell'Unione e ciò, negli anni passati, ha contribuito a rafforzare un ampio dibattito riconducibile alla scarsa legittimazione politica delle istituzioni che richiedevano *austerity* in seguito alla crisi dei debiti sovrani²³⁸. In tal senso, il Parlamento Europeo è stato escluso dalle principali decisioni assunte in materia economico-finanziaria lasciando invece spazio a soggetti avvertiti come distanti dai cittadini dell'Unione (si pensi al coinvolgimento del Fondo Monetario Internazionale)²³⁹. Questa impostazione ha purtroppo negli anni passati rafforzato in parte della popolazione, ed in molti partiti politici, l'idea di una struttura burocratica che sfuggiva alle deliberazioni tipiche di una democrazia e, di rimando, ha portato ad identificare il Meccanismo Europeo di Stabilità in un'istituzione dalle

²³⁶ Nel dibattito in corso sul MES è stata sovente chiamata in causa la Spagna la quale, per voce del suo Ministro delle Finanze Calviño e del suo Primo Ministro Sanchez, ha ripetutamente sostenuto dall'inizio della pandemia di non voler fare ricorso al MES (avendo contrariamente già richiesto liquidità a SURE). Luis Garicano, *leader* del partito liberale *Ciudadanos* al Parlamento Europeo, sin dalla creazione della PCSCCL ha invece invitato il Governo di Madrid a tenere in considerazione questa ipotesi sostenendo l'utilità della linea di credito in questione. La situazione del Paese iberico ricorda in tal senso quella italiana visto che l'esecutivo spagnolo, guidato dal Partito Socialista, è composto anche da una forza politica (*Podemos*) sorta sul movimento degli *indignados*, dunque nata in piena contrapposizione rispetto alle politiche di *austerity* sostenute dall'Unione Europea durante la crisi dei debiti sovrani. In tal senso M. SANDBU, *The eurozone's bailout fund remains unfairly toxic*, in *Financial Times*, 20 maggio 2020.

²³⁷ Cfr. *Long-term*, cit.

²³⁸ Cfr. R. BIN, *Il processo costituente dell'Unione Europea*, in M. DOGLIANI - R. BIN - R. MARTINEZ DALMAU, *Il processo costituente*, Napoli, 2017, 53-83.

²³⁹ Si veda, in tal senso, quanto auspicato (*ex plurimis*) da B. CARAVITA, *Mettere il nuovo Parlamento Europeo al centro delle scelte politiche*, in *Federalismi.it*, n.11/2019.

dinamiche poco trasparenti e dalle finalità più affini a quelle di un ente creditizio piuttosto che di un soggetto politico²⁴⁰. SURE trova invece la propria base giuridica nell'Unione Europea e, alla luce dell'evidente cambio di visione della Commissione e di alcuni Stati *ad. virtuosi*²⁴¹, si consolida su di una logica completamente differente rispetto a quella seguita nel corso della crisi dei debiti sovrani. A tal proposito, torna dunque in rilievo la dimensione politica citata sopra e l'evidente "diversità ideologica" a cui vengono fatti risalire i due strumenti oggetto di analisi: la PCSCCL sconta in tal senso la storia passata del Meccanismo Europeo di Stabilità e presenta dunque un *deficit* di partenza rispetto al neonato SURE.

Il secondo elemento da considerare, ragionando in merito alla sopramenzionata asimmetria presente fra i due strumenti, è di natura decisamente più tecnica e riguarda il diverso orizzonte temporale. Invero, va tenuto in considerazione il fatto che la *ad. linea* sanitaria del MES si struttura su (massimo) 10 anni di durata mentre SURE, analizzando anche i primi collocamenti effettuati²⁴², si articola su di un lasso temporale ben più esteso che, guardando a quanto ipotizzato per il *Next Generation EU*, potrebbe giungere anche a 30 anni; alla luce di ciò va ad ampliarsi la convenienza economica data da quest'ultimo meccanismo e si consolida pertanto la frattura presente con la PCSCCL²⁴³.

Il terzo, ed ultimo, elemento da evidenziare in relazione a questa tematica è riconducibile alla natura delle spese finanziabili con i diversi due strumenti. Va infatti sottolineata l'esistenza di un vincolo rispetto all'impiego delle risorse: da un lato, con SURE, viene data la possibilità di finanziare spese riconducibili al sostegno dell'occupazione (per es., la Cassa Integrazione Guadagni) mentre dall'altro, con la PCSCCL, spese dirette od indirette di carattere sanitario. Questa differenza deve far dunque riflettere sulla diversa natura dei due meccanismi e sul fatto che porli su un piano di uguaglianza sostanziale possa risultare fuorviante; è infatti possibile che uno Stato presenti piani di spesa relativi ad una certa tematica, per esempio rispetto alla riduzione dell'orario di lavoro, senza invece averne programmati su altre materie, come lo sviluppo delle strutture ospedaliere.

Le ultime due considerazioni enunciate in questo paragrafo ci permettono inoltre di introdurre un'ulteriore prospettiva, una chiave di lettura mirata a ponderare con attenzione un eventuale utilizzo del MES portando al centro della valutazione quelli che, secondo lo scrivente, sono gli elementi da tenere principalmente in considerazione nell'assumere una decisione sul tema.

²⁴⁰ In questi termini si esprime A. MANGIA, *Del MES*, cit., 3-4.

²⁴¹ In particolare il Governo tedesco, che nel corso della crisi dei debiti sovrani aveva sostenuto con forza le politiche di *austerità*, ha mutato radicalmente posizione e si è fatto principale promotore, insieme alla Francia, del progetto che ha portato alla creazione del *Next Generation EU*. Si veda, sul tema, A. VILLAFRANCA, *La Germania di Angela Merkel alla guida dell'UE*, in *IspiOnline.it*, 1 luglio 2020.

²⁴² Nella prima emissione di obbligazioni rientranti nel programma SURE, effettuata sul finire del mese di ottobre, sono stati raccolti sul mercato circa 17 miliardi di euro di cui 10 con scadenza decennale e 7 con scadenza ventennale. In tal senso *European Commission issues first emission of EU SURE social bonds*, www.ec.europa.eu/commission.

²⁴³ Questa considerazione è portata in rilievo anche da M. BORDIGNON, *La crisi*, cit., 12.

Come è stato giustamente sottolineato in dottrina²⁴⁴, la questione afferente alla PCSCL è stata infatti fagocitata da una contrapposizione politica che purtroppo non lascia molto spazio ad un'analisi razionale dello strumento oggetto di discussione. Invero, viene sovente trascurata la natura della sopramenzionata linea di credito del MES e non ci si pone la domanda fondamentale su cui dovremmo andare a strutturare la nostra riflessione: l'Italia ha un piano di investimenti sanitari da andare a finanziare?

Il quesito appena riportato potrà sembrare elementare ma, per la realtà politica corrente, risulta purtroppo privo di una risposta puntuale. Se infatti le ragioni di chi è contrario al MES sono state già esposte, nulla abbiamo invece detto sulla fallacia delle posizioni ideologiche sostenute da chi si pone in modo predeterminato dall'altra parte della barricata. Invero, appare sovente come alcuni esponenti politici e del mondo giornalistico invocano l'utilizzo della PCSCL senza avere le idee ben chiare sui confini dello strumento in questione e giungendo, in determinate circostanze, ad investire la presente linea di credito di capacità taumaturgiche. Prima di far richiesta di fondi al MES sarebbe invece necessario interrogarsi su come andare ad implementare il nostro Sistema Sanitario e domandarci, per esempio, se l'Italia abbia esigenza di sostenere spese *una tantum* piuttosto che aumentare quelle ricorrenti o, nel caso, seguire ambedue le strade. Alla luce di quanto appena sostenuto si avanza di seguito uno schema d'analisi che, attraverso una serie di domande, potrebbe rappresentare un piano logico su cui andare a strutturare la valutazione afferente alla richiesta o meno della PCSCL. Questa *check-list* si articola su tre basilari quesiti che richiedono tutti una risposta positiva al fine di ricorrere alla *cd.* linea sanitaria del MES:

1) L'Italia vuole sostenere spese *una tantum* legate, in modo diretto od indiretto, al settore sanitario?

Come ricordato poc'anzi, il nostro Paese con i fondi della PCSCL non può delineare piani d'investimento ricorrenti. Lo strumento in questione risulterebbe pertanto inidoneo nel caso in cui si volesse andare, per esempio, a rafforzare in modo permanente la medicina territoriale od il personale ospedaliero. Contrariamente, nel caso in cui si decidesse di investire in infrastrutture piuttosto che in assunzioni a tempo determinato a fronte dell'epidemia, un ricorso al MES potrebbe rappresentare un'opzione perseguibile.

2) Queste spese vogliono essere finanziate a debito?

La presente domanda richiama un elemento desunto dalla sopracitata conferenza stampa del Presidente del Consiglio dei Ministri. Invero, il nostro Paese potrebbe anche valutare di non finanziare il settore sanitario attraverso il ricorso al debito bensì per mezzo dell'innalzamento dell'imposizione fiscale o con un taglio della spesa pubblica. Qualora si propendesse per le ultime due ipotesi, il ricorso alla PCSCL sarebbe una strada da scartare.

²⁴⁴ Cfr. M. BORDIGNON - G. TURATI, *Discutere di Mes senza sapere perché*, in *LaVoce.info*, 13 ottobre 2020.

3) L'indebitamento vuole essere distribuito su un orizzonte temporale massimo di 10 anni?

Quest'ultimo quesito si rifà invece ad una questione posta in evidenza nel presente paragrafo e tratta di un aspetto dirimente ai fini della nostra analisi. La *cd.* linea sanitaria del MES presenta infatti un piano di rimborsi ben definito che potrebbe anche essere reputato insufficiente rispetto alla situazione contingente. La crisi in corso rappresenta infatti uno *shock* socio-economico epocale (in dottrina²⁴⁵ è stata in tal senso equiparata ad una guerra) e non è assurdo ipotizzare di distribuire il pagamento degli interessi su più generazioni. Non è dunque da scartare l'ipotesi di emettere debito su scadenze pluridecennali approfittando degli attuali tassi d'interesse o facendo ricorso ai prestiti del *Next Generation EU*. Qualora si volesse seguire questa strada, la PCSCCL perderebbe di validità e potrebbe essere utilmente attivata solo come prestito ponte in attesa delle risorse del *cd. Recovery Fund*²⁴⁶.

Il Presidente Conte, concludendo la conferenza stampa del 18 ottobre 2020, ha invitato a non identificare il MES come una panacea e noi, con il presente scritto, abbiamo cercato di seguire questa indicazione ponderando, da un punto di vista giuridico ed economico, le osservazioni da egli portate in rilievo. Le riflessioni effettuate hanno però tentato di evitare anche il rischio opposto, quello cioè di definire la PCSCCL al pari di un leviatano che avrebbe privato il nostro Paese della propria sovranità o, nell'ipotesi migliore, si sarebbe limitato a tramutare l'Italia nella Cenerentola d'Europa di fronte ai mercati finanziari. La *check-list* sopra riportata, costruita sulla scorta dell'analisi articolata nelle pagine precedenti, ha dunque la primaria finalità di estraniare la *cd.* linea sanitaria del MES da predeterminate posizioni ideologiche e di identificarla per quello che effettivamente è: una possibile fonte di finanziamento del nostro Sistema Sanitario. In tal senso, solo nel caso in cui tutte le tre domande avessero una risposta positiva il ricorso al MES rappresenterebbe la strada da perseguire. Ogni altra considerazione rientra in un (più che legittimo) dibattito politico che però, con la sostanza della PCSCCL, ha davvero poco a che fare.

²⁴⁵ Questa considerazione era alla base della proposta avanzata da Giavazzi e Tabellini (F. GIAVAZZI - G. TABELLINI, *Covid Perpetual Eurobonds: Jointly guaranteed and supported by the ECB*, in *VoxEU.org*, 24 marzo 2020) di creare degli Eurobond dalla durata cinquantennale/centennale o, addirittura, impostati sul modello dei *consols* (dunque, obbligazioni perpetue). In ambito giuridico si è invece effettuato un richiamo alla situazione di guerra con riferimento alle procedure straordinarie utilizzate dal legislatore e dal potere esecutivo nel fronteggiare la pandemia da Covid-19; sul tema, *ex plurimis*, E. DE MARCO, *Situazioni di emergenza sanitaria e sospensioni di diritti costituzionali*, in *Consulta Online*, n.2/2020, 372.

²⁴⁶ Nella prima bozza di *Recovery Plan* predisposta dal Governo si prevedeva uno stanziamento diretto di risorse in favore del settore sanitario pari a circa 9 miliardi di euro. Nel secondo progetto questa somma è stata invece portata a circa 20 miliardi. Si veda, in tal senso, G. TURATI, *Pnrr: difficile confinare la salute in un solo capitolo*, in *LaVoce.info*, 22 dicembre 2020 e F. FUBINI, *Recovery, la nuova bozza: lavoro, digitale, idrogeno e ambiente. Nodi e (rischi) del piano Conte*, in *Corriere della Sera*, 11 gennaio 2021.

La reazione europea alla sentenza sul PSPP del *Bundesverfassungsgericht*: il doveroso avvio di una procedura d'infrazione

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La vicenda PSPP “dalle origini ai giorni nostri”. – 3. La reazione tedesca alla sentenza del 5 maggio 2020. – 4. L’avvio della procedura d’infrazione: le ragioni alla base della doverosità della decisione. – 5. I rischi derivanti da un prosieguo della procedura. – 6. La risposta del governo tedesco ed i possibili sviluppi della vicenda. – 7. Conclusioni: la necessità di una soluzione politica.

[Articolo pubblicato il 6 Ottobre 2021 su *Federalismi.it*]

1. Introduzione

Il 6 giugno scorso la Commissione Europea ha inviato al Governo tedesco una comunicazione atta a formalizzare l’avvio dell’*iter* relativo ad una procedura d’infrazione²⁴⁷. Invero, nella missiva in questione, Bruxelles sostiene che la Germania non si sia conformata alla sentenza della Corte di Giustizia dell’Unione Europea (CGUE) in merito alla vicenda *Public Sector Purchase Programme* (PSPP)²⁴⁸ e, in tal senso, viene richiesto all’esecutivo teutonico di fornire chiarimenti utili alla risoluzione di questa controversia. Una controversia che si protrae da diversi anni e che trova nel pronunciamento del Tribunale Costituzionale Tedesco del 5 maggio 2020 il proprio elemento centrale. L’ormai nota sentenza del *Bundesverfassungsgericht* (*BVerfG*) ha infatti rappresentato un evento senza precedenti dal momento della costituzione dell’Eurozona e, com’era facile immaginare, ha indotto reazioni politiche, economiche e giuridiche di assoluto rilievo. Ora, con il passo intrapreso dalla Commissione Europea, ci si addentra in un terreno inedito ed incerto, un campo di gioco di cui si fatica a tracciare i confini e nel quale non è ben chiaro quale ruolo possano, e vogliano, svolgere i soggetti coinvolti nella vicenda.

La presente trattazione si pone il fine di ricostruire il percorso che ha condotto l’istituzione di Bruxelles ad adottare questa decisione e, al contempo, cerca di ponderare le possibili conseguenze date dall’invio della sopramenzionata missiva, tentando di arricchire l’analisi giuridica con riflessioni di carattere politico-istituzionale. Dapprima, pertanto, l’attenzione verrà indirizzata verso la storia della vicenda PSPP, ripercorrendo rapidamente le tappe che hanno portato fino alla sentenza del 5 maggio 2020 (I); successivamente si esamineranno gli eventi successivi al sopracitato pronunciamento (II), giungendo poi ad analizzare le possibili ragioni per cui la Commissione ha deciso di avviare la procedura di infrazione e a delineare i rischi derivanti da questa scelta (III); si ipotizzeranno, quindi, gli eventuali sviluppi della vicenda, assumendo come punto di partenza la risposta fornita dal Governo tedesco alla Commissione

²⁴⁷ INFR(2021)2114.

²⁴⁸ Si veda G. TESAURO - P. DE PASQUALE, *La BCE e la Corte di giustizia sul banco degli accusati del Tribunale costituzionale tedesco*, in *Osservatorio Europeo – Il Diritto dell’Unione Europea*, 11 maggio 2020.

Europea (IV) per poi giungere, in conclusione, ad una più ampia riflessione riguardante la necessità di addivenire ad una riforma dei Trattati (V).

2. La vicenda PSPP “dalle origini ai giorni nostri”

Nel ricostruire dal principio il susseguirsi di eventi relativo alla vicenda PSPP, è ragionevole affermare come tutto abbia avuto inizio con il famoso discorso di Londra di Mario Draghi, circostanza in cui l'ex-Presidente della BCE rese chiaro ai mercati finanziari, ed al mondo politico europeo, che avrebbe utilizzato tutti gli strumenti a sua disposizione per risollevare l'Eurozona dalla crisi dei debiti sovrani²⁴⁹. Quell'ormai celeberrimo “*whatever it takes*” fu infatti prodromico alla creazione delle *Outright Monetary Transactions* (OMT) e, successivamente, alla messa a punto del cd. *Quantitative Easing* (QE): due strumenti che allontanavano la Banca Centrale Europea dal modello *Bundesbank*, giungendo piuttosto ad avvicinarla alla *Federal Reserve* od alla *Bank of England*. Ambedue le misure appena menzionate causarono fin da subito la reazione di parte dell'*establishment* tedesco, ingenerando dubbi in merito alla conformità di questi strumenti con i Trattati in vigore. Invero, si presentava la preoccupazione che l'istituto con sede a Francoforte sul Meno potesse distanziarsi dal primario obiettivo rappresentato dalla stabilità dei prezzi, caricandosi invece di funzioni che, secondo la logica sottostante allo Statuto della BCE, spetterebbero alla politica fiscale e, dunque, ai Governi nazionali.

Dapprima fu pertanto messa al vaglio la costituzione delle OMT, programmi (fino ad ora mai attivati) che permetterebbero alla Banca Centrale di acquisire titoli pubblici di uno Stato dell'Eurozona senza dover applicare la cd. regola della *capital key*²⁵⁰. In tal senso, per mezzo di ricorsi individuali diretti (*Verfassungsbeschwerde*)²⁵¹, la questione venne portata dinnanzi al Tribunale Costituzionale Tedesco il quale, sollevando innanzi alla Corte di Giustizia una questione pregiudiziale ai sensi dell'articolo 267 del TFUE, diede avvio alla vicenda giurisprudenziale *Gauweiler/OMT*²⁵². Quest'ultima durò diversi anni prima di riuscire a raggiungere una conclusione che, per quanto ponesse vincoli all'operato della BCE, dava sostanzialmente l'avallo allo strumento in questione, inserendo la vicenda all'interno del pluridecennale

²⁴⁹ Si fa riferimento al discorso pronunciato il 26 luglio 2012 da Mario Draghi, all'epoca Presidente della BCE, durante un forum di investitori a Londra. In quella circostanza l'economista italiano ha sostenuto come la Banca Centrale avrebbe agito senza esitazioni ed in maniera efficace nel tentativo di preservare l'euro (“*Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough*”).

²⁵⁰ Le *Outright Monetary Transactions* sono programmi di acquisto che potrebbero essere attivati solo nella circostanza in cui un Paese fosse coinvolto in un percorso di aggiustamento macroeconomico. Sul tema *Technical features of Outright Monetary Transactions*, (testo consultabile sul sito della Banca Centrale Europea). La cd. regola della *capital key* prevede che la BCE, nell'effettuare acquisti di titoli di Stato dell'Eurozona sui mercati secondari, debba operare in maniera proporzionale alla quota di partecipazione delle singole Banche Centrali Nazionali al suo capitale.

²⁵¹ Ricorsi che vennero presentati da Peter Gauweiler (all'epoca parlamentare della CSU, persona che dà il nome anche alla sentenza) e da gruppi di cittadini che gravitavano intorno a diverse personalità politiche tedesche (appartenenti ad *Alternative für Deutschland*, *Die Linke* ma anche alla SPD). A tal proposito J. LUTHER, *Il rinvio pregiudiziale di Karlsruhe sui poteri della BCE*, in *Quaderni Costituzionali*, n.2, 2014, pp. 422-425.

²⁵² In merito alla “vicenda OMT”, si veda P. FARAGUNA, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul caso OMT/Gauweiler*, in *Diritti Comparati*, n.1, 2016.

dialogo fra corti²⁵³.

Lo stesso percorso venne quindi intrapreso con riferimento al *Public Sector Purchase Programme*²⁵⁴, programma di acquisto di titoli pubblici dell'Eurozona mirato primariamente, stando a quanto sostenuto dalla BCE, ad evitare il rischio deflattivo e teso, quindi, a riportare il livello d'aumento dei prezzi in prossimità del valore stabilito nel 2003 dalla stessa Banca Centrale²⁵⁵. In questa specifica circostanza, il timore di parte del mondo politico ed accademico tedesco era che, con il cd. *Quantitative Easing*, Francoforte finisse invece per incidere pesantemente sul bilancio dei singoli Paesi membri (privilegiando quelli maggiormente indebitati e, quindi, impossibilitati ad implementare manovre espansive), finendo per sconfinare in ambiti che non spetterebbero alla politica monetaria quanto, piuttosto, a quella fiscale. In tal senso, ancora una volta attraverso ricorsi individuali diretti²⁵⁶, la questione venne portata dinnanzi ai giudici di Karlsruhe i quali, prima di pronunciarsi in maniera autonoma, la "girarono" a quelli di Lussemburgo. Fu quindi nel 2018 che la CGUE si espresse sulla vicenda *Weiss*²⁵⁷, sostenendo che la Banca Centrale non avesse compiuto atti *ultra vires* e che dunque il PSPP rientrasse all'interno della sfera riguardante la politica monetaria²⁵⁸. Trascorsi circa due anni dal pronunciamento della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, il *BVerfG* ha sganciato la sua "bomba": invero, il Tribunale Costituzionale Tedesco ha rigettato l'interpretazione fornita da parte dei giudici di Lussemburgo ed ha affermato che il programma di acquisti sconfinava nella sfera della politica fiscale e, conseguentemente, ricadeva all'interno delle competenze dei singoli Paesi membri. A questa valutazione è stata aggiunta un'esplicita critica nei confronti dell'operato della CGUE, la quale, avallando il PSPP, avrebbe abdicato al ruolo di garante dei principi di attribuzione e proporzionalità, costringendo Karlsruhe ad intervenire con il fine di tutelare la corretta ripartizione di competenze fra Unione Europea e Stato tedesco. Il *Bundesverfassungsgericht* chiudeva dunque la propria sentenza intimando alla BCE di fornire chiarimenti al Governo ed alla *Bundesbank* in merito al *Public Sector Purchase Programme*; chiarimenti che, se non soddisfacenti, avrebbero obbligato la Banca Centrale tedesca a ritirarsi dall'attuazione del cd. *Quantitative Easing* ed a dismettere progressivamente le proprie partecipazioni in titoli di Stato riconducibili al piano di acquisti in oggetto²⁵⁹.

²⁵³ Per una ricostruzione complessiva sul tema, si veda, *ex plurimis* R. COSIO – R. FOGLIA (a cura di), *Il diritto europeo nel dialogo delle Corti*, Milano, 2013.

²⁵⁴ Il programma PSPP rientra nel più ampio *Asset Purchase Programme* (APP), il quale si compone anche del *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3), dell'*Asset-Backed Security Purchase Programme* (ABSPP) e del *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP).

²⁵⁵ Ovvero inferiore, seppur prossimo, al 2% annuo.

²⁵⁶ I ricorsi furono diversi e vennero avanzati da personalità politiche tedesche note per le loro posizioni euro-scettiche (su tutti, Heinrich Weiss, Bernd Lucke, Peter Gauweiler e Markus Kerber). Sul tema P. FARAGUNA, *Da Karlsruhe un nuovo rinvio pregiudiziale "contro" la BCE: inutile e dannoso?*, in *Quaderni Costituzionali*, n.4, 2017, pp. 930-933.

²⁵⁷ Corte di giustizia, 11 dicembre 2018, causa C-493/17, Weiss.

²⁵⁸ Sul tema F. PENNESI, *Nel nome della stabilità dei prezzi? La Corte di Giustizia approva il Quantitative Easing della Banca Centrale Europea (nota a sentenza C-493/17, Weiss e a.)*, in *Diritti Comparati*, 20 dicembre 2018.

²⁵⁹ In merito alla sentenza del 5 maggio 2020, si vedano G. TESAURO - P. DE PASQUALE, *La BCE, cit.*; J. ZILLER, *L'insoutenable pesanteur du juge constitutionnel allemande. A propos de l'arrêt de la deuxième chambre de la Cour constitutionnelle fédérale allemande du 5 mai 2020 concernant le programme PSPP de la Banque Centrale Européenne*, in *Eurojus*, n. 2, 2020, pp. 151-159, nonché,

3. La reazione tedesca alla sentenza del 5 maggio 2020

Che la sentenza del Tribunale Costituzionale Tedesco andasse a creare una situazione paradossale è risultato fin da subito evidente: da un lato, infatti, si apriva la possibilità che la Commissione Europea avviasse una procedura d'infrazione che avrebbe creato un inedito cortocircuito nel rapporto fra le Corti nazionali e la CGUE²⁶⁰; dall'altro, invece, ci si interrogava sulla fattibilità di un ritiro della *Bundesbank* dal programma PSPP, considerando come un'esclusione della Banca Centrale tedesca dal cd. *Quantitative Easing* non potesse che danneggiare primariamente lo Stato teutonico²⁶¹.

Alla luce di ciò, è ragionevole affermare come il *Bundestag* ed il Governo di Berlino si siano celermente attivati per disinnescare la “bomba” sganciata dal *Bundesverfassungsgericht*²⁶². Invero, la Commissione per l'Europa del Parlamento tedesco ha avviato fin da subito audizioni con esperti al fine di raccogliere informazioni in merito al programma della BCE ed alle possibili conseguenze di un ritiro della Banca Centrale Nazionale dal PSPP, ricevendo un quasi unanime indirizzo a creare un dialogo costruttivo con Francoforte ed a riaffermare in maniera netta la fiducia nei confronti delle istituzioni euro-unitarie. Sulla medesima linea, la *Bundesbank* ha richiesto, all'interno di una riunione della BCE, di ricostruire l'*iter* che ha indotto l'istituto di Francoforte a creare il programma in questione, in modo da ponderare nuovamente in quale maniera siano stati condotti gli acquisti e come sia stata valutata la proporzionalità dello strumento. Parallelamente, la Banca Centrale Europea ha inoltrato al Governo tedesco nuovi documenti riguardanti il cd. QE e l'esecutivo, di rimando, li ha inoltrati al *Bundestag*. Quest'ultimo, in data 2 luglio 2020, ha quindi adottato una risoluzione²⁶³ nella quale, sostanzialmente, si avallava il programma in questione alla luce dei nuovi elementi acquisiti; provvedimento che si è posto in linea con quanto aveva dichiarato pochi giorni prima il ministro delle finanze Olaf Scholz, il quale, alla fine di giugno, aveva sostenuto come i documenti ricevuti da Francoforte andassero a dirimere i dubbi sollevati dal *BVerfG* in

volendo, M. BURSI, *La sentenza del BVerfG sul Public Sector Purchase Programme: un'Europa sempre più difficile*, in *Consulta Online*, n.2, 2020, pp. 385-405.

²⁶⁰ Fra i primi a prospettare questa ipotesi vi furono P. MANZINI, *Dalla corte tedesca un bicchiere di veleno per la UE*, in *LaVocce.info*, 8 maggio 2020 e P. MORI, *Riflessioni sulla possibilità e sull'opportunità di aprire una procedura di infrazione nei confronti della Germania a causa della sentenza del Bundesverfassungsgericht sul PSPP*, in *Eurojus*, n. 3, 2020, pp. 112-122. Quest'ultima Autrice, in particolare, sottolinea nello scritto in questione l'importanza di un'azione (che sarebbe potuta essere anche una lettera amministrativa con la richiesta di chiarimenti) atta a contrastare “la continua erosione del processo di integrazione europea e dei suoi valori fondamentali che provengono sia da quegli Stati membri convertitisi in “democrazie illiberali”, sia dalle contestazioni, più o meno esplicite, al primato del diritto dell'Unione da parte delle Corti costituzionali di alcuni Stati membri (aihmè anche di quelli fondatori!) le quali mal sopportano la competenza della Corte di giustizia”.

²⁶¹ Il ritiro della *Bundesbank* dal programma in questione avrebbe infatti comportato la vendita, quasi unicamente, di titoli di Stato tedeschi: invero, nel PSPP, le Banche Centrali Nazionali effettuano gli acquisti per conto della BCE e si concentrano primariamente sui titoli del loro Stato di appartenenza. Pertanto, si sarebbe assistito ad un massiccio smobilizzo di *Bund* con il probabile aumento dei tassi d'interesse sui titoli pubblici tedeschi. Per una sottolineatura di questo “paradosso”, si veda G. SCACCIA, *Nazionalismo giudiziario e diritto dell'Unione europea: prime note alla sentenza del BVerfG sui programmi di acquisto di titoli del debito della BCE*, in *Anticipazione DPCE online*, n.2, 2020.

²⁶² Per un'efficace ricostruzione di quanto fatto dalle istituzioni tedesche dopo la sentenza del 5 maggio 2020, si veda A. ZEI, *Karlsruhe e Next Generation EU: la decisione del 26 marzo 2021*, in *Nomos. Le attualità del diritto*, n. 1, 2021, pp. 9-11.

²⁶³ Bundestag 19/20621 (testo consultabile sul sito della stessa istituzione tedesca).

merito all'adeguata valutazione della proporzionalità del *Public Sector Purchase Programme*²⁶⁴.

In seguito a queste prese di posizione, è emerso chiaramente come la politica tedesca considerasse sostanzialmente chiusa la questione e, al contempo, ha preso piede in Europa l'idea che, anche in questa circostanza, il Tribunale Costituzionale Tedesco avesse “abbaiato” senza poi, effettivamente, mordere²⁶⁵. Questa idea ha peraltro trovato conferma in un pronunciamento di quest'anno in cui il *BVerfG* ha, di fatto, sotterrato l'ascia di guerra, reputando sostanzialmente soddisfacenti gli elementi che la BCE aveva trasmesso alle istituzioni tedesche nei mesi precedenti ed avallando il controllo effettuato dal Governo e dal Parlamento su questa materia²⁶⁶. La vicenda in questione nasceva da due ricorsi mirati ad ottenere un'ordinanza di esecuzione del pronunciamento riguardante il PSPP, istanze avanzate da alcuni noti esponenti politici euro-scettici²⁶⁷, i quali, considerando l'assenza di ripercussioni sostanziali in seguito alla sentenza del 5 maggio 2020, domandavano al *Bundesverfassungsgericht* di tornare ad intervenire sulla materia, valutando se, effettivamente, le problematiche rilevate nella sentenza avessero incontrato un'adeguata risoluzione. Il Tribunale Costituzionale Tedesco, a tal proposito, rigettava però la questione, affermando come, acquisite queste nuove informazioni, si poteva accettare la valutazione che il Governo ed il *Bundestag* avevano effettuato in merito all'adeguata proporzionalità del PSPP.

Una presa di posizione che indubbiamente ha dato tranquillità ai rapporti fra Karlsruhe e l'Unione Europea ma che, altrettanto indubbiamente, ha sollevato alcune perplessità. Invero, i casi a questo punto sono due: o la BCE ha fornito elementi sorprendenti ed inediti che hanno davvero stravolto le valutazioni del *BVerfG* o, in alternativa, il Tribunale Costituzionale Tedesco ha tacitamente ammesso di non volere, e potere, attivare l'opzione “nucleare” rappresentata dal ritiro della *Bundesbank* dal programma, accettando per sufficienti le poche (e non sconvolgenti) informazioni ricevute da Francoforte.

Secondo il punto di vista dello scrivente, verrebbe da optare per la seconda ipotesi.

4. L'avvio della procedura d'infrazione da parte della Commissione: le ragioni alla base della doverosità della decisione

Alla luce della reazione della politica tedesca alla sentenza del 5 maggio 2020, e tenuto conto di quanto appena detto in merito al “riposizionamento” dello stesso *BVerfG* sul tema, ha inevitabilmente cominciato a prendere piede all'interno dell'UE l'idea che la vicenda, in fin dei conti, potesse risolversi in un nulla di fatto e che il pronunciamento di Karlsruhe finisse per essere derubricato come

²⁶⁴ A tal proposito G. CHAZAN - M. ARNOLD, *German finance minister moves to resolve court stand-off with ECB*, in *The Financial Times*, 29 giugno 2020.

²⁶⁵ Questa è una fortunata metafora teorizzata tempo addietro da Weiler con specifico riferimento al *Bundesverfassungsgericht* ed al suo atteggiamento critico verso l'Unione Europea. In tal senso J.H.H. WEILER, *The “Lisbon Urteil” and the Fast Food Culture*, in *Eur J Int'l Law*, 2009, vol. 20, p.505.

²⁶⁶ Ordinanza del 29 aprile 2021 (2 BvR 1651/15, 2 BvR 2006/15) sull'esecuzione della sentenza del 5 maggio 2020 riguardante il programma “Quantitative Easing della BCE”.

²⁶⁷ Le due personalità di riferimento per questi ricorsi sono infatti Bernd Lucke, fondatore del partito *Alternative für Deutschland* (ora membro di un altro movimento politico), ed il già citato Peter Gauweiler. In tal senso N. J. KURMAIER, *German top court rejects complaint against ECB's bond buying scheme*, in *Euractiv.com*, 18 maggio 2021.

un'estemporanea presa di posizione che privilegiava l'etica delle intenzioni piuttosto che quella delle responsabilità²⁶⁸. Contrariamente a queste aspettative, la Commissione Europea ha invece deciso di non archiviare l'inedita sentenza del Tribunale Costituzionale Tedesco e, con l'invio della lettera di costituzione in mora alla Germania in merito ad una presunta violazione dei principi fondamentali del diritto euro-unitario, Bruxelles ha avvalorato quanto era stato correttamente sostenuto in parte della dottrina²⁶⁹: invero, nelle settimane successive al 5 maggio era stata prospettata da più parti l'ipotesi che la Commissione potesse (e dovesse) avviare una procedura d'infrazione ai sensi dell'articolo 258 del TFUE, certificando come lo Stato teutonico non si fosse correttamente conformato a quanto previsto dai giudici del Lussemburgo²⁷⁰. Pertanto, in questa circostanza, successivamente alle già inusuali dichiarazioni delle istituzioni euro-unitarie nelle quali si stigmatizzava la sentenza²⁷¹, l'Unione Europea ha deciso di rispondere con fermezza a quella che da alcuni è stata definita la "arroganza" di Karlsruhe²⁷², imboccando una strada che prima d'ora non era stata ancora battuta. Adesso, infatti, si apre la possibilità di vedere impugnato un pronunciamento di una Corte Costituzionale dinnanzi alla CGUE, pronunciamento che ha come oggetto il rifiuto di una precedente sentenza della stessa Corte di Giustizia dell'Unione Europea in merito all'operato di un'istituzione euro-unitaria.

Una circostanza, come detto, senza precedenti²⁷³, che potrebbe avere ricadute di differente natura.

A livello strettamente giuridico, si può sostenere come la Commissione Europea possa presentare diversi argomenti a supporto della decisione di avviare una procedura d'infrazione nei confronti della Germania:

²⁶⁸ Il naturale riferimento non può che essere la weberiana distinzione fra *gesinnungsethik* e *verantwortungsethik*. Si veda M. WEBER, *La politica come professione*, Milano, 2017.

²⁶⁹ In tal senso D.U. GALETTA - J. ZILLER, *Karlsruhe über alles? Riflessioni a margine di una pronunzia «assolutamente non comprensibile» e «arbitraria»*. *Commento a BVerfG 05.05.2020, 2 BvR 859/15, Weiss*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 3-4/2020, pp. 301-347. Sulla stessa linea, a livello di istituzioni europee, va considerato il punto di vista espresso da un gruppo di esperti interpellato sul tema da parte della Commissione Affari Costituzionali dell'Unione Europea; si veda quindi N. PETERSEN - K. CHATZIA THANASIOU, *Primacy's Twilight. On the Legal Consequences of the Ruling of the Federal Constitutional Court of 5 May 2020 for the Primacy of the EU Law*, pp. 54-67, (testo consultabile sul sito www.europarl.europa.eu/thinktank).

²⁷⁰ La possibilità per la Commissione Europea di aprire una procedura d'infrazione nei confronti di un Paese membro alla luce di una violazione riconducibile ad un pronunciamento giurisprudenziale è stata esplicitata per la prima volta dalla CGUE con la vicenda *Commissione vs Italia* (Commissione v. Italia, Causa C-129/00). Sul tema, si vedano S. POLI - R. CISOTTA, *The German Federal Constitutional Court's Exercise of Ultra Vires Review and the Possibility to Open an Infringement Action for the Commission*, in *German Law Journal*, 2020, pp. 1078-1089 e L. S. ROSSI - G. DI FEDERICO, *Annotation Case C-129/00, Commission v. Repubblica italiana*, in *Common Market Law Review*, n. 42, 2005, pp. 829 - 849.

²⁷¹ A tal proposito S. POLI, *The German Federal Court and its first ultra vires review: a critique and a preliminary assessment of its consequences*, in *Eurojus*, n. 2, 2020, pp. 236-238.

²⁷² Si veda B. CARAVITA - M. CONDINANZI - A. MORRONE - A.M. POGGI, *Da Karlsruhe una decisione poco meditata in una fase politica che avrebbe richiesto maggiore ponderazione*, in *Federalismi.it*, n. 14, 2020.

²⁷³ Invero, ci sono stati casi in cui la CGUE ha aperto procedure d'infrazione con riferimento a pronunciamenti di giudici di ultima istanza, situazione avvenuta in Francia (Corte di Giustizia, Causa C-416/17 Commissione v. Repubblica Francese) ed in Spagna (Corte di Giustizia, Causa C-154/08, Commissione v. Regno di Spagna), ma non è mai successo invece che l'iter fosse avviato sulla base dell'attivazione di controlimiti da parte di una Corte Costituzionale nazionale dopo che questa aveva effettuato un rinvio pregiudiziale agli stessi giudici del Lussemburgo. In due recenti circostanze in cui i giudici nazionali hanno rifiutato la sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Repubblica Ceca (Corte di Giustizia, Causa C-399/09, Marie Landtová) e Danimarca (Corte di Giustizia, Causa C-441/14, Dansk Industri v. Successione Karsten Eigil Rasmussen), la Commissione ha infatti deciso di non avviare la procedura d'infrazione, preferendo evitare una "escalation" della vicenda. Sul tema, S. POLI - R. CISOTTA, *The German, cit.*, pp. 1080-1083.

- 1) il non rispetto dell'indipendenza della Banca Centrale Europea e, di rimando, degli articoli 130 e 282.3 del TFUE²⁷⁴. Invero, è stato affermato in dottrina²⁷⁵ come, con questo pronunciamento, il *BVerfG* abbia effettuato un'indebita ingerenza nel funzionamento della BCE, ledendo pertanto un elemento che sta alla base del modello di *central banking* strutturato nell'Eurozona;
- 2) la violazione del principio di attribuzione enucleato dall'articolo 5 del Trattato sull'Unione Europea. In tal senso, si potrebbe infatti sostenere che il Tribunale Costituzionale Tedesco abbia sconfinato in una materia attribuita all'Unione Europea, cioè la politica monetaria, trasgredendo pertanto questo principio cardine della struttura euro-unitaria e compiendo, paradossalmente, esso stesso un atto *ultra-vires*;
- 3) la mancanza della leale collaborazione stabilita dall'articolo 4.3 del TUE, elemento chiave per poter seguire efficacemente l'appena citato principio di attribuzione;
- 4) la non osservanza di quanto previsto dall'articolo 267 TFUE e, in particolare, dalla giurisprudenza relativa alla sua interpretazione²⁷⁶. Invero, è stato sostenuto come un pronunciamento della CGUE in seguito ad un rinvio pregiudiziale risulti vincolante, obbligando lo Stato membro che ha adito la Corte a conformarsi al parere espresso dai giudici del Lussemburgo;
- 5) la violazione dell'articolo 19.1 del TUE, secondo cui la CGUE “assicura il rispetto del diritto nell'interpretazione e nell'applicazione dei Trattati”. Il *Bundesverfassungsgericht*, con il pronunciamento del 5 maggio 2020, avrebbe in tal senso privato la Corte di Giustizia dell'Unione Europea di questa sua prerogativa e, conseguentemente, non avrebbe rispettato quanto disposto dalle norme euro-unitarie;
- 6) l'aver disatteso, infine, quanto previsto dall'articolo 344 del TFUE, secondo cui gli “Stati membri si impegnano a non sottoporre una controversia relativa all'interpretazione o all'applicazione dei trattati a un modo di composizione diverso da quelli previsti dal trattato stesso”.

A queste ragioni in punto di stretto diritto, ben se ne potrebbero aggiungere altre di carattere più ampio, le quali avvalorano la decisione della Commissione Europea di far partire l'*iter* della procedura di cui andiamo trattando. Secondo il punto di vista dello scrivente, infatti, per Bruxelles è in questa circostanza

²⁷⁴ Unitamente all'articolo 7 dello Statuto della Banca Centrale Europea.

²⁷⁵ Si vedano, *ex plurimis* A. CIANCIO, *The 5 May 2020 Bundesverfassungsgericht's Decision on the ECB's public sector purchase program: an attempt to “break the toy” or a new starting point for the Eurozone?*, in *Federalismi.it*, n.16/2020, pp. 44-46 e T. NGUYEN – M. CHAMON, *The ultra-vires decision of the German Constitutional Court. Time to fight fire with fire?*, in *Policy Papers. Jacques Delors Centre – Hertie School*, 28 maggio 2020.

²⁷⁶ “[...]la sentenza con la quale la Corte si pronunzia in via pregiudiziale sull'interpretazione o sulla validità di un atto adottato da un'istituzione della Comunità risolve, con la forza del giudicato, una o più questioni di diritto comunitario e vincola il giudice nazionale per la definizione della lite principale”, cfr. Corte di Giustizia, Causa 69/85, Wünsche, 1986. Il fatto, inoltre, che i giudici nazionali non siano titolati a sancire l'invalidità degli atti delle istituzioni europee, e che questo sindacato sia riservato alla CGUE, è stato considerato doveroso dai giudici del Lussemburgo al fine di dare “[...] uniformità nell'applicazione del diritto comunitario. Divergenze fra i giudici degli Stati Membri circa la validità degli atti comunitari potrebbero infatti compromettere la stessa unità dell'ordinamento giuridico comunitario e ledere il principio fondamentale della certezza del diritto”, cfr. Corte di Giustizia, Causa 314/85, Foto-Frost, 1987. In tal senso S. POLI - R. CISOTTA, *The German, cit.*, pp. 1083-1084.

fondamentale tutelare il ruolo della CGUE e difendere l'efficacia dei suoi pronunciamenti, preservando, conseguentemente, la valenza degli atti adottati dalle istituzioni euro-unitarie.

Dopo la sentenza del 5 maggio 2020 è risultato naturale interrogarsi sulle possibili conseguenze che il pronunciamento avrebbe potuto sortire sull'autorità, e l'autorevolezza, della Corte di Giustizia dell'Unione Europea. Invero, se, da un lato, il *BVerfG* sanzionava il programma della Banca Centrale Europea ed il suo difetto di proporzionalità, dall'altro, accusava la CGUE di non avere effettuato una ponderazione adeguata dello strumento oggetto di analisi e, di rimando, di non aver adempiuto ai compiti di controllo che le sarebbero propri. Quello che Karlsruhe lasciava dunque intendere, in maniera neanche troppo velata, era che i giudici del Lussemburgo avessero rinunciato ad esercitare la propria funzione, obbligando il Tribunale Costituzionale Tedesco ad agire con il fine di tutelare quanto previsto dai Trattati euro-unitari. A questo punto, inevitabilmente, si è tornato a porre l'interrogativo in merito a chi sia l'effettivo “guardiano dei Trattati” e se sia possibile che l'attivazione dei cd. controlimiti²⁷⁷ possa operare in maniera tanto ampia. Affermiamo ciò alla luce del fatto che, come sostenuto condivisibilmente in dottrina²⁷⁸, in questa circostanza l'oggetto del contendere fosse l'operato di un'istituzione europea e, in tal senso, era logico pensare che la valutazione della sua compatibilità con le norme euro-unitarie fosse attribuita alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea. Inoltre, in questo caso, si ragionava di politica monetaria, una materia che ha, ovviamente, dirette ricadute sulla politica fiscale: alla luce di questa considerazione, determinare la proporzionalità del PSPP è un qualcosa di estremamente complesso su cui anche gli economisti faticerebbero a trovare un accordo²⁷⁹, mentre il *BVerfG* si è calato nella questione con notevole disinvoltura e, conseguentemente, ha sconfessato il suo stesso principio di *Europarechtsfreundlich*²⁸⁰. Il rischio dato da una silente accettazione del pronunciamento del

²⁷⁷ Con l'espressione “controlimiti”, come noto, si fa riferimento ad un concetto cardine di quel dialogo fra Corti che si è instaurato in Europa sin dai primi anni '60. Invero, partendo da una logica dualista, i giudici nazionali hanno man mano accettato la primazia del diritto euro-unitario su quell'interno ma, pur contraendo il proprio raggio d'azione in favore di quello europeo, hanno stabilito dei confini che le norme euro-unitarie non possono superare; queste demarcazioni, definite per l'appunto “controlimiti”, sono poste in prossimità del nucleo essenziale delle carte costituzionali ed hanno assunto forme differenti nei diversi Paesi facenti parte dell'UE. Nello specifico, va detto che il concetto di “controlimiti” viene abitualmente fatto risalire alla cd. sentenza *Frontini* (n.183/1973) della Corte Costituzionale italiana. Per un'introduzione sul tema, si veda, *ex plurimis*, R. BIN - P. CARETTI – G. PITRUZZELLA, *Profili costituzionali dell'Unione Europea*, il Mulino, 2015.

²⁷⁸ Lo scrivente concorda infatti con il punto di vista espresso da G. SCACCIA, *Nazionalismo*, cit., p. 2866, secondo cui, anche in questa circostanza, sarebbe stato logico per il Tribunale Costituzionale Tedesco seguire il principio “*rex in regno suo est imperator*”. D'altronde, questo è quello che prevedono anche i già citati articoli 267 TFUE e 19.3 TUE, norme giuridiche che riservano alla CGUE l'esclusività nel giudicare gli atti delle istituzioni dell'UE e la corretta interpretazione del diritto dell'Unione.

²⁷⁹ La necessità di aumentare il tasso d'inflazione, e la difficoltà nell'ottenere questo risultato, è stato un elemento caratterizzante le economie più sviluppate al mondo negli ultimi decenni, portando le Banche Centrali Nazionali ad adottare politiche monetarie senza precedenti; il rischio principale che si è voluto, e tuttora si vuole, evitare è quello riconducibile alla cd. *japanification*, un fenomeno che ha interessato il Paese nipponico negli ultimi vent'anni e che si caratterizza per un'inflazione prossima allo zero, un livello di crescita economica e della produttività molto basso ed una sostanziale inefficacia della politica monetaria. Si veda, sul tema, P. L. SIKLOS, *Looking into the Rear-View Mirror: Lessons from Japan for the Eurozone and the U.S.?*, in *IMES discussion paper series*, 2020.

²⁸⁰ L'espressione “*Europarechtsfreundlich*” (traducibile in un approccio amichevole verso l'Unione Europea) è stata coniata dal *BVerfG* con la sentenza *Mangold/Honeywell* (2 BvR 2661/06, 6 luglio 2010). In quel pronunciamento, considerato di “apertura” nei confronti del diritto euro-unitario, i giudici di Karlsruhe hanno affermato come, nel loro dialogo con quelli del Lussemburgo, avrebbero agito con euro-deferenza e non avrebbero attivato il controllo sugli atti *ultra-vires* se non in

Bundesverfassungsgericht è dunque rappresentato da quello che proprio il Tribunale Costituzionale Tedesco aveva stigmatizzato nella sentenza *Mangold/Honeywalk*: con una così ampia azione delle Corti nazionali “il primato del diritto dell’Unione potrebbe venire praticamente vanificato, e l’uniforme applicazione di esso sarebbe posta in pericolo”²⁸¹. Da ciò, deriverebbe la possibile configurazione di una Europa *à la carte*, una struttura ancor più asimmetrica dell’attuale che, con tutta evidenza, rappresenterebbe un netto passo indietro nel processo di integrazione euro-unitaria; in tal senso, è facile immaginarsi quello che alcuni Paesi del cd. blocco di Visegrad²⁸² potrebbero fare una volta ravvisata una violazione dei diritti fondamentali da parte della CGUE e, sfortunatamente, il precedente del *BVerfG* sul PSPP potrebbe rappresentare un punto a loro favore²⁸³.

Altro importante elemento da considerare è quello riconducibile all’esigenza di mantenere un controllore centrale sulla BCE, onde evitare di assoggettare l’istituto di emissione europeo al giudizio di, potenzialmente, diciannove Corti nazionali. Invero, pensare che Francoforte possa essere “vigilato” da una così ampia platea di soggetti mina inevitabilmente l’indipendenza della Banca Centrale e la sua capacità di agire utilizzando tutti gli strumenti propri del *central banking*. Se si vuole rafforzare l’Eurozona, la funzione di controllo sulla BCE deve quindi essere riservata unicamente alla CGUE e, con l’avvio della procedura d’infrazione, la Commissione Europea dimostra di essere determinata ad operare a tutela di questo principio.

circostanze in cui si fosse ravvisata una evidente violazione del principio di attribuzione ad opera di un’istituzione dell’Unione; ciò veniva affermato alla luce del principio di apertura verso l’UE che è enucleato dal *Grundgesetz*, riconoscendo quindi una primazia del diritto euro-unitario su quello interno. A tal proposito P. FARAGUNA, *Il “sospettoso” cammino europeo del Bundesverfassungsgericht da Solange a Gauweiler*, in *Cittadinanza Europea*, suppl.1, 2016, pp. 211-237.

²⁸¹ La citazione è stata tradotta da P. FARAGUNA, *Il “sospettoso”, op.cit.*, p. 223.

²⁸² Gli Stati a cui abitualmente si fa riferimento sono Polonia ed Ungheria, Paesi che hanno adottato alcuni provvedimenti che suscitano molti dubbi (per usare un eufemismo) in merito alla loro compatibilità con i principi giuridici che stanno alla base dell’ordinamento europeo. Significativo in tal senso è quanto affermato dal Primo Ministro polacco, Mateusz Morawiecki, in seguito alla sentenza del *BVerfG*: “Uno dei più importanti pronunciamenti nella storia della UE [...] Questa è forse la prima volta in cui un così rilevante principio viene affermato con chiarezza: i Trattati sono creati dagli Stati membri e questi ultimi determinano dove siano collocati i limiti per le istituzioni europee”. Questa dichiarazione è stata resa al giornale *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, si veda quindi T. GUTSCHKER - K. SCHULLER - G. GNAUCK, *EU droht Deutschland mit Verfahren*, in *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 9 maggio 2020. In tal senso, risulta interessante l’analisi effettuata da S. BIERNAT, *How Far Is It from Warsaw to Luxembourg and Karlsruhe: The Impact of the PSPP judgement on Poland*, in *German Law Journal*, vol. 5, 2020, pp. 1104-1115. Va detto che, in dottrina, è stato però anche affermato il contrario di quanto appena sostenuto: invero, B. RIEDL (*Ultra Vires Control and European Democracy*, in *VerfBlog*, 18 giugno 2021) ha scritto che la sentenza del *BVerfG* non può essere considerata un esempio negativo che potrebbe essere seguito da Ungheria e Polonia, per via del fatto che Karlsruhe rivendica una maggior legittimazione democratica delle istituzioni europee ed un rafforzamento dello Stato di diritto, e che un ragionamento come quello sopra avanzato sarebbe dettato da interessi di parte, privi di una effettiva rilevanza giuridico-politologica. Lo scrivente, per quanto riconosca l’assoluta diversità fra il “caso tedesco” e le vicende che riguardano i due Paesi dell’est Europa, rimane tuttavia convinto di quanto affermato nel testo e reputa che le parole del Primo Ministro polacco siano la miglior conferma possibile della tesi da noi perorata.

²⁸³ Questa riflessione è condivisa ufficialmente anche dagli euro-parlamentari appartenenti al gruppo politico tedesco dei Verdi. Sven Giegold, portavoce presso l’Europarlamento dei *Grünen*, ha infatti salutato favorevolmente l’avvio della procedura d’infrazione nei confronti della Germania in merito alla vicenda PSPP ed ha sostenuto come questa decisione sia doverosa al fine di tutelare la struttura giuridica europea (testo consultabile sul sito dei Verdi tedeschi). Se, da un lato, questo posizionamento può risultare sorprendente alla luce della nazionalità di questa formazione politica, dall’altro, ci fornisce invece una chiara idea di come questo partito abbia una visione dell’Unione Europea ben diversa rispetto a quella che contraddistingue ancora oggi buona parte della CDU e, conseguentemente, del Governo di Berlino.

5. I rischi derivanti da un prosieguo della procedura

Detto delle ragioni per le quali, secondo il punto di vista di chi scrive, era necessario che Bruxelles avviasse la procedura d'infrazione, risulta ora doveroso esaminare i rischi derivanti da questa scelta. Le criticità date da una “escalation” della vicenda sono diverse e possono incidere direttamente su alcune importanti questioni che sono tuttora oggetto di discussione all'interno dell'UE. Di seguito, si propongono i due argomenti che, sempre secondo il nostro punto di vista, risultano in tal senso più rilevanti:

- a) Le possibili ricadute politiche sull'implementazione di strumenti comuni per il superamento della pandemia;
- b) La probabile deflagrazione dello storico dibattito fra visione monista e dualista in merito al rapporto fra diritto interno e diritto dell'Unione Europea.

Con riferimento alla prima tematica (a) assumono centralità, come anticipato poco sopra, questioni di natura primariamente politica: si prospetta infatti il rischio che la procedura d'infrazione possa contribuire ad un danneggiamento del rapporto intercorrente fra Bruxelles e Berlino, ponendo a repentaglio la possibilità di addivenire ad una discussione costruttiva in merito ad una, probabilmente necessaria, riforma della *governance* economica europea²⁸⁴.

Invero, l'avvio di una procedura d'infrazione nei confronti della Germania in merito alla vicenda PSPP potrebbe, potenzialmente, ravvivare un euroscetticismo pur sempre presente nello Stato teutonico²⁸⁵, ponendo a repentaglio alcune decisioni future che hanno grande importanza in chiave economica e di complessiva integrazione euro-unitaria (su tutte, la revisione del Patto di Stabilità e Crescita). Qualunque

²⁸⁴ Va detto che il timore riguardante le ricadute politiche della controversia fra il Tribunale Costituzionale Tedesco e la CGUE era già stato palesato dopo la sentenza del 5 maggio 2020, anche se, in quella circostanza, si ponevano in rilievo elementi differenti che poi, fortunatamente, sono passati in secondo piano. Invero, dopo il sopramenzionato pronunciamento, era stato sostenuto in dottrina come le parole del *BVerfG* potessero incidere sulla gestazione del *Next Generation EU*, portando la Cancelleria tedesca a trincerarsi dietro la sentenza di Karlsruhe con il fine di bloccare un progetto che avrebbe richiesto alla Germania di effettuare una prima forma di mutualizzazione dei debiti pubblici europei. Allo stesso modo si era temuto che la vicenda PSPP potesse incidere sul *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) della BCE, programma che affiancava il cd. QE nel tentativo di sostenere gli Stati dell'Eurozona nel fronteggiare gli effetti negativi derivanti dalla pandemia. Ambedue queste previsioni si sono rivelate inesatte e buona parte della politica tedesca si è dimostrata favorevole a quanto implementato su base europea, adottando una linea che fino a pochi mesi prima sarebbe stata, probabilmente, impensabile. A tal proposito F. SALMONI, *Nota a prima lettura della sentenza del Tribunale Costituzionale federale tedesco sul Quantitative easing: una decisione che chiude la strada alle misure di mutualizzazione del debito e la apre al MES*, in *Consulta Online*, n.2, 2020, pp. 289-292.

²⁸⁵ Al netto del partito dichiaratamente euro-scettico *Alternative für Deutschland* (e della sua “derivazione” guidata da Bernd Lucke) va infatti tenuto presente come, al congresso della CDU del 16 gennaio 2021 in cui si doveva indicare il successore di Angela Merkel, l'ala più conservatrice dei cristiano-democratici sia stata sconfitta per poche decine di voti. Invero, Friedrich Merz, candidato che si era posto in aperta contrapposizione con il *Next Generation EU*, è stato battuto al ballottaggio da Armin Laschet con solo 55 preferenze di scarto (521 voti dei delegati contro 466), evidenziando come la linea adottata dalla Cancelleria negli ultimi anni non abbia riscontrato un consenso molto ampio all'interno del suo stesso partito. Va inoltre sottolineato come Merz rimanga oggi uno dei principali consiglieri economici di Laschet e che, nelle riflessioni giornalistiche precedenti alle elezioni politiche del 26 settembre, sia stata avanzata l'ipotesi che il suo nome possa rientrare fra i papabili a ricoprire l'incarico di ministro delle finanze in caso di governo guidato dalla CDU, con il probabile avallo dei liberali/liberisti dell'FDP. Su quest'ultimo tema, si veda J. TREECK, *German conservatives bang the drum on inflation – and voters shrug*, in *Politico.eu*, 23 settembre 2021.

sia la composizione e l'orientamento politico del prossimo Governo di Berlino²⁸⁶, non è illogico dunque pensare che l'assemblea legislativa tedesca ed il ramo esecutivo possano, a fronte di un'eventuale procedura d'infrazione, orientarsi in favore di posizioni di "chiusura" dettate dal timore (più o meno fondato) che Bruxelles voglia ridimensionare il ruolo del *Bundesverfassungsgericht*, istituzione che gode storicamente di un ampio consenso popolare²⁸⁷.

Con riferimento invece alla seconda tematica (b), quella cioè riconducibile al dibattito fra visione monista e dualista, si presentano probabilmente le criticità maggiori. Invero, la questione della primazia del diritto europeo su quello interno torna in questo caso a presentarsi in tutta la sua rilevanza, richiamando un pluridecennale dibattito che ha avuto inizio nei primi anni '60²⁸⁸. Il Tribunale Costituzionale Tedesco si è storicamente dimostrato uno degli attori più attivi su questo tema, giungendo ad emettere sentenze con cui sono state definite tre direttrici atte a preservare il nucleo principale del *Grundgesetz*: la tutela dei diritti fondamentali, il controllo sugli atti *ultra-vires* e quello di identità costituzionale²⁸⁹. In questa circostanza, il *BVerfG* ha dunque applicato uno dei tre criteri messi a punto negli ultimi decenni, quello cioè relativo al controllo sugli atti *ultra-vires*, ed ha rivendicato una prerogativa che l'Unione Europea, per com'è stata

²⁸⁶ Il 26 settembre 2021 si sono tenute in Germania le elezioni politiche, appuntamento elettorale che ha visto la maggioranza relativa dei voti andare all'SPD (25,7%), con l'alleanza CDU/CSU che ha raggiunto il 24,1%, i Verdi il 14,8%, il partito liberale FDP l'11,5%, AfD il 10,3%, ed il partito di sinistra *Die Linke* il 4,9%. Le coalizioni di governo possono a questo punto essere diverse, partendo da una nuova *Grosse Koalition*, passando per un'intesa a tre che interesserebbe, oltre che socialdemocratici e CDU, anche i *Grünen*, giungendo quindi ad esecutivi che andrebbero a coinvolgere il *Freie Demokratische Partei* (coalizzato con almeno due dei partiti fra SPD, cristiano-democratici e Verdi). Sul tema M. KARNITSCHNIG, *Election leaves Germany in limbo*, in *Politico.eu*, 27 settembre 2021.

²⁸⁷ Dopo la diffusione della notizia riguardante l'avvio della procedura d'infrazione, non hanno tardato a palesarsi reazioni politiche critiche rispetto alla decisione assunta da parte della Commissione Europea. Fra queste, sono emerse quelle dei già citati Lucke e Gauweiler ma anche quella di Markus Ferber, euro-deputato della CSU, e di Daniel Caspary. Quest'ultimo, capogruppo degli euro-parlamentari di CDU e CSU presso Bruxelles, ha affermato come non avrebbe preso questa strada, ritenendo la scelta non saggia. Si veda, sul tema C. BUDRAS - W. MUSSLER, *Die Kommission stellt die ultimative Machtfrage*, in *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 9 giugno 2021; e M. KARNITSCHNIG - H. VON DER BURCHARD, *European Commission declares war on German arrogance*, in *Politico.eu*, 9 giugno 2021. Il consenso popolare del *BVerfG* ha una "lunga storia alle spalle". La ragione, probabilmente, va ricercata negli ampi poteri che gli sono stati concessi nella stesura del *Grundgesetz*, poteri pervasivi che hanno permesso alla popolazione, attraverso strumenti come i ricorsi individuali diretti, di far sentire la propria voce su ogni provvedimento che veniva approvato dal *Bundestag* e dal *Bundesrat*. Inoltre, con le sentenze relative all'integrazione europea, il Tribunale Costituzionale si è posto, agli occhi di buona parte dell'opinione pubblica, come il più attento garante dei valori alla base della Legge Fondamentale e, conseguentemente, di quel modello di società che ha permesso alla Germania di creare la propria prosperità nel secondo dopoguerra. Non va infine trascurata una considerazione di rilievo: il *BVerfG*, su determinate tematiche (come il diritto di famiglia o il diritto penale), è riuscito ad intercettare tempestivamente le dinamiche presenti nella società, anticipando sovente con i suoi pronunciamenti l'azione del ramo legislativo. Sul tema, M. STOLLEIS, *Introduzione alla storia del diritto pubblico in Germania (XVI – XXI sec.)*, Macerata, 2017, pp. 154-157.

²⁸⁸ Abitualmente, vengono considerate centrali nella materia in questione la vicenda *Van Gend & Loos* del 1963 (Corte di Giustizia della Comunità Economica Europea, Causa 26-62) e quella *Costa-Enel* del 1964 (Corte di Giustizia della Comunità Economica Europea, Causa 6-64). Negli anni '70 si consolidò poi il "confronto" riguardante i cd. controlimiti; in tal senso risultano fondamentali la già menzionata sentenza *Frontini* (sentenza Corte Costituzionale 183/1973) e quella *Solange* (*BVerfG*, *BVerfGE* 37, 271). Si vedano, *ex plurimis* R. COSIO – R. FOGLIA (a cura di), *Il diritto, cit.*; e G. TESAURO, *Il dialogo tra giudice italiano e corti europee*, in C. BALDUCCI – M. L. SERRANO (a cura di), *Nuovi Assetti delle Fonti del Diritto del Lavoro: Atti del Convegno Nazionale: Otranto*, Roma, 2011, p. 11 ss.

²⁸⁹ Per una ricostruzione sul tema, si veda P. FARAGUNA, *Il Bundesverfassungsgericht e l'Unione Europea, tra principio di apertura e controlimiti*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, n.2, 2016, pp. 431-464.

configurata con il Trattato di Maastricht²⁹⁰ e con il successivo Trattato di Lisbona²⁹¹, non sarebbe (secondo la visione dello stesso *Bundesverfassungsgericht*) legittimata a revocargli. L'avvio della procedura d'infrazione comporta, pertanto, una chiara delegittimazione del modello teorico formulato dal Tribunale Costituzionale Tedesco durante gli scorsi decenni e, di rimando, mette in discussione il complessivo concetto di “controlimiti”, sortendo quindi un effetto che va ben oltre il semplice rapporto fra Karlsruhe ed il Lussemburgo.

6. La risposta del Governo tedesco ed i possibili sviluppi della vicenda

A questo punto la questione è passata nelle mani del Governo tedesco il quale, dal momento della ricezione della missiva con cui si è avviato l'iter relativo alla procedura d'infrazione, aveva a disposizione due mesi per poter rispondere a quanto rilevato da parte della Commissione Europea. A tal proposito risulta doveroso affermare fin da subito come, su questo tema, la posizione dell'esecutivo guidato da Angela Merkel fosse decisamente scomoda. E la ragione è presto detta: il Governo tedesco non aveva infatti la possibilità di incidere in maniera sostanziale ed autonoma su questa vicenda e la sua risposta, a meno di ipotesi estreme che si analizzeranno successivamente, non poteva che seguire semplicemente la direzione già indicata nel paragrafo 3 della presente trattazione. Invero, per il fondamentale principio della separazione dei poteri, l'esecutivo non ha, come ovvio, alcuna possibilità di agire in senso difforme ad una sentenza del *Bundesverfassungsgericht* e, pertanto, il suo margine di manovra è pressoché nullo. Oltretutto, la celerità con cui la politica tedesca ha archiviato le richieste avanzate dal *BVerfG* rende ben chiaro come la Cancelleria non si trovi su questo tema “in sintonia” con il Tribunale Costituzionale Tedesco e, dunque, come in questa vicenda abbia una posizione maggiormente vicina a quella del Lussemburgo piuttosto che a quella espressa da Karlsruhe. Alla luce di quanto appena sostenuto, non è dunque sorprendente il fatto che Berlino abbia risposto a Bruxelles con una lettera dai toni concilianti, un documento di quattro pagine nel quale si sottolinea la natura europeista della Germania e con cui si rimarca l'importanza di consolidare l'integrazione continentale attraverso un costruttivo dialogo fra i diversi giudici facenti parte dell'UE²⁹². Invero, nella missiva inviata in data 3 agosto 2021, l'esecutivo tedesco respinge la “tesi” secondo cui il *Bundesverfassungsgericht* non riconoscerebbe la primazia del diritto europeo su quello interno e, al contempo, si impegna ad avviare un dialogo con Karlsruhe su questa materia, nel rispetto del fondamentale principio della separazione dei poteri. Una replica con la quale,

²⁹⁰ In tal senso, è doveroso fare riferimento a quanto sostenuto dal Tribunale Costituzionale Tedesco nella sentenza *Maastricht* (BVerfGE 89, 155). Si veda J. H. H. WEILER, *The State “über alles”. Demos, Telos and the German Maastricht decision*, in *EUI Working Paper*, n. 19, 1995.

²⁹¹ Come per il Trattato di Maastricht, anche con quello di Lisbona il *BVerfG* ha emesso un pronunciamento teso a chiarire la natura, ed i limiti, dell'adesione tedesca all'Unione Europea (BVerfG, 2 BvR 2/2008). A tal proposito S. CASSESE, *L'Unione Europea e il quinzaglio tedesco*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 9, 2009.

²⁹² La lettera non è stata resa pubblica né dal Governo di Berlino, né dalla Commissione Europea. Il contenuto della missiva, però, è stato descritto, ad inizio agosto, da alcuni quotidiani tedeschi che hanno avuto modo di consultarla; sul tema W. MUSSLER, *Bloß keine Eskalation*, in *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 8 agosto 2021.

quindi, la Cancelleria cerca di portare serenità ai rapporti fra *BVerfG* ed Unione Europea, nel tentativo di evitare un'*escalation* senza precedenti.

A questo punto si pone dunque il quesito in merito a quella che potrebbe essere la contromossa della Commissione Europea a questa replica conciliatoria, notando come si vadano ora ad aprire due differenti strade di fronte a Bruxelles: da un lato, quella che porta al prosieguo della procedura d'infrazione e, conseguentemente, al rinvio della materia alla CGUE; dall'altro, quella che conduce invece all'archiviazione della materia senza un nuovo coinvolgimento dei giudici del Lussemburgo.

Ebbene, secondo il punto di vista di chi scrive, la Commissione opterà per la seconda delle due ipotesi. Invero, i rischi rappresentati da un nuovo inoltro della questione alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea sono rilevanti e, per quella che è la nostra analisi, condurrebbero alle già evidenziate possibili ricadute politiche sul rapporto fra Berlino e Bruxelles ed alla deflagrazione dello scontro fra visione monista e dualista. Quest'ultima questione risulta per lo scrivente la più rilevante ed interessa l'intera Unione Europea, andando potenzialmente ad innescare un "effetto domino" che fino ad ora si è voluto evitare. Sanzionare infatti la sentenza di una Corte Costituzionale significherebbe risolvere in maniera muscolare un dibattito pluridecennale che ha sempre invece richiesto collaborazione, ben consapevoli tutti gli attori coinvolti del fatto che la peculiare, ed incerta, configurazione dell'Unione Europea (e, prima ancora, già della Comunità Europea) richiedesse grande cautela per mantenere (e, possibilmente, far progredire) il sistema. Invero, l'eventuale ritorno della materia alla CGUE, con un conseguente pronunciamento dei giudici del Lussemburgo sull'operato di Karlsruhe, scatenerebbe senza dubbio la reazione del *Bundesverfassungsgericht* che rivendicherebbe il proprio diritto di vigilare sul rispetto del principio di attribuzione, richiamando sentenze pronunciate anche da altre Corti Costituzionali negli anni passati. In quest'ottica, è inoltre sempre necessario ricordare che la giurisprudenza euro-unitaria presenta ancora oggi, nonostante la particolare struttura dell'UE a confronto con quella delle altre organizzazioni sovranazionali, alcune delle tradizionali problematiche che riguardano il diritto internazionale²⁹³; in tal senso, risulta infatti doveroso considerare come, alla luce della natura non federale dell'Unione Europea, non esistano strumenti che permettano di sanzionare efficacemente una, supposta, violazione di quanto enucleato dai Trattati da parte degli Stati membri²⁹⁴ e che ogni visione monista volta a riconoscere una supremazia della CGUE sui giudici nazionali non possa che basarsi su di un diffuso e dialogico rapporto con questi ultimi²⁹⁵.

²⁹³ Cfr. T. GUARNIER, *Interpretazione costituzionale e diritto giurisprudenziale*, Napoli, 2014, pp. 262-267.

²⁹⁴ Con riferimento alla situazione in oggetto si potrebbe infatti immaginare, al massimo, l'inflessione di una sanzione pecuniaria da parte dei giudici del Lussemburgo nei confronti dello Stato tedesco il quale però, come risposta a questa ipotesi, avrebbe la possibilità di "minacciare", per esempio, una riduzione dei contributi tedeschi al bilancio pluriennale dell'Unione Europea e ad altri progetti implementati durante la pandemia (come il *Next Generation EU* od il fondo SURE); in quest'ottica, ragionando in particolare di Stati che sono contributori netti dell'UE (come quello teutonico), è infatti evidente come il potere negoziale delle istituzioni euro-unitarie possa sovente risultare ben inferiore rispetto a quello di alcuni Governi nazionali.

²⁹⁵ Dello stesso parere è Guarnier (T. GUARNIER, *Interpretazione*, *op. cit.*, p. 263), la quale sostiene come "A pochissimo varrebbero i trattati istitutivi ed il diritto comunitario derivato, nonostante le asserzioni di applicabilità diretta e di *primauté*

Qualcuno, giustamente, potrebbe ora far notare come il soggetto che ha portato la discussione su di un piano “muscolare” sia stato proprio il *BVerfG* ed ora la Corte di Giustizia dell’Unione Europea e la Commissione non farebbero altro che rispondere nella stessa maniera. La considerazione è indubbiamente corretta ma, in tal senso, bisogna sottolineare come il Tribunale Costituzionale Tedesco abbia tacitamente riveduto la propria posizione, certificando come il supplemento di controllo in merito alla proporzionalità del PSPP abbia dato esiti adeguati alle richieste avanzate nel pronunciamento del 5 maggio 2020. Secondo il punto di vista dello scrivente, dunque, l’avvio dell’*iter* relativo alla procedura d’infrazione risulta condivisibile, mentre il suo prosieguo rappresenterebbe, per le ragioni sopra esposte, una reazione sproporzionata e dalle conseguenze difficilmente calcolabili. L’invio della missiva dev’essere infatti interpretato come un monito per il futuro, un segnale che lascia intendere come, a fronte di un allargamento del raggio d’azione delle Corti nazionali, Bruxelles sia pronta a rispondere con fermezza, agendo a tutela dell’autorità, e dell’autorevolezza, della Corte di Giustizia dell’Unione Europea. Un messaggio inviato a Karlsruhe e, di rimando, a tutti gli altri giudici costituzionale dell’UE²⁹⁶.

All’inizio del presente paragrafo, abbiamo sostenuto come il Governo tedesco non detenga poteri sostanziali ed autonomi con riferimento alla gestione di questa controversia, a meno del ricorso ad ipotesi estreme. Con l’espressione “ipotesi estreme” ci riferiamo ad un’opzione che è stata avanzata in dottrina²⁹⁷ e che, secondo il parere di chi scrive, non può in questa circostanza essere attivata: ovvero, una riforma costituzionale tesa a rimodulare i poteri del *Bundesverfassungsgericht*. L’idea in questione richiederebbe una maggioranza dei due terzi sia nel *Bundestag* che nel *Bundesrat* e, nell’attuale scenario politico tedesco, ottenere questo largo voto su di una materia così rilevante è impensabile. Oltretutto, come già affermato in precedenza, il Tribunale Costituzionale gode di un consenso molto ampio all’interno della popolazione e, in tal senso, ogni coalizione di governo presente o futura deve tenere ben presente i rischi riconducibili ad un ridimensionamento delle funzioni di Karlsruhe: in particolare, una modificazione dettata dalla diatriba fra CGUE e *BVerfG* verrebbe probabilmente etichettata da alcune forze politiche e da parte del mondo accademico come un’indebita ingerenza di Bruxelles nelle dinamiche interne alla Germania,

(anch’esse, è bene ricordarlo, giudiziali) se non fossero assicurate giorno per giorno, nel diritto vivente, da parte dei giudici: non esistono infatti sanzioni che garantiscano il ripristino della primazia violata (come accade nel caso delle organizzazioni compiutamente federali) che non si fondino sulla collaborazione dei giudici interni”.

²⁹⁶ Sul fatto che la procedura d’infrazione debba essere interpretata primariamente come un segnale con cui la Commissione Europea intende tutelare il ruolo della CGUE, ed il diritto euro-unitario, pare essere d’accordo anche T. NGUYEN (*A Matter of Principle: The Commission’s Decision to Bring an Infringement Procedure against Germany*, in *VerfBlog*, 11 giugno 2021), la quale, lasciando intendere l’improbabilità di un prosieguo della procedura d’infrazione, sostiene come Bruxelles voglia in questa circostanza dimostrare a tutti gli Stati membri che non è più disposta a tollerare violazioni dei Trattati, anche se commesse dal “potente” (“*powerful*”, termine usato dall’Autrice) Tribunale Costituzionale Tedesco.

²⁹⁷ Questa possibilità è stata prospettata da W. STREECK, *Staatsbildung durch die Hintertür?*, in *Makroskop.eu*, 26 maggio 2020. L’ipotesi nasce da una considerazione di fondo: gli ampi poteri di cui gode il *BVerfG* rappresentano, con riferimento all’Unione Europea e ad altre rilevanti questioni (come la difesa), un limite rilevante all’azione della politica tedesca la quale, sovente, si trova a dover fare i conti con una sorta di terza camera non assoggettata a logiche elettorali. I dubbi in merito alla pervasività dell’operato del *Bundesverfassungsgericht* non sono certamente una novità di questo periodo storico ma, anzi, hanno accompagnato l’operato del *BVerfG* sin dai primi anni successivi alla fine della Seconda Guerra Mondiale; si veda, in tal senso P. RIDOLA, *Stato e Costituzione in Germania*, Torino, 2021, pp. 165-169.

un'intromissione che potrebbe sortire effetti negativi con riferimento al rapporto fra cittadini e democrazia.

7. Conclusioni: la necessità di una soluzione politica

Il 26 settembre di quest'anno si sono tenute in Germania le elezioni politiche federali, circostanza in cui, per la prima volta dopo più di quindici anni, Angela Merkel non si è presentata come candidata alla Cancelleria. Il quadro politico che si va ad aprire risulta ancora piuttosto incerto e, in quest'ottica, si pone un "euro-dilemma": da un lato, si prospetta infatti la possibilità che la linea solidaristica adottata dalla Germania con la pandemia possa essere rafforzata mentre, dall'altro, torna ad aleggiare l'ipotesi di un ritorno al modello mostrato nel corso della crisi dei debiti sovrani, con uno Stato tedesco che si arrocca nuovamente a tutela dello storico principio "*Wachstum und Stabilität*"²⁹⁸. In tal senso, l'appuntamento elettorale in questione assume assoluta rilevanza per tutta l'Unione Europea, considerando come un maggior orientamento europeista del Governo tedesco potrebbe agevolare la discussione in merito ad una possibile riforma dei Trattati; un elemento centrale se si vuole rafforzare l'Eurozona ma, allo stesso modo, fondamentale per superare la "diatriba" fra Corte di Giustizia dell'Unione Europea e *BVerfG*: invero, le contraddizioni della struttura euro-unitaria sono alla base dell'interventismo del Tribunale Costituzionale Tedesco, il quale, seguendo la linea adottata con la sentenza *Maastricht*, vaglia con attenzione ogni nuovo strumento che può ledere la sovranità del *Bundestag* e non conformarsi all'ideologia

²⁹⁸ A tal fine risulta rilevante quanto esposto dall'alleanza CDU-CSU nel proprio manifesto elettorale di quest'anno: fra gli elementi centrali del programma vi è infatti l'imminente ritorno ad una politica di bilancio equilibrata che riporti l'attenzione, sia in Germania che nel resto d'Europa, sulla necessità di convergere verso un deficit prossimo allo zero; al contempo, nel manifesto in questione, si sostiene come il *Next Generation EU* debba essere interpretato come un'esperienza *una tantum* che non deve portare verso alcun tipo di unione fiscale o nella direzione di una strutturale mutualizzazione del debito (testo consultabile sul sito della CDU). Allo stesso modo, è importante sottolineare l'affine posizione assunta dal partito liberale (e liberista) FDP, il quale, per bocca del suo *leader*, ha sostenuto come si debba tornare rapidamente al Patto di Stabilità e Crescita pre-Covid, rafforzando gli sforzi al fine di ridurre il debito nei Paesi non in linea con i parametri di bilancio fissati nei Trattati. Al contempo, l'FDP ha etichettato il cd. *Recovery Fund* come strumento non ripetibile ed ha posto la necessità di "normalizzare" la politica monetaria della Banca Centrale Europea. Sul tema B. JENNEN – P. DONAHUE, *Germany's kingmaker demands high price to crown Scholz*, in *Bloomberg*, 2 settembre 2021. Detto dei "falchi", si deve ora parlare delle "colombe". I *Grünen* sono considerabili indubbiamente come il partito tedesco avente maggior vocazione europeista e la loro reazione all'avvio della procedura d'infrazione ne è una dimostrazione (si veda la nota 283); su di una linea non troppo dissimile si pone però anche la SPD, formazione politica che ha raccolto la maggioranza relativa dei suffragi alle elezioni del 26 settembre e che, per quanto affermato dal suo *leader* (il probabile nuovo cancelliere, Olaf Scholz), reputa il *Next Generation EU* un fondamentale primo passo (da cui non si può tornare indietro) per un rafforzamento del bilancio UE. Si veda *Germany's Scholz sees "no way back" from EU joint debt*, in *Euractiv.com*, 24 agosto 2021. Detto di questi posizionamenti, secondo il punto di vista di chi scrive, un coinvolgimento nel futuro esecutivo tedesco dell'FDP rappresenterebbe probabilmente il freno più importante ad una possibile riforma, in senso federale, dell'Unione Europea, mentre, situazione ben diversa, si andrebbe a configurare con una coalizione composta da SPD, Verdi e cristiano-democratici, ma anche con una "semplice" *Grosse Koalition* che interesserebbe, quindi, solo socialdemocratici e CDU. Invero, sempre secondo il nostro parere, la linea dei cristiano-democratici rimane più "moderata" rispetto a quella espressa dal *Freie Demokratische Partei* e, nel caso in cui il partito di Angela Merkel dovesse giungere al governo senza l'appoggio dei liberali, potrebbero venire accolte proposte favorevoli ad una maggiore integrazione euro-unitaria. Qualora risultasse invece impossibile giungere ad un accordo fra SPD e CDU, e divenisse quindi necessario coinvolgere l'FDP all'interno del prossimo esecutivo, sarebbe sicuramente preferibile, per chi auspica un orientamento europeista della Germania, una coalizione "semaforo" (socialdemocratici, *Grünen* e liberali) ad una intesa "Jamaica" (CDU, Verdi ed FDP): infatti, per quanto detto nelle righe precedenti, un'esclusione dell'SPD dal governo comporterebbe una predominanza della linea conservatrice nel futuro esecutivo di Berlino, favorendo posizioni di chiusura rispetto ad eventuali modificazioni dell'attuale quadro di *governance* economica dell'UE. Lo stesso ragionamento vale nel caso in cui si giungesse ad un'esclusione dei *Grünen* dal futuro governo, con la formazione di un esecutivo sostenuto da socialdemocratici, CDU e liberali.

sottostante lo statuto della BCE. Una modificazione dei Trattati significherebbe, pertanto, risolvere le ambiguità date da una base giuridica non conforme alle esigenze di un'area monetaria come quella europea, fornendo conseguentemente alle istituzioni euro-unitarie una piena legittimazione politica nell'adozione di scelte adeguate alle questioni attuali²⁹⁹.

Giungere ad una revisione dei Trattati, *a tutta evidenza*, non è però un obiettivo facilmente ottenibile e, in quest'ottica, risulta doveroso interrogarsi innanzitutto su quali finalità si vogliono perseguire e con quali modalità/tempistiche; d'altronde, di proposte di revisione negli anni passati ne sono state avanzate molte³⁰⁰ ma, per ragioni differenti, sono state tutte accantonate o rinviate ad un futuro non ben precisato. L'elemento che presenta in tal senso più criticità è sempre lo stesso: la necessità di ottenere l'unanimità e la consapevolezza che, soprattutto con riferimento ai già menzionati Paesi del cd. blocco di Visegrad, questo risultato appaia assai arduo da raggiungere. Alla luce di quanto appena detto, potrebbe dunque essere utile riprendere in mano un progetto avanzato da Valéry Giscard d'Estaing in un libro del 2014³⁰¹, testo in cui l'ex inquilino dell'Eliseo prospettava esplicitamente la possibilità di creare un'Europa a due velocità. Questa ipotesi, che trova d'accordo chi scrive, nasce dall'ormai incontrovertibile osservazione secondo cui, già allo stato attuale, esiste una frattura all'interno del Vecchio Continente che contrappone Paesi che vedono nell'UE un progetto politico ed altri che, invece, la intendono come un mero strumento con cui ottenere benefici economico-commerciali. L'idea di procedere con un'integrazione differenziata non sarebbe dunque altro che una semplice formalizzazione di una dinamica già ora in atto, un modo con cui sanare gli errori commessi in corrispondenza dei (frettolosi) allargamenti di inizio anni 2000 e permettere agli Stati che hanno adottato l'Euro di procedere verso forme di integrazione che vadano oltre il modello delle cooperazioni rafforzate. La modalità con cui ottenere questo risultato potrebbe corrispondere a quella, già utilizzata nel corso della crisi dei debiti sovrani, di affiancare un nuovo Trattato internazionale a quelli già in vigore nell'UE e di valutare la creazione di un soggetto diverso dall'Unione Europea (nelle intenzioni di Giscard d'Estaing si sarebbe dovuto chiamare "Europa") con un bilancio a sé stante ed una struttura di *governance* differente rispetto a quella attuale di Bruxelles³⁰². In tal senso, si

²⁹⁹ Sul fatto che una modificazione dei Trattati sarebbe la maniera più idonea a superare "il conflitto" pluridecennale fra BVerfG e CGUE sembra concordare anche W. STREECK, *Staatsbildung, cit.*, p. 2. Secondo quest'ultimo, infatti, il pronunciamento del Tribunale Costituzionale, e le dichiarazioni rilasciate da alcuni giudici di Karlsruhe, lasciano intendere chiaramente come il problema di fondo dell'UE, che ha indotto il *Bundesverfassungsgericht* a pronunciarsi in questa maniera, sia dato dalla sua incerta configurazione. Invero, non vivendo ancora in una Federazione europea e non essendoci il richiamo a questo concetto nei Trattati, il *BVerfG* deve continuare ad operare partendo dal presupposto che l'appartenenza di uno Stato all'Unione Europea sia governata dalla legge costituzionale di quello stesso Paese. In tal senso, modificando i Trattati, si muterebbe la natura dell'adesione tedesca all'UE e, di rimando, cambierebbe anche l'approccio del Tribunale Costituzionale nei confronti della CGUE e delle norme euro-unitarie.

³⁰⁰ Fra le varie, si pensi a quelle avanzate da S. HENNETTE – T. PIKETTY – G. SACRISTE – A. VAUCHEZ, *Democratizzare l'Europa! Per un trattato di democratizzazione dell'Europa*, Milano, 2017; o da D. COHN-BENDIT – G. VERHOFSTADT, *Per l'Europa! Manifesto per una rivoluzione unitaria*, Milano, 2012.

³⁰¹ Cfr. V. GISCARD D'ESTAING, *Europa. La dernière chance de l'Europe*, Parigi, 2014.

³⁰² Stando al punto di vista di Giscard d'Estaing, "Europa" non dovrebbe sostituire l'UE ma rappresentarne invece, in un ipotetico modello concentrico, il fulcro. La proposta di creare un bilancio differente da quello dell'Unione è in tal senso fondamentale: invero, in una logica negoziale con Paesi che ricevono ingenti fondi europei ma che si oppongono a forme di integrazione in senso federalista (come quelli del cd. blocco di Visegrad), la possibilità di addivenire ad una traslazione di

potrebbero accantonare definitivamente logiche tipiche delle organizzazioni internazionali (come il sopramenzionato voto all'unanimità) e giungere a definire il concetto di "Federazione Europea"³⁰³, risolvendo conseguentemente anche la diatriba fra visione monista e dualista attraverso il riconoscimento di una nuova natura politica al disegno euro-unitario. La proposta, ce ne rendiamo conto, può apparire a dir poco "ambiziosa" (e necessiterebbe di un ben maggiore approfondimento) ma, se la pandemia è stata definita un acceleratore di eventi, non si può che sperare che questo catastrofico incidente possa dare slancio anche al progetto europeo, avvalorando una volta in più la massima di Jean Monnet secondo cui l'Europa sarebbe stata forgiata dalle sue crisi. Peraltro, la contingenza politica presenta elementi che potrebbero volgere in senso favorevole all'ipotesi relativa ad una revisione dei Trattati: se dell'auspicabile svolta europeista del Governo tedesco si è già detto, merita ora attenzione il fatto che, ad inizio 2022, la presidenza di turno dell'Unione Europea sarà francese e che, in vista delle imminenti elezioni presidenziali, non è irragionevole immaginarsi che l'attuale amministrazione transalpina voglia lasciare la propria impronta su questa fase storica, perseguendo obiettivi che potrebbero tornare utili al progetto europeo ed alla possibile conferma elettorale dell'attuale inquilino dell'Eliseo.

Non sarà quindi una procedura d'infrazione a dare definitiva risoluzione ad una tematica che, prima ancora che giuridica, presenta una natura politica: questo compito non può infatti che spettare unicamente ad una Convenzione incaricata di ridiscutere la logica sottostante la struttura euro-unitaria ed atta a ridefinire i compiti di un'Unione Europea ben diversa rispetto a quella creata nel 1992.

risorse a loro discapito potrebbe, secondo il punto di vista di chi scrive, indurli ad assumere posizioni di apertura che fino ad ora non sono state palesate.

³⁰³ Giscard d'Estaing parla di una "Federazione di Stati-Nazione", rimarcando la peculiarità storica dell'Europa rispetto ad ogni altro soggetto federale. Si veda, V. GISCARD D'ESTAING, *Europa, op.cit.*, p. 167.

Il rischio stagflazione: un nuovo incentivo a riformare la BCE

SOMMARIO: 1. Introduzione: la “policrisi” europea ed il rischio stagflazione. – 2. Il precedente degli anni '70. – 3. Lo scenario attuale e le prime reazioni di Federal Reserve e BCE. – 4. La complessa posizione della Banca Centrale Europea e la scelta di una via intermedia. – 5. La gestione della moneta: una questione politica, non semplicemente tecnica. – 6. La necessità di una BCE indipendente nei mezzi e nei fini. – 7. Conclusioni: per una Francoforte a stelle e strisce.

[Articolo pubblicato il 15 Giugno 2022 su Federalismi.it]

1. Introduzione: la “policrisi” europea ed il rischio stagflazione

Nel 2016, l'allora Presidente della Commissione Europea, Jean-Claude Juncker³⁰⁴, utilizzò il termine “policrisi” per descrivere il contesto che si trovava a fronteggiare l'Unione in quegli anni³⁰⁵. Questa espressione, che implica la contemporanea esistenza di diverse ed importanti criticità, venne impiegata dal politico lussemburghese con riferimento a cinque *macroshocks* verificatisi a partire dal 2010: la crisi dei debiti sovrani, l'inizio del conflitto in Ucraina, la possibile uscita del Regno Unito dall'UE, l'ascesa di forze cd. populiste e la crisi dei migranti. L'uso della parola “policrisi” appare ancora oggi motivato e, probabilmente, risulta adesso ancor più appropriato rispetto alla situazione del 2016. Invero, in questi sei anni, il mondo ha sperimentato una pandemia senza precedenti nella propria storia recente e, in prossimità di quello che sembra (e speriamo sia) il tramonto di questa emergenza sanitaria, il conflitto in Ucraina è brutalmente deflagrato, divenendo una guerra di proporzioni ben maggiori rispetto a quella, sotterranea ed ampiamente sottovalutata, che ha avuto luogo in seguito ai fatti del 2014³⁰⁶.

L'Unione Europea, dopo lo scoppio dell'epidemia da Covid-19, ha compiuto rilevanti passi in senso “federale”, ridando slancio ad un complessivo processo di integrazione euro-unitaria che pareva da tempo essersi arenato: in tal senso, è doveroso riferirsi primariamente alla creazione dell'ormai famoso *Next Generation EU*³⁰⁷, strumento con cui l'UE, per la prima volta nella propria storia, si è impegnata ad emettere strumenti di debito comune per finanziare spese nazionali seguendo una logica perequativa. Questo netto “cambio di rotta”, che si contrappone all'atteggiamento dimostrato da alcuni Stati membri all'indomani della crisi dei debiti sovrani³⁰⁸, muove indubbiamente da aspirazioni politico-solidaristiche

³⁰⁴ J.C. JUNCKER, *Speech at the Annual General Meeting of the Hellenic Federation of Enterprises*, 21 giugno 2016, testo consultabile sul sito della Commissione Europea.

³⁰⁵ Prendendo, per la verità, a prestito l'espressione (come rileva A. TOOZE, *L'anno del rinoceronte grigio*, Milano, 2021, p. 20) dal sociologo francese Edgard Morin (cfr. infatti, E. MORIN, *Terra-patria*, Milano, 1994).

³⁰⁶ Il conflitto fra Ucraina e Russia ha infatti avuto inizio con gli eventi successivi alla caduta del Presidente Janukovič e l'avvicinamento di Kiev al “blocco occidentale”. Per un approfondimento sul tema L. CARACCILO (a cura di), *La Russia cambia il mondo*, in *Limes*, n. 2, 2022.

³⁰⁷ Si veda *Recovery Plan for Europe*, testo consultabile sul sito della Commissione Europea.

³⁰⁸ Negli anni della crisi dei debiti sovrani vennero avanzate diverse proposte per giungere alla creazione dei cd. Eurobond (*ex plurimis* J.C. JUNCKER – G. TREMONTI, *E-bonds would end the crisis*, in *Financial Times*, 5 dicembre 2010) ma i Paesi aventi un quadro di finanza pubblica maggiormente “virtuoso” si opposero nettamente a questa ipotesi. Emblematica a tal proposito è

ma, altrettanto indubbiamente, si consolida sulla consapevolezza che, di fronte ad un evento epocale come una pandemia, affidare in risposte singole dei Paesi facenti parte dell'Unione avrebbe inevitabilmente portato ad un acuirsi delle asimmetrie già presenti all'interno del Vecchio Continente, con il rischio di ledere (in maniera forse irreparabile) la già fragile struttura euro-unitaria. La deflagrazione della guerra in Ucraina rappresenta però un elemento non ponderato nei “piani di ripresa” europei e pone una grave minaccia, oltre che militare, economico-sociale: invero, un (sempre più probabile) abbandono dei rapporti commerciali con la Russia comporterebbe - e già lo stiamo sperimentando - un netto aumento dei costi delle materie prime e, in particolare, di quelle fonti energetiche da cui il nostro sistema industriale, e non solo quello, risulta fortemente dipendente³⁰⁹.

Pare dunque sensato porsi lo stesso interrogativo che proprio due pensatori russi riportarono come titolo di due loro diverse opere³¹⁰: che fare? Ovvero, quale risposta istituzionale può essere fornita di fronte al profilarsi di questa “policrisi”? Tale domanda, priva di una risposta perfettamente appagante, interessa i governi dei singoli Paesi membri, le istituzioni euro-unitarie tutte e, forse soprattutto, la BCE. Infatti, Francoforte si trova dinnanzi a quello che, per una Banca Centrale, è indubbiamente il *worst-case scenario*: la stagflazione.

Finalità del presente scritto, in questo contesto, è, allora, innanzitutto, quella di descrivere il rischio appena menzionato, richiamando il periodo storico in cui la stagflazione ha fatto il suo “debutto” sul palcoscenico internazionale, cioè gli anni '70 (I). Successivamente, ci si propone di analizzare come *Federal Reserve* e Banca Centrale Europea abbiano inizialmente fronteggiato lo scenario che si andava palesando negli ultimi mesi (II), per poi specificare la complessa posizione economico-giuridica di Francoforte ed esporre la strada intermedia, tra contenimento dell'inflazione e sostegno dell'economia, che la BCE ha finora percorso (III). Si procederà quindi con un'analisi più ampia riguardante l'incerto collocamento della gestione della moneta fra tecnica e politica (IV), per poi effettuare un approfondimento su quello che, secondo il nostro punto di vista, dovrebbe essere il grado di autonomia della Banca Centrale Europea (V) e concludere con una proposta di revisione tesa a fronteggiare adeguatamente lo scenario attuale e, in linea generale, rivedere una visione del *central banking*, per lo scrivente, non più percorribile (VI).

2. Il precedente degli anni '70

Con il termine stagflazione ci si riferisce ad un periodo caratterizzato dal “manifestarsi congiunto di alti livelli di disoccupazione, di un basso sviluppo della produttività e del reddito, e di un alto tasso di

la risposta che la cancelliera Merkel diede all'allora Presidente del Consiglio, Mario Monti, in seguito ad una sua richiesta di considerare la creazione di un debito comune europeo (“*not in my life time!*”); si veda M. MONTI, *Eurobond, ora si può*, in *Corriere della Sera*, 20 marzo 2020.

³⁰⁹ A tal proposito, si vedano S. PFEIFER – N. HUME – H. DEMPSEY – P. CAMPBELL – E. TERAZONO – T. WILSON, *European industry braced for pain from latest surge in oil and gas prices*, in *Financial Times*, 8 marzo 2022 e J. HA – M.A. KOSE – F. OHNSORGE, *Today's inflation and the Great Inflation of the 1970s: similarities and differences*, in *VoxEU*, 30 marzo 2022.

³¹⁰ Si fa riferimento a N.G. ČERNYSEVSKIJ, *Che fare?*, Milano, 2004; e a V.I. LENIN, *Che fare?*, Roma, 1974.

inflazione”³¹¹. Questo scenario, fonte, come è facile intuire, di notevole instabilità sociale, viene ricondotto, nell’analisi macroeconomica, a fasi contraddistinte da *shocks* sul lato dell’offerta che Governi e banche centrali non hanno modo di gestire seguendo gli schemi tipici presentati dai modelli afferenti alla cd. sintesi neoclassica³¹². Nella storia contemporanea si è sperimentato un solo rilevante periodo di stagflazione, quello cioè intercorso in prossimità della prima e della seconda crisi energetica (rispettivamente, 1973 e 1979). Quando si parla di “rischio stagflazione”, quindi, è inevitabile prendere come riferimento gli anni '70 del secolo passato e tentare di analizzare i comportamenti, più o meno fortunati, adottati dai Paesi occidentali per fronteggiare questo periodo critico.

All’inizio di quel decennio, prima dei due *shocks* petroliferi sopra riportati, l’economia globale era già stata interessata da un rilevante mutamento: l’abbandono della parte relativa al sistema monetario negli Accordi di Bretton Woods³¹³. Invero, nel 1971, con il protrarsi della guerra in Vietnam ed il sensibile aumento delle spese statali, l’amministrazione Nixon annunciò la fine della convertibilità del dollaro in oro facendo conseguentemente cadere un pilastro di quel sistema economico che si era venuto a creare dopo il termine della Seconda Guerra Mondiale. Pertanto, i tassi di cambio fissi fra valute, dopo una stabilità durata circa venticinque anni, vennero fatti tornare ad una libera fluttuazione, spostando l’equilibrio interno a quel trio inconciliabile alla base della politica monetaria (cambi fissi - politica monetaria indipendente - libera circolazione dei capitali)³¹⁴. Questo cambiamento internazionale accrebbe dunque il grado di autonomia delle banche centrali europee, le quali persero l’obbligo di riferimento al dollaro e si trovarono in un terreno inedito dove potevano tornare a palesarsi rilevanti svalutazioni competitive e massicci spostamenti di capitali. A rendere questa situazione ancora più incerta contribuì poi la Guerra dello Yom Kippur (1973), in seguito alla quale i Paesi arabi che facevano parte dell’OPEC aumentarono sensibilmente il costo del petrolio per gli Stati occidentali, causando un netto aumento complessivo dei prezzi³¹⁵. Il pensiero macroeconomico dell’epoca, guidato dalla scuola della cd. sintesi neoclassica, muoveva da alcuni riferimenti primari fra cui rientravano le due considerazioni di seguito riportate:

³¹¹ Gli studi economici sul punto sono, ovviamente, sterminati. A titolo indicativo, v. M. MARCONI, *Introduzione*, in M. MARCONI (a cura di), *La stagflazione*, Bologna, 1985, p. 9 (testo da cui è tratto il virgolettato). Per una ricostruzione coeva del fenomeno in questione, si veda A.S. BLINDER, *Economic policy and the great stagflation*, New York, 1979, oppure R. HINSHAW, *Stagflation: an international problem*, New York, 1977. Con riferimento al contesto italiano ed a quello tedesco, si consideri invece P. CIOCCA, *Stagflazione: Italia e Germania negli anni '70*, in F. AMATORI (a cura di), *L’approdo mancato. Economia, politica e società in Italia dopo il miracolo economico*, Milano, 2017, pp. 211-231.

³¹² La sintesi neoclassica è la teoria che ha “dominato” il pensiero economico tra la fine della Seconda Guerra Mondiale e gli anni '70. Può essere considerata, in estrema sintesi, come un tentativo di ricondurre le idee di Keynes all’interno degli schemi tipici dell’economia marginalista. Sul tema J.E. KING, *A history of post Keynesian economics since 1936*, Cheltenham, 2002 e A. RONCAGLIA, *L’età della disgregazione. Storia del pensiero economico contemporaneo*, Bari, 2019, pp. 164-200.

³¹³ Come noto, tali Accordi furono il risultato di trattative tenutesi nel luglio del 1944 e portarono alla creazione di un sistema economico internazionale avente come proprio perno il dollaro. Cfr. F. CESARANO, *Gli accordi di Bretton Woods*, Bari, 2000.

³¹⁴ Sul trilemma in questione (chiamato anche di Mundell-Fleming), si veda R.A. MUNDELL, *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates*, in *The Canadian Journal of Economics and Political Sciences*, vol. 29, n. 4, pp. 475-485.

³¹⁵ Per un quadro di analisi ampio sulla Guerra dello Yom Kippur e le sue conseguenze, si faccia riferimento a E. BINI – G. GARAVINI – F. ROMERO, *Oil shock. The 1973 Crisis and its Economic Legacy*, Londra, 2016.

- la validità della curva di Phillips; per cui, ad un aumento dell'inflazione, corrispondeva una riduzione del tasso di disoccupazione³¹⁶;
- la necessità per la Banca Centrale di sostenere una politica monetaria accomodante in una fase di recessione economica.

La prima crisi petrolifera mise fin da subito in discussione i due assiomi testé riportati, generando un “caos economico” dentro il quale non si presentavano soluzioni indolore.

Ciò condusse in primo luogo a sconfessare il modello di Phillips, con un tasso di inflazione che, cresciuto per via dei rincari energetici, non portò con sé una riduzione dei livelli di disoccupazione. In quegli anni, infatti, i Paesi occidentali sperimentarono un netto aumento dei prezzi, in alcuni casi ben superiore al 10% annuo³¹⁷, e, al contempo, attraversarono una fase di complessiva stagnazione economica in cui il tasso di disoccupazione, seppur non in maniera eccessivamente marcata, andava crescendo³¹⁸. Questa tendenza, che accomunava, in maniera più o meno accentuata, tutti gli Stati maggiormente avanzati, fu accompagnata in secondo luogo dall'inefficacia dell'azione espansiva posta in essere dalla quasi totalità delle banche centrali. Invero, gli istituti di emissione, seguendo la dominante logica sottostante il modello IS-LM³¹⁹, scelsero, a fronte di una fase economica caratterizzata da una bassa crescita, di condurre una politica monetaria accomodante, sostenendo una domanda che però non riusciva ad incontrare un'adeguata offerta e finendo, conseguentemente, con l'alimentare la dinamica rialzista che già caratterizzava l'andamento dell'inflazione. Il cortocircuito appena descritto generò una complessiva “confusione socio-economica” che portò alla comparsa di una netta linea di frattura nell'analisi macroeconomica. In questi anni, infatti, presero piede scuole di pensiero fino all'epoca rimaste sottotraccia, le quali, ponendosi in aperta contrapposizione con la cd. sintesi neoclassica, indicarono nuove strade per i governi e le banche centrali. La più rilevante fra le correnti di pensiero appena menzionate, secondo il nostro punto di vista, è quella monetarista di Milton Friedman, la quale rinverdi la vecchia tesi marginalista della neutralità della moneta, sostenendo la necessità di perseguire una crescita prestabilita degli aggregati monetari al fine di ridurre drasticamente la volatilità delle aspettative degli

³¹⁶ La curva in questione venne formulata, per l'appunto, da A.W. PHILLIPS, *The relation between unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957*, in *Economica*, 1958, pp. 283-299.

³¹⁷ Nel 1975 il tasso d'inflazione di Francia e Stati Uniti si attestò intorno al 10% (rispettivamente, 12,6% e 9,3%) mentre quello di Italia e Regno Unito fu ancora più rilevante (nell'ordine, 17,4% e 27,6%). Questi dati sono tratti da *Annual Report 1976. International Monetary Fund*, 1976, p. 6.

³¹⁸ Se nel 1974 il PIL delle economie occidentali riuscì comunque a crescere, nell'anno successivo, invece, vi fu un rallentamento complessivo: il Prodotto Interno Lordo statunitense registrò una variazione negativa dell'1,8%, quello italiano una caduta del 3,7%, quello francese del 2,5%, mentre il dato britannico calò dell'1,7%. Cfr. *Annual, op.cit.*, p. 5. Con riferimento invece all'andamento del tasso di disoccupazione, si consideri O. BLANCHARD, *European Unemployment: the evolution of facts and Ideas*, in *Economic Policy*, gennaio 2006, pp. 5-59.

³¹⁹ Il modello IS-LM venne formulato nella sua prima versione da John Hicks nel 1937: può essere definito, in estrema sintesi, come uno schema teso a descrivere la relazione fra la produzione di beni e servizi in funzione delle componenti di domanda aggregata (IS) ed il mercato della moneta (LM). Sul tema, J. HICKS, *IS-LM: An Explanation*, in *Journal of Post Keynesian Economics*, n. 2, 1980, pp. 139-154.

operatori economici³²⁰.

In questo clima di incertezza, i Governi nazionali si trovarono a dover rispondere alle richieste dei lavoratori, rappresentati dai sindacati, i quali lamentavano un'erosione del proprio potere d'acquisto. In tal senso, gli esecutivi dei Paesi occidentali si mossero verso un ampliamento della propria spesa sociale³²¹ e, sovente, non si opposero al rafforzamento di meccanismi automatici di adeguamento dei salari all'aumento dei prezzi (la cd. scala mobile). Manovre di questo tipo, in particolare del secondo genere, non fecero però che aggravare la dinamica inflattiva in corso e finirono quindi con il produrre un circolo vizioso in cui un aumento dei salari imposto dall'alto finiva per causare, principalmente, un'ulteriore crescita del costo della vita³²². Un solo Stato del mondo occidentale parve riuscire a contenere, almeno parzialmente, gli effetti negativi appena menzionati: la Germania. Invero, la Bundesbank adottò in questo periodo una strategia in linea con l'emergente teoria monetarista, prefiggendosi di contenere la crescita degli aggregati monetari attraverso la gestione del tasso d'interesse³²³. Questo inedito tentativo non venne portato avanti con estrema rigidità³²⁴, eppure permise al marco di preservare una certa stabilità e di emergere nello scenario europeo come valuta di riferimento³²⁵.

È logico affermare come l'istituto di emissione tedesco sia riuscito a seguire questa strada anche perché, da tempo, presentava un elevato grado di indipendenza dal potere politico³²⁶: invero, la Bundesbank non

³²⁰ In merito alle critiche rivolte da Friedman verso la gestione della politica monetaria all'epoca imperante, si veda M. FRIEDMAN, *Disoccupazione ed inflazione? Un riesame della curva di Phillips*, in M. MARCONI (a cura di), *La stagflazione*, cit., pp. 149-167.

³²¹ Non è irragionevole affermare come l'ampliamento della spesa sociale sia stato dettato dal tentativo dei Governi di sedare un conflitto sociale che in quegli anni diveniva alquanto aspro. Questa ipotesi, con specifico riferimento al caso italiano, viene considerata anche da C. COTTARELLI (*Il macigno*, Milano, 2016), il quale, nell'approfondire l'aumento del deficit statale dal 2-4% di fine anni '60 al 10-11% di metà anni '70, non esclude un tentativo degli esecutivi dell'epoca di gestire i difficili anni di piombo.

³²² Grande attenzione a questo aspetto venne posta, *ex plurimis*, da J.E. MEADE (*La stagflazione: il peggiore dei mali*, in M. MARCONI (a cura di), *La stagflazione*, cit., p. 295), il quale, nell'interrogarsi sulle cause della stagflazione, disse che indubbiamente andava considerata "l'accresciuta capacità e volontà dei sindacati, e di simili gruppi di pressione monopolistica, ad aspirare a determinati incrementi del livello reale degli standard di vita anche se questi eccedono gli incrementi disponibili della produzione reale". Con riferimento al caso italiano ebbe invece molta rilevanza mediatica la preoccupazione espressa da Franco Modigliani in merito all'accordo raggiunto nel 1975 fra Confindustria e sindacati riguardo all'estensione della cd. scala mobile. L'economista italo-americano scrisse a tal proposito una lettera al futuro Governatore della Banca d'Italia, Paolo Baffi, giungendo ad affermare come una concessione di quel genere in favore dei lavoratori avrebbe comportato l'impossibilità di controllare l'inflazione e la disoccupazione; sul tema R. CAMURRI (a cura di), *Rischio Italia. L'economia italiana vista dall'America (1970-2003). Raccolta degli interventi di Franco Modigliani*, Roma, 2018.

³²³ Inoltre, l'istituto di emissione tedesco adottò un inedito approccio comunicativo teso ad aumentare la trasparenza in merito alle decisioni adottate; una svolta avente il fine di ancorare le aspettative di medio periodo degli operatori economici e, conseguentemente, evitare l'aggravarsi del deleterio andamento che stava interessando il livello dei prezzi. Sul tema A. BEYER – V. GASPAR – C. GERBERDERING – O. ISSING, *Opting out the great inflation: german monetary policy after the break down of Bretton Woods*, in *NBER Working Paper Series*, dicembre 2008, pp. 13-16.

³²⁴ I *target* monetari non furono rispettati a causa di un abbassamento dei tassi d'interesse mirato a non deprimere eccessivamente PIL ed occupazione; in quest'ottica questo periodo è stato definito in dottrina come una "fase di apprendimento" in cui la Bundesbank ha messo a punto la strategia seguita poi nei decenni successivi, senza riuscire pienamente a rispettare quanto prospettato. Si veda A. BEYER – V. GASPAR – C. GERBERDERING – O. ISSING, *Opting*, op.cit., pp. 15-16.

³²⁵ Nel 1973 l'inflazione tedesca fu del 5,7%, nel 1974 del 6,8% e nel 1975 dell'8,2%. Dati tratti da *Annual*, op.cit., p.6.

³²⁶ Questa rilevante indipendenza della Bundesbank dal Governo deriva dall'intenzione degli Alleati di evitare una eccessiva concentrazione di potere nelle mani dell'esecutivo, elemento che d'altronde ha influenzato la complessiva conformazione istituzionale dello Stato tedesco contemporaneo. Va detto che tale importante margine d'autonomia, imposto, come detto,

si legò all'azione condotta dal Governo, né favori meccanismi di indicizzazione dei salari³²⁷, bensì rimase principalmente concentrata sulla stabilità dei prezzi. Fu dunque inevitabile che si aprisse in quegli anni un ampio dibattito in merito al ruolo e all'indipendenza che avrebbero dovuto avere le banche centrali nello scenario futuro, interrogandosi se il modello tedesco fosse quello adatto per gestire il nuovo regime monetario creatosi dopo lo svincolamento dal dollaro (e dall'oro). Invero, sin dalla fine della Seconda Guerra Mondiale, gli istituti di emissione avevano operato in coordinamento con gli esecutivi nazionali, vivendo, di fatto, un rapporto di dipendenza dal potere politico che si poteva palesare in forme più o meno accentuate. Si cominciò, pertanto, in questa fase a ragionare sull'ipotesi di creare istituti di emissione indipendenti dal Governo, fissando per essi obiettivi di inflazione, o di accrescimento degli aggregati monetari, che potessero preservare la stabilità dei prezzi ed il valore della valuta³²⁸. Il dibattito su questo tema animò il dialogo fra banche centrali e Governi portando, in talune situazioni, a scontri senza precedenti nella storia recente: questo è il caso del Governatore della Banca di Francia, Olivier Wormser, il quale, dopo un pubblico scontro con l'esecutivo transalpino in merito alla conduzione della politica economica nazionale, venne rimosso dal proprio incarico dal Presidente della Repubblica, Valéry Giscard d'Estaing³²⁹. In altri casi, invece, le banche centrali rimasero strettamente collegate all'andamento dell'economia del Paese di appartenenza, tentando di sostenere i rilevanti aumenti di spesa che i Governi andavano affrontando in quegli anni. In tal senso, è emblematica l'ormai celebre frase pronunciata da Guido Carli, all'epoca Governatore della Banca d'Italia, il quale, analizzando una possibile situazione di difficoltà per le casse sovrane, definì un eventuale rifiuto di finanziare le spese dello Stato, nella sostanza, come “un atto sedizioso”³³⁰; non è dunque sorprendente il fatto che, proprio in questi anni, sia sorto l'obbligo per Palazzo Koch di acquistare i titoli di debito pubblico non comprati all'asta da parte di investitori privati³³¹.

dall'esterno, fruttò inizialmente qualche critica da parte della politica teutonica, con lo stesso Cancelliere Adenauer che giunse a parlare (negativamente) della Banca Centrale come di un organismo che non era responsabile nei confronti di nessuno. Cfr. D. MARSCH, *The Bundesbank: The bank that rules Europe*, Londra, 1992.

³²⁷ Il Presidente della Bundesbank dell'epoca, Karl Klasen, nel confrontarsi con Parti sociali e Governo, rese chiaro fin da subito di non essere disponibile a finanziare incrementi di spesa mirati a sostenere aumenti salariali tesi a combattere l'inflazione. Sul tema G.B. PITTALUGA – G. CAMA, *Banche centrali e democrazia*, Milano, 2004, p. 132.

³²⁸ Nell'analizzare la storia delle banche centrali, C.A.E. GOODHART (*The changing role of central banks*, BIS Working Paper, 1 novembre 2010) giunge a distinguere tre epoche principali: quella vittoriana (da metà '800 al 1914), i decenni di controllo governativo (dagli anni '30 fino agli anni '60) e quella del “trionfo dei mercati” (dagli anni '80 fino alla crisi del 2008). Nel descrivere il passaggio dal secondo al terzo periodo, l'Autore pone primaria attenzione sulla frattura generatasi con la prima crisi energetica, la quale, visto l'impatto sortito sulle economie più avanzate, fu tra i fattori che contribuirono al superamento del modello basato sul controllo governativo degli istituti di emissione. A livello giuridico, si veda l'ampia analisi svolta da O. CHESSA, *La Costituzione della moneta. Concorrenza, indipendenza della banca centrale, pareggio di bilancio*, Napoli, 2016.

³²⁹ Sul tema C. GIANNINI, *L'età delle banche centrali*, Bologna, 2004, p. 287.

³³⁰ Cfr. *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti, Anno 1973*, Banca d'Italia, 31 maggio 1974, p. 426.

³³¹ Il “matrimonio” fra Banca d'Italia e Tesoro ebbe luogo con la riforma del mercato dei BOT del 1975 (delibera adottata dal Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio il 21 marzo di quell'anno) ed impegnò Palazzo Koch “ad acquistare alle aste tutti i titoli non collocati presso il pubblico”; su questo punto R. CORRIERO, *Il “divorzio” tra il tesoro e la Banca d'Italia*, in C. BUZZACCHI (a cura di), *La Banca Centrale Europea*, Milano, 2017, p. 241.

Rientrata, almeno parzialmente, la prima crisi energetica, l'economia occidentale tornò nel 1979 ad essere scossa da uno *shock* affine. In seguito infatti alla rivoluzione iraniana ed alla guerra fra lo Stato dei *pasdaran* e l'Iraq, i prezzi del petrolio salirono nuovamente in maniera sensibile ed i Paesi maggiormente avanzati caddero, per la seconda volta, nella spirale della stagflazione³³². In questa situazione però, a differenza di quanto accaduto dopo la Guerra dello Yom Kippur, la risposta delle banche centrali si caratterizzò per un approccio differente rispetto a quello tipico della cd. sintesi neoclassica. In tal senso, i riferimenti principali furono la Federal Reserve guidata, all'epoca, da Paul Volcker³³³ e, nuovamente, la Bundesbank. Invero, la FED accolse la nuova crisi energetica, ed il conseguente rialzo dei prezzi, con un marcato incremento dei tassi di interesse mirato a ricondurre l'inflazione su livelli contenuti. La Banca centrale americana, pertanto, strutturò in questa fase una strategia che poneva la stabilità della moneta come obiettivo primario, anche a costo di rallentare la crescita economica e veder salire il livello di disoccupazione. Il cd. *Volcker shock* riuscì nel proprio intento: il tasso di inflazione statunitense passò dal 13,5% del 1980 al 3,2% del 1983, stabilizzando di conseguenza il valore del dollaro e consolidandone il ruolo internazionale. Questa "cura", tuttavia, produsse anche gli effetti sfavorevoli testé menzionati: sia nel 1980 che nel 1982 il PIL americano cadde in terreno negativo e, soprattutto, il tasso di disoccupazione passò dal 7,2% del 1980 al 9,6% del 1983³³⁴.

La Bundesbank, dal canto suo, perfezionò il modello già impostato dopo la prima crisi energetica e condusse una politica monetaria tesa unicamente a preservare la stabilità del marco. In tal senso, gli effetti furono affini a quelli palesatesi negli Stati Uniti: da un lato, si riuscì a mantenere un tasso d'inflazione contenuto ed a tutelare il potere d'acquisto dei cittadini tedeschi³³⁵ ma, dall'altro lato, la Germania sperimentò rispetto ad altri Stati europei un marcato aumento della disoccupazione ed una bassa crescita del PIL³³⁶.

Nonostante le ricadute negative appena citate, la strategia delineata dalla Federal Reserve e dalla Bundesbank in questi anni divenne, visto anche il peso dei due Paesi nell'economia globale, il riferimento da seguire per il pensiero accademico e per le altre banche centrali, avendo tracciato un percorso di politica monetaria che dimostrava di essere in grado di superare (a condizione di sopportare determinati

³³² Sul tema J. BUCHAN, *Days of God: The Revolution in Iran and its consequences*, Parigi, 2012.

³³³ Riguardo al periodo in cui Paul Volcker guidò la Federal Reserve, si veda, in generale, M.G. HADJIMICHALAKIS, *The federal reserve, money, and interest rates: the Volcker years and beyond*, New York, 1984.

³³⁴ I dati, sia quelli relativi alla disoccupazione che al tasso d'inflazione, sono tratti dal [Fondo Monetario Internazionale](#).

³³⁵ Nel 1980 l'inflazione tedesca fu pari al 5,4%, per poi salire al 6,1% nel 1981, scendere al 5,3% nel 1982 ed attestarsi nel 1983 al 3,3%. Quella italiana toccò livelli ben diversi (1980 – 21,8%; 1981 – 19,5%, 1982 – 16,5%; 1983 – 14,7%), stessa cosa per quella francese (1980 – 13,1%; 1981 – 13,3%; 1982 – 12%, 1983 – 9,5%) e per quella britannica (1980 – 16,8%; 1981 – 12,2%; 1982 – 8,5%; 1983 – 5,2%). Dati tratti dal sito del [Fondo Monetario Internazionale](#).

³³⁶ Se nel 1980 il tasso di disoccupazione tedesco era pari al 3,4% (mentre quello italiano si attestava al 7,4% e quello francese al 6,3%), nel 1983 raggiunse invece l'8,1% (con quello italiano e quello francese al 7,4%). Il PIL della Germania crebbe nel 1980 dell'1,3%, nell'anno seguente dello 0,1%, nel 1982 calò invece dello 0,8%, per poi crescere nel 1983 dell'1,6%; il Prodotto Interno Lordo dell'Italia, negli stessi anni, salì invece, nell'ordine, del 3,1%, dello 0,6%, dello 0,2% e dello 0,9%. Il dato francese registrò invece, nello stesso periodo, una crescita sempre maggiore all'1% (1980 – 1,8%; 1981 – 1,1%; 1982 – 2,4%; 1983 – 1,3%). Anche tali numeri si possono consultare sul sito del [Fondo Monetario Internazionale](#).

costi sociali) la spirale inflattiva, preservando il valore della moneta e svincolando l'istituto di emissione dalla politica di bilancio implementata da parte dei Governi. Il modello in questione, complessivamente, segnò quindi il superamento di una visione macroeconomica, quella della cd. sintesi neoclassica, in favore di un nuovo assetto che teneva in considerazione le influenze derivanti da nuove correnti di pensiero, come il sopracitato monetarismo³³⁷. Anche la Banca d'Italia, al pari di altri istituti di emissione del mondo occidentale, mutò in questi anni il proprio orientamento, adottando un modello indirizzato a stabilizzare il valore della lira: è infatti del 1981 l'ormai celebre "divorzio" fra Palazzo Koch e Ministero del Tesoro, una separazione che permise a Via Nazionale di uscire dall'obbligo di comprare i titoli di Stato non acquisiti durante le aste da parte del mondo privato³³⁸.

3. Lo scenario attuale e le prime reazioni di Federal Reserve e BCE

Un'inflazione elevata - ed il cui andamento risulta non prevedibile da parte degli operatori economici - comporta una vasta gamma di criticità che le Banche centrali e gli Stati devono tenere in seria considerazione. Senza bisogno di giungere a prospettare una situazione simile a quella vissuta dalla Repubblica di Weimar³³⁹, è infatti più che ragionevole affermare che un aumento incontrollato dei prezzi possa dar vita ad alcuni effetti³⁴⁰ quali:

- una "redistribuzione occulta" della ricchezza a discapito dei percettori di un reddito rigido (dipendenti e pensionati) in favore di chi può con maggior facilità vedere modificare il proprio salario (lavoratori autonomi);
- il cd. *fiscal drag*, per cui un aumento dei redditi non seguito da un puntuale adattamento degli scaglioni fiscali comporterebbe un maggior onere tributario per i contribuenti (e più introiti per lo Stato)³⁴¹;
- un miglioramento di condizione per i debitori, i quali vedono ridursi il valore reale delle proprie passività, ed un contestuale peggioramento per i creditori, che vanno incontro ad una svalutazione del proprio

³³⁷ Così scrive C. GIANNINI (*L'età, cit.*, p. 298): "Allorché nel 1980 il nuovo presidente della Fed, Paul Volcker, intraprende una restrizione monetaria che porta in breve tempo ad una riduzione di dieci punti percentuali del tasso d'inflazione degli Stati Uniti, che aveva negli anni precedenti sfiorato il 20 per cento, l'idea che l'unico modo per arginare la degenerazione del *fiat standard* sia quella di affidarsi alle banche centrali, nell'ambito di una revisione complessiva della loro collocazione istituzionale, dei loro obiettivi, e dei loro obblighi di rendiconto, si afferma definitivamente".

³³⁸ Questa separazione ebbe luogo con l'ormai celebre scambio di lettere fra l'allora Ministro del Tesoro, Beniamino Andreatta, ed il Governatore della Banca d'Italia dell'epoca, Carlo Azeglio Ciampi; non venne coinvolto nuovamente il C.I.C.R. per evitare un ampio dibattito politico teso ad impedire questa operazione di "svincolo" al fine di preservare una politica fiscale "eccessivamente espansiva". Cfr. R. CORRIERO, *Il divorzio, cit.* p. 245.

³³⁹ L'iperinflazione di Weimar, sperimentatasi in Germania ad inizio anni '20, segnò fortemente la società tedesca (in dottrina viene da più parti sostenuto come l'attuale struttura economia teutonica sia in buona parte fondata sul fine di evitare un'esperienza del genere) e rappresenta ad oggi il più rilevante esempio di come uno Stato possa "perdere il controllo" della propria moneta. Su questo tema A. FERGUSSON, *Quando la moneta muore: le conseguenze sociali dell'iperinflazione nella Repubblica di Weimar*, Vicenza, 2011.

³⁴⁰ Le conseguenze riportate sono quelle rintracciabili in qualsiasi manuale di macroeconomia; in tal senso, si veda, *ex plurimis*, O. BLANCHARD – A. AMIGHINI – F. GIAVAZZI, *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, Bologna, 2020.

³⁴¹ In tal senso l'inflazione può essere considerata come una "tassa occulta": un modo con cui lo Stato, senza seguire l'*iter* legislativo necessario per fissare nuove imposte, ottiene maggiori risorse economiche. Tale fenomeno, di conseguenza, fa sorgere qualche dubbio, oltre che di carattere economico, anche di tipo politico-giuridico (si pensi a quanto previsto dall'articolo 23 della nostra Costituzione). Sul tema G.B. PITTALUGA – G. CAMA, *Banche, cit.*, pp. 120-122.

credito³⁴²;

- una maggior instabilità per i commerci internazionali data dalle fluttuazioni dei tassi di cambio;
- l'insorgere di un meccanismo deleterio per il quale, con un aumento incontrollato dell'inflazione, gli operatori economici rivedono le proprie aspettative e contribuiscono, di conseguenza, ad alimentare la crescita dei prezzi;
- una svalutazione dei risparmi tenuti sotto forma "liquida" da parte dei cittadini.

Elencate queste criticità, va detto che negli ultimi decenni, all'interno delle economie più avanzate, non si è mai palesato il reale pericolo di un aumento incontrollato dell'inflazione; anzi, semmai si è cercato di evitare il rischio opposto, quello cioè rappresentato dalla deflazione³⁴³. Il mondo occidentale, sin dalla metà degli anni '90, ha infatti sperimentato un prolungato periodo in cui i prezzi sono cresciuti in maniera decisamente contenuta, perfino quando le banche centrali hanno implementato strumenti di politica monetaria "non convenzionali". Le ragioni alla base di questa stagnazione del tasso di inflazione sono molteplici e continuano a generare un dibattito all'interno della dottrina: fra queste, meritano di essere citate il complessivo invecchiamento della popolazione e la massiccia importazione di beni provenienti da Paesi con costi di produzione alquanto contenuti (conseguenza diretta della globalizzazione)³⁴⁴.

La possibilità che questo *trend* potesse interrompersi è divenuta tangibile ancor prima della deflagrazione della guerra in Ucraina, quando l'economia globale è andata avviandosi verso una ripartenza post-pandemica. Invero, dopo i prolungati periodi di *lockdown* causati dal dilagare dell'epidemia da Covid-19, i Governi occidentali hanno iniettato ingenti risorse nel sistema economico, tentando di rilanciare investimenti e consumi. Questa generalizzata politica espansiva, abbinata a dei primi segnali di frattura nelle *supply chains* globali, è riuscita (almeno parzialmente) a perseguire le finalità appena menzionate ma, al contempo, ha "surriscaldato" la domanda di beni e servizi, comportando un aumento dei prezzi. Già sul finire del 2021, pertanto, il tasso di inflazione americano e quello euro-unitario si erano attestati su livelli superiori al 2% e lasciavano intuire uno scostamento quantomeno temporaneo dagli obiettivi di politica monetaria di FED e Banca Centrale Europea³⁴⁵.

³⁴² Va detto che, affinché l'inflazione porti ad una redistribuzione della ricchezza in favore dei debitori, è necessario che l'aumento dei prezzi sia improvviso, inaspettato, in modo che le aspettative passate non possano aver incorporato il rischio in questione (come indica la relazione di Fisher).

³⁴³ I rischi derivanti da un periodo di deflazione sono ben spiegati, impiegando i modelli tipici su cui si basa la macroeconomica contemporanea, da A. BAGLIONI, *Le frontiere della politica monetaria*, Milano, 2021, pp. 41-43.

³⁴⁴ In dottrina si è fatto sovente riferimento al rischio "japanification", riferendosi all'esperienza pluridecennale del Paese asiatico, nel quale, nonostante politiche monetarie e fiscali espansive, il tasso d'inflazione è rimasto prossimo allo zero e la produttività ha stentato a crescere. Sul tema P. L. SIKLOS, *Looking into the Rear-View Mirror: Lessons from Japan for the Eurozone and the U.S.?*, in *IMES discussion paper series*, 2020.

³⁴⁵ In tal senso, è interessante richiamare un articolo di Tommaso Monacelli, il quale, già negli ultimi mesi dell'anno passato, prima quindi del deflagrare del conflitto in Ucraina, sottolineava la rilevanza del rischio inflattivo e poneva l'attenzione sul ruolo che avrebbero dovuto giocare in futuro le banche centrali. Si veda quindi T. MONACELLI, *Inflazione: se temporanea o meno è questione di scelta*, in *LaVoce.info*, 8 ottobre 2021. Altri commentatori, a fine 2021, avevano cominciato a mettere in dubbio il concetto di "provvisorietà" dell'inflazione che i banchieri centrali (in particolare Lagarde) impiegavano nei loro comunicati al fine di giustificare la scelta di non cambiare direzione alla politica monetaria; fra questi M. SEMINERIO, *Addio alla favola rassicurante dell'inflazione provvisoria*, in *Domani*, 10 dicembre 2021. Per un'analisi che, già sul finire dell'anno passato, palesava

È stato però solo con l'invasione russa dell'Ucraina, e con l'annuncio di pesanti sanzioni nei confronti di Mosca, che l'aumento dei prezzi ha cominciato ad essere interpretato come un fenomeno non più destinato a rientrare in tempi brevi, bensì come un rischio con cui potenzialmente dover convivere per svariati mesi³⁴⁶.

Nel marzo del presente anno, negli Stati Uniti è stata registrata un'inflazione tendenziale dell'8,4% ed una congiunturale pari all'1,2%; lo scenario dell'Eurozona non è risultato troppo dissimile: la tendenziale si è attestata al 7,5% mentre quella congiunturale al 2,5%. Non v'è dubbio che entrambi questi aumenti siano stati indotti dalla crescita del prezzo dell'energia e delle materie prime ma, ciò detto, va sottolineata una differenza di fondo fra la situazione americana e quella euro-unitaria: negli USA, infatti, diversamente che nell'Unione Europea, il tasso di disoccupazione è sceso su livelli assai ridotti e, nella dinamica inflattiva sopra menzionata, ha certamente un peso anche la rilevante crescita dei salari che è stata registrata³⁴⁷. Oltretutto, in un'ottica futura, è necessario considerare come gli Stati Uniti siano pressoché indipendenti a livello energetico e, in tal senso, presentino un'esposizione verso le risorse russe sicuramente minore rispetto a quella dell'UE. Alla luce di quanto appena affermato, quindi, non è illogico sostenere come il rischio stagflazione sia più tangibile nel caso europeo piuttosto che in quello americano. Di fronte a questi dati, le prime reazioni di Federal Reserve e BCE sono andate nella stessa direzione, seppur seguendo modalità (ed intensità) differenti. In tal senso, meritano di essere menzionate due direttrici, ovvero:

- I) la “chiusura” dei programmi di acquisto di titoli avviati durante l'emergenza pandemica (il cd. *tapering*);
- II) il rialzo dei tassi di interesse.

Con riferimento al primo elemento, va registrato come FED e Banca Centrale Europea abbiano ambedue deciso di cessare gli acquisti di titoli effettuati per far fronte all'epidemia da Covid-19, prevedendo comunque una gradualità dell'intervento e garantendo, almeno temporaneamente, il cd. *roll-over*³⁴⁸. Nell'operato dei due istituti di emissione emerge però chiaramente una differenza nelle modalità³⁴⁹. Invero, la Federal Reserve, per bocca del suo Presidente, aveva prospettato la fine dei nuovi acquisti sin

perplexità in merito alla temporaneità della fiammata inflazionistica, si veda anche P. ANDRE – I. HAALAND – C. ROTH – J. WOHLFART, *Inflation narratives*, in *VoxEU*, 23 dicembre 2021.

³⁴⁶ Sul tema, *ex plurimis*, P. SEILER, *The Ukraine war has raised long-term inflation expectations*, in *VoxEU*, 12 marzo 2022.

³⁴⁷ Questo aspetto è stato sottolineato anche dal Presidente della FED, Jerome Powell, all'*Annual Economic Policy Conference National Association for Business Economics* del marzo 2022, occasione nella quale il *Chairman* della Federal Reserve ha affermato che “The unemployment rate has fallen to 3,8 percent, near historical lows, and has reached this level much faster than anticipated by most forecasters [...] And nominal wages are rising at the fastest pace in decades, with the gains strongest for those at the lower end of the wage distribution and among production and nonsupervisory workers”. Intervento tratto dal sito della [Federal Reserve](#). Il tasso di disoccupazione dell'Eurozona, per quanto minore rispetto a quello pre-pandemia, si attesta invece su un valore pari al 6,8%, pari quasi al doppio di quello statunitense; questi dati sono tratti da [Eurostat](#).

³⁴⁸ Con l'espressione *roll-over* si indica il re-investimento a scadenza dei titoli acquistati; operazione con cui, pertanto, non si riduce la base monetaria ed il bilancio della Banca Centrale.

³⁴⁹ È incisiva sul tema in questione l'immagine evocata da A. BAGLIONI, *Bce e Fed: stessa musica, ma a ritmo diverso*, in *LaVoce.info*, 17 dicembre 2021.

dall'agosto del 2021³⁵⁰, per poi iniziare a concretizzarla a novembre, annunciare quindi a dicembre la chiusura definitiva per marzo 2022³⁵¹ e, infine, comunicare nel mese di maggio l'inizio di una progressiva riduzione del bilancio³⁵². Dall'altra parte, la BCE ha invece proceduto con maggiore cautela, decidendo di avviare il *tapering* del *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP)³⁵³ solo a dicembre 2021 e mantenendo, comunque, il pre-esistente *Asset Purchase Programme* (APP)³⁵⁴ fino al terzo trimestre del 2022³⁵⁵; oltretutto, Francoforte ha enunciato con maggior chiarezza rispetto alla FED la propria intenzione di continuare ancora per diversi mesi con il cd. *roll-over* dei titoli acquistati con il programma PEPP³⁵⁶.

Considerando invece l'andamento dei tassi di interesse (II), va detto che entrambi gli istituti di emissione si sono orientati verso un rialzo dei valori anche se, ad oggi, la Federal Reserve ha già avviato tale processo mentre la BCE ancora no. La Banca centrale statunitense, nel mese di marzo del 2022, ha infatti annunciato l'immediato rialzo dei tassi dello 0,25%³⁵⁷, per poi comunicare, ad inizio maggio, la decisione di raggiungere la fascia 0,75%-1%³⁵⁸ e rimarcare il proprio orientamento a procedere con ulteriori innalzamenti nel corso dell'anno. Francoforte, dal canto suo, ha invece fino ad ora continuato ad indicare una linea d'azione che prevede innanzitutto una "normalizzazione" dei sopramenzionati programmi di acquisto e, solo successivamente, un rialzo dei tassi, mantenendo comunque aperta la porta a possibili variazioni date dall'andamento dell'inflazione³⁵⁹.

4. La complessa posizione della Banca Centrale Europea e la scelta di una via intermedia

³⁵⁰ Conferenza "Macroeconomic Policy in an Uneven Economy" di Jackson Hole del 27 agosto 2021, testo consultabile sul sito della [Federal Reserve](#).

³⁵¹ Comunicato FOMC del 15 dicembre 2021, consultabile sul sito della [Federal Reserve](#).

³⁵² *Federal Reserve issues FOMC statement* del 4 maggio 2022, si veda il sito della [Federal Reserve](#).

³⁵³ Il PEPP è un piano di acquisto di titoli avviato dalla BCE nel marzo 2020 per sostenere le economie dell'Eurozona ed evitare il rischio deflazione; sul tema, si veda il sito della [Banca Centrale Europea](#). Si consideri anche S. GRUND, *Legal, compliant and suitable: The ECB's Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*, *Hertie School – Jacques Delors Centre paper*, 25 marzo 2020.

³⁵⁴ L'APP è un piano di acquisto di titoli avviato dalla BCE nel 2014 per far convergere il tasso d'inflazione dell'Eurozona verso l'obiettivo del 2% annuo. Sul tema, si consulti il sito della [Banca Centrale Europea](#). Per un'analisi del programma in oggetto concentrata sullo specifico contesto italiano, si consideri invece P. COVA – G. FERRERO, *The Eurosystem's asset purchase programmes for monetary policy purposes*, in *Banca d'Italia occasional papers*, n. 270, aprile 2015.

³⁵⁵ Nel comunicato stampa del 14 aprile 2022 è scritto che "il Consiglio direttivo ha ritenuto che i dati pervenuti dopo l'ultima riunione rafforzino la sua aspettativa che gli acquisti netti nell'ambito del PAA dovrebbero concludersi nel terzo trimestre". Testo consultabile sul sito della [Banca Centrale Europea](#).

³⁵⁶ Conferenza stampa di Christine Lagarde e Luis de Guindos del 16 dicembre 2021, consultabile sul sito della [Banca Centrale Europea](#); unitamente al comunicato stampa del 14 aprile 2022 (si veda sempre il [sito della BCE](#)).

³⁵⁷ *Federal Reserve issues FOMC statement* del 16 marzo 2022, consultabile sul sito della [Federal Reserve](#).

³⁵⁸ *Federal Reserve issues FOMC statement* del 4 maggio 2022, si veda il sito della [Federal Reserve](#).

³⁵⁹ Come emerso dalla conferenza stampa di Christine Lagarde e Luis de Guindos del 10 marzo 2022; si consulti il sito della [Banca Centrale Europea](#). Va detto che la Presidente Lagarde, nella conferenza stampa del 9 giugno, ha confermato la fine degli acquisti netti di titoli, prospettando per il mese di luglio un primo innalzamento dei tassi di 25 punti base ed ipotizzando, per il mese di settembre, un ulteriore aumento; sul tema, si faccia sempre riferimento al sito della [Banca Centrale Europea](#). Tale decisione è d'altronde in linea con quanto affermato nelle settimane passate da alcuni membri del Comitato Esecutivo; si veda in tal senso, sul sito della [Banca Centrale Europea](#), l'intervista rilasciata da parte di Isabel Schnabel al quotidiano tedesco *Handelsblatt* e quanto affermato da Christine Lagarde sull'[ECB Blog](#).

Lo scenario che si apre dinnanzi alla Banca Centrale Europea è, probabilmente, il più critico dal momento della costituzione dell'Eurozona e, secondo il nostro punto di vista, risulta più complesso rispetto a quello che si trova a fronteggiare la Federal Reserve. Le ragioni per cui giungiamo a questa conclusione sono sia di carattere economico (a) che di natura giuridica (b).

Partiamo innanzitutto analizzando la prima dimensione (a) e strutturando la nostra riflessione a partire dalla crisi derivante dal Covid-19. L'appena menzionata pandemia, infatti, ha generato una recessione economica senza precedenti nella storia recente³⁶⁰ ed il PIL del Vecchio Continente, alla luce delle importanti misure precauzionali adottate a fini sanitari, ha subito una caduta che supera quella statunitense: nel 2020 il Prodotto Interno Lordo dell'Area Euro è calato del 6,4% (con valori ben più gravi in Paesi come Francia, Italia e Spagna) per poi “rimbalzare” del 5,4% nel corso del 2021; gli USA, invece, hanno sperimentato una caduta del 3,4% nel 2020, per poi registrare una crescita del 6% nell'anno successivo³⁶¹. Pertanto, l'Eurozona deve ancora recuperare la rilevante flessione vissuta in seguito al deflagrare della pandemia, mentre gli Stati Uniti, per ragioni di diversa natura, sommando 2020 e 2021, hanno già raggiunto un saldo positivo. In questo contesto, quindi, una stretta monetaria indirizzata a contenere il tasso d'inflazione porterebbe, probabilmente, alla caduta di un Prodotto Interno Lordo che, in seguito alla crisi pandemica, non è ancora riuscito a risollevarsi a pieno: si tratterebbe in tal senso di “stringere i cordoni della borsa” in una fase di crisi, innescando una potenziale dinamica pro-ciclica dagli effetti alquanto negativi³⁶².

Altro elemento che merita rilievo è quello relativo alla sostenibilità dei debiti pubblici. Con il dilagare dell'epidemia da Coronavirus, infatti, gli Stati membri hanno implementato politiche di bilancio espansive, portando ad un considerevole aumento del rapporto debito/PIL³⁶³. In questo scenario, la BCE ha creato il sopramenzionato PEPP, un piano di acquisti mirato, da un lato, ad evitare il rischio deflazione, ma, dall'altro, a contenere i tassi d'interesse sui titoli sovrani, affinché l'Eurozona non cadesse all'interno di una spirale affine a quella post-2008. L'istituto di Francoforte è stato dunque il principale “pompieri” che ha evitato il divampare di nuove fiammate degli *spreads* euro-unitari, dando modo anche agli Stati più indebitati dell'Eurozona (come quelli mediterranei) di sostenere le proprie attività economiche nelle fasi più critiche dell'epidemia: rimuovere, anche gradualmente, le operazioni di acquisto sui mercati finanziari potrebbe comportare un aumento dei tassi di interessi sui titoli sovrani di alcuni Paesi membri, appesantendo ancora di più i rapporti debito/PIL e rinvigorendo nuovamente il dibattito in merito

³⁶⁰ La caduta del PIL globale del 2020 risulta infatti più rilevante anche di quella registrata nel 2009 (anno successivo al *crack* di Lehman Brothers). Si vedano i dati riportati sul sito del [Fondo Monetario Internazionale](#).

³⁶¹ Il PIL francese, nel corso del 2020, è sceso dell'8%, quello italiano dell'8,9% e quello spagnolo del 10,8%. Dati tratti dal sito del [Fondo Monetario Internazionale](#) e da [Eurostat](#).

³⁶² Preoccupazioni sugli effetti dati da un'eventuale svolta restrittiva della BCE sono state espresse da A. BAGLIONI, *Una politica monetaria incurante dei venti di guerra*, in *LaVoce.info*, 14 marzo 2022.

³⁶³ Nel 2021 il rapporto debito/PIL italiano si è attestato al 154,8%, quello francese al 115,8%, lo spagnolo al 120,2% ed il greco al 206,7%. Dati tratti dal sito del [Fondo Monetario Internazionale](#).

all'opportunità, o meno, di contenere la spesa pubblica al fine di preservare la sostenibilità dei bilanci³⁶⁴. Ulteriore questione di carattere economico da tenere in considerazione è quella relativa al mercato del lavoro.

Come detto nel paragrafo precedente, negli Stati Uniti si presenta una situazione economica caratterizzata da un tasso di disoccupazione molto basso, un contesto che ha facilitato l'aumento dei salari e che, di conseguenza, ha contribuito a far lievitare il tasso di inflazione. La FED, seguendo quanto previsto dal proprio mandato e rimanendo vicina ad un'applicazione equilibrata della regola di Taylor³⁶⁵, ha pertanto agito in maniera logica nel decidere di frenare l'allargamento del proprio bilancio e nel determinare un aumento dei tassi d'interesse che possa evitare un "surriscaldamento" del sistema economico. Lo scenario presente nell'Eurozona, invece, palesa caratteristiche differenti: il tasso di disoccupazione dei Paesi che adottano l'Euro non è infatti maggiore di quello pre-pandemia (7,5%) ma comunque si attesta su un valore circa doppio rispetto a quello statunitense (rispettivamente, 6,8% e 3,5%). La BCE, pertanto, si trova a fronteggiare una situazione che non si avvicina a quella di piena occupazione e, con un aumento dei tassi finalizzato a contenere l'inflazione, sarebbe logico riscontrare un aumento del tasso di disoccupazione e del numero degli inattivi.

Passiamo ora ad analizzare il versante giuridico della questione (b).

A tal proposito è doveroso partire da quanto enucleato dai Trattati euro-unitari. L'articolo 127 del TFUE indica in maniera chiara come l'obiettivo principale del Sistema Europeo delle Banche Centrali sia la stabilità dei prezzi; solamente fatta salva questa condizione, la BCE ha modo di sostenere le politiche generali dell'Unione Europea. Emerge dunque in maniera netta una gerarchia nelle finalità attribuite all'istituto di Francoforte: il contenimento dell'inflazione è l'obiettivo principale, il resto (come il sostegno all'occupazione) viene in subordine³⁶⁶. Pertanto, la Banca Centrale Europea ha su di sé un onere più circoscritto rispetto a quello della Federal Reserve, la quale, per quanto previsto dal *Federal Reserve Act*³⁶⁷, deve bilanciare la stabilità dei prezzi ed il sostegno al mercato del lavoro³⁶⁸. Queste finalità "macro"

³⁶⁴ Timori sugli effetti di una stretta monetaria della BCE sugli *spreads* dell'Eurozona sono stati espressi anche da R. MOGHADAM, *ECB has a narrow path to tread on interest rates and spreads*, in *Financial Times*, 11 aprile 2022. Con particolare riferimento al caso italiano, sono stati prospettati dei rischi per le nostre finanze pubbliche da parte di M. SEMINERIO, *Bee addio, per il debito pubblico italiano sta iniziando un doloroso ritorno alla normalità*, in *Domani*, 14 aprile 2022.

³⁶⁵ La regola di Taylor, riassunta in poche parole, è un'equazione che prevede il bilanciamento tra l'obiettivo della stabilità dei prezzi e quello della stabilizzazione dell'attività economica a seconda del mutamento del tasso d'interesse. Questa regola prende il nome da John Bryan Taylor, il quale la formulò nel 1993; in tal senso J.B. TAYLOR, *Discretion versus policy rules in practice*, in *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, n. 39, 1993, pp. 195-214.

³⁶⁶ In tal senso, in dottrina, la stabilità dei prezzi è stata definita come la "Grundnorm" della "nuova Comunità" che si è venuta a costituire in seguito alla nascita dell'unione monetaria. Sul tema C. ZILIOI – M. SELMAYR, *La Banca Centrale Europea*, Milano, 2007, p. 80.

³⁶⁷ In realtà il *Federal Reserve Act* prevede tre obiettivi: massima occupazione, stabilità dei prezzi e *moderate long-term rates*. Tuttavia, come affermato da A. BAGLIONI (*Le frontiere*, cit., p. 177) "nel corso degli anni si è affermata la convinzione che il terzo obiettivo sia in buona misura una implicazione dei primi due: in una economica in cui prevalgano piena occupazione e stabilità dei prezzi, vi sono le condizioni affinché i tassi di interesse possano collocarsi su livelli moderati".

³⁶⁸ Sulla differenza presente fra BCE e FED in termine di obiettivi, si veda il contributo critico (rispetto alla conformazione dell'istituto di Francoforte) di G. SAPELLI, *Sull'indipendenza delle banche centrali: un gioco di specchi?*, in *Diritto Costituzionale. Rivista quadrimestrale*, n. 2, 2018, pp. 59-83.

attribuite alle due istituzioni testé menzionate sono però specificate in maniera maggiormente precisa, con un livello di inflazione che è stato determinato in modo puntuale da parte delle banche centrali stesse. La FED, da un lato, ha revisionato il suo obiettivo nell'agosto del 2020, adottando un modello di *flexible average inflation target*: in tal senso, viene perseguita una crescita media dei prezzi nel lungo periodo del 2% annuo e, in caso di scostamento dal “valore-obiettivo”, la Federal Reserve si impegna a compensare la variazione con un successivo mutamento proporzionale e di segno opposto. Tanto per essere più chiari, ciò significa che se in un anno l'inflazione scende all'1%, in quello successivo la FED cercherà di raggiungere un tasso prossimo al 3% in modo da ottenere un'inflazione media in linea con il sopra menzionato 2%. La BCE, dall'altro lato, ha invece modificato il proprio obiettivo nel corso del 2021, superando dopo circa due decenni il *target* asimmetrico che ne aveva caratterizzato l'operato dai suoi primi anni di vita: non più dunque un'inflazione prossima, ma inferiore, al 2%, bensì, semplicemente, un obiettivo di inflazione di medio periodo simmetrico rispetto all'appena citato valore³⁶⁹.

Le due banche centrali, secondo il punto di vista di chi scrive, hanno operato questa quasi-simultanea modificazione alla luce, primariamente, di considerazioni di lungo periodo (si veda il già menzionato rischio deflazione) ma, in una certa misura, anche per far fronte ad una questione più immediata: invero, la decisione di mostrarsi più “tolleranti” verso scostamenti dal “valore-obiettivo” poteva essere utile a far fronte, anche giuridicamente, ad una fase di ripartenza economica (come quella post-pandemica) in cui il livello dei prezzi poteva andare incontro ad una fase di crescita³⁷⁰. Va da sé però che, dinnanzi ad un allontanamento dalle percentuali testé citate simile a quello che stiamo ora sperimentando, non si ragiona più di numeri pressoché in linea con le finalità statutarie, bensì ci si trova davanti ad una tendenza inflattiva che si è evidentemente allontanata dagli schemi di FED e Banca Centrale Europea; oltretutto, si fatica anche a considerare questo scostamento come un fenomeno di brevissima durata, vista la sussistenza di tali valori da diverse settimane e la seria prospettiva di un loro peggioramento nei mesi a venire³⁷¹. Riferendoci al caso euro-unitario, pertanto, sembra giuridicamente difficile, Trattati alla mano,

³⁶⁹ Sulla revisione dei due obiettivi si vedano S. SCHMIDT, *Key features of the ECB's new monetary policy strategy: a new keynesian perspective*, in *VoxEU*, 2 marzo 2022 e L.J. MESTER, *The Federal Reserve's Revised Monetary Policy Strategy and its First Year of Practice, Policy Keynote Speech – Bank of Finland and Centre for Economic Policy Research*, 10 settembre 2021.

³⁷⁰ Invero, considerando il caso specifico della BCE, le norme euro-unitarie si limitano a stabilire il generico obiettivo della stabilità dei prezzi, demandando alla Banca Centrale Europea l'onere di fissare nel dettaglio il *target* da andare a specificare: in quest'ottica, la strategia fissata a cadenza pluriennale può essere considerata come una norma interposta fra quanto previsto dai Trattati e quanto il Consiglio Direttivo determina nelle sue riunioni, un atto atipico che delimita la discrezionalità dell'istituzione con sede a Francoforte. In tal senso, sia consentito il rinvio a M. BURSI, *Un vincolo giuridico ostacola le mosse della BCE*, in *LaVoce.info*, 6 ottobre 2020, ove esprimevamo qualche perplessità, proprio sulla fattibilità, da un punto di vista giuridico, di un eventuale cambio di strategia della BCE in linea con quello della FED, in particolare per il timore che un mutamento di quel genere potesse essere letto in alcuni Paesi (su tutti la Germania) come un nuovo tentativo di allontanarsi da quanto previsto dai Trattati. La nostra preoccupazione, infatti, era che un'interpretazione più “elastica” del concetto di stabilità dei prezzi potesse portare quella che noi precedentemente abbiamo definito “norma interposta” a discostarsi eccessivamente dal primario (e definito genericamente) obiettivo della lotta all'inflazione. Va detto che ad oggi, fortunatamente, tale timore non sembra avere trovato riscontro concreto.

³⁷¹ Come rileva A. BAGLIONI (*Le frontiere, cit.*, p. 97), degli scostamenti dall'obiettivo di inflazione di breve periodo, visto l'orizzonte temporale di medio termine, potrebbero essere tollerati dalle banche centrali visto che, in determinate situazioni, non è né possibile né consigliabile reagire: le azioni di un istituto di emissione sortiscono infatti effetti non immediati e, se il

giustificare un eventuale mantenimento di una politica monetaria espansiva da parte della BCE, considerando in particolare la chiara gerarchia di obiettivi che pone la stabilità dei prezzi come finalità primaria per l'istituto con sede a Francoforte sul Meno; oltretutto, la nuova strategia della BCE, a differenza di quella della Federal Reserve, non contempla periodi di reflazione tesi a bilanciare fasi di *inflation gap* negativo, fissando il valore del 2% come *target* costante della politica monetaria.

La successiva questione da portare in rilievo è invece relativa all'orientamento della giurisprudenza e, nello specifico, alla serie di sentenze pronunciate dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea in seguito ai ricorsi in via pregiudiziale avanzati da parte del *Bundesverfassungsgericht* negli ultimi anni³⁷². Invero, soprattutto quando Mario Draghi guidava l'istituto di Francoforte, i giudici di Karlsruhe hanno indagato con estrema attenzione l'operato della BCE, ponendo diversi quesiti alla CGUE in merito alla conformità, o meno, dei principali strumenti messi in campo dalla Banca Centrale. In tal senso, il pronunciamento più interessante ai nostri fini è quello relativo al *Public Sector Purchase Programme*³⁷³, strumento con cui la BCE ha acquistato sui mercati secondari, ed acquista tuttora, titoli di Stato dell'Eurozona. Non tratteremo in questa sede dell'ampio dibattito che si è sviluppato, in dottrina e nel mondo politico, in merito alla “contro-sentenza” del BVerfG del 5 maggio 2020, bensì concentreremo la nostra analisi sui contenuti del pronunciamento della CGUE con cui i giudici del Lussemburgo hanno dato il proprio avallo al PSPP³⁷⁴.

Nella vicenda *Weiss*, alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea venne chiesto di pronunciarsi su due quesiti principali³⁷⁵:

I) era il PSPP in linea con il mandato della BCE e, conseguentemente, rispettava i principi di proporzionalità e di attribuzione fissati dall'articolo 5 del Trattato sull'Unione Europea?

fenomeno che causa un aumento dei prezzi è marcatamente transitorio, una risposta istantanea potrebbe causare più danni che benefici.

³⁷² Le “tappe” più rilevanti del “confronto” fra Corte di Giustizia dell'Unione Europea e *Bundesverfassungsgericht* sull'operato della BCE sono, secondo il punto di vista di chi scrive, due: la sentenza riguardante le *Outright Monetary Transactions* (Causa C-62/14, Gauweiler et alii c. Governo federale tedesco) e quella sul *Public Sector Purchase Programme* (causa C-493/17, Weiss, 11 dicembre 2018). Si veda, sul primo tema, P. FARAGUNA, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul caso OMT/Gauweiler*, in *Diritti Comparati*, n.1, 2016; mentre, sul secondo, si consenta il rinvio a M. BURSI, *La sentenza del BVerfG sul Public Sector Purchase Programme: un'Europa sempre più difficile*, in *Consulta Online*, n.2, 2020, pp. 385-405 ed al più autorevole G. TESAURO – P. DE PASQUALE, *La BCE e la Corte di giustizia sul banco degli accusati del Tribunale costituzionale tedesco*, in *Osservatorio Europeo – Il Diritto dell'Unione Europea*, 11 maggio 2020..

³⁷³ Il *Public Sector Purchase Programme* è parte dell'*Asset Purchase Programme* e ne rappresenta probabilmente l'architrate: invero, circa l'80% dei fondi dell'APP è assorbito dal PSPP, programma finalizzato ad acquisire titoli pubblici dell'Eurozona. Sul tema, si veda il sito della [Banca Centrale Europea](#).

³⁷⁴ Cfr. F. PENNESI, *Nel nome della stabilità dei prezzi? La Corte di Giustizia approva il Quantitative Easing della Banca Centrale Europea (Nota a sentenza C-493/17, Weiss e a.)*, in *Diritti Comparati*, 20 dicembre 2018.

³⁷⁵ Le questioni in tutto erano cinque; si sono riportate nel testo quelle che, secondo il punto di vista di chi scrive, risultano più rilevanti.

II) poteva lo strumento in questione essere considerato una violazione del divieto di finanziamento diretto dei bilanci statali (*ex* articolo 123 TFUE)³⁷⁶?

I giudici del Lussemburgo, come noto, fornirono una risposta positiva al primo quesito ed una negativa al secondo, basando il proprio ragionamento su di un elemento centrale: il fine dichiarato e perseguito dall'istituto di Francoforte. Secondo la Corte di Giustizia, infatti, non si poteva sostenere che il PSPP uscisse dal raggio d'azione della Banca Centrale in quanto l'obiettivo stabilito dalla BCE era in linea con quanto previsto dai Trattati e poiché, oltretutto, il mezzo impiegato (l'acquisto sui mercati secondari) è contemplato dall'articolo 18 dello Statuto. In tal senso, venne anzitutto rilevato come lo strumento *de quo* rimanesse all'interno della politica monetaria e come il principio di attribuzione potesse dirsi rispettato giacché l'incidenza sui bilanci nazionali, e quindi sulla politica fiscale, era naturale ed inevitabile conseguenza del legittimo comportamento dell'istituto di Francoforte³⁷⁷. In secondo luogo, con riferimento ad un eventuale finanziamento diretto dei bilanci nazionali, la CGUE sottolineò come il piano di acquisti potesse essere considerato legittimo in quanto venivano garantiti alcuni elementi tecnici, come il *black-out period*³⁷⁸ o le soglie massime di detenzione³⁷⁹, che limitavano gli effetti sulle finanze pubbliche e permettevano ai mercati di continuare a "fare il prezzo" dei titoli, non generando negli operatori la certezza che la BCE avrebbe agito in modo illimitato.

È logico quindi affermare che, nel contesto odierno, seguendo quanto stabilito dai giudici del Lussemburgo, sarebbe giuridicamente inappropriato procedere con nuovi acquisti di titoli pubblici, siano essi parte del PSPP o del *Pandemic Emergency Purchase Programme*: la compravendita di obbligazioni sul mercato secondario rispettava infatti il principio di attribuzione nella misura in cui la Banca Centrale tentava di perseguire la stabilità dei prezzi, seguendo peraltro delle specifiche tecniche che già con

³⁷⁶ I giudici tedeschi hanno sollevato il dubbio che, nonostante gli acquisti di titoli di Stato fossero effettuati sui mercati secondari, preannunciando la decisione di comprare quantità di debito così rilevanti l'azione della Banca Centrale andasse a condizionare fortemente l'andamento sui mercati primari, generando una sostanziale elusione di quanto previsto dai Trattati.

³⁷⁷ Al punto 53 della sentenza i giudici del Lussemburgo scrivono infatti che «Risulta dalla giurisprudenza della Corte che, al fine di stabilire se una misura rientri nella politica monetaria, occorre fare riferimento principalmente agli obiettivi di questa misura. Sono altresì rilevanti i mezzi che tale misura mette in campo per raggiungere detti obiettivi»; mentre, al punto 55, viene sottolineato «che gli autori dei Trattati hanno compiuto la scelta di definire l'obiettivo principale della politica monetaria dell'Unione, ossia il mantenimento della stabilità dei prezzi, in maniera generale e astratta, senza determinare con precisione il modo in cui tale obiettivo doveva essere concretizzato sul piano quantitativo».

³⁷⁸ Si fa riferimento al punto 114 della decisione, in cui viene affermato che «il rispetto [...] del periodo di black-out previsto dall'articolo 4, paragrafo 1, della decisione 2015/774 assicura che i titoli emessi da uno Stato membro non potranno essere riacquistati dal SEBC immediatamente dopo la loro emissione».

³⁷⁹ Al punto 124 della pronuncia si afferma infatti che «l'articolo 5, paragrafi 1 e 2, della decisione 2015/774 dispone che le banche centrali dell'Eurosistema non possono detenere più del 33% di una determinata emissione di titoli delle amministrazioni centrali di uno Stato membro o più del 33% dei titoli in circolazione di una di queste amministrazioni» e nel successivo si afferma che «Da tali limiti di detenzione [...] deriva che il SEBC non è autorizzato ad acquistare l'insieme dei titoli emessi da un emittente siffatto, e neppure la totalità di una data emissione di questi titoli. Come è stato rilevato dai governi intervenuti nel presente procedimento e dalla BCE, ne consegue che, nell'acquistare titoli presso un'amministrazione centrale di uno Stato membro, un operatore privato si espone necessariamente al rischio di non poterli rivendere al SEBC sui mercati secondari, essendo in ogni caso escluso un acquisto della totalità dei titoli emessi».

l'istituzione del PEPP erano state alquanto “annacquate”³⁸⁰. Sentenza *Weiss* alla mano, inoltre, ci sarebbe anche da ragionare sul sopramenzionato *roll-over* e, più in generale, sull'eventualità di ridurre il bilancio della BCE: invero, se l'acquisto di titoli (pubblici e non) era principalmente mirato a risollevare il tasso d'inflazione, in un periodo in cui tale valore cresce marcatamente (come quello attuale), sarebbe naturale attendersi una loro vendita finalizzata a ridurre la base monetaria ed a stabilizzare il livello dei prezzi, non quindi assistere ad un impegno a procedere ad un loro rinnovo a scadenza (come sta accadendo in queste settimane).

Secondo lo scrivente, la Banca Centrale Europea, avendo a lungo rinviato un aumento dei tassi ed essendosi impegnata ad adottare un approccio flessibile, ha tentato nella presente fase di percorrere una strada intermedia, attraverso cui ridurre sì il tasso d'inflazione, ma con la quale evitare al contempo di colpire eccessivamente la produzione industriale, il numero degli occupati ed il rapporto debito/PIL di determinati Stati (come l'Italia). D'altronde, questa scelta sarebbe giustificata dall'assenza, nel contesto contemporaneo, di alcuni elementi sociali che aggravarono negli anni '70 la spirale stagflattiva (si pensi al ruolo dei sindacati ed ai già citati meccanismi di adattamento dei redditi³⁸¹) ma anche da alcune considerazioni di lungo periodo di carattere macroeconomico: si fa riferimento alla più che ventennale stagnazione del livello dei prezzi e, più in generale, ai dubbi sorti (o rafforzatisi) in seguito alla crisi del 2008 in merito alla validità di teorie come il monetarismo³⁸².

A livello economico si potrebbe quindi essere d'accordo con l'approccio adottato dall'istituto di Francoforte e reputare accettabile il fatto che, in uno scenario come l'attuale, la BCE eviti di assumere un *commitment* troppo stringente al fine di non ingenerare effetti collaterali eccessivamente marcati. Sul piano giuridico, come già anticipato, i dubbi in merito alla conformità dell'operato della Banca Centrale con quanto previsto dai Trattati sono tuttavia rilevanti e meriterebbero una valutazione che, ad ora, sia a livello politico che accademico, non pare essere compiutamente formulata.

³⁸⁰ Con il *Pandemic Emergency Purchase Programme* la BCE, fra le varie cose, si è riservata la possibilità di deviare dalla regola della *capital key* al fine di favorire alcuni Paesi più in difficoltà di altri, di acquistare anche titoli greci (esclusi dal PSPP per via del loro *rating*) e di adottare un approccio più “elastico” ai limiti di detenzione già menzionati. Interessanti in tal senso sono i dati riguardanti il deficit italiano del 2021, disavanzo di spesa che è stato quasi completamente assorbito dall'azione della Banca Centrale Europea. Sul tema L. FAVERO – S. LIACI, *Un aggiornamento sul debito pubblico acquistato dalla BCE*, in *Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani – Università Cattolica*, 15 ottobre 2021.

³⁸¹ È infatti ragionevole affermare come, in diversi Paesi occidentali, alcuni corpi intermedi (fra cui rientrano i sindacati) abbiano perso negli ultimi decenni non poco potere, rendendo conseguentemente le proprie posizioni meno forti e rilevanti nel dialogo con Governi ed imprese (sul tema S. ZAN, *La crisi dei corpi intermedi*, in *Il Mulino*, n. 4, 2015, pp. 649-655). Al contempo, va considerato come meccanismi di indicizzazione dei salari siano stati man mano smantellati proprio in seguito agli anni della stagflazione, togliendo pertanto un elemento di criticità che negli anni '70 aveva avuto grande peso. In tal senso, nelle ultime settimane è stato sollevato da alcuni commentatori un problema diametralmente opposto: onde evitare spirali inflattive, nei decenni passati i salari sarebbero stati resi fin troppo rigidi, finendo, in situazioni come questa, con il cagionare un danno eccessivo a lavoratori dipendenti e pensionati (percettori di reddito fisso). Sul tema, si consideri, a livello puramente esemplificativo, la proposta avanzata da I. CIPOLLETTA, *Contratti più brevi per gestire l'inflazione*, in *Domani*, 12 aprile 2021.

³⁸² Su questo tema, come esempio, sia per l'autorevolezza dell'Autore che per la chiarezza espositiva, si prenda J. STIGLITZ, *L'Euro*, Einaudi, Torino, 2017, pp. 155-157.

5. La gestione della moneta: una questione politica, non semplicemente tecnica

Nell'ultimo decennio la Banca Centrale Europea è evoluta in maniera notevole, ampliando il proprio *toolkit* ed adottando strumenti inediti al fine di sostenere un'area monetaria interessata da rilevanti problematiche³⁸³. Secondo il nostro punto di vista, questo allargamento ha portato la BCE a discostarsi sempre più dalla logica di fondo con cui venne scritto il Trattato di Maastricht, abbracciando un modello di *central banking* affine a quello della Federal Reserve post-2008 ed in linea con un contesto radicalmente diverso rispetto a quello di inizio anni '90. Tale allontanamento, attuato in particolare con uno strumento come il cd. *Quantitative Easing*, ha fatto sorgere dubbi in merito alla legittimità dell'azione condotta dall'istituto di Francoforte ma, stante la condizione di bassissima inflazione, non esisteva una base concreta su cui poter censurare l'operato della Banca Centrale: una politica monetaria espansiva come quella condotta dalla BCE, tesa anche (implicitamente) a sostenere un'economia reale "poco dinamica", poteva infatti essere giustificata (come è stato) dal tentativo di portare la crescita dei prezzi verso l'obiettivo del 2%, mettendo da parte i dubbi relativi ad un eventuale sviamento di potere. Si è vissuto pertanto in un contesto economico in cui la persistente assenza di inflazione sedava il dibattito in merito al ruolo che dovrebbe giocare un istituto di emissione all'interno dell'economia contemporanea, rinviando al futuro riflessioni in merito all'opportunità di rivedere le finalità di un soggetto come la BCE. Ora, con la crescita dei prezzi che torna prepotentemente al centro della scena, diviene impossibile prescindere da un'analisi relativa ai compiti affidati alla Banca Centrale, visto che seguire rigidamente la lotta all'inflazione (come i Trattati indicano) significherebbe colpire un'economia ancora convalescente dalla pandemia da Covid-19.

Quale politica monetaria sta conducendo in questi mesi la BCE? Corrisponde a quella prevista dalle norme euro-unitarie ed è conforme alla strategia che la Banca stessa ha delineato pochi mesi addietro? Come anticipato in precedenza, risulta difficile fornire una risposta affermativa a queste domande, pur tenendo in considerazione l'orizzonte temporale di medio periodo che Francoforte si impegna ad osservare: non alzando i tassi d'interesse e non riducendo il bilancio dell'istituto vi è infatti la possibilità di intaccare le aspettative sui prezzi degli operatori economici, allontanandosi quindi anche in futuro dall'obiettivo del 2%; allo stesso tempo, non è dato sapere quando il conflitto in Ucraina terminerà e se, anche qualora dovesse finire in poche settimane, l'approvvigionamento energetico potrà tornare alle condizioni prebelliche in pochi mesi.

Rebus sic stantibus, la BCE si dovrebbe muovere all'interno di un rapporto simile a quello principale-agente³⁸⁴ che la rende autonoma rispetto al potere politico ma che, al contempo, la vincola ad un fine

³⁸³ Cfr. A. BAGLIONI, *Le frontiere, cit.*, pp. 112-161.

³⁸⁴ Questa espressione viene impiegata anche da G.B. PITTALUGA – G. CAMA, *Banche, cit.*, p. 40. In tal senso, si può infatti affermare come il principale (Governo e Parlamenti) attribuisca all'agente (la Banca Centrale) un obiettivo (nel caso della BCE, la stabilità dei prezzi) da perseguire attraverso una gamma di strumenti più o meno ampia: tale rapporto potrebbe essere

prestabilito ed alquanto stringente³⁸⁵; questo era d'altronde il “modello Bundesbank” di “*rule-based discretion*”³⁸⁶, un sistema in cui la Banca Centrale è autonoma nei mezzi ma non nei fini. Superare questo modello significa ridefinire non solo i compiti economici affidati all'istituto di emissione, bensì anche la sua legittimazione politica, vista la notevole incidenza che le azioni dell'istituzione hanno sulla società. In dottrina³⁸⁷ è stato sostenuto come, per fare in modo che il principio democratico non venga violato, è auspicabile che alla Banca Centrale sia affidata una finalità tecnica da perseguire in indipendenza ma, al contempo, con un limitato margine di discrezionalità: altrimenti, il rischio prospettato sarebbe quello di demandare agli istituti in oggetto fondamentali questioni sociali che invece solo la politica (non quella monetaria) potrebbe e dovrebbe affrontare.

Le domande cui occorre fornire una risposta sono quindi le seguenti: le funzioni affidate ad una Banca Centrale possono essere considerate, effettivamente, squisitamente tecniche? E, in tal senso, è appropriato affidare ad un istituto di emissione l'unico compito di perseguire la stabilità dei prezzi?

Su questo tema il dibattito, sia economico che giuridico, è alquanto ampio e trova proprio negli anni della stagflazione un elemento di studio centrale.

Invero, secondo teorie come il monetarismo, le risposte da dare alle domande sopra riportate sono positive: una gestione espansiva della moneta, raggiunto l'equilibrio macroeconomico, non porterebbe infatti altro che un aumento dell'inflazione che toglierebbe al sistema un'ancora (la stabilità dei prezzi) fondamentale per la formazione delle aspettative degli operatori economici; la prima crisi energetica degli anni '70 sarebbe in quest'ottica un plastico esempio di cosa una Banca Centrale non dovrebbe fare, mentre la seconda, caratterizzata da strategie come quelle attuate dalla FED di Volcker e dalla Bundesbank, rappresenterebbe all'opposto un esempio virtuoso. Secondo questa visione, pertanto, risulterebbe necessario svincolare in modo netto gli istituti di emissione dal controllo della politica, onde evitare che la gestione della moneta possa essere influenzata da dinamiche contrastanti con il corretto funzionamento dell'economia e viziare la fondamentale stabilità dei prezzi³⁸⁸.

definito anche come un contratto di *performance* non troppo dissimile da quello che caratterizza le agenzie amministrative, situazione in cui l'agente, nello svolgere le proprie funzioni, opera in autonomia rispetto al principale ma è vincolato al perseguimento di un predeterminato fine. I rapporti principale-agente non sono però uguali fra loro: la Bank of England, per esempio, può vedere cambiato il proprio mandato con una certa flessibilità da parte della politica (la quale determina anche lo specifico *inflation target*), caso diverso è invece quello della BCE, in cui lo scopo affidato all'istituto è scritto nei Trattati (risultando pertanto difficilmente modificabile) ma non è stabilito in modo puntuale e, quindi, richiede una specificazione dell'istituto stesso.

³⁸⁵ Considerando la stringente finalità attribuita all'istituto di emissione euro-unitario, C. ZILIOLI – M. SELMAYR (*La Banca*, cit., pp. 73-78) parlano della BCE come di una Banca Centrale con un grado di indipendenza rispetto al potere politico senza eguali nella storia, un livello di autonomia perfino maggiore di quello raggiunto dalla Bundesbank.

³⁸⁶ Sul tema M.J.M. NEUMANN, *Monetary Targeting in Germany*, in I. KURODA (a cura di), *Towards more effective monetary policy*, Hampshire, 1997, pp. 176-198.

³⁸⁷ Di questo parere è infatti un autorevole costituzionalista di recente scomparso: V. ONIDA, *L'indipendenza delle banche centrali tra “politicità” e “neutralità”*, in D. MASCIANDARO – S. RISTUCCIA (a cura di), *L'autonomia delle banche centrali*, Milano, 1988, p. 340.

³⁸⁸ Nell'affermazione di questi modelli giocarono un ruolo importante anche teorie come la *Public Choice* (a) e quelle riguardanti l'incoerenza temporale (b). Con riferimento alla prima delle due (a), venne sostenuto come gli attori politici agiscono nel loro operato con un fine uguale a quello degli operatori economici: la massimizzazione della loro utilità personale. In quest'ottica,

Tale concezione del *central banking*, che a partire dagli anni '80 si è affermata come dominante nel mondo occidentale, è ragionevole affermare abbia plasmato la BCE, abbinandosi in maniera efficace con la logica ordoliberal che guida da decenni la principale economia europea, quella cioè tedesca. Invero, Eucken, figura di riferimento della scuola di Friburgo, scriveva ben prima della stagflazione che “senza un efficiente ordine monetario l'ordine della concorrenza non può funzionare in maniera soddisfacente” e, al contempo, affermava come unicamente “con una moneta abbastanza stabile riesce ad avere successo la gestione del processo economico attraverso i prezzi della concorrenza”³⁸⁹; proprio questi assunti stanno alla base della struttura di *governance* economica delineata con il Trattato di Maastricht: perno di tale sistema è una Banca Centrale indirizzata primariamente a preservare la stabilità dei prezzi, un soggetto che non può agire da prestatore di ultima istanza verso gli Stati e che risulta indipendente dal potere esecutivo e da quello legislativo³⁹⁰. Verrebbe da dire che Eucken e Friedman, se vedessero lo sviluppo tecnologico a cui siamo giunti ai giorni nostri, non escluderebbero il ricorso ad un algoritmo per gestire gli aumenti/abbassamenti dei tassi d'interesse al fine di contenere l'inflazione e stabilizzare una variabile che, altrimenti, potrebbe impedire al mercato di esprimersi al meglio³⁹¹.

Dall'altra parte della barricata, vi sono invece coloro i quali teorizzano una natura non pienamente tecnica dei compiti affidati alla Banca Centrale, riconoscendo una caratterizzazione politica che le teorie degli anni '80 avrebbero sottostimato. In quest'ottica, anche la scelta di affidare all'istituto di emissione

subordinando la Banca Centrale alla politica, vi sarebbe il rischio di andare incontro ad una gestione della moneta finalizzata a perseguire obiettivi elettorali di breve periodo che risultano confliggenti con una sana conduzione dell'economia. Rispetto invece all'incoerenza temporale (b), venne affermato che i banchieri centrali avrebbero interesse a “sorprendere” il mercato non rispettando quanto dichiarato precedentemente; tale comportamento potrebbe portare nell'immediato ad effetti positivi ma, nel lungo termine, gli operatori economici andrebbero ad adeguare le proprie aspettative di inflazione ed una scelta di questo genere non porterebbe altro che un aumento dei prezzi: in dottrina, a tal proposito, le Banche Centrali che seguono la teoria *de qua* sono state paragonate ad Ulisse, il quale si fa legare alla nave per evitare d'essere attratto dal mortifero canto delle sirene (rappresentato in questo caso dalla tentazione di “sorprendere” il mercato). In merito alla *Public Choice*, si vedano W. NORDHAUS, *The Political Business Cycle*, in *Review of Economic Studies*, n. 42, 1975 pp. 169-190 e C.D. MACRAE, *A Political Model of the Business Cycle*, in *Journal of Political Economy*, n. 85, 1977 e J.M. BUCHANAN – R.E. WAGNER, *Democracy in deficit. The Political Legacy of Lord Keynes*, Londra, 1977, pp. 293-263; riguardo all'incoerenza temporale, si consideri invece R.J. BARRO – D.B. GORDON, *Rules, Discretion and Reputation in a model of Monetary Policy*, in *NBER Working Paper Series*, n. 1079, 1983. Con riferimento alla metafora di Ulisse, si è preso invece spunto da O. CHESSA, *La Costituzione*, cit., p. 302 e da L. ZINGALES, *Europa o no. Sogno da realizzare o incubo da cui uscire*, Milano, 2014, pos. Kindle 334 di 2762.

³⁸⁹ Cfr. W. EUCKEN, *Sul duplice compito dell'economia dal punto di vista della politica economica*, in F. FORTE – F. FELICE (a cura di), *Il liberalismo delle regole. Genesi ed eredità dell'economia sociale di mercato*, Soveria Mannelli, 2010, pp. 115-116. Eucken, nell'espone la sua convinzione che fosse necessario generare la massima stabilità monetaria possibile al fine di facilitare il “gioco” della concorrenza, non vedeva negativamente il ritorno ad un sottostante aureo per riuscire a limitare l'oscillazione dei prezzi; un pensiero radicalmente diverso da quello espresso da Keynes, il quale, invece, riteneva la base in oro definitivamente superata. Sul tema, si veda S. FIGUERA – A. PACELLA, *La teoria euckeniana della moneta: spunti per una riflessione critica*, in *Moneta e Credito*, vol. 74, n. 296, pp. 289-296. Per una ricostruzione storica riguardante le ragioni per cui la scuola ordoliberale considerava necessaria la creazione di una Banca Centrale indipendente (in stile Bundesbank), si faccia riferimento a E. DEHAY, *La justification ordo-libérale de l'indépendance de banques centrales*, in *Revue française d'économie*, vol. 10, n. 1, 1995, pp. 27-53.

³⁹⁰ Sull'esistenza di uno stretto legame fra Bundesbank e BCE ha diffusamente scritto anche A. PREDIERI, *Euro, poliarchie democratiche e mercati monetari*, Quaderni Cesifin – Giappichelli, Torino, 1998, pp. 283-299.

³⁹¹ Per completezza va detto che Friedman, probabilmente in maniera provocatoria, giunse a prospettare la sostituzione del FOMC con un computer; si vedano *Milton Friedman@Rest*, in *Wall Street Journal*, 22 gennaio 2007 e P.J. BOETTKE – D.J. SMITH, *Evolving views on monetary policy in the thought of Hayek, Friedman, and Buchanan*, in *The Review of Austrian Economics*, n. 29, 2016, pp. 351-370.

L'obiettivo primario di contenere l'aumento dei prezzi avrebbe una marcata impronta ideologica: in dottrina si è parlato di una politica monetaria che non può risultare "socialmente neutra", assumendo come efficace esempio un aumento dei tassi che finisce per agevolare i soggetti che hanno denaro da prestare piuttosto che quelli che, invece, ne sono privi³⁹². Nelle situazioni in cui si verifica un incremento dei prezzi, la scelta di combattere l'ondata inflazionistica in maniera "rigida" può infatti comportare la penalizzazione (anche pesante) del tasso d'occupazione e della produzione industriale, mentre può andare a favorire coloro i quali detengono un patrimonio liquido; gli effetti di una scelta di questo genere, pertanto, non si distribuiscono in maniera equa fra le diverse categorie di persone, rafforzando le fratture già presenti all'interno della società. Impiegando un'espressione tipica del diritto costituzionale, seguendo questa impostazione, sarebbe quindi ragionevole affermare come lo statuto della BCE, nel bilanciare interessi fra loro confliggenti, andrebbe a tutelarne uno (il contenimento dell'inflazione) accettando la compressione, talvolta rilevante, degli altri (occupazione, PIL, debito pubblico). In questo quadro d'analisi, chi critica una siffatta gestione della politica monetaria sofferma poi la propria attenzione sulle ripetute crisi presentatesi negli ultimi decenni, nonostante siano stati impostati modelli economici affini a quelli promossi fra gli anni '70 e '80: le presunte virtù taumaturgiche del mercato sarebbero infatti rimaste in buona parte inesprese e gli operatori economici avrebbero continuato a mostrare una non trascurabile irrazionalità, sebbene l'ancora monetaria sia rimasta sostanzialmente stabile³⁹³. Nel periodo alle nostre spalle avremmo dunque assimilato uno strumento politico ad una funzione simil-amministrativa, credendo (erroneamente) che la gestione dei tassi d'interesse fosse un mero elemento economico da andare a gestire in maniera meccanica. Riconosciuti i limiti delle teorie affermatesi dopo la stagflazione, secondo chi si riconosce nella visione *de qua*, risulterebbe quindi logico ridiscutere i compiti affidati alla Banca Centrale ed affermare un nuovo rapporto fra la gestione della moneta e la politica.

Chi scrive si trova maggiormente in sintonia con quest'ultima visione ma, ciò detto, risulta necessario formulare alcune puntualizzazioni sul rapporto appena menzionato. Invero, pur riconoscendo alle funzioni esercitate dall'istituto di emissione una connotazione politica, non si deve però cadere nella tentazione opposta di legittimare una subordinazione totale della Banca Centrale rispetto a Governo e

³⁹² Di questo parere era J.K. GALBRAITH, *Storia dell'economia. Passato e presente*, Milano, 1990, p. 303. Su questa linea si pongono anche, nel complesso dei loro scritti, P. CIOCCA, *La banca che ci manca*, Roma, 2014; G. SAPELLI, *Sull'indipendenza*, *op.cit.*; R. BIN, *L'indipendenza delle banche centrali come principio costituzionale, Relazione all'ICON·S Italian Chapter Inaugural Conference - "Unità e frammentazione dentro e oltre lo Stato"*, 23-24 novembre 2018, in *Forum di Quaderni Costituzionali*; e J.E. STIGLITZ, *L'Euro*, *cit.* Quest'ultimo, in particolare, si esprime sul tema in questione come di seguito riportato "da tempo si è capito che la politica monetaria - per quanto possa apparire come una questione tecnica - è in realtà un fatto politico: l'inflazione riduce il valore reale di quanto dovuto dai debitori, che vengono così aiutati a scapito dei creditori. [...] la lotta all'inflazione costringe in genere ad aumentare i tassi di interesse, il che rallenta la crescita e influisce negativamente sull'occupazione e i lavoratori. Trovare il giusto equilibrio tra inflazione e disoccupazione è, o dovrebbe essere, una decisione politica" (pp. 157-158).

³⁹³ Si vedano, *ex plurimis*, l'intervento di J.K. GALBRAITH, *The collapse of monetarism and the irrelevance of new monetary consensus*, in *25th Annual Milton Friedman Distinguished Lecture at Marietta College*, 31 marzo 2008 ed il più ampio volume O.J. BLANCHARD - D. ROMER - A.M. SPENCE - J.E. STIGLITZ, *In the wake of the crisis. Leading economists reassess economic policy*, Cambridge, 2012.

Parlamento, elemento che, pur non essendo noi in linea con il pensiero, al riguardo, di Friedman, ci rendiamo conto possa comportare non poche criticità.

6. La necessità di una BCE indipendente nei mezzi e nei fini

Un autorevole studioso³⁹⁴ ha affermato, decenni addietro, come il rapporto fra Banca Centrale e politica dovrebbe essere affine a quello che intercorre fra un anestesista ed un chirurgo nel corso di un'operazione. In questa chiave di lettura, al primo soggetto deve essere garantita autonomia nel proprio compito, senza che il secondo gli dica come svolgere tecnicamente un lavoro che, invece, solo a lui spetta determinare. Al contempo, però, l'anestesista non può agire senza tener conto di quanto fatto da parte del chirurgo, riconoscendo a questi il ruolo di "guida" all'interno dell'operazione. Il banchiere centrale, seguendo questo esempio, dovrebbe pertanto agire senza interferenze da parte di Governo e Parlamento ma, allo stesso modo, dovrebbe comportarsi tenendo doverosamente in considerazione quanto deliberato dalla politica, onde evitare di gestire la moneta in modo non conforme a quello che è l'andamento economico del Paese.

Questo efficace parallelo coglie a pieno quella che dovrebbe essere, anche secondo il nostro punto di vista, la relazione fra politica e Banca Centrale, delineando però, al contempo, un quadro teorico che, nella pratica, non è facile andare ad applicare. Invero, nella relazione fra istituto di emissione e decisore politico, riconosciuta la necessità di un'azione coordinata del primo rispetto a quanto deciso dal secondo, i rischi che si possono palesare sono affini a quelli prospettati da teorie come la *Public Choice*³⁹⁵: l'indipendenza della Banca Centrale potrebbe andare sempre più a ridursi, con una politica monetaria che finisce per essere impiegata in maniera impropria al fine di raggiungere obiettivi elettorali di breve periodo. D'altronde, di esempi di questo genere ce ne sono stati molti in passato e se ne vedono tuttora: si pensi, *ex plurimis*, all'andamento della lira turca degli ultimi mesi³⁹⁶ od al già menzionato obbligo di acquisto dei titoli pubblici imposto ad alcuni istituti di emissione negli anni '70.

³⁹⁴ Cfr. G. GUARINO, *Il ruolo della Banca d'Italia, in L'autonomia delle banche centrali*, in D. MASCIANDARO – S. RISTUCCIA (a cura di), *L'autonomia*, cit., p. 270.

³⁹⁵ Va specificato che lo scrivente riconosce importanti limiti alla teoria della *Public Choice*: tale visione, per esempio, sottovaluta la morale degli individui e, di conseguenza, non sa spiegare una decisione come quella con cui Carter, nominando Volcker a capo della FED, accettò di poter perdere le imminenti elezioni (per via del probabile aumento della disoccupazione) al fine di ridurre il tasso d'inflazione. Al contempo, però, va riconosciuta una fondatezza alla teoria *de qua*, fondatezza che si avvicina alle basi del costituzionalismo moderno; in tal senso, è opportuno operare presumendo che il Governo/Parlamento voglia "abusare" della politica monetaria per evitare che anche solo l'arrivo al potere di un individuo, o di una singola forza politica, possa compromettere la sana gestione della moneta con effetti di lungo periodo alquanto negativi. Si consideri in tal senso l'approfondita analisi effettuata da O. CHESSA (*La Costituzione*, cit., pp. 76-91), riflessione che rende chiaro come, nell'affrontare questa tematica, non vengano unicamente in rilievo elementi facenti parte della sfera giuridica e di quella economica.

³⁹⁶ Già ben prima del deflagrare della guerra in Ucraina il tasso di inflazione turco aveva raggiunto livelli rilevanti (un aumento dei prezzi prossimo al 50% su base annua); tale andamento viene comunemente attribuito alla molto particolare "teoria monetaria" del Presidente Erdogan, il quale, per presunte convinzioni religiose e (soprattutto) per miopi logiche politiche, ha respinto l'idea di gestire in modo restrittivo i tassi d'interesse, sostituendo diversi Governatori nel giro di pochi mesi al fine di vedere assecondate le proprie richieste. Sul tema L. PITTEL, *Turkish inflation at highest level of Erdogan era*, in *Financial Times*, 3 febbraio 2022 e J. MALSIN, *Turkey's Erdogan fires statistics chief after record inflation*, in *Wall Street Journal*, 29 gennaio 2022.

Come si può dunque mantenere il rapporto fra Banca Centrale e politica all'interno della metafora anestesista-chirurgo senza degenerare in una totale subordinazione del primo verso il secondo?

La soluzione, secondo il punto di vista di chi scrive, è solo una: garantire all'istituto di emissione un'ampia indipendenza decisionale rispetto a Governo e Parlamento.

Detto ciò, tuttavia, si presentano due nuovi interrogativi: riconosciuta la natura non pienamente tecnica dell'istituto di emissione, ed esclusa pertanto la rigida osservanza di un parametro unico come la stabilità dei prezzi, come si può fare in modo che la conduzione della politica monetaria avvenga nel rispetto del principio democratico? Chi andrebbe a determinare le finalità perseguite dalla Banca Centrale nelle diverse fasi economiche?

Le risposte a tali domande, anche in questo caso, sempre secondo il nostro punto di vista, non possono che essere le seguenti: è impensabile avere un istituto di emissione legittimato, a livello democratico, al pari di Parlamento e Governo³⁹⁷; al contempo, l'unico soggetto chiamato a determinare gli obiettivi di politica monetaria non può che essere proprio la Banca Centrale, alla quale dovrebbe essere riconosciuta una assoluta discrezionalità.

A prima vista, tali conclusioni potrebbero risultare alquanto dirompenti: come già detto, infatti, l'operato di un istituto di emissione ha un impatto notevole sulla società e pensare che tale funzione possa essere effettuata in piena autonomia da parte di un soggetto che non risponde alla volontà popolare può far sorgere alcune perplessità. Eppure, a guardar bene, tale configurazione non sarebbe un *unicum* nelle democrazie occidentali: invero, le autorità amministrative indipendenti³⁹⁸ non si pongono in una posizione troppo dissimile da quella sopra esposta, andando a toccare diritti fondamentali pur non essendo elette direttamente dal corpo elettorale³⁹⁹. In quest'ottica, quindi, l'istituto di emissione diverrebbe parte di quella struttura di *checks and balances* che sorregge le società occidentali⁴⁰⁰,

³⁹⁷ Nella nostra complessiva analisi in merito al rapporto fra Banca Centrale e politica, facciamo riferimento a Parlamento e Governo, pur consapevoli che nel contesto euro-unitario tale parallelo vada applicato *cum grano salis* alla luce della configurazione *sui generis* dell'Unione Europea.

³⁹⁸ D'altronde, in dottrina, già la Banca d'Italia era stata ricondotta nel novero delle autorità amministrative indipendenti; si consideri in tal senso quanto scritto sul tema da M. CLARICH, *Per uno studio sui poteri normativi della Banca d'Italia*, in *Banca, Impresa e Società*, n. 1, 2003, pp. 39-66 e da F. MERUSI, *Democrazia e autorità indipendenti*, Bologna, 2000, pp. 46 e ss.

³⁹⁹ In dottrina si è giunti anche a formulare un paragone fra Banche Centrali e Corti Costituzionali. Questo parallelo è stato evocato da F. MOROSINI, *Banche centrali e questione democratica. Il caso centrale della Banca Centrale Europea (BCE)*, Pisa, 2014, pp. 29-30, unitamente a V. ONIDA, *L'indipendenza*, cit., p. 340, G.B. PITTALUGA – G. CAMA, *Banche*, cit., pp. 157-161 e G. TEUBNER, *Nuovi conflitti costituzionali*, Milano, 2012, pp. 131-134.

⁴⁰⁰ Sulla questione *de qua* si rimanda all'interessante analisi effettuata G.B. PITTALUGA – G. CAMA (*Banche*, cit., pp. 149-188), riflessione che parte dal duplice significato che si può fornire al termine “*accountability*”: invero, da un lato, si può trattare semplicemente di trasparenza (accezione tipica di un rapporto principale-agente e di una democrazia definita “populista”), mentre, dall'altro, si può indicare un mandato fiduciario che interessa una Banca Centrale indipendente nei fini (visione solitamente ricondotta ad una democrazia definita “liberale” ed in linea con Madison); lo scrivente, nell'avanzare la proposta qui riportata, abbraccia la seconda dimensione di “*accountability*” appena descritta, riconoscendo comunque (come si dirà dopo) l'esigenza di render conto delle decisioni assunte ma, al contempo, affermando la necessità di generare un rapporto fiduciario piuttosto che uno principale-agente. Gli Autori, inoltre, rispondono alla domanda “perché quindi non affidare anche le scelte di politica economica (o più in generale le scelte politiche tutte) ad un soggetto non eletto direttamente dal popolo?” ed avanzano sul tema delle considerazioni che noi condividiamo: la gestione della moneta, seppur intrisa di rilevanza politica, presenta un elevato grado di tecnicità non paragonabile a quello della politica economica e, al contempo, prevede tempi decisionali alquanto rapidi che rendono inevitabile l'adozione di provvedimenti amministrativi invece che legislativi.

trasformandosi a tutti gli effetti in un “custode della Costituzione economica” che assume decisioni “altamente politiche” senza rientrare però per questo proprio nel sistema politico⁴⁰¹. Nel caso specifico della BCE, oltretutto, si ragiona di un organo collegiale⁴⁰² marcatamente federale in cui i membri del Consiglio Direttivo, coloro i quali determinano la gestione della moneta, essendo nominati da Governi e Parlamenti nazionali, risultano, nella realtà dei fatti, “sensibili” alle tendenze politiche dei Paesi di provenienza: è quindi ragionevole affermare che appare difficile si possano presentare comportamenti particolarmente dissennati della Banca Centrale, così come deviazioni che la discostano eccessivamente dal contesto politico del tempo. Secondo lo scrivente, dunque, l’istituto di emissione dovrebbe essere sia indipendente nei mezzi che nei fini: spetterebbe in quest’ottica ai Governatori nazionali ed ai membri del Comitato Esecutivo deliberare, di situazione in situazione, quale dovrebbe essere il *target* macroeconomico da perseguire, tenendo conto dei mutamenti vissuti dalla cd. economia reale e delle azioni poste in essere dagli esecutivi nazionali così come dalla Commissione Europea.

In tale visione, inoltre, l’operato della BCE non sarebbe largamente sottoponibile al controllo degli organi di giustizia costituzionale (come invece è oggi, visto che le viene demandato un compito primario specificato a livello numerico) e non sarebbe neppure passibile di una immediata censura da parte del potere politico⁴⁰³: conferire una facoltà di questo tipo ai Parlamenti nazionali od all’Eurogruppo⁴⁰⁴ sarebbe infatti inappropriato per i rischi di condizionamento sopra riportati e, soprattutto, sarebbe poco sensato alla luce dell’eterogena composizione del Consiglio Direttivo e dei suoi meccanismi decisionali. Altro conto è invece un rafforzamento di quel “dialogo monetario” che negli ultimi anni è andato già consolidandosi⁴⁰⁵, elemento fondamentale affinché chi guida gli istituti di emissione si confronti in modo periodico con chi determina il bilancio dell’Unione e dei singoli Paesi membri, in maniera tale da garantire trasparenza ed irrobustire quel coordinamento fra poteri che risulta fondamentale sotto diversi punti di vista⁴⁰⁶.

⁴⁰¹ In questi termini si è espresso G. TEUBNER (*Nuovi, cit.*, pp. 132-133), sostenitore del parallelo fra Banche Centrali e Corti Costituzionali, il quale afferma come “le banche centrali prendono importanti decisioni di politica sociale. Ma non per questo esse diventano parte del sistema politico. [...] Le banche centrali non hanno affatto una doppia appartenenza al sistema economico e a quello politico. La loro posizione, semmai, si può paragonare a quella delle corti costituzionali, insediate al vertice gerarchico del sistema politico, le quali prendono decisioni altamente politiche senza per questo diventare a loro volta parte del sistema. “Custode della costituzione” - questa è la metafora calzante. Come parlamenti e corti costituzionali sono i custodi della costituzione politica, così le banche centrali e le corti costituzionali lo sono di quella economica. E per la loro politica di costituzione economica è necessario che vi sia un più alto grado di autonomia”.

⁴⁰² Sull’importanza di avere, nel gestire la politica monetaria, un organo collegiale invece che uno monocratico, si è espresso anche A. BLINDER, *Central bank in theory and practice*, Cambridge, 1998, p. 22.

⁴⁰³ Si parla di “immediata censura” in quanto, ovviamente, rimarrebbe in capo alla politica la possibilità di riformare i Trattati al fine di revisionare i compiti, e la natura, dell’istituto di emissione.

⁴⁰⁴ Tra i due soggetti in questione, secondo il nostro punto di vista, sarebbe forse l’Eurogruppo il naturale interlocutore/controllore della BCE ma, vista la natura *sui generis* dell’Unione Europea, va detto che anche solo l’individuazione di un’istituzione titolare di questo compito non è un’operazione semplice.

⁴⁰⁵ Su questo tema R. IBRIDO, *Il controllo democratico della politica monetaria: equilibri costituzionali e integrazione europea dopo le sentenze OMT*, in *Federalismi.it*, n. 5, 2017, pp. 1-29.

⁴⁰⁶ Sulla necessità per la Banca Centrale di essere trasparente nell’adottare le proprie decisioni, si è espresso anche G. TEUBNER, *Nuovi, cit.*, p. 133.

Le conclusioni a cui giungiamo appaiono ancora troppo dirompenti?

Si prenda allora in considerazione una Banca Centrale che segue sostanzialmente questo modello e che, ci sembra logico affermare, è riuscita con il passare degli anni ad incarnare in maniera efficace il rapporto anestesista-chirurgo sopra riportato: la Federal Reserve.

7. Conclusioni: per una Francoforte a stelle e strisce

Il riconoscimento ad una Banca Centrale di un'ampia discrezionalità può sorgere dal conferimento a questo soggetto di una pluralità di obiettivi, circostanza in cui il potere legislativo demanda all'istituto di emissione l'onere di perseguire più finalità, senza stabilire tra esse una gerarchia. In tal maniera, chi gestisce la moneta ha sostanzialmente un ampio margine di manovra, potendo deliberare in notevole autonomia come bilanciare gli obiettivi indicati da Parlamento e Governo a seconda dell'andamento del ciclo economico.

La Federal Reserve agisce proprio in questo solco: come già detto, il *Federal Reserve Act* contempla infatti l'esistenza di tre *targets* posti sullo stesso piano, lasciando quindi ai membri del FOMC la determinazione dei mezzi impiegati e dei fini specifici⁴⁰⁷. L'azione della FED è mirata in particolare a contemperare la stabilità dei prezzi con la massima occupazione, muovendosi in una direzione non troppo dissimile da una equilibrata applicazione della già menzionata regola di Taylor. Il rapporto tra Federal Reserve e Congresso si basa principalmente su periodiche audizioni del *chairman* e viene arricchito da una puntuale trasmissione di informazioni verso il pubblico che genera una notevole trasparenza. I membri del *Board of Governors*⁴⁰⁸ vengono nominati dal Presidente e sono confermati dal Senato; il capo dell'esecutivo, in caso di comportamenti personali particolarmente gravi, ha la possibilità di rimuoverli, tuttavia, secondo l'opinione maggioritaria della dottrina, non è contemplata la sostituzione anticipata dei vertici dell'istituto per questioni di merito⁴⁰⁹. Sono esistite in passato, ed esistono anche nei giorni attuali, possibili "minacce" verso l'indipendenza della FED dalla politica⁴¹⁰ ma, superato anche lo *stress test* rappresentato da Donald Trump⁴¹¹, è ragionevole affermare come l'istituto di emissione statunitense sia riuscito negli anni a

⁴⁰⁷ Per un'analisi complessiva riguardante la storia e l'indipendenza della Federal Reserve, si veda P. CONTI-BROWN, *The power and independence of the Federal Reserve*, Princeton, 2017.

⁴⁰⁸ I membri del *Board of Governors* sono le sette persone di nomina presidenziale che compongono il *Federal Open Market Committee*, gli altri cinque membri del FOMC sono invece espressione delle Federal Reserve territoriali e vengono individuati attraverso un meccanismo di rotazione annuale (a parte il Governatore della FED di New York, che è membro permanente). Sul tema, si consulti il sito della [Federal Reserve](https://www.federalreserve.gov/).

⁴⁰⁹ In tal senso la Federal Reserve sembra aver fatto proprio quanto affermato da D. RICARDO (*A Plan for the establishment of a national bank*, in P. SRAFFA (a cura di), *The works and correspondence of David Ricardo*, vol. 4, Cambridge, 1951, p. 282), il quale, formulando una delle prime teorie della storia in merito al *central banking*, sostenne come i vertici della Banca Centrale dovessero essere nominati dal Governo ma che da questo, tuttavia, non potessero essere rimossi.

⁴¹⁰ A tal proposito, si veda la ricostruzione storica effettuata da D.T. SMITH – P.T. BOETTKE (*An Episodic History of Modern Fed Independence*, in *The Independent Review*, vol. 20, n.1, 2015, pp. 99-120); una riflessione che, anche alla luce dell'orientamento affine a quello della scuola neo-classica degli Autori, è mirata a sottolineare diversi episodi che avrebbero posto la Banca Centrale in una condizione di "debolezza" rispetto alla politica.

⁴¹¹ Invero, sotto l'amministrazione Trump, il Presidente statunitense si lanciò più volte in attacchi nei confronti del *chairman* della Federal Reserve, Jerome Powell, accusandolo di condurre una politica monetaria contraria ad un buon andamento dell'economia (la FED procedette in quegli anni ad alcuni aumenti di tassi, "normalizzando" la gestione ultra-espansiva posta

preservare un buon grado di autonomia che gli ha permesso di fronteggiare adeguatamente gli andamenti economici incontrati negli ultimi decenni. Tale configurazione della Federal Reserve ha contribuito a mantenere il ruolo primario del dollaro nei commerci internazionali senza, al contempo, deviare verso una rigida tendenza a tutelare la stabilità dei prezzi in ogni circostanza; l'istituto americano ha inoltre dimostrato d'essere in grado di adattarsi anche ai (frequenti) mutamenti di pensiero che hanno interessato la macroeconomia, senza dunque finire per legarsi indissolubilmente ad una temporanea ortodossia monetaria.

Riprendiamo dunque ora la domanda posta nel primo paragrafo, e cerchiamo di avanzare una proposta su quello che, secondo il nostro punto di vista, andrebbe fatto in questa fase con specifico riferimento alla Banca Centrale Europea ed al rischio stagflazione.

Secondo lo scrivente, governi nazionali ed istituzioni euro-unitarie (soprattutto i primi) devono giungere a qualcosa di oramai inevitabile: una revisione dei Trattati mirata a modificare il quadro di *governance* economica dell'Unione Europea. Invero, il contesto in cui venne scritto il Trattato di Maastricht è palesemente superato e negli ultimi anni, anche gli Stati storicamente più convinti della validità delle norme esistenti, hanno dimostrato nei fatti la convinzione che l'attuale modello vada rivisto. Il perno di tale sistema da andare a riformare è indubbiamente la BCE, istituto che nella sostanza ha già avviato, con la presidenza Draghi, un discostamento dai Trattati, pur facendolo in un contesto economico che non creava basi solide per censure di carattere legale. Ora che l'appena menzionato scenario è andato modificandosi radicalmente, è dunque necessario fornire delle fondamenta giuridiche al cambiamento che la Banca Centrale Europea ha iniziato, plasmando l'istituto di Francoforte sul modello della Federal Reserve e dotandolo di un margine di discrezionalità che, Trattati euro-unitari alla mano, non gli spetterebbe. Indipendenza nei mezzi e, quindi, nei fini, in modo tale da offrire al Consiglio Direttivo un margine di manovra ampio che gli permetta di gestire in modo davvero flessibile e bilanciato l'attuale rischio stagflattivo ed il contesto economico futuro, cercando di realizzare il rapporto anestesista-chirurgo sopra menzionato.

Va detto, inoltre, che il richiamo ad una complessiva revisione del quadro di *governance* economica dell'Unione Europea non è casuale: invero, secondo lo scrivente, la ridefinizione della natura della BCE va inserita in una riflessione più ampia che coinvolga anche le norme di bilancio che interessano gli Stati membri, in modo che la politica fiscale possa essere conforme ad una gestione monetaria differente rispetto a quella passata⁴¹². In tal senso, un'altra norma fondamentale che dovrebbe essere oggetto di

in essere dopo il 2008); in tale contesto, il politico repubblicano giunse perfino a parlare esplicitamente del possibile licenziamento del Presidente dell'istituto di emissione, fatto che poi non ebbe luogo. Sul tema P. CONTI-BROWN, *What happens if President Trump tries to fire FED chair Jerome Powell?*, in *Brookings.edu*, 9 settembre 2019 e B. WHITE, *Trump goes to war with the FED*, in *Politico.com*, 11 ottobre 2018.

⁴¹² All'interno della Conferenza sul Futuro dell'Europa è stata effettivamente avviata una riflessione in merito ad un'eventuale riforma del quadro di *governance* economica, ponendo particolare attenzione sul Patto di Stabilità e Crescita e sui parametri di bilancio fissati ai tempi di Maastricht. Si consulti sul tema il sito della [Commissione Europea](#).

riforma è quella riguardante il divieto di finanziamento diretto dei bilanci statali (*ex* articolo 123 TFUE); dando infatti alla Banca Centrale la possibilità, in determinate circostanze, di poter agire come prestatore di ultima istanza nei confronti dei titoli sovrani dell'Eurozona, si andrebbe a ridurre notevolmente il rischio di speculazioni al ribasso sui mercati finanziari, con rilevanti conseguenze sulle modalità con cui i governi nazionali dovrebbero andare a condurre le politiche di bilancio⁴¹³.

In dottrina è stato rilevato come, revisionando in senso espansivo il mandato di un istituto di emissione nel bel mezzo di una spirale inflattiva, si potrebbe finire con l'accentuare la dinamica rialzista dei prezzi, per via degli effetti che una scelta di questo genere potrebbe sortire sulle aspettative degli operatori economici⁴¹⁴. Si tratta di una obiezione che certo coglie nel segno, purtuttavia stante l'attuale situazione, essa sembrerebbe rappresentare il "male minore", giacché non giungere ad una modificazione dello statuto della BCE, e seguire rigidamente l'obiettivo rappresentato dalla stabilità dei prezzi, potrebbe anche produrre effetti peggiori, come un crollo del PIL e dell'occupazione o l'aumento degli *spreads*. La riforma, in buona sostanza, si sarebbe dovuta compiere tempo addietro, dato che i motivi alla base di una revisione della Banca Centrale Europea si fondano su ragionamenti di lungo periodo riguardanti errate considerazioni relative alla natura della politica monetaria che la contingenza attuale ha reso solo più evidenti, ma, per fortuna o purtroppo, anche con la pandemia, si è rivelata vera la massima di Monnet secondo cui l'Europa si sarebbe formata attraverso le sue crisi.

Ed in un contesto di "policrisi" come quello attuale, le riforme da compiere sono molte e sempre più

⁴¹³ La BCE, in tal senso, è stata strutturata sulla base di quanto affermato da D. RICARDO (*A plan, cit.*, p. 282), il quale sosteneva, al fine di mantenere indipendente l'istituto di emissione, che la Banca Centrale non potesse mai intervenire in favore delle finanze statali, mettendo il Governo nelle condizioni di dover raccogliere il denaro "nei modi legittimi". Su questo punto noi ci poniamo in opposizione rispetto a quanto affermato dal pensatore britannico, abbracciando l'idea concepita da Bagehot e ben espressa da C.P. KINDLEBERG (*Euforia e panico. Storia delle crisi finanziarie*, Bari, 1981, p. 12): "il prestatore d'ultima istanza dev'esservi, ma del suo intervento si deve dubitare". Invero, lo scrivente reputa sia dannoso creare meccanismi automatici di acquisto dei titoli pubblici (come quelli che hanno riguardato la Banca d'Italia e che hanno rafforzato la spirale stagflattiva, unitamente ad aver facilitato un'espansione incontrollata del debito pubblico) ma allo stesso modo reputa deleterio lasciare gli Stati dell'Eurozona privi di una copertura di emergenza nei casi in cui i mercati finanziari vengano attraversati da fasi di "tensione": il divieto di acquisti sopra riportato è infatti un'unicità all'interno delle maggiori economie mondiali, una conformazione che ha agevolato il deflagrare della crisi dei debiti sovrani sviluppatasi dopo il 2008. È interessante sul tema la riflessione avanzata da O. CHESSA (*La Costituzione, cit.*, pp. 478-480), il quale parla, con riferimento all'Eurozona ed alla "no bail out clause", della creazione di un regime concorrenziale fra Stati all'interno dell'Unione Europea.

⁴¹⁴ "[...] è il caso di ricordare che l'abbandono di un determinato *commitment*, ripercuotendosi negativamente sul sistema economico di un Paese, può comportare rilevanti costi sociali. [...] Il fatto che la credibilità di una Banca centrale dipenda da un insieme di fattori istituzionali, piuttosto che da singole misure, porta a ritenere che essa possa essere testata solo nel corso del tempo, considerando, in particolare, alcuni momenti "topici", ovvero quei momenti in cui sono più forti le pressioni politiche e sociale sulla Banca centrale affinché conduca politiche inflazionistiche" in G.B. PITTALUGA – G. CAMA, *Banche, op.cit.*, pp. 131-132. Alcuni economisti (tra i vari C.A.E. GOODHART – D. SHOENMAKER, *Should the Functions of Monetary policy and Banking Supervision Be Separated?*, in *Oxford Economics Papers*, n. 47, 1995, pp. 539-560), più in generale, sono giunti a sostenere che l'affidamento alla Banca Centrale di funzioni ulteriori rispetto alla stabilità dei prezzi potrebbe comportare un danno alla credibilità dell'istituto, temendo soprattutto situazioni in cui gli obiettivi risulterebbero in contrasto fra loro. Su questo tema, secondo il nostro punto di vista, vi è però margine di manovra: la Federal Reserve, come più volte sottolineato, presenta una pluralità di fini e ciò, comunque, non ha impedito al dollaro di preservare un'importante solidità e di rimanere valuta centrale nei commerci internazionali.

ineludibili.

A cross-sectional analysis of the Transmission Protection Instrument: between economical needs and outdated Treaties

SUMMARY: 1. Introduction. – 2. The features of the instrument and the differences with the Outright Monetary Transactions. – 3. The economic impulses behind the TPI. – 4. The outdated, but still alive, juridical constraints. 5. Conclusion: approaching the limits of the “grey areas”.

1. Introduction

The European Central Bank, in the press conference of 21 July 2022⁴¹⁵ - situation in which was declared the first interest rate hike since 2011⁴¹⁶ – announced the launch of a new monetary tool: the Transmission Protection Instrument (TPI). This mechanism, according to the words expressed by President Lagarde, has been designed in order to «support the effective transmission of monetary policy» and, following the standpoint expressed by the former French minister, it will ensure that the monetary policy stance decided by the Governing Council will be «transmitted smoothly across all euro area countries». The TPI, basically, will allow the ECB to purchase, on secondary markets, an unlimited amount of public sector securities issued by a specific Member State that experiences difficulties to obtain funds on the financial markets⁴¹⁷; in this regard, this new monetary tool has been quickly rebranded by some analysts⁴¹⁸ as “anti-spread shield”, due to its possible capability to lower the interest rates paid by the most indebted Countries of the Eurozone.

The aim of this paper is to analyse the Transmission Protection Instrument under a cross-sectional approach which combines economics and law. In this sense, we will start describing the features of this instrument and its differences with the Outright Monetary Transactions (I), we will continue examining the economic reasons behind the TPI (II), then, we will deepen the juridical legitimacy of this mechanism (III), and, finally, we will conclude with an overall evaluation that mixes the considerations presented previously and that tries to present some critical aspects related to the upcoming scenario (IV).

2. The features of the instrument and the differences with the Outright Monetary Transactions

According to the words of President Lagarde, the TPI main target is to preserve a smooth, and uniform, transmission of monetary policy throughout the Eurozone. Hence, this instrument seems to follow the

⁴¹⁵ See the [ECB website](#).

⁴¹⁶ The Governing Council of the ECB deliberated a rise of 50 basis points. The previous increase decided by Frankfurt took place on 7 July 2011, under the presidency of Jean-Claude Trichet. Consider J. TREECK, *ECB lifts rates for first time in more than a decade*, in *Politico.eu*, 21 July 2022.

⁴¹⁷ The TPI is mainly addressed towards public sector securities (emitted by central or regional Governments, even by agencies determined by the ECB) but, according to the Central Bank, it could also target private sector securities. See the [ECB website](#).

⁴¹⁸ Consider, for example, A. BAGLIONI, *Scudo anti-spread: bisognerà meritarselo*, in *LaVoce.info*, 21 July 2022 and M. CHARREL, *The European Central Bank unveils new anti-crisis shield*, in *Le Monde*, 22 July 2022.

same *ratio* that was at the basis of the Securities Markets Programme (SMP)⁴¹⁹ and, especially, of the Outright Monetary Transactions (OMTs)⁴²⁰, but, considering some features, the final design of these three mechanisms results partially different. Due to the fact that the SMP is no longer operational, in this chapter we will focus our attention exclusively on the diversities between the Transmission Protection Instrument and the OMTs. In this regard, the variations between the TPI and the Outright Monetary Transactions are mainly related to three domains:

- A) The remaining maturity of the bonds that could be purchased by the ECB;
- B) The conditions that the Member States have to observe in order to benefit of the resources of these two programmes;
- C) The existence of “reabsorption mechanisms” aimed at preserving the overall distribution of liquidity in the Eurozone.

First of all, considering the maturity of the bonds (A), the OMTs appear narrower than the TPI. Indeed, the Outright Monetary Transactions can involve securities with a remaining maturity between one and three years, while the Transmission Protection Instrument allows the Central Bank to buy bonds with a “residual life” between one and ten years.

The second element of difference, probably the most relevant, is related to the conditions that the Member States have to respect in order to benefit of the two mechanisms (B). Even in this case, it is logical to claim that the OMTs result more stringent than the TPI. In fact, with the Outright Monetary Transactions, the ECB can only provide financial assistance to a State that is undertaking a programme of macroeconomic adjustment under the supervision of the European Stability Mechanism (ESM). Moreover, the Central Bank can proceed to use the OMTs only if the programme conditionality continues to be fully respected, otherwise, it has to stop the purchase of bonds.

The Transmission Protection Instrument, instead, does not require the existence of a macroeconomic adjustment programme in order to be activated. In this sense, the ECB has to consider four *criteria* before

⁴¹⁹ The Governing Council of the ECB decided to launch this instrument on 10 May 2010. The goal of this programme was «to address the malfunctioning of securities markets and restore an appropriate monetary policy transmission mechanism». The SMP was “closed” with the creation of the Outright Monetary Transactions, in 2012. See, regarding the technical features of the SMP, the [ECB website](#), while, about the effects of the Securities Markets Programme, consider F. ESER – B. SCHWAAB, *Assessing Asset Purchases within the ECB’s Securities Markets Programme*, in *ECB Working Paper Series*, n. 1587, September 2013.

⁴²⁰ The Outright Monetary Transactions were launched by the ECB in 2012 and their objective is to «safeguarding an appropriate monetary policy transmission and the singleness of the monetary policy». So far, this instrument has never been used; anyway, according to the researches carried out by some scholars, it is logical to claim that the announcement of the birth of this mechanism has had positive effects on the interest rates paid by Member States with a relevant debt to GDP ratio. On this topic, consider C. ALTAVILLA – D. GIANNONE – M. LENZA, *The Financial and Macroeconomic Effects of OMT Announcements*, in *ECB Working Papers*, n. 1707, 6 August 2014; while, taking into account the technical characteristics of the OMTs, refer to the [ECB website](#). Both the SMP and the OMTs are considered a result of the, so-called, economic governance reform that took place in the aftermath of the sovereign debt crisis. On this issue, see, *ex plurimis*, F. DONATI, *Crisi dell’euro, governance economica e democrazia nell’Unione Europea*, in *Rivista AIC*, n. 2, 2013.

deciding to act in favour of a specific Member State:

- a) the beneficiary Country has to be compliant with the EU fiscal framework. This means that the Member State must not have failed to follow a recommendation of the EU Council (under article 126.7 TFEU) and, likewise, it has to be not subject to an excessive deficit procedure;
- b) the State *de quo* must not present severe macroeconomic imbalances and, in this sense, it has to be not subject to an excessive imbalance procedure or having failed to undergo the corrections planned by an EU Council recommendation (under article 121.4 TFEU);
- c) the Country must show an overall fiscal sustainability. In this perspective, the trajectory of the public debt has to be assessed as bearable on the basis of evaluations carried out by the ECB, the European Commission, the European Stability Mechanism, the International Monetary Fund and other (unspecified) institutions⁴²¹;
- d) the Member State has to undertake «sound and sustainable macroeconomic policies». In light of this, the Country *de quo* must have followed the specific recommendations received during the European Semester and, moreover, it has to result compliant with the measures agreed in the Recovery and Resilience Plan related to the Recovery and Resilience Facility.

The third difference between the OMTs and the TPI is represented by the existence, or not, of “reabsorption mechanisms” (C). On one side, in fact, the Outright Monetary Transactions imply the sterilisation of the purchases conducted with this programme in order to preserve the overall monetary policy carried out by the ECB (which has to be mainly focused on price stability); on the other side, instead, the activation of the Transmission Protection Instrument requires “only” to control that the programme does not have negative impacts on the monetary policy stance. Even on this issue, hence, the Outright Monetary Transactions result more stringent than the TPI.

3. The economic impulses behind the TPI

⁴²¹ The decision to involve several players in the assessment of the sustainability of the public debts of the Member States seems to represent an attempt of the ECB to “technify” its evaluation, in order to avoid possible allegations of biased decisions taken on the basis of political evaluations. This provision, as suggested by some scholars (see, for example, G. CLAYES – M. DEMERTZIS, *A new European tool to deal with unjustified rising spreads*, in *Bruegel Blog*, 20 June 2022), could also represent a way in which the Central Bank creates a sound juridical backdrop aimed at preventing accusations of violating the Treaties providing monetary financing to a Member State. In the continuation of this paper we will deepen the “juridical side” of the issue, while, here, we can do a quick focus on the “political side” of the matter. In this sense, we present some concerns about the involvement of multiple institutions in the assessment *de quo*. Indeed, we argue the necessity to have a single evaluator in order to avoid a situation in which could emerge different outcomes from different institutions, creating therefore a context in which the ECB should decide what assessment should be followed: a decision that, inevitably, would be done on the basis of a political evaluation. In light of this, we would like to underline a key aspect: the nature of the Central Bank can no longer be considered completely a-political and, in this sense, any allegation of “politicization” of the monetary policy should be labelled as a simple *acknowledgement* of something that cannot be denied (and must not be hidden). On this topic, allow us to refer to M. BURSI, *Il rischio stagflazione: un nuovo incentivo a riformare la BCE*, in *Federalismi.it*, n. 16, 2022, pp. 45-52.

The “economic assessment” of the TPI is basically related to the long-standing discussion about the necessity to have, or not, a Lender Of Last Resort (LOLR)⁴²² allowed to finance private institutions and to buy public securities. Indeed, the ECB, creating this instrument, gets closer to the role that was first theorized by Thornton and Bagehot, by acquiring the possibility to finance Member States unable to find resources on the markets⁴²³.

On one side, the reason in favour of the existence of a LOLR in a financial system is notorious⁴²⁴: during a crisis, even institutions with sound fundamentals could face liquidity shortage and, in this sense, the action of a Lender Of Last Resort is fundamental with the purpose to support them and in order to avoid a dangerous snowball effect. On the other side, even the argument against the subsistence of a LOLR is well-known⁴²⁵: ensuring financial assistance to institutions in trouble, the Central Bank would foster the moral hazard, paving the way for a deterioration of the currency and for an overall worsening of the economic scenario. The contrast between these two stances has affected the actions of Central Banks since their origin, prompting, over changing times, different strategies addressed towards the handling of financial crisis.

After the turmoil caused by the Lehman Brothers’ default⁴²⁶, the dominant economic thought has recognised some basilar issues: the free market is not capable to avoid financial bubbles and, at the same time, does not represent a guarantee against the widespread of investors’ panic; moreover, there are some financial institutions, like relevant banks or the largest insurance companies, that should be closely overseen over time in order to avoid failures that could trigger dangerous domino effects⁴²⁷. In this sense, in the last decade, the international institutions and the Western Governments have reinforced regulatory mechanisms related to financial bodies and the Central Banks⁴²⁸, in particular during the first years following the Lehman Brothers’ default, have acted as Lender Of Last Resort with the purpose of

⁴²² With regard to the definition, and the history, of this concept, consider, *ex plurimis*, X. FREIXAS – C. GIANNINI – G. HOGGARTH – F. SOUSSA, *Lender of Last Resort, What we have learned since Bagebot?*, in *Journal of Financial Services Research*, n. 18, 2000, pp. 63-84. The discussion about the existence of a Lender Of Last Resort, for many decades, was related to private financial entities, without considering the role that this institution could play in favour of the State. Indeed, due to the subordinate position of Central Banks towards Governments and Parliaments (until the '70s of the 20th Century), it was quite improbable that the LOLR could refuse to act on the markets in order to buy public securities. However, in the aftermath of the two oil crisis, and with the surge of new economic theories (like monetarism), the major Central Banks of the Western World gained an important level of independence that provided them a relevant leeway that does not guarantee an intervention of the LOLR in support of the Governments finances. In this sense, see C.A.E. GOODHART, *The changing role of Central Banks*, in *Financial History Review*, n. 18 (2), 2011, pp. 135-154.

⁴²³ The ECB already had the possibility to act as Lender Of Last Resort in favour of the banking sector. Indeed, the European System of Central Banks, in case of shortage of liquidity of a private entity, can deploy the Emergency Liquidity Assistance (ELA). In this regard, the ELA is provided by National Central Banks under the supervision of the ECB. See the [ECB website](#).

⁴²⁴ Consider X. FREIXAS – C. GIANNINI – G. HOGGARTH – F. SOUSSA, *Lender*, cit., pp. 63-73.

⁴²⁵ *Ivi*, pp. 73-78.

⁴²⁶ For a comprehensive analysis of this financial crisis, consider S. VERICK – I. ISLAM, *The Great Recession of 2008-2009: Causes, Consequences and Policy Responses*, in *IZA discussion paper*, n. 4934, 2010.

⁴²⁷ Regarding this topic, see O. J. BLANCHARD, *Where danger lurks: The recent financial crisis has taught us to pay attention to dark corners, where the economy can malfunction badly*, in *Finance & Development- IMF*, September 2014, pp. 28-31.

⁴²⁸ Take into account, for example, the Basel III agreement. About this topic, consider the [Bank for International Settlements website](#).

providing liquidity to private entities that struggled to find resources on the markets⁴²⁹. At the same time, during this period, many Central Banks of the, so-called, Western World started to buy a relevant amount of public securities in order, on one side, to avoid the risk represented by deflation, and, on the other, to sustain the expansionary policies carried out by Governments with the purpose of supporting the private economy⁴³⁰. In this way, the treasury bonds of these Countries did not experience a sharp increase of the interest rates and, consequently, the debt to GDP ratios remained sustainable.

In the Eurozone, however, the ECB started to buy public bonds with a certain delay in comparison with other institutions⁴³¹ like the Federal Reserve, the Bank of England or the Bank of Japan, and the reason at the basis of this different action was mainly juridical: indeed, the interpretation of the European Treaties given at the time by relevant members of the Governing Council, and by important Governments of the EU, was rooted on the idea that the Central Bank could not finance Governments in order to preserve the key target represented by price stability⁴³². In the next paragraph of this paper we will deepen these “legal constraints” while, in the current one, we will analyse the economic consequences of this choice.

Then, in this regard, we can say that the Eurozone, in the aftermath of the “Great Recession”, differently from the other major Western economies, did not have a LOLR capable to acquire public securities in order to control the growth of interest rates. Consequently, the actions carried out by the European Governments were not backed by the possibility for the Central Bank to guarantee their debts and, in light of this, the most vulnerable Countries of the Euro Area⁴³³ were targeted by financial speculations related to their capability to remain creditworthy⁴³⁴. Hence, without considering the Greek case, which is peculiar given the manipulation of the public accounts made by the Hellenic Governments⁴³⁵, a wide number of scholars claim that the, so-called, “sovereign debt crisis” was largely due to the impossibility for the ECB to act discretionally on the markets with the purpose of stopping the surge of the interest

⁴²⁹ See D. DOMANSKI – R. MOESSNER – W. NELSON, *Central banks as lender of last resort: experiences during the 2007-10 crisis and lessons for the future*, in *Finance and Economic discussion series – Federal Reserve*, May 2014.

⁴³⁰ In this regard, consider B.S. BERNANKE, *The Effects of the Great Recession on Central Banks Doctrine and Practice*, in *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 2, n. 3, article 21, 2012.

⁴³¹ In fact, the ECB only started to acquire a relevant amount of public bonds with the launch of the Public Sector Purchase Programme (PSPP), while the Federal Reserve, the Bank of England and the Bank of Japan initiated extensive buying programmes since the first months after the Lehman Brothers’ default. Actually, the European Central Bank, in May 2010, created the Securities Markets Programme but their scope was quite narrow and, moreover, all the purchases had to be sterilized in order to not change the overall liquidity handled by the institute.

⁴³² On this issue, consider O. HÜLSEWIG – A. STEINBACH, *Monetary financing and fiscal discipline*, in *International Review of Law and Economics*, vol. 68, December 2021.

⁴³³ At that time, in order to sum up the European Countries involved in the sovereign debt crisis, the acronym PIIGS emerged (Portugal, Ireland, Italy, Greece and Spain).

⁴³⁴ With regard to the sovereign debt crisis, see, *ex plurimis*, P.R. LANE, *The European sovereign debt crisis*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26, n. 3, 2012, pp. 49-68.

⁴³⁵ In order to deepen the Greek case, refer to M.G. ARGHYROU – J.D. TSOUKALAS, *The Greek Debt Crisis: Likely Causes, Mechanisms and Outcomes*, in *The World Economy*, vol. 34, n. 2, 2011, pp. 173-191.

rates on public securities⁴³⁶; this assertion results even more “mocking” bearing in mind that, at the time, the inflation rate was close to zero and that the other Central Banks that purchased a huge amount of public bonds in that period did not cause a significant increase of prices⁴³⁷. Moreover, in the years after the announce of the creation of the OMTs and the launch of the Public Sector Purchase Programme (PSPP)⁴³⁸, the concern about a possible surge of moral hazard proved to be overestimated. Indeed, the economic governance framework designed by the European Union with the Maastricht Treaty, and reinforced during the sovereign debt crisis, showed its capability to limit the possibility for Member States to pursue irresponsible fiscal policies⁴³⁹, posing, rather, some doubts about the constraints that could create for a strong economic growth⁴⁴⁰.

Therefore, according to these considerations, the TPI seems to represent a necessary instrument for the toolkit of the European Central Bank, recalling that the purchase programmes that were launched in the past decade by the ECB were (officially) mainly designed with the aim of pushing the inflation rate towards the medium term target⁴⁴¹; likewise, the OMTs do not represent a sufficient instrument to manage a potential speculative attack on public securities, taking into account their strict conditionalities and the time needed in order to activate them. Moreover, the technical features of the TPI follow the concept of Lender Of Last Resort that was suggested by Bagehot⁴⁴²: indeed, the Transmission Protection Instrument could only be activated in favour of Countries with a sustainable debt to GDP ratio and these States need to be compliant with the European fiscal framework and with the recommendations received by the European institutions. At the same time, the activation of the TPI is not automatic and, in this way, the European Central Bank demonstrates also of being adherent with the notorious sentence of Kindleberg: «the lender of last resort must exist, but its intervention must be doubted»⁴⁴³.

Thus, in conclusion, from a mere economic perspective, we can affirm that the creation of the Transmission Protection Instrument results, according to our standpoint, shareable. Furthermore, the

⁴³⁶ This idea, for example, is supported by K. ARMINGEON – L. BACCARO, *Political Economy of the Sovereign Debt Crisis: the Limits of Internal Devolution*, in *Industrial Law Journal*, vol. 41, n. 3, 2012, pp. 254-275 and P. DE GRAUWE – Y. JI, *Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test*, in *Journal of International Money and Finance*, n. 34, 2013, pp. 15-36.

⁴³⁷ See the data reported on the [IMF website](#).

⁴³⁸ The PSPP is a massive Government bonds purchase programme that was launched in 2014; it was the most important pillar of the wider Asset Purchase Programmes (APP). The official goal of the APP was to push the low inflation rate of the time towards the medium term target set by the ECB. In this regard, consider the [ECB website](#).

⁴³⁹ This standpoint is shared by O. HÜLSEWIG – A. STEINBACH, *Monetary*, cit.

⁴⁴⁰ In this sense, consider, *ex plurimis*, J.E. STIGLITZ – J.P. FITOUSSI – P. BOFINGER – G. ESPING-ANDERSEN – J.K. GALBRAITH – I. GRABEL, *A call for policy change in Europe*, in *Challenge*, vol. 57, n. 4, 2014, pp. 5-17.

⁴⁴¹ This was the case for the PSPP and even for the Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Indeed, the PEPP had the goal to «maintain borrowing, spending and investment despite the pandemic crisis» and, consequently, to «boost growth and bring inflation back to» the «target of 2% over the medium term». On the Pandemic Emergency Purchase Programme, see the [ECB website](#).

⁴⁴² Bagehot, *inter alia*, claimed that the Lender Of Last Resort should act only in favour of solvent institutions capable to provide solid assets as collateral. Consider W. BAGEHOT, *Lombard street: a description of the money market*, Westport, 1979 (first publication 1873).

⁴⁴³ C. KINDLEBERG, *Enfuria e panico. Storia delle crisi finanziarie*, Laterza, Bari, 1981, p. 12.

European Central Bank can already act as LOLR in favour of private institutions⁴⁴⁴, hence, it seems logical to extend this option in favour of the Member States. Finally, it is relevant to underline that the other major Central Banks of the Western World have a power of this type and, even in the past years⁴⁴⁵, they did use it in order to avoid a stark deterioration in public finances: without considering legal issues, therefore, we would not see the reason why the ECB should represent an exception to this practice.

4. The outdated, but still alive, juridical constraints

At the end of the '70s, after the two oil crisis and the “stagflation period”, the concept of Central Banking started to change radically. Indeed, with the affirmation of new economic theories, the management of currency was addressed towards a main target: the price stability. In light of this, the monetary financing of public budgets began to be perceived as an improper function for a Central Bank, posing, according to the prevailing thinking of the time, important risks of moral hazard and fostering inflationary spirals⁴⁴⁶. Thus, since that period and until the 2008 crisis, the major institutes of the Western World have long followed this idea, “cutting the ties” with the national treasury departments.

This behaviour, in the case of the Bank of Japan, was generally embedded in the law but foresaw relevant exceptions to the rule⁴⁴⁷ that ensured the BoJ significant room of manoeuvre, while, in the case of the Federal Reserve and the Bank of England, was not strictly dictated by any legal provision⁴⁴⁸. In this sense, when the “Great Recession” came, these three Central Banks had the possibility to change their position, providing, if necessary, financial assistance to their respective States. The ECB’s situation, instead, was different.

In fact, the prohibition of monetary financing is rooted in the Treaties and the article 123 TFEU clearly states that the ECB cannot buy directly debt instruments related to Member States; moreover, the article 127 TFEU claims that the ECB’s main objective is the price stability and, only if this target is reached, the Frankfurt institute could pursue other goals. Therefore, due to these legal constraints, it is not surprising that, in the aftermath of the 2008 crisis, the ECB accumulated a certain delay before buying public bonds and, when it started to do so, it was inevitable that a broad debate would erupt concerning

⁴⁴⁴ Refer to note number 9.

⁴⁴⁵ An important example is provided by the actions carried out by the Bank of England after the launch, by the Truss’ Government, of the, so-called, “mini-budget”. Indeed, after a relevant increase of the interest rates on the British Gilts, the Central Bank started to buy an important amount of public securities in order to “calm” the financial markets and preserve the public finances. On this topic, see the [Bank of England website](#) and A. BAGLIONI, *Lezioni da Londra*, in *LaVoce.info*, 29 September 2022.

⁴⁴⁶ Regarding this “change of paradigm”, consider C.A.E. GOODHART, *The changing*, cit.

⁴⁴⁷ This is what emerges from the conjunction of the article 5 of the Japanese Fiscal Act and the Bank of Japan Act. On this topic, see O. HÜLSEWIG – A. STEINBACH, *Monetary*, cit., pp. 2-3.

⁴⁴⁸ About the FED and the Bank of England, refer to W. BATEMAN, *The Law of Monetary Finance under Unconventional Monetary Policy*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 2021, pp. 1-36.

the legitimacy of this action⁴⁴⁹. Consequently, even in the case of the Transmission Protection Instrument, the doubts about the legitimacy of this instrument basically reside in the interpretation of these two articles of the Treaties⁴⁵⁰.

In the second paragraph of this paper we have presented a comparison between the TPI and the Outright Monetary Transactions. The parallel *de quo* is due to the almost equal objective of these two programmes and this benchmarking results useful in order to assess the juridical legitimacy of the Transmission Protection Instrument. Indeed, the OMTs were at the basis of a relevant sentence of the European Court of Justice (ECJ)⁴⁵¹, a ruling that represents a milestone of the debate, over monetary policy, that has occurred in the past years between the ECJ and the *Bundesverfassungsgericht* (BVerfG)⁴⁵². In fact, the German Federal Court, after having received several individual constitutional actions (*Verfassungsbeschwerde*) over the rightfulness of the OMTs, launched, on the basis of article 267 TFEU⁴⁵³, a reference for a preliminary ruling to the ECJ, posing the following main questions:

- A) Did the OMTs violate the monetary policy mandate of the ECB exposed by the articles 119 and 127 TFEU?

In this regard, the German judges, *inter alia*, underlined also the potential legal breach represented

⁴⁴⁹ In this sense, for example, see, *ex plurimis*, A.L. HÖGENAUER – D. HOWARTH, *The democratic deficit and European Central Bank crisis monetary policy*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, vol. 26, 2019, pp. 81-93 and N. DE BOER – J. VAN’T KLOOSTER, *The ECB, the courts and the issue of democratic legitimacy after Weiss*, in *Common Market Law Review*, vol. 57, n. 6, 2020, pp. 1689-1724.

⁴⁵⁰ In this regard, some scholars have already questioned the rightfulness of the TPI. See L.P. FELD – C. FUEST – V. WIELAND – J. HAUCAP – H. SCHWEITZER – B.U. WIGGER, *The ECB’s toxic Bond-Purchase Programme*, in *Project Syndicate*, 27 July 2022, E. KRECKÉ, *Is the European Central Bank still in control?*, in *GIS reports online*, 15 September 2022, PRINCE M. OF LICHTENSTEIN, *The ECB: broken rules, frivolous policy*, in *GIS reports online*, 1 August 2022 and O. ISSING, *The ECB’s political overreach*, in *Project Syndicate*, 27 July 2022.

⁴⁵¹ ECJ Case C-62/14, *Ganweiler et alii*. On this sentence, consider, *ex plurimis*, F. FABBRINI, *The European Court of Justice, the European Central Bank, and the Supremacy of EU Law*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, vol. 1, 2016 and S. SIMON, *Direct Cooperation Has Begun: Some Remarks on the Judgment of the ECJ on the OMT Decision of the ECB in Response to the German Federal Constitutional Court’s First Request for a Preliminary Ruling*, in *German Law Journal*, vol. 16, n. 4, 2015, pp. 1025-1048.

⁴⁵² Since the beginning of the sovereign debt crisis, the BVerfG has initiated a “close confrontation” with the European Court of Justice in order to clarify the nature of new European instruments (like the European Stability Mechanism) and with the purpose of delimiting the boundaries of the ECB’s monetary policy. This discussion “produced” sentences that, with certain specifications, gave the green light to the actions carried out by the European institutions but, at the same time, it provoked an unprecedented ruling of the BVerfG that declared “*ultra-vires*” the Public Sector Purchase Programme, going against a previous sentence of the ECJ (Case C493/17, *Weiss et alii*). Actually, the “euro-activism” of the German Federal Court is not something new: indeed, since the *Solange* judgement, the BVerfG has played a pivotal role in the, so-called, “dialogue between the Courts”. Regarding the multiannual confrontation between Karlsruhe and Luxembourg, refer to P. FARAGUNA, *Il Bundesverfassungsgericht e l’Unione Europea, tra principio di apertura e controlimiti*, in *Diritto Pubblico Comparato ed Europeo*, n. 2, 2016, pp. 431-463; while, on the PSPP ruling, consider G. TESAURO – P. DE PASQUALE, *La BCE e la Corte di giustizia sul banco degli accusati del Tribunale costituzionale tedesco*, in *Osservatorio Europeo – Il Diritto dell’Unione Europea*, 11 May 2020, M. HÖPNER, *Karlsruhe verdient Anerkennung: Zum PSPP-Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 5. Mai 2020*, in *Wirtschaftsdienst*, 100(6), 2020, pp. 441-445, S. POLI, *The German federal Court and its ultra-vires review: a critique and a preliminary assessment of its consequences*, in *Eurojus*, n. 2, 2020, pp. 224-240 and M. BURSI, *La sentenza del BVerfG sul Public Sector Purchase Programme: un’Europa sempre più difficile*, in *Consulta Online*, n. 2, 2020, pp. 385-405.

⁴⁵³ And according to what the BVerfG stated in the *Mangold/Honeywell* case. See C. MÖLLERS, *German Federal Constitutional Court: Constitutional Ultra Vires Review of European Acts Only Under Exceptional Circumstances; Decision of 6 July 2010*, 2 BvR 2661/06, *Honeywell*, in *European Constitutional Law Review*, n. 7, 2011, pp. 161-167.

by a selective purchase programme that could be addressed towards certain Member States, excluding, therefore, the others;

- B) Did the Outright Monetary Transactions represent, *de facto*, an infringement of the prohibition of monetary financing of public budgets required by article 123 TFEU?

As we know, the European Court of Justice gave a green light to the OMTs, even if the judges of Luxembourg stated some specifications aimed at ensuring the legitimacy of this new monetary tool.

Regarding a possible violation of the mandate foreseen by the Treaties (A), the ECJ affirmed that the instrument *de quo* had to be considered rightful for several reasons. First of all, the European Court of Justice emphasised the autonomy that the Frankfurt institute possesses in determining the means by which it should achieve the primary objective constituted by price stability⁴⁵⁴. Then, the ECJ underlined the goals set by the ECB with the creation of the OMTs, an instrument that was designed in order to safeguard «an appropriate monetary policy transmission and the singleness of the monetary policy». In light of this, the judges of Luxembourg stated that, on one side, the preservation of the singleness of the monetary policy finds its legal basis in the article 119.2 TFEU (which affirms that monetary policy must be single), while, on the other, they claimed that the protection of its appropriate transmission is functional with the aim of achieving the price stability⁴⁵⁵. Finally, analysing the potential selectivity of the OMTs, the ECJ stressed that this instrument is addressed towards the uniformity of the monetary policy transmission and, in this sense, the decision to purchase only the bonds of some Member States is dictated by the need to recompose its singleness; moreover, the judges affirmed that no article of the Treaties imposes to the ECB to conduct only actions that must involve all the Countries that adopt the Euro⁴⁵⁶.

With respect to the compliance of the OMTs with the prohibition of monetary financing of public budgets (B), the judges of Luxembourg, first of all, underlined that the article 18.1 of the European System of Central Banks Statute allows the ECB to conduct operations on the financial markets, by buying and selling titles that could also include public bonds⁴⁵⁷. Nevertheless, the ECJ stated that the actions carried out by the European Central Bank must not represent, *de facto*, a circumvention of the article 123 TFEU, thus following the logic behind that provision: the necessity to avoid an increase of moral hazard and, consequently, the need to prevent Member States from conducting unsustainable fiscal policies⁴⁵⁸. Therefore, the European Court of Justice affirmed that, in order to avoid the risks presented above, the

⁴⁵⁴ Even in the PSPP ruling (ECJ Case C493/17, *Weiss et alii*), the ECJ emphasised this point (§50): «It must be pointed out in this regard that the FEU Treaty contains no precise definition of monetary policy but defines both the objectives of monetary policy and the instruments which are available to the ESCB for the purpose of implementing that policy».

⁴⁵⁵ ECJ Case C-62/14, *Ganweiler et alii*, §§47-49.

⁴⁵⁶ *Ivi*, §55.

⁴⁵⁷ *Ivi*, §96.

⁴⁵⁸ *Ivi*, §§97-100. In this regard, it is interesting to underline that the ECJ, in order to sustain its assertion, recalled the preliminary work that led to the drafting of the Maastricht Treaty.

public bonds purchase programmes launched by the ECB must require conditionalities that could guarantee the preservation of sound fiscal policies⁴⁵⁹ and, at the same time, Member States have to be uncertain about the “activation” of the Central Bank acquisitions⁴⁶⁰. In this sense, hence, regarding the article 123 TFEU, the ECJ stated that the OMTs were rightful due to the features designed by the ECB⁴⁶¹.

According to our view, the European Central Bank, creating the TPI, strictly followed the ruling just described. Indeed, taking into account the similar goal of the Transmission Protection Instrument with the OMTs, the ECB, in outlining the characteristics of this new mechanism, seems to have adhered step by step to the Court's verdict on the Outright Monetary Transactions; in fact, although the conditionalities attached to the TPI result “milder” than the ones related to the previous instrument (in light of what exposed in the second paragraph of this paper), they formally comply with all the conditions required.

In particular, it is relevant to deepen the issue related to the critical remarks expressed by some scholars⁴⁶² regarding the absence, in the case of the Transmission Protection Instrument, of a macroeconomic adjustment programme that involves the Country benefiting from the ECB's action (something that exists with the activation of the OMTs). On this topic it results fundamental to underline a key element of the ECJ's sentence on the Outright Monetary Transactions: the ECB, by buying Government bonds, must prevent an increase of moral hazard and a consequent deterioration of public finances. The Transmission Protection Instrument, in light of what affirmed by the European Central Bank, although it does not offer all the safeguards of the OMTs, could be activated only in favour of a Country that presents a sound macroeconomic situation that ensures the sustainability of the public debt: as some observers⁴⁶³ suggests, hence, we can affirm that the Member States, in order to be eligible for the TPI, “must deserve” the action of the ECB, by carrying out solid and responsible fiscal policies; thus, according to our interpretation of the words of the European Court of Justice, this would be enough for the Frankfurt institute to be “allowed” to buy the Government bonds of the Eurozone State *de quo*. Therefore, it results reasonable to affirm that, if the OMTs were considered rightful by the judges of

⁴⁵⁹ *Ivi*, §102.

⁴⁶⁰ *Ivi*, §113.

⁴⁶¹ In relation to the interpretation of article 123 TFEU, it is relevant to underscore that, in the PSPP ruling (ECJ Case C493/17, *Weiss et alii*), the European Court of Justice continued to consider the criteria set with the OMTs Case as main parameters for assessing the substantial compliance of the actions implemented by the ECB with the prohibition of monetary financing of public budgets (§§106-107).

⁴⁶² «What was not in question when the scheme - the OMTs - was introduced was that strict conditionality was required in order to prevent countries from being supported by the ECB despite unsustainable public finances or further expanding their debt», in light of this, in the case of the TPI «it is not acceptable that the ECB now wants to support individual eurozone countries with Government bond purchases, but without the conditionality of an ESM program». See L.P. FELD – C. FUEST – V. WIELAND – J. HAUCAP – H. SCHWEITZER – B.U. WIGGER, *The ECB's toxic*, cit.

⁴⁶³ Consider, for example, A. BAGLIONI (*Scudo*, cit.), who claimed that the TPI requires «strict conditions, which will not allow a Country “deviating” from European public finance rules to benefit from the anti-spread shield». Moreover, some scholars, like I. CIPOLLETTA (*Il nuovo whatever it takes protegge anche l'Italia, ma la crisi politica è un problema*, in *Domani*, 21 July 2022) argue that the conditionalities contemplated by the Transmission Protection Instrument could represent an incentive for the Member States to carry out solid fiscal policies.

Luxembourg, this would be also the case for the Transmission Protection Instrument. Even if this implies a legitimisation of an action which is really close to monetary financing of public budgets: something that, it is logical to claim, was largely perceived as deleterious in the early years of the Eurozone⁴⁶⁴.

5. Conclusion: approaching the limits of the “grey areas”

The Transmission Protection Instrument represents a relevant supplement in the toolkit of the ECB, providing to the Frankfurt institute a typical power related to Central Banking. This conferral, as we said before, results shareable from an economic perspective and can prevent new sovereign debt crisis that could provoke dangerous cleavages within the Eurozone. As we have just stated, from a legal standpoint, the precedent represented by the ECJ sentence on OMTs offers a guarantee about the legitimacy of this new instrument, bringing us to consider a censure by the judges of Luxembourg unlikely.

Nevertheless, being frank, we have to underscore that the TPI, like the Outright Monetary Transactions, resides in the, so-called, “grey areas”⁴⁶⁵ of the European Treaties, casting some doubts over the legitimacy of the instrument even in people (like us) who affirm the rightfulness of this choice. Indeed, the model on which was designed the European Central Bank was addressed towards a stark distinction between monetary and fiscal policy⁴⁶⁶, following economic theories that put a mere price stability above all the other targets⁴⁶⁷. However, in the past fifteen years, this pattern has shown all its limits and, in a peculiar context like the EU, it contributed to an excessive deterioration of the public finances of some Member Countries, causing a wider gap from the budgetary parameters set at the creation of the Eurozone.

⁴⁶⁴ In this regard, a contribution of Otmar Issing, a former member of the Executive Board of the ECB, results iconic. Indeed, in this paper (O. ISSING, *Hayek, currency competition and European monetary union*, in *IEA occasional papers 111*, 2000), the Author depicts a *continuum* between the ideas expressed by Von Hayek about the management of currency and the mandate of the ECB. In fact, Issing claims that «monetary policy in the Euro 11 countries has been denationalised and is being conducted by a supranational central bank, which is politically independent of the Governments of the Member States. Furthermore, any monetary financing of the public sector or privileged access to financial institutions is prohibited. The separation between public finance and monetary policy is thereby ensured» (*ivi*, p. 31). In light of this, it is not surprising that the Author, today, stands in open contrast to an instrument like the TPI (see O. ISSING, *The ECB's*, cit.).

⁴⁶⁵ The expression “grey areas” is often used by analysis related to many fields in which the European Union operates. Consider, *ex plurimis*, M.C. MARCHETTI, *Cittadinanza europea e cittadinanza nazionale. Luci e ombre di un rapporto difficile*, in *Società, Mutamento e Politica*, 2016, p. 146.

⁴⁶⁶ On this issue, the standpoint expressed by W.F. DUISENBERG (*Economic and Monetary Union in Europe – the challenges ahead*, in *Speeches of symposium “New challenges for monetary policy”*, 27 August 1999, see the [ECB website](#)) results meaningful. Indeed, the former President of the ECB, in the very beginning of the Euro, affirmed «We are sometimes already hearing the argument that, given that price stability has been achieved, monetary policy should now be re-oriented away from its primary objective of price stability towards other goals. One of the challenges facing the Eurosystem is to maintain the support of the broad public constituency necessary to resist these calls, which [...] are misguided and ultimately counter-productive. [...] I am convinced that the best contribution monetary policy can make to sustainable growth and employment in the euro area is to maintain price stability in a credible and lasting manner, allowing the considerable benefits of price stability to be reaped over the medium term».

⁴⁶⁷ In this regard, it is relevant to underline that, until the 2008 crisis, there was a large consensus around the idea that, by achieving the price stability, the economic system would also move towards the financial stability (see, for example, A.J. SCHWARTZ, *Why financial stability depends on price stability*, in *Econ. Affairs*, n. 154, 1998, pp. 21-25). However, the “Great Recession” clearly showed the instability of this relation, posing relevant doubts about possible *thaumaturgical effects* related to a low inflation rate; in this sense, consider C. BLOT – J. CREEL – P. HUBERT – F. LABONDANCE – F. SARACENO, *Assessing the link between price and financial stability*, in *Journal of financial stability*, vol. 16, 2015, pp. 71-88.

Therefore, so far, the ECB has exploited the leeway allowed by the rules with the purpose of following the actions carried out by the other major Central Banks of the World, consequently abandoning the ideological model on which it was shaped at the time of the Maastricht Treaty. In light of this, it is logical to affirm that the OMTs and, even more, the TPI have to be considered as products of this “emancipation” of the ECB from a too narrow, and short-sighted, interpretation of the mandate. Nevertheless, this “empowerment”⁴⁶⁸, in the forthcoming scenario, could become fragile and the reason at the basis of this assertion is linked to the boundaries of the “grey areas” mentioned above. In fact, in the past years, the European Central Bank had the possibility to conduct a certain type of monetary policy for a main reason: the persistence of an extremely low inflation rate⁴⁶⁹. Indeed, in a scenario in which the risk posed by deflation was higher than the one related to inflation⁴⁷⁰, the ECB was allowed to sustain the overall economy of the Eurozone in the light of continued price stability. However, with the explosion of the war in Ukraine and the disruption of the global supply-chains, the Eurozone experiences, for the first time in more than two decades, a high level of inflation that forces the European Central Bank to tighten its monetary policy⁴⁷¹.

In view of this, considering the main objective that, according to the European Treaties, the ECB should pursue, we pose ourselves a question: will the European Central Bank be legitimated to activate the TPI, with the consequent enlargement of the monetary base, in a context marked by a relevant inflation rate? This interrogative raises (unfortunately, according to our view) several concerns and clarifies something that, so far, has been largely neglected: as we affirmed above, the “grey areas” have limits and, once we reach them, inevitably, the interpretation of the rules becomes quite restricted⁴⁷².

A reform of the Treaties, albeit difficult to achieve, remains the only possible way to definitely emancipate the ECB from outdated legal constraints⁴⁷³.

⁴⁶⁸ Even other scholars have used this expression in order to describe the policies implemented by the ECB during the past decade. Consider, for example, E.C. HELDT – T. MUELLER, *The (self-)empowerment of the European Central Bank during the sovereign debt crisis*, in *Journal of European integration*, vol. 43, n. 1, 2021, pp. 83-98 and the critical stance expressed on the topic by N. SCICLUNA, *Integration through the disintegration of law? The ECB and the EU constitutionalism in crisis*, in *Journal of European Public Policy*, vol. 25, n. 12, 2018, pp. 1874-1891.

⁴⁶⁹ From January 2012 to January 2020 the inflation rate of the Eurozone never exceeded 2,7%, while, instead, it fell in negative territory more than once. Refer to the [ECB website](#).

⁴⁷⁰ Consider, *ex plurimis*, P. DE GRAUWE, *The legacy of the Eurozone crisis and how to overcome it*, in *Journal of Empirical Finance*, vol. 39, 2016, pp. 147-155.

⁴⁷¹ In October 2022, the Eurozone inflation rate reached 10,6%, while, in January 2023, it was at 8,6%. In light of this, since July 2022, the ECB has undertaken a path of interest rate hikes aimed at readdressing the price level towards the medium term target and, with the same objective, it has decided to start a (moderate) quantitative tightening, by reducing its securities portfolio of 15 billion euro per month on average between March and July 2023. See the [ECB website](#) and G. CLAEYS, *Finding the right balance (sheet): quantitative tightening in the Euro Area*, in *European Parliament Monetary Dialogue Papers*, 2023.

⁴⁷² In this sense, the standpoint expressed by W.F. DUISENBERG (*Economic*, cit.) is quite stark: «In situations where monetary policy might face a short-term trade-off between adverse developments in real activity and deviations from price stability, the over-riding priority accorded to countering the latter must be made absolutely clear. Any ambiguity on this point will simply endanger the credibility, and therefore the effectiveness, of the monetary policy response».

⁴⁷³ In this sense, allow us to refer to M. BURSI, *Il rischio*, cit. and M. BURSI, *La reazione europea alla sentenza sul PSPP del Bundesverfassungsgericht: il doveroso avvio di una procedura d'infrazione*, in *Federalismi.it*, n. 23, 2021, pp. 43-46.

Towards the unavoidable reform of the Stability and Growth Pact

SUMMARY: 1. Introduction. 2- The main shortcomings of the current SGP. 3- Features of the reform proposal designed by the European Commission. – 4. The main issues raised by this draft. – 4.1 The legal profile. – 4.2 The political profile. – 4.3. The economic profile. – 5. Conclusion: another evidence that haste is not a wise advisor.

1. Introduction

The Stability and Growth Pact (SGP)⁴⁷⁴ represents one of the main pillars of the Eurozone, a complex system of rules aimed at harmonising the economic policies of several sovereign States that share a common currency within a peculiar supranational institution. This set of norms has been designed throughout the past thirty years and it can be considered as a mutable framework which is defined by the evolution of the European project and by the challenges that the EU has to face. In this regard, in the aftermath of the Great Recession, the SGP has been reshaped with the purpose of tightening the economic leeway at disposal of the Member Countries, in order to avoid further debt crisis that could jeopardize the stability of the Eurozone and that could, consequently, force some States to act in favour of others⁴⁷⁵. On 9 November 2022⁴⁷⁶, after an unprecedented pandemic and the longest period of suspension of the Pact⁴⁷⁷, the European Commission has advanced a new reform proposal of the SGP that, in the intentions of the proponents, would be better suited to a changing context that poses various and relevant issues.

The aim of this article is to analyse the draft outlined by Brussels and to assess its possible implications under a cross-sectional approach. In this sense, first of all, we will report the main flaws that are attributed to the current SGP (I), then, we will examine the technical features of the proposal (II), we will analyse the legal, political and economic profiles related to this blueprint (III) and, finally, we will present some evaluations about the past that, according to our standpoint, should be considered for any future modifications of the EU law (IV).

2. The main shortcomings of the current SGP

⁴⁷⁴ Regarding the “evolution” of the Stability and Growth Pact, consider the [European Commission website](#) and, *ex plurimis*, R. BIN – P. CARETTI – G. PITRUZZELLA, *Profili costituzionali dell’Unione Europea. Processo costituente e governance economica*, Bologna, 2015; S. CASSESE (edited by), *La nuova costituzione economica*, Bari, 2021.

⁴⁷⁵ On the reform of the economic governance framework that took place during the sovereign debt crisis, see C. DEGRYSE, *The new European economic governance*, in *ETUI Working Papers*, 30 November 2012; F. DONATI, *Crisi dell’euro, governance economica e democrazia nell’Unione Europea*, in *Rivista AIC*, n. 2, 2013 and B. LAFFAN – P. SCHLOSSER, *Public finances in Europe: fortifying EU economic governance in the shadow of the crisis*, in *Journal of European Integration*, vol. 38, 2016, p. 237 ss.

⁴⁷⁶ Refer to the [European Commission website](#).

⁴⁷⁷ Indeed, in light of the economic consequences of the pandemic, the European institutions, at the beginning of 2020, activated the general escape clause of the Stability and Growth Pact. According to what stated by the Commission, the SGP should be operational again in 2024. Consider the [European Council website](#) and V. MALINGRE, *EU Commission suspends fiscal rules until end of 2023*, in *Le Monde*, 24 May 2022.

Since the end of the sovereign debt crisis, a reform of the Stability and Growth Pact has been perceived as a necessity by a large number of scholars⁴⁷⁸, in light of the detection of relevant shortcomings that could damage the economic policies carried out by the Eurozone's States. In this regard, the major problematic issues attributed to the current SGP are related to:

- I) an excessive complexity of the framework that undermines the transparency and the effectiveness of the Pact;
- II) a tendency to amplify the impact of the economic trends, with the consequent risk to adopt procyclical measures;
- III) the setting of rigid objectives that do not differ among heterogeneous Countries;
- IV) a “scarce” attention given to public investments and to their capability to foster a sustainable growth.

Considering the first problematic attributed to the current SGP (I), it results difficult to deny the idea that the Stability and Growth Pact, as it is conceived today, appears too complex, subsequently raising doubts about the interpretation of some norms. Indeed, since the signing of the Maastricht Treaty, the legal framework has become considerably heavier, by passing from few clear parameters⁴⁷⁹ to a wide array of conditions that contemplate various exceptions. At the same time, the legal acts at the basis of the Pact have multiplied, involving not only EU tools but also supranational Treaties whose hierarchical relationship with European law is uncertain⁴⁸⁰. In this regard, some scholars⁴⁸¹ argue that this complexity damages the transparency of the system, causing, as a result, a deterioration in the legitimacy of the economic governance framework as perceived by citizens; likewise, the current configuration would pose inconsistencies between some norms, creating, therefore, loopholes that deviate from the actual European targets.

The second problematic element related to the current SGP (II) regards the possible procyclicality linked

⁴⁷⁸ See, *ex plurimis*, R. PEREZ, *La crisi del debito pubblico*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, n. 3, 2016, pp. 669 ss.; G. CLAYES – Z. DARVAS – A. LEANDRO, *A proposal to revive the European fiscal framework*, in *Bruegel Policy Contribution*, n. 7, 2016; G. AMATO – F. BASSANINI – M. MESSORI – G.L. TOSATO, *The new European fiscal framework: how to harmonise rules and discretion*, in *Astrid Papers*, n. 81, 2021 and L. D'AMICO – F. GIAVAZZI – V. GUERRIERI – G. LORENZONI – C.H. WEIMULLER, *Riformare il sistema fiscale europeo: le regole*, in *LaVoce.info*, 14 January 2022.

⁴⁷⁹ We refer to the two criteria established with the Maastricht Treaty: debt to GDP ratio (60%) and deficit to GDP ratio (3%).

⁴⁸⁰ Consider, for example, the Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (TSCG or Fiscal Compact): an international Agreement that sets stringent conditions (that the States “were pushed”, by article 3.2, to incorporate in their Constitutions) but, according to article 2.2 of its own text, «shall apply insofar as it is compatible with the Treaties on which the European Union is founded and with European Union law». On this topic, see A. KOCHAROV (edited by), *A new legal monster?: an EUI debate on the fiscal compact treaty*, in *EUI Working Papers*, n. 9, 2012 and the critical remarks expressed by Giuseppe Guarino (M.V. LO PRETE, “*Il Fiscal compact è nullo, il governo lo certifichi*”. *Parla Guarino*, in *Il Foglio*, 11 December 2012).

⁴⁸¹ See C. COTTARELLI, *How could the Stability and Growth Pact be simplified?*, in *Economic Governance Support Unite Papers – European Parliament*, April 2018; T. WIESER, *Fiscal rules and the role of the Commission*, in *VoxEu.org*, 21 May 2018; L. EYRAUD – R. GOMEZ, *Constraints on subnational fiscal policy*, in C. COTTARELLI – M. GUERGUIL (edited by), *Designing a European fiscal union: lessons from the experience of fiscal federations*, London, 2014 and L.R. PENCH – S. DEROOSE – G. MOURRE – N. CARNOT, *EU fiscal rules: root causes of its complexity*, in *VoxEu.org*, 14 September 2018.

to some of its features. In this sense, we need to distinguish between two different declensions of this potential risk. In fact, on one side, in the past years, several scholars⁴⁸² have strongly criticized the “austerity” policies that some Countries (the most indebted) were induced to implement, by the European institutions and by certain Governments of the Eurozone, during the sovereign debt crisis. In this regard, a relevant part of the doctrine claims that the interpretation of the Stability and Growth Pact given at the time, addressed towards a quick convergence to the Medium-Term Objective (MTO), fostered the rollout of procyclical measures that hit an already damaged economy, without being able, at the same time, to reduce the debt to GDP ratios. This “allegation” results, according to our stance, shareable, but, as some other scholars⁴⁸³ stated, the austerity policies were the result of a political interpretation of the SGP rather than an outcome of the very nature of the Pact: in fact, with the economic crisis due to the pandemic and the activation of the, so-called, escape clauses of the SGP, the Member States had the chance to carry out expansionary actions, showing that the current Stability and Growth Pact already allows forms of flexibility that could avoid procyclical effects. Nevertheless, on the other side, there are “accusations” of procyclicality which are related to a specific technical feature of the current SGP: the estimation of the Output Gap. In fact, the European Commission, in the assessments that carries out about the fiscal policies implemented by the Member States, considers, as one of the main parameters, the Potential GDP, a value that should ponder the situation of a Country excluding the temporary effects of the economic cycle; in this regard, therefore, Brussels obtains the just mentioned Output Gap, which is the difference between actual and potential GDP. Over the past few years, a part of academia⁴⁸⁴ have claimed that the methodology used in order to undertake this evaluation has often provoked an overestimation of the contingent economic dynamics, causing the creation of detrimental procyclical spirals. In this sense, the Output Gap has been widely seen as an unreliable parameter that has frequently hampered the conduction of sound and effective fiscal policies.

The third issue (III) which has been largely discussed in the doctrine concerns the existence of some rigid

⁴⁸² *Ex plurimis*, see P. KRUGMAN, *Europe's austerity madness*, in *The New York Times*, 27 September 2012; J.E. STIGLITZ, *Europe's austerity zombies*, in *Project Syndicate*, 26 September 2014 and J.E. STIGLITZ – J.P. FITOUSSI – P. BOFINGER – G. ESPING-ANDERSEN – J.K. GALBRAITH – I. GRABEL, *A Call for Policy Change in Europe*, in *Challenge*, vol. 57, n. 4, 2014, p. 5 ss.

⁴⁸³ This stance, for example, is sustained by the Commissioner Valdis Dombrovskis (F. BASSO, *Dombrovskis: «Il Patto di Stabilità ha funzionato, i Trattati UE non si cambiano. Serve un aggiornamento realistico»*, in *Il Corriere della Sera*, 20 October 2021) and by L. BINI SMAGHI, *The reform of the Stability and Growth Pact: Is it really necessary?*, in *Luis Policy Brief*, n. 9, 2022, pp. 2-3.

⁴⁸⁴ Refer to S. HAUPTMEIER – N. LEINER-KILLINGER, *Reflections on the Stability and Growth Pact's preventive Arm in Light of the Covid-19 Crisis*, in *Intereconomics*, n. 5, 2020, p. 296 ss.; C. COTTARELLI, *Potential growth rates and the working of SGP fiscal rules*, in *VoxEu.org*, 2 March 2015 and C. KAMPS – R. DE STEFANI – N. LEINER-KILLINGER – R. RUFFER – D. SONDERMANN, *The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – synergies under the strengthened EU governance framework*, in *ECB Occasional Paper*, n. 157, 2014. However, we have to report that other scholars have underplayed the “alleged” negative effects attributed to the estimation of the Output Gap conducted by the European Commission; in this sense, see V. VANDERMEULEN – W. ROEGER – K. MC MORROW – A. HRISTOV – N. CARNOT – M. BUTI, *Potential output and EU fiscal surveillance*, in *VoxEu.org*, 23 September 2019.

objectives that do not vary among Countries with stark economic differences⁴⁸⁵. In this regard, the critical remarks that have been raised are mainly related to the parameters set with the Maastricht Treaty and to the existence of rules that should ensure a convergence towards these targets⁴⁸⁶. Some scholars⁴⁸⁷ have underlined that these objectives, considering in particular certain Member States, result unrealistic and, moreover, appear too much stringent in a global context which is characterized by an overall level of indebtedness which is much higher than in 1992. In this regard, in the past years, numerous proposals emerged aimed at changing these parameters⁴⁸⁸, or, at modifying (and differentiating) the time required to converge on them⁴⁸⁹, or, finally, aimed at switching from rules to standards⁴⁹⁰.

The fourth and last element (IV) that represents a “flaw” of the current configuration of the SGP is linked to the public investments and to the scarce attention given to this fundamental issue in the past decade. Indeed, it is undeniable that, concomitantly with the sovereign debt crisis, with the purpose of lowering the deficit and the debt to GDP ratio, the most indebted Member States sharply reduced their public investments, generating relevant side effects that aggravated the overall economic condition of the Countries *de quibus*⁴⁹¹. In 2015, the European institutions, in order to fix this problem, created a form of Golden Rule (GR)⁴⁹² that allowed the Governments to decouple an amount of public investments from the calculation of the debt to GDP ratio and from the estimation of the deficit to GDP ratio; however, the scope of this GR resulted too much narrow and not capable of making a significant impact on the general level of public investments⁴⁹³. Today, with relevant challenges ahead (like the Climate Change),

⁴⁸⁵ See, *ex plurimis*, O. BLANCHARD – A. LEANDRO – J. ZETTELMEYER, *Redesigning the EU Fiscal Rules: from Rules to Standards*, in *PIIE Working Paper*, October 2020 or M. BORDIGNON, *Regole europee: la soluzione 100 per cento non basta*, in *LaVoce.info*, 4 November 2021.

⁴⁸⁶ Take into account, for example, the 1/20th annual reduction of the debt to GDP ratio which is envisaged by the Fiscal Compact and by EU Regulation n. 1177/2011.

⁴⁸⁷ In this sense, consider the evaluations articulated by some researchers of the European Stability Mechanism (O. FRANCOVÁ – E. HITAJ – J. GOOSSEN – R. KRAEMER – A. LENARCIC – G. PALAIODIMOS, *EU fiscal rules: reform considerations*, in *ESM Discussion Paper Series*, n. 17, 2021) and the one expressed by O. BLANCHARD – A. LEANDRO – J. ZETTELMEYER, *Redesigning*, cit.

⁴⁸⁸ In this regard, the researchers of the ESM (O. FRANCOVÁ – E. HITAJ – J. GOOSSEN – R. KRAEMER – A. LENARCIC – G. PALAIODIMOS, *EU fiscal*, cit.) suggested to elevate the debt to GDP ratio from 60% to 100%. According to the stance of these Authors, following what is foreseen by article 126.14 TFEU, this shift would not require a revision of the Treaties but “simply” a unanimous vote of the Council within a special legislative procedure (in light of the fact that this numeric parameter is specified in the Protocol on the excessive deficit procedure annexed to the Treaty).

⁴⁸⁹ This is part of the proposal advanced by the European Fiscal Board (N. THYGESEN – R. BEETSMA – M. BORDIGNON – X. DEBRUN – M. SZCZUREK, *Annual Report 2020*, pp. 85-96). According to the standpoint of the EFB, this shift would not need any reform of the Treaties, considering, hence, the Fiscal Compact as an Agreement which is subordinated to the EU secondary legislation.

⁴⁹⁰ Consider O. BLANCHARD – A. LEANDRO – J. ZETTELMEYER, *Redesigning*, cit. The Authors recognize that this far-reaching change would require a revision of the EU Treaties.

⁴⁹¹ On this topic, *ex plurimis*, consider P. MOHL – M. BUTI, *Lacklustre investment in the Eurozone: Is there a puzzle?*, in *VoxEu.org*, 2 June 2014 and the speech pronounced by Fabio Panetta, member of the Executive Board of the European Central Bank, at the Istituto per gli Studi di Politica Internazionale (see the [ECB website](#)).

⁴⁹² This Golden Rule has been created on the basis of a Council decision and it has been defined by the European Commission. This GR finds its legal roots in a wide interpretation of article 5.1 of EU Regulation n. 1466/77: indeed, in this sense, the public investments are compared to «major structural reforms».

⁴⁹³ In this regard, refer to Z. DARVAS – J. ANDERSON, *New life for an old framework: redesigning the European Union’s expenditure and golden fiscal rules*, in *Economic Governance Support Unite Papers – European Parliament*, October 2020, pp. 29-30.

the need to booster this type of expenditure is perceived as increasingly pressing and a part of the doctrine⁴⁹⁴ continues to stress the necessity to redesign the PSC in a more investments-friendly manner: in this regard, proposals to create new common European debt⁴⁹⁵ (on the model of Next Generation EU)⁴⁹⁶ or to broaden the GR, with a specific focus on a Green Golden Rule (GGR), have multiplied, with the aim of reducing the CO2 emissions and achieving the energy independence.

3. Features of the reform proposal designed by the European Commission

The European Commission, with its proposal of 9 November, stated its will to define a simpler and more transparent framework that would «strengthen debt sustainability and enhance sustainable and inclusive growth through investment and reforms».

First of all, Brussels clarified its intention to create different “economic tracks” for Member States that show unlike fiscal situations; in this regard, the European Countries would be divided in three macro-groups:

- 1) States with a substantial public debt challenge;
- 2) States with a moderate public debt challenge;
- 3) States with a low public debt challenge.

The 1/20th rule, considered by the European Commission a condition «too demanding, pro-cyclical and frontloaded»⁴⁹⁷, would be abandoned while, instead, the parameters set with the Maastricht Treaty would be maintained. Likewise, the Berlaymont institution affirmed its decision to consider, as main parameter for assessing the actions implemented by the Countries, the net primary expenditure⁴⁹⁸, abandoning, therefore, the reference to the controversial Output Gap.

This renewed SGP would basically work as follows:

- A) the Member States with substantial (1) and moderate public debt challenge (2) would agree with the European Commission about the definition of a path of four years; this agreement should guarantee a credible decrease of the debt to GDP ratio, ensuring, at the same time, a deficit/GDP below the 3%.

In this regard, in the first phase, it is up to Brussels to present a “reference fiscal adjustment

⁴⁹⁴ Consider Z. DARVAS – G. WOLFF, *A green fiscal pact: climate investment in times of budget consolidation*, in *Bruegel Policy Contribution*, n. 18, 2021 and A. TRUGER, *Reforming EU Fiscal Rules: More Leeway, Investment Orientation and Democratic Coordination*, in *Intereconomics*, vol. 55, 2020, p. 277 ss.

⁴⁹⁵ Consider, for example, L. GARICANO, *Combining environmental and fiscal sustainability: A new climate facility, an expenditure rule, and an independent fiscal agency*, in *VoxEu.org*, 14 January 2022 and E. CORNAGO – J. SPRINGFORD, *Why the EU's recovery fund should be made permanent*, in *Centre for European Reform papers*, 11 November 2021.

⁴⁹⁶ About Next Generation EU, see the [European Commission website](#).

⁴⁹⁷ [European Commission website](#).

⁴⁹⁸ The net public expenditure does not include the interest rates paid on the debt and the cyclical unemployment expenditures; in this sense, following the words of the European Commission, it could be considered an element «which is in a government's control».

path”, based on its debt sustainability analysis, which covers a period of four years; then, the European Countries would submit their “medium-term fiscal-structural plans”, outlining priority reforms and public investment commitments. If a State proposes to the Commission a path featured by relevant reforms and public investment commitments, in line with the priority goals of the EU⁴⁹⁹, that could strengthen the debt sustainability, the plan could be expanded by three more years (reaching seven years in total). For Countries with low public debt challenge (3), instead, «the deficit should be maintained below that reference value at unchanged policies over a 10-year period at most 3 years after the horizon of the plan⁵⁰⁰»;

- B) the evaluation of the plan would be conducted by the European Commission and it would rely on the Commission’s debt sustainability analysis. Once the assessment results positive, the Council would have to confirm the review carried out by the Berlaymont institution or to recommend to the Member State to resubmit the plan;
- C) the excessive deficit procedure (EDP) would be maintained. The, so-called, deficit-based EDP would remain unchanged while the, so-called, debt-based EDP would be reinforced; the amount of the sanctions would be reduced in order to activate them more easily. In the event that a Member State with a substantial public debt challenge (1) breaches the plan agreed with the Commission, then, an excessive debt procedure would be activated by default, diversely, in the case of departure from the concerted path for a Country with a moderate public debt challenge (2), the procedure would be opened if this situation generates “gross errors”. Besides, if the Member State does not undergo corrections aimed at readdressing the excessive deficit, the EU institutions could suspend the disbursement of the European funds and «stronger reputational sanctions» may be triggered. Regarding the Macroeconomic Imbalance Procedure (MIP), an “enhanced dialogue” between Brussels and the Member States would be pivotal and the Alert Mechanism Report (AMR) and the In-Depth Reviews (IDRs) would be rendered “more forward looking”.

According to this blueprint, there would also be a change in the annual monitoring carried out by the European Commission. In fact, the Member States would send to Brussels annual implementation reports instead of the current Stability and Convergence plans; moreover, the European Commission would set aside its annual recommendations, focusing the attention on the compliance with the path agreed. The Berlaymont institution foresees to maintain escape clauses that could allow the EU Countries to cope properly with exceptional circumstances and severe economic downturns; at the same time, it is

⁴⁹⁹ «Address common EU priorities, including the National Energy and Climate Plans (aligned with the targets of the EU Climate Law), the National Digital Decade Roadmaps, and the implementation of the European Pillar of Social Rights», see the [European Commission website](#).

⁵⁰⁰ Refer to the [European Commission Communication](#), p.12.

relevant to underline that, in the intentions of the European Commission, once these multi-annual national plans will be approved, they could not be modified unless in case of “objective circumstances” that make the fiscal adjustment path unrealizable. Furthermore, this draft underscores the Commission’s will to strengthen the role of national Independent Fiscal Institutions and to reconsider the role of the European Fiscal Board; finally, it takes into account the post-programme surveillance framework, proposing, without changes to the current legislative text, to set «clearer objectives, with the intensity of the framework linked to these objectives»⁵⁰¹.

4. The main issues raised by this draft

This proposal, according to our stance, represents a step ahead for the EU: indeed, the European Commission, with this draft, follows some of the suggestions that were advanced by the doctrine in the past years, trying to fix certain major problems that emerged after the sovereign debt crisis. In particular, the decision to design different fiscal paths for various Countries, even if it does not embrace the passage from rules to standards, appears like a wise choice that could contribute to create a more realistic, transparent and investment-friendly framework. Moreover, this “flexibilization” of the parameters would better suit to the criteria set by the ECB in order to activate the Transmission Protection Instrument, something which could represent a fundamental support for the most indebted Countries of the Eurozone⁵⁰². Likewise, the decision to take into account as main parameter the net primary expenditure could be useful with the purpose of assessing the actual fiscal policies implemented by the Governments, without penalising States with a heavy public debt accumulated decades ago.

Nevertheless, this blueprint includes some provisions that should be carefully assessed by the national Governments before giving the green light to the European Commission, in view of the impact that they may have on the legal, political and economic domains.

4.1. The legal profile

Brussels affirmed that, because of the features of the proposal, there would be no need for a reform of the European Treaties⁵⁰³. This is a key element of any hypothesis of revision related to the economic governance framework of the European Union and, due to the relevance of this issue, it is mandatory to examine this evaluation in depth. Firstly, we can affirm that this draft result compliant with the TFEU: indeed, the parameters envisaged by the Treaty *de quo* (debt to GDP ratio and deficit to GDP ratio)

⁵⁰¹ See the [European Commission website](#).

⁵⁰² Indeed, one of the conditions at the basis of a possible activation of the TPI is represented by the necessity for the Member State *de quo* to be compliant with the European fiscal framework. Regarding the Transmission Protection Instrument, consider the [ECB website](#).

⁵⁰³ «In the Commission's view, a thorough reform of the EU economic governance framework will require legislative changes, but changes to the Treaty will not be necessary»; refer to the [European Commission website](#).

remain unaltered and there is no provision that could open the way to any form of mutualisation of liabilities, something that could ignite a debate over the interpretation of article 125 TFEU. However, some doubts could emerge by considering the TSCG. In fact, this International Agreement, which is formally outside of EU law, explicitly requires the respect of the 1/20th annual public debt reduction rule and the compliance with a stringent budgetary position⁵⁰⁴, two norms that would be overcome by the European Commission's proposal. In this sense, it is unavoidable to pose a reflection about the nature, and the effectiveness, of the Fiscal Compact. In fact, Brussels, outlining this draft, seems to subordinate this International Agreement not only to the European Treaties but also to the overall EU law⁵⁰⁵. This interpretation could find its basis in article 2.2 of the TSCG, which affirms that this Treaty «shall apply insofar as it is compatible with the Treaties on which the European Union is founded and with European Union law». At the same time, we could not rule out that the European Commission, claiming that there is no necessity to amend the Treaties, takes into account the possibility to exploit the article 16 TSCG⁵⁰⁶ in order to incorporate this international Agreement within the EU law and changing on this occasion the logic of some provisions. Likewise, some scholars⁵⁰⁷ have assumed that the European Commission could suggest to the Member States to suspend the Fiscal Compact following what is foreseen by article 57 of the Vienna Convention on the Law of Treaties; a hypothesis that is unlikely to be pursued but which, theoretically, results viable.

Anyway, according to our stance, on the basis of article 2.2 TSCG, a change in the EU law would be sufficient in order to get over the provisions envisaged by the Fiscal Compact⁵⁰⁸, with the consequent acknowledgement of the “feeble” nature of this unusual international Agreement.

4.2. The political profile

This blueprint also arises some relevant issues related to the political sphere. Indeed, as written above, if this reform proposal becomes operational, the Member States will agree multi-annual plans with the European Commission that could vary between four and seven years; these paths, according to the words of the Berlaymont institution, once they will be approved, could not be modified unless in case of

⁵⁰⁴ According to article 3.1 TSCG, the budgetary position of the general Government should be «balanced or in surplus»; moreover, the structural deficit should have a lower limit of «0,5% of the gross domestic product at market prices».

⁵⁰⁵ On this point, *ex plurimis*, consider R. BARATTA, *Legal issues of the 'Fiscal Compact'- Searching for a Mature Democratic Governance of the Euro*, in 2012 EUDO Dissemination Conference: *The Euro Crisis and the State of European Democracy*, 22-23 November 2012.

⁵⁰⁶ This provision specifies that TSCG should have been incorporated in EU law within «five years, at most, of the date of entry into force of this Treaty».

⁵⁰⁷ «This might be remedied, depending on the precise issue, by a joint interpretative declaration, or by the TSCG signatories mutually agreeing to a (temporary) suspension of the operation of certain provisions of the TSCG pursuant to Article 57 of the 1969 Vienna Convention on the Law of Treaties»; see O. FRANCOVÁ – E. HITAJ – J. GOOSSEN – R. KRAEMER – A. LENARCIC – G. PALAIODIMOS, *EU fiscal*, cit., pp. 22-23.

⁵⁰⁸ This is also the view expressed by G.L. TOSATO, *Comments on the revision procedures for EU fiscal rules*, in *Astrid Rassegna*, n. 1, 2022, pp. 4-6.

“objective circumstances” that make the fiscal adjustment path unrealizable⁵⁰⁹. This norm, therefore, could potentially force a Government to respect an understanding signed by the previous one, limiting, consequently, the leeway available for the political parties which seize the power. This shift, it is reasonable to claim, would in particular affect the States which are led by “unstable” Governments that change frequently their political orientation; likewise, the most indebted Countries would probably result the most constrained by the multi-annual paths agreed with the European institution, due to the fact that their fiscal policies are the ones most carefully monitored by Brussels.

This potential scenario is strictly linked to the peculiar nature of the European Union and it appears well described by the “economic governance trilemma” recently theorized by some scholars⁵¹⁰: the SGP has to balance three different elements (national ownership [I], the need for a rapid debt reduction [II] and the necessity to sustain investments and reforms [III]) that could hardly be held together. In this regard, the European Commission, with the proposal *de qua*, seems to accept a slower debt reduction pace [II], but, in order not to excessively sacrifice the decrease of the debt burden, it requires a limitation of the national ownership [I] which is represented by a rigid multi-annual commitment made by the Member States.

In light of this, if this draft is accepted by the European Countries, different “political outcomes” could emerge from this relevant shift: indeed, on one side, the political parties could be pushed towards a more collaborative behaviour that would make, to a certain extent, shared the decision to agree a certain fiscal path with the European Commission, while, on the other, with a stark political polarization that hampers any dialogue between Government and opposition, there is the possibility to witness to new tensions between upcoming Governments and European institutions with the consequent risk to spark new “waves” of Euro-scepticism⁵¹¹.

Actually, right now, with Next Generation EU, we are already experimenting a scenario which is quite close to the one foreseen by the blueprint of Brussels. In fact, the national Recovery Plans impose to the Member States certain commitments that must be carried out throughout a multi-annual framework that could surpass the normal electoral cycle⁵¹². At the moment, we are still in an early stage of Next Generation EU, therefore, it results impossible to draw definitive conclusion about the political impact of this “project”, nevertheless, considering the Italian case⁵¹³, we can affirm that, so far, the collaborative

⁵⁰⁹ The European Commission foresees the possibility to extend the path beyond the four years in order to match the national legislature, but it does not envisage the hypothesis to shorten it for the same purpose. See the [European Commission website](#).

⁵¹⁰ Cfr. J.W. FRIIS – R. TORRE – M. BUTI, *How to make the EU fiscal framework fit for the challenges of this decade*, in *VoxEu.org*, 10 November 2022.

⁵¹¹ Regarding Euroscepticism, refer to B. LERUTH – N. STARTIN – S. USHERWOOD (edited by), *The Routledge handbook of Euroscepticism*, London, 2017.

⁵¹² Indeed, the Member States, in order to get the resources envisaged by Next Generation EU, have to implement a wide array of reforms (negotiated with the European Commission) during the period 2021-2027.

⁵¹³ Italy is the principal recipient (in absolute numbers) of the resources of Next Generation EU and, as we know, in September 2022, after general elections, it changed the composition of its Government in a moment in which some relevant reforms agreed with the European Commission had yet to be reached.

dynamic seems to prevail over the “aggressive” one, with the new Government of Rome which remains, on many issues, aligned with the obligations assumed by the previous Cabinet. Moreover, it is relevant to underline the fact that, on certain issues, Meloni’s Government, after a dialogue with the European Commission, decided to renounce to some provisions that could be in contrast with the obligations assumed by Draghi’s Administration in order to receive the resources of Next Generation EU⁵¹⁴.

4.3. The economic profile

The third element, and probably the most relevant that should be thoroughly pondered by the European Governments, regards the economic profile of this draft. In fact, according to our standpoint, the effectiveness of this proposal will be mainly assessed on the basis of two issues: its capacity to promote a consolidation of public debts without causing a sharp reduction of the investments (as we have seen, instead, during the sovereign debt crisis) and its capability to facilitate an effective management of the paramount challenges that we have ahead (like the Climate Change or the achievement of the energy independence). Having in mind especially this latter matter, a relevant number of scholars⁵¹⁵ considers unavoidable, in order to handle these problems, an important widening of investments (both public and private) aimed at redesigning the overall economic system; this empowerment, in view of being obtained in the appropriate timeframe, should be put place by all the European Countries, independently of their debt situation. In light of this, as we affirmed above, part of the doctrine has fostered the introduction of a Golden Rule or the creation of new European facilities, based on the model of Next Generation EU, that could provide to the Member States the resources needed in order to face the relevant challenges ahead.

The European Commission, with this blueprint, tries to create a more fertile environment for this type of expenditures but, exposing its proposal, it ruled out (at least, for the moment) the possibility to design a structural and ample Golden Rule⁵¹⁶ and it did not consider new emissions of common European liabilities. This decision, it is reasonable to claim, is due to the political division that could emerge within the EU about the potential side effects of the measures *de quibus*⁵¹⁷ and it is linked to the, probable, debate

⁵¹⁴ In this regard, consider the debate that arose about cash payments. See A. KAZMIN, *Giorgia Meloni scraps plan to allow businesses to refuse digital payments*, in *Financial Times*, 19 December 2022.

⁵¹⁵ *Ex plurimis*, refer to C. BACCIANTI – C. ODENDHAL, *How to make EU fiscal rules compatible with net zero*, in *Centre for European Reform papers*, 9 May 2022 and G.B. WOLFF – S. TAGLIAPIETRA – K. LENAERTS, *How much investment do we need to reach net zero?*, in *Bruegel.org*, 25 August 2021.

⁵¹⁶ «The orientations do not propose a ‘golden rule’ to exclude investment from EU fiscal rules. This issue was discussed extensively as part of the public debate on the economic governance review and no consensus emerged»; see the [European Commission website](#).

⁵¹⁷ Considering the introduction of a Green Golden Rule, one of the most important risks related to this hypothesis is represented by the, so-called, “Green Washing”. Indeed, excluding some expenditures from the calculation of deficit to GDP ratio and debt to GDP ratio, the Member States could be induced to classify as “green” a wide array of investments that, actually, could not be associated to the fight to Climate Change or to the achievement of energy independence. On this topic, consider Z. DARVAS, *Legal options for a green golden rule in the European Union’s fiscal framework*, in *Bruegel Policy Contribution*, n. 13, 2022, pp. 3-4. Regarding the creation of new forms of joint EU liabilities, instead, the main worries are related to the risk of fostering the moral hazard, provoking, consequently, a deterioration of the European budgets. The moral hazard is a long-

that could surface regarding the necessity (or not) to amend the European Treaties in order to incorporate these provisions in the economic governance framework⁵¹⁸.

In our view, hence, if this draft becomes operational, it will be fundamental to assess continuously the capability of all Member States to achieve the ambitious targets set by the European Union, without accumulating dangerous delays that could cause relevant negative effects. In this regard, in case the results do not match the objectives, the EU should act swiftly, by accepting the idea that, in front of some challenges, a reform of the Treaties should not be considered a tabu. In light of this, the outcomes of Next Generation EU could provide some important hints that would be useful in order to design an effective response capable of combining a boost of investments with a consolidation of the public debts.

5. Conclusion: another evidence that haste is not a wise advisor

The European Commission foresees to discuss its proposal with the EU Governments in the upcoming months, in order to re-activate the Stability and Growth Pact in 2024 under a renewed framework⁵¹⁹. So far, except certain cases⁵²⁰, the European capitals have remained quite cautious, without expressing a clear stance regarding the validity (or not) of the draft *de quo*. In our view, Brussels's blueprint has good chance to become operational: indeed, on one side, this reform would deliver a greater leeway to the Member States (something the most indebted Countries really need), but, on the other, ensures stricter mechanisms of control that would prevent relevant drifts from the fiscal adjustment paths (an aspect perceived as relevant by the, so-called, most virtuous States of the European Union).

Anyway, independently from the success of this proposal, it is reasonable to claim that this draft exposes

standing issue of the European Union, in this sense, see P. DE GRAUWE, *The Eurozone as a morality play*, in *Intereconomics*, vol. 46, 2011, pp. 230-231 and V. WIELAND – C. SCHMIDT – I. SCHNABEL – L. FELD, *Divergence of liability and control as the source of over-indebtedness and moral hazard in the European monetary union*, in *VoxEu.org*, 7 September 2015.

⁵¹⁸ Regarding the creation of a “wide” Golden Rule, and its feasibility with the current Treaties, refer to G.L. TOSATO, *Comments*, cit., pp. 8-10 and Z. DARVAS, *Legal*, cit., pp. 8-11. Considering the establishment of new European liabilities aimed at financing the Member States, it is useful to report some remarks expressed by the *Bundesverfassungsgerichts* in its ruling about the formation of Next Generation EU (6 December 2022 - 2 BvR 547/21). Indeed, the German Federal Court, giving the green light to this European facility, set some conditions in order to not detect a violation of the EU Treaties and *Grundgesetz*: in particular, the BVerfG stated that Next Generation EU results based on article 122 TFEU, and not manifestly at odds with article 125 TFEU, provided that it «remains strictly limited to the historically exceptional case» represented by the pandemic (§186). Therefore, it is logical to claim that an eventual establishment of new forms of common European securities, even if addressed towards the fight against Climate Change, could be questioned by Karlsruhe. On the ruling of BVerfG, refer to J. PACKROFF, *German constitutional court: EU debt lawful as a crisis response*, in *Euractiv.com*, 6 December 2022 and J. TREECK, *German court says yes to recovery fund – but maybe not much else*, in *Politico.eu*, 6 December 2022.

⁵¹⁹ «Reaching an agreement on the future of the economic governance framework is a pressing priority [...] Member States and the Commission should reach a consensus on the reform of the economic governance framework ahead of Member States' budgetary processes for 2024»; see the [European Commission website](#).

⁵²⁰ The German minister of finance, Christian Lindner, expressed some concerns over the «great scope of discretion» that this proposal would provide to the European Commission, affirming that, in his view, «a single monetary union also needs single fiscal rules». The Dutch minister of finance, instead, saw in this draft «multiple positive elements». Refer to J. PACKROFF, *German finance minister sceptical of new EU debt rules*, in *Euractiv.com*, 10 November 2022. Regarding the stance expressed by Lindner, it is relevant to underline that the German minister is also the leader of the liberal party FDP (which is one of the three parties, with the Green Party and SPD, that compose the majority coalition of Berlin) and, considering the different orientations about the European Union within the Government of Berlin, it is not obvious that his words would be endorsed by the other members of the Cabinet.

quite clearly the will of the EU institutions, backed by many Member States, to overcome the economic governance framework designed in the past decades and, in particular, to dismiss some norms that have been approved during the sovereign debt crisis. In fact, certain provisions introduced in the aftermath of the Great Recession, despite their recent genesis, are the most interested by this potential change, signalling a stark difference between the ideological model that shaped the actions carried out ten years ago and the ones implemented nowadays. This is a new proof of the unreadiness of the EU in front of the crisis experienced between 2008 and 2012: a shock that forced the euro-unitarian institutions to adopt measures in haste, with the resulting risk of taking decisions short-sighted and, consequently, counter-productive. The most prominent example of this “paradigm shift” is represented by the, already mentioned, Fiscal Compact. Indeed, some provisions of TSCG, according to its article 3.2⁵²¹, should have had «permanent character» but today, after only a decade since their adoption, they are already near to be left; an abandonment that signals a clear change of course and which results rather paradoxical, even considering the explicit pressure exerted on the Member States with the aim of incorporating the Fiscal Compact in the national Constitutions⁵²².

⁵²¹ «The rules set out [...] shall take effect in the national law of the Contracting Parties at the latest one year after the entry into force of this Treaty through provisions of binding force and permanent character, preferably constitutional, or otherwise guaranteed to be fully respected and adhered to throughout the national budgetary processes».

⁵²² About the different translation of this “push” in the four major Countries of the Eurozone (France, Germany, Italy and Spain), and the paradoxicality related to some features of the Fiscal Compact, see F. FABBRINI, *The Fiscal Compact, the “golden rule”, and the paradox of European federalism*, in *Boston College International and comparative Law Review*, vol. 36, 2013, p.1 ss. While, considering the Italian case, the more “flexible” target envisaged by the legislator and the potential consequences linked to the transposition of TSCG within the Italian Constitution, *ex plurimis*, consider M. LUCIANI, *L’equilibrio di bilancio e i principi fondamentali: la prospettiva del controllo di costituzionalità*, in *Relazioni del Convegno “Il principio dell’equilibrio di bilancio secondo la riforma costituzionale del 2012” – Corte Costituzionale*, 22 November 2013 and R. PÉREZ, *Fiscal Compact e diritti sociali. Intervento al seminario Svimez del 15 marzo 2013*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, n. 1-2, 2013. Regarding the critical remarks expressed by some scholars in relation to the velocity that marked the constitutional reform *de qua* in light of the pressure exerted by the financial markets, refer to A. BRANCASI, *L’introduzione del principio del c.d. pareggio di bilancio: un esempio di revisione affrettata della Costituzione*, in *Forum di Quaderni Costituzionali*, 10 January 2012 and I. CIOLLI, *I Paesi dell’Eurozona e i vincoli di bilancio. Quando l’emergenza economica fa saltare gli strumenti normativi ordinari*, in *Rivista AIC*, n. 1, 2012, pp. 16-19.

Bibliografia

- V. ACHARYAN - T. PHILIPPON - M. RICHARDSON - N. ROUBINI, *The financial crisis of 2007-2009: Causes and Remedies*, in *Financial Markets, Institution & Instruments*, 5 marzo 2009;
- D. ALBERSTAM – C. MOLLERS, *The German Constitutional Court says “Ja zu Deutschland!”*, in *German Law Journal*, n. 8, 2009;
- C. ALTAVILLA – D. GIANNONE – M. LENZA, *The financial and macroeconomic effects of OMT announcements*, in *Working Paper ECB*, n. 1707, 2014;
- G. AMATO – F. BASSANINI – M. MESSORI – G.L. TOSATO, *The new European fiscal framework: how to harmonise rules and discretion*, in *Astrid Papers*, n. 81, 2021;
- F. AMATORI (a cura di), *L’approdo mancato. Economia, politica e società in Italia dopo il miracolo economico*, Milano, 2017;
- P. ANDRADE – J. BRECKENFELDER – F. DE FIORE – P. KARADI – O. TRISTANI, *The ECB’s Asset Purchase Programme: An Early Assessment*, in *ECB Working Paper*, n. 1956, 2016;
- P. ANDRE – I. HAALAND – C. ROTH – J. WOHLFART, *Inflation narratives*, in *VoxEu.org*, 23 dicembre 2021;
- I. ANRO, *Le procedure decisionali d’urgenza dell’Unione Europea in tempi di crisi*, in *Eurojus.it*, 13 giugno 2017;
- M.G. ARGHYROU – J.D. TSOUKALAS, *The Greek Debt Crisis: Likely Causes, Mechanisms and Outcomes*, in *The World Economy*, vol. 34, n. 2, 2011;
- K. ARMINGEON – L. BACCARO, *Political Economy of the Sovereign Debt Crisis: the Limits of Internal Devolution*, in *Industrial Law Journal*, vol. 41, n. 3, 2012;
- L. BACCARO, *Dietro il MES, la voglia di teleguidare l’Italia*, in *Il Fatto Quotidiano*, 8 luglio 2020;
- C. BACCANTI – C. ODENDHAL, *How to make EU fiscal rules compatible with net zero*, in *Centre for European Reform papers*, 9 maggio 2022;
- W. BAGEHOT, *Lombard street: a description of the money market*, Westport, 1979;
- M. BAGELLA, *L’Euro e la politica monetaria*, Torino, 2014;
- A. BAGLIONI, *Eurobond: le proposte sul tappeto*, in *LaVoce.info*, 26 agosto 2011;
- A. BAGLIONI - M. BORDIGNON, *Europa in mezzo al guado*, in *LaVoce.info*, 31 marzo 2020;
- A. BAGLIONI, *Le frontiere della politica monetaria*, Milano, 2021;
- A. BAGLIONI, *Bce e Fed: stessa musica, ma a ritmo diverso*, in *LaVoce.info*, 17 dicembre 2021;
- A. BAGLIONI, *Una politica monetaria incurante dei venti di guerra*, in *LaVoce.info*, 14 marzo 2022;
- A. BAGLIONI, *Scudo anti-spread: bisognerà meritarselo*, in *LaVoce.info*, 21 luglio 2022;
- A. BAGLIONI, *Lezioni da Londra*, in *LaVoce.info*, 29 settembre 2022;

- C. BALDUCCI – M. L. SERRANO (a cura di), *Nuovi Assetti delle Fonti del Diritto del Lavoro: Atti del Convegno Nazionale: Otranto*, Roma, 2011;
- R. BALDWIN - E. TOMIURA, *Thinking ahead about the trade impact of COVID-19*, in R. BALDWIN - B. WEDER DI MAURO (a cura di), *Economics in the time of COVID-19*, Londra, 2020;
- R. BARATTA, *Legal issues of the 'Fiscal Compact'- Searching for a Mature Democratic Governance of the Euro*, in *2012 EUDO Dissemination Conference: The Euro Crisis and the State of European Democracy*, 2012;
- R.J. BARRO – D.B. GORDON, *Rules, Discretion and Reputation in a model of Monetary Policy*, in *NBER Working Paper Series*, n. 1079, 1983;
- F. BASSAN, *Il parametro di legittimità delle misure non convenzionali della BCE*, in *Banca Impresa Società*, n. 2, 2015;
- F. BASSO, *Dombrowskis: «Il Patto di Stabilità ha funzionato, i Trattati UE non si cambiano. Serve un aggiornamento realistico»*, in *Il Corriere della Sera*, 20 ottobre 2021;
- W. BATEMAN, *The Law of Monetary Finance under Unconventional Monetary Policy*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 2021;
- B.S. BERNANKE, *The Effects of the Great Recession on Central Banks Doctrine and Practice*, in *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 2, n. 3, 2012;
- A. BEYER – V. GASPARI – C. GERBERDERING – O. ISSING, *Opting out the great inflation: german monetary policy after the break down of Bretton Woods*, in *NBER Working Paper Series*, 2008;
- R. BIN - P. CARETTI - G. PITRUZZELLA, *La mutualizzazione dei debiti sovrani*, in R. BIN – P. CARETTI – G. PITRUZZELLA (a cura di), *Profili Costituzionali dell'Unione Europea*, Bologna, 2015;
- R. BIN, *Il processo costituente dell'Unione Europea*, in M. DOGLIANI - R. BIN - R. MARTINEZ DALMAU (a cura di), *Il potere costituente*, Napoli, 2017;
- R. BIN, *Giurisdizione e ruolo delle Corti costituzionali nel processo di integrazione europea*, in *DPCE*, n. 10; 2018;
- R. BIN, *L'indipendenza delle banche centrali come principio costituzionale, Relazione all'ICON·S Italian Chapter Inaugural Conference - "Unità e frammentazione dentro e oltre lo Stato"*, in *Forum di Quaderni Costituzionali*, 2018;
- E. BINI – G. GARAVINI – F. ROMERO, *Oil shock. The 1973 Crisis and its Economic Legacy*, Londra, 2016;
- L. BINI SMAGHI, *The reform of the Stability and Growth Pact: Is it really necessary?*, in *Luis Policy Brief*, n. 9, 2022;
- F. BIONDI, *Quale dialogo tra le Corti?*, in *Federalismi.it*, n. 18, 2019;
- O. BLANCHARD, *European Unemployment: the evolution of facts and Ideas*, in *Economic Policy*, 2006;

- O. BLANCHARD – D. ROMER – A.M. SPENCE – J.E. STIGLITZ, *In the wake of the crisis. Leading economists reassess economic policy*, Cambridge, 2012;
- O. BLANCHARD, *Where danger lurks: The recent financial crisis has taught us to pay attention to dark corners, where the economy can malfunction badly*, in *Finance & Development- IMF*, 2014;
- O. BLANCHARD – A. AMIGHINI – F. GIAVAZZI, *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, Bologna, 2020;
- O. BLANCHARD – A. LEANDRO – J. ZETTELMEYER, *Redesigning the EU Fiscal Rules: from Rules to Standards*, in *PIIE Working Paper*, 2020;
- A.S. BLINDER, *Economic policy and the great stagflation*, New York, 1979;
- A. BLINDER, *Central bank in theory and practice*, Cambridge, 1998;
- C. BLOT – J. CREEL – P. HUBERT – F. LABONDANCE – F. SARACENO, *Assessing the link between price and financial stability*, in *Journal of financial stability*, vol. 16, 2015;
- P.J. BOETTKE – D.J. SMITH, *Evolving views on monetary policy in the thought of Hayek, Friedman, and Buchanan*, in *The Review of Austrian Economics*, n. 29, 2016;
- A. BOLAFFI, *Cuore tedesco*, Roma, 2013;
- A. BOLAFFI-P. CIOCCA, *Germania/Europa*, Roma, 2017;
- M. BORDIGNON, *La crisi pandemica e il futuro delle istituzioni europee*, in *Osservatorio Monetario*, n. 2, 2020;
- M. BORDIGNON - G. TURATI, *Discutere di Mes senza sapere perché*, in *LaVoce.info*, 13 ottobre 2020;
- M. BORDIGNON, *Next Generation EU: ecco il piano dell'Italia*, in *LaVoce.info*, 8 dicembre 2020;
- M. BORDIGNON, *Regole europee: la soluzione 100 per cento non basta*, in *LaVoce.info*, 4 novembre 2021;
- A. BRANCASI, *L'introduzione del principio del c.d. pareggio di bilancio: un esempio di revisione affrettata della Costituzione*, in *Forum di Quaderni Costituzionali*, 10 gennaio 2012;
- J. BUCHAN, *Days of God: The Revolution in Iran and its consequences*, Parigi, 2012;
- J.M. BUCHANAN – R.E. WAGNER, *Democracy in deficit. The Political Legacy of Lord Keynes*, Londra, 1977;
- C. BUDRAS - W. MUSSLER, *“Die Kommission stellt die ultimative Machtfrage”*, in *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 9 giugno 2021;
- I. BUFACCHI, *Coronavirus, svolta BCE: accetterà in garanzia anche i titoli “junk”*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 aprile 2020;
- F. CAFFÈ, *Dalla interdipendenza alla dipendenza?*, in *Il Messaggero*, 3 giugno 1975;
- R. CAMURRI (a cura di), *Rischio Italia. L'economia italiana vista dall'America (1970-2003). Raccolta degli interventi di Franco Modigliani*, Roma, 2018;

- R. CAPONI, *Il Mangold Urteil: l'uropeismo della Corte tedesca ed i suoi limiti*, in *Quaderni Costituzionali*, n. 4, 2010;
- L. CARACCILOLO (a cura di), *La Russia cambia il mondo*, in *Limes*, n. 2, 2022;
- B. CARAVITA, *Mettere il nuovo Parlamento Europeo al centro delle scelte politiche*, in *Federalismi.it*, n.11, 2019;
- B. CARAVITA – M. CONDINANZI – A. MORRONE – A.M. POGGI, *Da Karlsruhe una decisione poco meditata in una fase politica che avrebbe richiesto maggiore ponderazione*, in *Federalismi.it*, n. 14, 2020;
- M. CARTABIA, *Principi inviolabili e integrazione europea*, Milano, 1995;
- A. CASCAVILLA - G. GALLI, *Il MES: cos'è e come potrebbe essere utilizzato nell'attuale emergenza*, in *Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani*, 26 marzo 2020;
- A. CASCAVILLA – G. GALLI, *Q&A sul MES*, in *Osservatorio sui conti pubblici italiani*, 30 aprile 2020;
- S. CASSESE, *L'Unione europea e il guinzaglio tedesco*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, n. 9, 2009;
- S. CASSESE (a cura di), *La nuova costituzione economica*, Bari, 2021;
- N.G. ČERNYSEVSKIJ, *Che fare?*, Milano, 2004;
- F. CESARANO, *Gli accordi di Bretton Woods*, Bari, 2000;
- M. CHARREL, *The European Central Bank unveils new anti-crisis shield*, in *Le Monde*, 22 luglio 2022;
- G. CHAZAN - M. ARNOLD, *German finance minister moves to resolve court stand-off with ECB*, in *The Financial Times*, 29 giugno 2020;
- O. CHESSA, *La Costituzione della moneta. Concorrenza, indipendenza della banca centrale, pareggio di bilancio*, Napoli, 2016;
- A. CHEYVIALLE, *Pascal Lamy: "Si l'Allemagne ne veut pas de coronabonds, en bien faisons sans l'Allemagne!"*, in *Le Figaro*, 5 aprile 2020;
- A. CIANCIO, *The 5 May 2020 Bundesverfassungsgericht's Decision on the ECB's public sector purchase program: an attempt to "break the toy" or a new starting point for the Eurozone?*, in *Federalismi.it*, n. 16, 2020;
- P. CIOCCA, *La banca che ci manca*, Roma, 2014;
- I. CIOLLI, *I Paesi dell'Eurozona e i vincoli di bilancio. Quando l'emergenza economica fa saltare gli strumenti normativi ordinari*, in *Rivista AIC*, n. 1, 2012;
- I. CIPOLLETTA, *Contratti più brevi per gestire l'inflazione*, in *Domani*, 12 aprile 2021;
- I. CIPOLLETTA, *Il nuovo whatever it takes protegge anche l'Italia, ma la crisi politica è un problema*, in *Domani*, 21 luglio 2022;
- M. CLARICH, *Per uno studio sui poteri normativi della Banca d'Italia*, in *Banca, Impresa e Società*, n. 1, 2003;

- G. CLAYES – Z. DARVAS – A. LEANDRO, *A proposal to revive the European fiscal framework*, in *Bruegel Policy Contribution*, n. 7, 2016;
- G. CLAYES – M. DEMERTZIS, *A new European tool to deal with unjustified rising spreads*, in *Bruegel Blog*, 20 giugno 2022;
- G. CLAEYS, *Finding the right balance (sheet): quantitative tightening in the Euro Area*, in *European Parliament Monetary Dialogue Papers*, 2023;
- D. COHN-BENDIT – G. VERHOFSTADT, *Per l'Europa! Manifesto per una rivoluzione unitaria*, Milano, 2012;
- P. CONTI-BROWN, *The power and independence of the Federal Reserve*, Princeton, 2017;
- P. CONTI-BROWN, *What happens if President Trump tries to fire FED chair Jerome Powell?*, in *Brookings.edu*, 9 settembre 2019;
- E. CORNAGO – J. SPRINGFORD, *Why the EU's recovery fund should be made permanent*, in *Centre for European Reform papers*, 11 novembre 2021;
- R. CORRIERO, *Il "divorzio" tra il tesoro e la Banca d'Italia*, in C. BUZZACCHI (a cura di), *La Banca Centrale Europea*, Milano, 2017;
- R. COSIO – R. FOGLIA (a cura di), *Il diritto europeo nel dialogo delle Corti*, Milano, 2013;
- P. COSTANZO - L. MEZZETTI - A. RUGGERI, *Lineamenti di diritto costituzionale dell'Unione Europea*, Torino, 2019;
- C. COTTARELLI, *Potential growth rates and the working of SGP fiscal rules*, in *VoxEu.org*, 2 marzo 2015;
- C. COTTARELLI, *Il macigno*, Milano, 2016;
- C. COTTARELLI, *How could the Stability and Growth Pact be simplified?*, in *Economic Governance Support Unite Papers – European Parliament*, 2018;
- P. COVA – G. FERRERO, *The Eurosystem's asset purchase programmes for monetary policy purposes*, in *Banca d'Italia occasional papers*, n. 270, 2015;
- L. D'AMICO – F. GIAVAZZI – V. GUERRIERI – G. LORENZONI – C.H. WEIMULLER, *Riformare il sistema fiscale europeo: le regole*, in *LaVoce.info*, 14 gennaio 2022;
- A. D'ARGENIO, *Giammarioli (MES): "Se l'Italia userà quel fondo né clausole né austerità"*, in *La Repubblica*, 5 luglio 2020;
- M. DANI ed A. J. JIMENEZ (*Le condizionalità all'incrocio tra MES e Two-Pack*, in A. MANGIA (a cura di), *Mes. L'Europa e il Trattato impossibile*, Brescia, 2020);
- Z. DARVAS – J. ANDERSON, *New life for an old framework: redesigning the European Union's expenditure and golden fiscal rules*, in *Economic Governance Support Unite Papers – European Parliament*, ottobre 2020;

- Z. DARVAS – G. WOLFF, *A green fiscal pact: climate investment in times of budget consolidation*, in *Bruegel Policy Contribution*, n. 18, 2021;
- Z. DARVAS, *Legal options for a green golden rule in the European Union’s fiscal framework*, in *Bruegel Policy Contribution*, n. 13, 2022;
- N. DE BOER – J. VAN’T KLOOSTER, *The ECB, the courts and the issue of democratic legitimacy after Weiss*, in *Common Market Law Review*, vol. 57, n. 6, 2020;
- P. DE GRAUWE, *The Eurozone as a morality play*, in *Intereconomics*, vol. 46, 2011;
- P. DE GRAUWE – Y. JI, *Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test*, in *Journal of International Money and Finance*, n. 34, 2013;
- P. DE GRAUWE, *The legacy of the Eurozone crisis and how to overcome it*, in *Journal of Empirical Finance*, vol. 39, 2016;
- E. DE MARCO, *Situazioni di emergenza sanitaria e sospensioni di diritti costituzionali*, in *Consulta Online*, n.2, 2020;
- A. DE PETRIS, *Un compromesso responsabile: la risposta del Tribunale Costituzionale Federale tedesco alla sentenza della Corte di Giustizia sul rinvio pregiudiziale di Karlsruhe*, in *Federalismi.it*, n. 13, 2016;
- E. DE SIMONE, *Storia Economica*, Milano, 2012;
- C. DEGRYSE, *The new European economic governance*, in *ETUI Working Papers*, 30 November 2012;
- E. DEHAY, *La justification ordo-libérale de l’indépendance de banques centrales*, in *Revue française d’économie*, vol. 10, n. 1, 1995;
- M. DEL CORNO, *Mes, lo spettro dello “stigma” e il rischio che un rialzo dei tassi annulli i benefici: perché nessun Paese UE ha ancora chiesto quel prestito*, in *Il Fatto Quotidiano*, 30 giugno 2020;
- J. DELPLA - J. VON WEIZSACKER, *Eurobonds: the blue bond concept and its implications*, in *Bruegel Policy Contribution*, n. 2, 2011;
- M. DEMERTZIS - M. DOMINGUEZ-JIMENEZ, *Monetary Policy in the time of COVID-19, or How Uncertainty is Here to Stay*, in *Monetary Dialogue Papers – European Parliament*, novembre 2020;
- A. DI MARTINO, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul Meccanismo Europeo di Stabilità e sul Fiscal Compact: una lettura alla luce della giurisprudenza precedente*, in *Federalismi.it*, n. 18, 2012;
- A. DI PASCALE, *Gli atti atipici nel sistema delle fonti del diritto dell’Unione Europea*, Milano, 2017;
- D. DOMANSKI – R. MOESSNER – W. NELSON, *Central banks as lender of last resort: experiences during the 2007-10 crisis and lessons for the future*, in *Finance and Economic discussion series – Federal Reserve*, 2014;
- F. DONATI, *Crisi dell’euro, governance economica e democrazia nell’Unione Europea*, in *Rivista AIC*, n. 2, 2013;
- M. DRAGHI, *Draghi: we face a war against coronavirus and must mobilise accordingly*, in *Financial Times*, 25 marzo 2020;

- W.F. DUISENBERG, *Economic and Monetary Union in Europe – the challenges ahead*, in *Speeches of symposium “New challenges for monetary policy”*, 27 agosto 1999;
- E. M. ENGEN – T. LAUBACH – D. REIFSCHNEIDER, *The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve’s Unconventional Monetary Policies*, in *FEDS Working Paper*, n. 5, 2015;
- F. ESER – B. SCHWAAB, *Assessing Asset Purchases within the ECB’s Securities Markets Programme*, in *ECB Working Paper Series*, n. 1587, 2013;
- L. EYRAUD– R. GOMEZ, *Constraints on subnational fiscal policy*, in C. COTTARELLI – M. GUERGUIL (a cura di), *Designing a European fiscal union: lessons from the experience of fiscal federations*, Londra, 2014;
- F. FABBRINI, *The Fiscal Compact, the “golden rule”, and the paradox of European federalism*, in *Boston College International and comparative Law Review*, vol. 36, 2013;
- F. FABBRINI, *The European Court of Justice, the European Central Bank, and the Supremacy of EU Law*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, vol. 1, 2016;
- F. FABBRINI- A. SAJO, *The dangers of constitutional identity*, in *European Law Journal*, n. 4, 2019;
- E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance*, 1970;
- P. FARAGUNA, *Il Mangold Urteil: controllo ultra vires ma da maneggiare «europarechtsfreundlich»*, in *Quaderni Costituzionali*, n. 4, 2010;
- P. FARAGUNA, *La Corte di Giustizia strizza l’occhio alla Corte di Karlsruhe nel caso Gauweiler (OMT)*, in *Quaderni Costituzionali*, n. 3, 2015;
- P. FARAGUNA, *Il “sospettoso” cammino europeo del Bundesverfassungsgericht da Solange a Gauweiler*, in *La Cittadinanza Europea*, supplemento n. 1, 2016;
- P. FARAGUNA, *Il Bundesverfassungsgericht e l’Unione Europea, tra principio di apertura e controlimiti*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, n. 2, 2016;
- P. FARAGUNA, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul caso OMT/Gauweiler*, in *Diritti Comparati.it*, 21 luglio 2016;
- P. FARAGUNA, *Da Karlsruhe un nuovo rinvio pregiudiziale contro la BCE: inutile o dannoso?*, in *Quaderni Costituzionali*, n. 4, 2017;
- P. FARAGUNA, *Il Bundesverfassungsgericht dichiara ultra vires il Quantitative easing (con uno sguardo al Pandemic Emergency Purchase Programme)?*, in *Forum di Quaderni Costituzionali*, n. 2, 2020;
- L. FAVERO – S. LIACI, *Un aggiornamento sul debito pubblico acquistato dalla BCE*, in *Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani – Università Cattolica*, 2021;
- L.P. FELD – C. FUEST – V. WIELAND – J. HAUCAP – H. SCHWEITZER – B.U. WIGGER, *The ECB’s toxic Bond-Purchase Programme*, in *Project Syndicate*, 27 luglio 2022;

- A. FERGUSSON, *Quando la moneta muore: le conseguenze sociali dell'iperinflazione nella Repubblica di Weimar*, Vicenza, 2011;
- F. FERRAÙ, *Per soli 37 miliardi l'Italia finisce in mano a una banca del Lussemburgo – intervista ad Alessandro Mangia*, in *Il Sussidario.net*, 9 maggio 2020;
- S. FIGUERA – A. PACELLA, *La teoria euckeniana della moneta: spunti per una riflessione critica*, in *Moneta e Credito*, vol. 74, n. 296;
- S. FLEMING – M. KHAN, *EU fails to settle rifts over size and shape of 'recovery fund'*, in *Financial Times*, 24 aprile 2020;
- F. FORTE – F. FELICE (a cura di), *Il liberalismo delle regole. Genesi ed eredità dell'economia sociale di mercato*, Soveria Mannelli, 2010;
- O. FRANCOVÁ – E. HITAJ – J. GOOSSEN – R. KRAEMER – A. LENARCIC – G. PALAIODIMOS, *EU fiscal rules: reform considerations*, in *ESM Discussion Paper Series*, n. 17, 2021;
- X. FREIXAS – C. GIANNINI – G. HOGGARTH – F. SOUSSA, *Lender of Last Resort, What we have learned since Bagebot?*, in *Journal of Financial Services Research*, n. 18, 2000;
- J. S. FRELAK, *Solidarity in European Migration Policy: the Perspective of the Visegrad States*, in *Solidarity in the European Union*, Berlino, 2017;
- M. FRIEDMAN, *A program for monetary stability*, New York, 1959;
- M. FRIEDMAN, *Disoccupazione ed inflazione? Un riesame della curva di Phillips*, in M. MARCONI (a cura di), *La stagflazione*, Bologna, 1985.
- J.W. FRIIS – R. TORRE – M. BUTI, *How to make the EU fiscal framework fit for the challenges of this decade*, in *VoxEu.org*, 10 novembre 2022;
- F. FUBINI, *Eurogruppo, perché è un accordo "ambiguo" (e perché tutti possono dire di avere vinto)*, in *Corriere della Sera*, 10 aprile 2020;
- F. FUBINI, *Lagarde (BCE) "il patto di stabilità va rivisto prima che rientri in vigore"*, in *Corriere della Sera*, 18 maggio 2020;
- F. FUBINI, *Recovery, la nuova bozza: lavoro, digitale, idrogeno e ambiente. Nodi e (rischi) del piano Conte*, in *Corriere della Sera*, 11 gennaio 2021;
- G. GAJA - A. ADINOLFI, *Introduzione al diritto dell'Unione Europea*, Bari, 2020;
- J.K. GALBRAITH, *Storia dell'economia. Passato e presente*, Milano, 1990;
- J.K. GALBRAITH, *The collapse of monetarism and the irrelevance of new monetary consensus*, in *25th Annual Milton Friedman Distinguished Lecture at Marietta College*, 2008;
- D.U. GALETTA - J. ZILLER, *Karlsruhe über alles? Riflessioni a margine di una pronunzia «assolutamente non comprensibile» e «arbitraria». Commento a BVerfG 05.05.2020, 2 BvR 859/15, Weiss*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, n. 3-4, 2020;

- L. GARICANO, *Combining environmental and fiscal sustainability: A new climate facility, an expenditure rule, and an independent fiscal agency*, in *VoxEu.org*, 14 gennaio 2022;
- T. F. GEITHNER, *Stress Test. Reflections on Financial Crisis*, New York, 2014;
- A. GERONI, *Eurogruppo, accordo a metà: Fondo di ricostruzione ancora tutto da negoziare*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 aprile 2020;
- C. GIANNINI, *L'età delle banche centrali*, Bologna, 2004;
- F. GIAVAZZI - G. TABELLINI, *Eurobond perpetui contro il Covid-19*, in *LaVoce.info*, 27 marzo 2020;
- V. GISCARD D'ESTAING, *Europa. La dernière chance de l'Europe*, Parigi, 2014;
- C.A.E. GOODHART – D. SHOENMAKER, *Should the Functions of Monetary policy and Banking Supervision Be Separated?*, in *Oxford Economics Papers*, n. 47, 1995;
- C.A.E. GOODHART, *The changing role of central banks*, BIS Working Paper, 2010;
- P.R. GRAZIANO - M. ALMAGISTI, *Dall'euroentusiasmo all'euroscetticismo: culture politiche e integrazione Europea dopo Maastricht*, in *Ventesimo Secolo: rivista di studi sulle transizioni*, n. 2, 2019;
- S. GRUND, *Legal, compliant and suitable: The ECB's Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*, in *Hertie School – Jacques Delors Centre paper*, 2020;
- G. GUARINO, *Requiem per un'Europa mai nata*, 12 settembre 2015;
- T. GUARNIER, *Interpretazione costituzionale e diritto giurisprudenziale*, Napoli, 2014;
- G. GUERRA, *Governance economica europea e principio democratico: alcuni aspetti problematici*, in *Federalismi.it*, n. 1, 2019;
- T. GUTSCHKER - K. SCHULLER - G. GNAUCK, *EU droht Deutschland mit Verfahren*, in *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 9 maggio 2020;
- J. HA – M.A. KOSE – F. OHNSORGE, *Today's inflation and the Great Inflation of the 1970s: similarities and differences*, in *VoxEu.org*, 30 marzo 2022;
- M.G. HADJIMICHALAKIS, *The federal reserve, money, and interest rates: the Volcker years and beyond*, New York, 1984;
- S. HAUPTMEIER – N. LEINER-KILLINGER, *Reflections on the Stability and Growth Pact's preventive Arm in Light of the Covid-19 Crisis*, in *Intereconomics*, n. 5, 2020;
- E.C. HELDT – T. MUELLER, *The (self-)empowerment of the European Central Bank during the sovereign debt crisis*, in *Journal of European integration*, vol. 43, n. 1, 2021;
- S. HENNETTE – T. PIKETTY – G. SACRISTE – A. VAUCHEZ, *Democratizzare l'Europa! Per un trattato di democratizzazione dell'Europa*, Milano, 2017;
- B. HERZOG, *Whither Coronabonds? The Past and Future of the EMU in the Coronavirus Pandemic*, in *Intereconomics*, n. 3, 2020;
- J. HICKS, *IS-LM: An Explanation*, in *Journal of Post Keynesian Economics*, n. 2, 1980;

- R. HINSHAW, *Stagflation: an international problem*, New York, 1977;
- A.L. HÖGENAUER – D. HOWARTH, *The democratic deficit and European Central Bank crisis monetary policy*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, vol. 26, 2019;
- M. HÖPNER, *Karlsruhe verdient Anerkennung: Zum PSPP-Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 5. Mai 2020*, *Wirtschaftsdienst*, vol. 100(6), 2020;
- O. HÜLSEWIG – A. STEINBACH, *Monetary financing and fiscal discipline*, in *International Review of Law and Economics*, vol. 68, 2021;
- R. IBRIDO, *Il controllo democratico della politica monetaria: equilibri costituzionali e integrazione europea dopo le sentenze OMT*, in *Federalismi.it*, n. 5, 2017;
- O. ISSING, *Hayek, currency competition and European monetary union*, in *IEA occasional papers 111*, 2000;
- O. ISSING, *The ECB's political overreach*, in *Project Syndicate*, 27 luglio 2022;
- K.A. JANSEN- S. RUHL, *Why the Covid-19 credit line still makes sense*, in [sito del Meccanismo Europeo di Stabilità](#), 2020;
- B. JENNEN – P. DONAHUE, *Germany's kingmaker demands high price to crown Scholz*, in *Bloomberg*, 2 settembre 2021;
- J.C. JUNCKER - G. TREMONTI, *E-bonds would end the crisis*, in *Financial Times*, 5 dicembre 2010;
- J.C. JUNCKER, *Speech at the Annual General Meeting of the Hellenic Federation of Enterprises*, 21 giugno 2016, in sito della [Commissione Europea](#);
- C. KAMPS – R. DE STEFANI – N. LEINER-KILLINGER – R. RUFFER – D. SONDERMANN, *The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – synergies under the strengthened EU governance framework*, in *ECB Occasional Paper*, n. 157, 2014;
- M. KARNITSCHNIG - H. VON DER BURCHARD, *European Commission declares war on German arrogance*, in *Politico.eu*, 9 giugno 2021;
- M. KARNITSCHNIG, *Election leaves Germany in limbo*, in *Politico.eu*, 27 settembre 2021;
- A. KAZMIN, *Giorgia Meloni scraps plan to allow businesses to refuse digital payments*, in *Financial Times*, 19 dicembre 2022;
- J. M. KEYNES, *The General Theory of Employment Interest and Money*, Londra, 1936;
- C.P. KINDLEBERG, *Euforia e panico. Storia delle crisi finanziarie*, Bari, 1981;
- J.E. KING, *A history of post Keynesian economics since 1936*, Cheltenham, 2002;
- A. KOCHAROV (a cura di), *A new legal monster?: an EUI debate on the fiscal compact treaty*, in *EUI Working Papers*, n. 9, 2012;
- M. KRAEMER, *The Eurozone is at risk of a debt crisis worse than the last one*, in *Financial Times*, 10 aprile 2020;
- E. KRECKÉ, *Is the European Central Bank still in control?*, in *GIS reports online*, 15 settembre 2022;
- P. KRUGMAN, *Europe's austerity madness*, in *The New York Times*, 27 settembre 2012;

- P. KRUGMAN, *Leprechaun Economics, with numbers*, in *The New York Times*, 9 novembre 2017;
- N. J. KURMAIER, *German top court rejects complaint against ECB's bond buying scheme*, in *Euractiv.com*, 18 maggio 2021;
- P.R. LANE, *The European sovereign debt crisis*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26, n. 3, 2012;
- B. LAFFAN – P. SCHLOSSER, *Public finances in Europe: fortifying EU economic governance in the shadow of the crisis*, in *Journal of European Integration*, vol. 38, 2016;
- V.I. LENIN, *Che fare?*, Roma, 1974;
- B. LERUTH – N. STARTIN – S. USHERWOOD (a cura di), *The Routledge handbook of Euroscepticism*, London, 2017;
- M.V. LO PRETE, *“Il Fiscal compact è nullo, il governo lo certifichi”*. Parla Guarino, in *Il Foglio*, 11 dicembre 2012;
- M. LONGO, *Che cos'è il Quantitative Easing e a cosa serve*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 gennaio 2015;
- M. LOSSANI, *MES, Dalla proposta di riforma alla nuova linea di credito per spese sanitarie*, in *Osservatorio Monetario*, n.2, 2020;
- M. LUCIANI, *L'equilibrio di bilancio e i principi fondamentali: la prospettiva del controllo di costituzionalità*, in *Relazioni del Convegno “Il principio dell'equilibrio di bilancio secondo la riforma costituzionale del 2012” – Corte Costituzionale*, 2013;
- J. LUTHER, *Il rinvio pregiudiziale di Karlsruhe sui poteri della BCE*, in *Quaderni Costituzionali*, n. 2, 2014;
- C.D. MACRAE, *A Political Model of the Business Cycle*, in *Journal of Political Economy*, n. 85, 1977;
- V. MALINGRE, *EU Commission suspends fiscal rules until end of 2023*, in *Le Monde*, 24 maggio 2022;
- J. MALSIN, *Turkey's Erdogan fires statistics chief after record inflation*, in *Wall Street Journal*, 29 gennaio 2022;
- A. MANGIA (a cura di), *Mes. L'Europa e il Trattato impossibile*, Brescia, 2020;
- A. MANGIA, *Del MES, delle sue condizionalità e delle discipline in deroga. Cosa succede quando il diritto della crisi d'impresa viene applicato ai rapporti intergovernativi*, in *Rivista di Diritto Bancario – Osservatorio Diritto dell'Impresa dopo la Pandemia*, 30 aprile 2020;
- S. MANGIAMELI, *L'esperienza costituzionale europea*, Roma, 2008;
- P. MANGOZZI - C. MORVIDUCCI, *Istituzioni di diritto dell'Unione Europea*, Padova, 2018;
- P. MANZINI, *Dalla corte tedesca un bicchiere di veleno per la UE*, in *LaVoce.info*, 8 maggio 2020;
- P. MANZINI, *La Troika che non verrà*, in *LaVoce.info*, 15 maggio 2020;
- M.C. MARCHETTI, *Cittadinanza europea e cittadinanza nazionale. Luci e ombre di un rapporto difficile*, in *Società, Mutamento e Politica*, 2016;
- M. MARCONI, *Introduzione*, in M. MARCONI (a cura di), *La stagflazione*, Bologna, 1985;
- D. MARSCH, *The Bundesbank: The bank that rules Europe*, Londra, 1992;

- F. MASSARO, *Sentenza BCE, “una mossa difensiva della Germania. Ma attenti a non far crollare la UE”*, in *L’Economia-Corriere della Sera*, 6 maggio 2020;
- J.E. MEADE, *La stagflazione: il peggiore dei mali*, in M. MARCONI (a cura di), *La stagflazione*, Bologna, 1985;
- F. MERUSI, *Democrazia e autorità indipendenti*, Bologna, 2000;
- L.J. MESTER, *The Federal Reserve’s Revised Monetary Policy Strategy and its First Year of Practice*, *Policy Keynote Speech – Bank of Finland and Centre for Economic Policy Research*, 2021;
- R. MOGHADAM, *ECB has a narrow path to tread on interest rates and spreads*, in *Financial Times*, 11 aprile 2022;
- P. MOHL – M. BUTI, *Lacklustre investment in the Eurozone: Is there a puzzle?*, in *VoxEu.org*, 2 giugno 2014;
- C. MÖLLERS, *German Federal Constitutional Court: Constitutional Ultra Vires Review of European Acts Only Under Exceptional Circumstances; Decision of 6 July 2010, 2 BvR 2661/06, Honeywell*, in *European Constitutional Law Review*, n. 7, 2011;
- T. MONACELLI, *Tre opzioni per sostenere l’economia*, in *LaVoce.info*, 31 marzo 2020;
- T. MONACELLI, *Il cerino chiamato Recovery Fund*, in *LaVoce.info*, 24 aprile 2020;
- T. MONACELLI, *Inflazione: se temporanea o meno è questione di scelta*, in *LaVoce.info*, 8 ottobre 2021;
- M. MONTI, *Una nuova strategia per il mercato unico*, Rapporto al Presidente della Commissione Europea, 9 maggio 2010;
- M. MONTI, *Eurobond, ora si può*, in *Corriere della Sera*, 20 marzo 2020;
- I. MORGAN, *Monetary Metemorphosis: The Volcker FED and Inflation*, in *The Journal of Policy History*, vol. 24, n. 4, 2012;
- P. MORI, *Riflessioni sulla possibilità e sull’opportunità di aprire una procedura di infrazione nei confronti della Germania a causa della sentenza del Bundesverfassungsgericht sul PSPP*, in *Eurojus*, n. 3, 2020;
- E. MORIN, *Terra-patria*, Milano, 1994;
- F. MOROSINI, *Banche centrali e questione democratica. Il caso centrale della Banca Centrale Europea (BCE)*, Pisa, 2014;
- R.A. MUNDELL, *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates*, in *The Canadian Journal of Economics and Political Sciences*, vol. 29, n. 4;
- W. MUSSLER, *Bloß keine Eskalation*, in *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 8 agosto 2021;
- G. NAPOLITANO, *L’incerto futuro della nuova governance economica europea*, in *Quaderni Costituzionali*, n. 1, 2012;
- M.J.M. NEUMANN, *Monetary Targeting in Germany*, in I. KURODA (a cura di), *Towards more effective monetary policy*, Hampshire, 1997;

- T. NGUYEN – M. CHAMON, *The ultra-vires decision of the German Constitutional Court. Time to fight fire with fire?*, in *Policy Papers. Jacques Delors Centre – Hertie School*, 28 maggio 2020;
- T. NGUYEN, *A Matter of Principle: The Commission’s Decision to Bring an Infringement Procedure against Germany*, in *VerfBlog*, 11 giugno 2021;
- W. NORDHAUS, *The Political Business Cycle*, in *Review of Economic Studies*, n. 42, 1975;
- B. OLIVI, *L’Europa difficile*, Bologna, 1993;
- B. OLIVI, *L’Europa difficile*, Il Mulino, 2000;
- M. ONADO, *Nella finanza non ripetiamo gli errori del dopo-crisi 2008*, in *LaVoce.info*, 2 aprile 2020;
- V. ONIDA, *L’indipendenza delle banche centrali tra “politicità” e “neutralità”*, in D. MASCIANDARO – S. RISTUCCIA (a cura di), *L’autonomia delle banche centrali*, Milano, 1988;
- L.F. PACE, *Il principio dell’indipendenza della banca centrale e la stabilità dei prezzi come obiettivo della politica monetaria: quale influenza dell’ordoliberalismo in Germania e nell’Unione Europea?*, in *Moneta e Credito*, n. 288, 2019;
- J. PACKROFF, *German finance minister sceptical of new EU debt rules*, in *Euractiv.com*, 10 novembre 2022;
- J. PACKROFF, *German constitutional court: EU debt lawful as a crisis response*, in *Euractiv.com*, 6 dicembre 2022;
- C. PAUDICE, *L’economista Emiliano Brancaccio: “Il MES è un pessimo affare. Soprattutto per gli europeisti”*, in *Huffington Post*, 5 luglio 2020;
- L.R. PENCH – S. DEROOSE – G. MOURRE – N. CARNOT, *EU fiscal rules: root causes of its complexity*, in *VoxEu.org*, 14 settembre 2018;
- F. PENNESI, *Nel nome della stabilità dei prezzi? La Corte di Giustizia approva il Quantitative Easing della Banca Centrale Europea (Nota a sentenza C-493/17, Weiss e a.)*, in *Diritti Comparati.it*, 20 dicembre 2018;
- R. PEREZ, *Fiscal Compact e diritti sociali. Intervento al seminario Svimez del 15 marzo 2013*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, n. 1-2, 2013;
- R. PEREZ, *La crisi del debito pubblico*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, n. 3, 2016;
- N. PETERSEN – K. CHATZIA THANASIOU, *Primacy’s Twilight. On the Legal Consequences of the Ruling of the Federal Constitutional Court of 5 May 2020 for the Primacy of the EU Law*, in [sito del Parlamento Europeo](#), 2021;
- S. PFEIFER – N. HUME – H. DEMPSEY – P. CAMPBELL – E. TERAZONO – T. WILSON, *European industry braced for pain from latest surge in oil and gas prices*, in *Financial Times*, 8 marzo 2022;
- A.W. PHILLIPS, *The relation between unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957*, in *Economica*, 1958;

- M. PIOARES MADURO, *Some preliminary remarks on the PSCP Decision of the German Constitutional Court*, in *Verfassungsblog.de*, 6 maggio 2020;
- L. PITEL, *Turkish inflation at highest level of Erdogan era*, in *Financial Times*, 3 febbraio 2022;
- G.B. PITTALUGA – G. CAMA, *Banche centrali e democrazia*, Milano, 2004;
- S. POLI, *The German Federal Court and its first ultra vires review: a critique and a preliminary assessment of its consequences*, in *Eurojus*, n. 2, 2020;
- S. POLI - R. CISOTTA, *The German Federal Constitutional Court's Exercise of Ultra Vires Review and the Possibility to Open an Infringement Action for the Commission*, in *German Law Journal*, vol. 21, n. 5, 2020;
- J. POLITI - L. FEDOR, *What's in the historic \$2tn US stimulus deal?*, in *Financial Times*, 25 marzo 2020;
- A. PREDIERI, *Euro, poliarchie democratiche e mercati monetari*, Torino, 1998;
- PRINCIPE M. DEL LICHTENSTEIN, *The ECB: broken rules, frivolous policy*, in *GIS reports online*, 1 agosto 2022;
- R. PRODI, *La crisi greca diverrà anche la crisi dell'UEM?*, in *Economia Politica*, n. 2, 2010;
- E. C. RAFFIOTTA, *Il volto ambiguo della Banca Centrale Europea*, in A. MORRONE (a cura di), *La costituzione finanziaria*, Torino, 2015;
- E.C. RAFFIOTTA, *Gli Spitzenkandidaten e il necessario rafforzamento politico dell'UE*, in *Federalismi.it*, n. 11, 2019;
- L. REICHLIN-A. TURNER-M. WOODFORD, *Helicopter Money as a policy option*, in *Vox.Eu.org*, 20 maggio 2013;
- G.U. RESCIGNO, *Il Tribunale costituzionale federale tedesco e i nodi costituzionali del processo di unificazione europea*, in *Giurisprudenza costituzionale*, 1994;
- K. RESLING, *Usare gli strumenti europei già pronti*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 aprile 2020;
- D. RICARDO, *A Plan for the establishment of a national bank*, in P. SRAFFA (a cura di), *The works and correspondence of David Ricardo*, vol. 4, Cambridge, 1951;
- P. RIDOLA, *Stato e Costituzione in Germania*, Torino, 2021;
- B. RIEDL, *Ultra Vires Control and European Democracy*, in *VerfBlog*, 18 giugno 2021;
- B. ROMANO - R. SORRENTINO, *Bruxelles: no a piano Marshall, extra bilancio contro il virus*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 aprile 2020;
- A. RONCAGLIA, *L'età della disgregazione. Storia del pensiero economico contemporaneo*, Bari, 2019;
- L. S. ROSSI – G. DI FEDERICO, [Annotation Case C-129/00, Commission v. Repubblica italiana](#), in *Common Market Law Review*, n. 42, 2005;
- N. RUCCIA, *Caratteri, limiti e prospettive dell'Unione Bancaria*, Bari, 2018;

- A. SALA, *Conte in tv spiega il decreto Covid. “La strategia è cambiata, bisogna tutelare salute ed economia”*, in *Corriere della Sera*, 18 ottobre 2020;
- F. SALMONI, *Nota a prima lettura della sentenza del Tribunale costituzionale federale tedesco sul Quantitative easing: una decisione politica che chiude la strada alle misure di mutualizzazione del debito e la apre al MES*, in *Consulta Online*, n. 2, 2020;
- F. SALMONI, *L’insostenibile “leggerezza” del Meccanismo Europeo di Stabilità. La democrazia alla prova dell’emergenza pandemica*, in *Federalismi.it*, n. 20, 2020;
- M. SANDBU, *The eurozone’s bailout fund remains unfairly toxic*, in *Financial Times*, 20 maggio 2020;
- G. SAPELLI, *Sull’indipendenza delle banche centrali: un gioco di specchi?*, in *Diritto Costituzionale*, n. 2, 2018;
- G. SCACCIA, *Nazionalismo giudiziario e diritto dell’Unione europea: prime note alla sentenza del BVerfG sui programmi di acquisto di titoli del debito della BCE*, in *Anticipazione DPCE online*, n. 2, 2020;
- R.J. SCHILLER, *Irrational Exuberance*, Princeton, 2000;
- S. SCHMIDT, *Key features of the ECB’s new monetary policy strategy: a new keynesian perspective*, in *VoxEu.org*, 2 marzo 2022;
- A.J. SCHWARTZ, *Why financial stability depends on price stability*, in *Econ. Affairs*, n. 154, 1998;
- N. SCICLUNA, *Integration through the disintegration of law? The ECB and the EU constitutionalism in crisis*, in *Journal of European Public Policy*, vol. 25, n. 12, 2018;
- P. SEILER, *The Ukraine war has raised long-term inflation expectations*, in *VoxEu.org*, 12 marzo 2022;
- M. SEMINERIO, *Addio alla favola rassicurante dell’inflazione provvisoria*, in *Domani*, 10 dicembre 2021;
- M. SEMINERIO, *Bce addio, per il debito pubblico italiano sta iniziando un doloroso ritorno alla normalità*, in *Domani*, 14 aprile 2022;
- P. L. SIKLOS, *Looking into the Rear-View Mirror: Lessons from Japan for the Eurozone and the U.S.?*, in *IMES discussion paper series*, 2020;
- S. SIMON, *Direct Cooperation Has Begun: Some Remarks on the Judgment of the ECJ on the OMT Decision of the ECB in Response to the German Federal Constitutional Court’s First Request for a Preliminary Ruling*, in *German Law Journal*, vol. 16, n. 4, 2015;
- D.T. SMITH – P.T. BOETTKE, *An Episodic History of Modern Fed Independence*, in *The Independent Review*, vol. 20, n. 1, 2015;
- A. R. SORKIN, *Too Big To Fail*, Milano, 2010;
- J.E. STIGLITZ – J.P. FITOUSSI – P. BOFINGER – G. ESPING-ANDERSEN – J.K. GALBRAITH – I. GRABEL, *A call for policy change in Europe*, in *Challenge*, vol. 57, n. 4, 2014;
- J.E. STIGLITZ, *Europe’s austerity zombies*, in *Project Syndicate*, 26 settembre 2014;
- J. E. STIGLITZ, *L’Euro*, Torino, 2016;

- M. STOLLEIS, *Introduzione alla storia del diritto pubblico in Germania (XVI – XXI sec.)*, Macerata, 2017;
- W. STREECK, *Staatsbildung durch die Hintertür?*, in *Makroskop.eu*, 26 maggio 2020;
- J.B. TAYLOR, *Discretion versus policy rules in practice*, in *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, n. 39, 1993;
- A. TERZI, *Ripensare la politica fiscale*, in *Economia & Politica*, n. 14, 2017;
- G. TESAURO, *Anche le corti cambiano*, in *Questione Giustizia*, n. 1, 2014;
- G. TESAURO – P. DE PASQUALE, *La BCE e la Corte di giustizia sul banco degli accusati del Tribunale costituzionale tedesco*, in *dUE-Osservatorio Europeo*, maggio 2020;
- G. TEUBNER, *Nuovi conflitti costituzionali*, Milano, 2012;
- N. THYGESEN – R. BEETSMA – M. BORDIGNON – X. DEBRUN – M. SZCZUREK, *EFB Annual Report 2020*, in [sito della Commissione Europea](#), 2020.
- A. TOOZE, *L'anno del rinoceronte grigio*, Milano, 2021;
- G.L. TOSATO, *Comments on the revision procedures for EU fiscal rules*, in *Astrid Rassegna*, n. 1, 2022;
- J. TREECK, *German conservatives bang the drum on inflation – and voters shrug*, in *Politico.eu*, 23 settembre 2021;
- J. TREECK, *ECB lifts rates for first time in more than a decade*, in *Politico.eu*, 21 luglio 2022;
- J. TREECK, *ECB makes major new interest rate hike in bid to combat inflation*, in *Politico.eu*, 27 ottobre 2022;
- J. TREECK, *German court says yes to recovery fund – but maybe not much else*, in *Politico.eu*, 6 dicembre 2022;
- A. TRUGER, *Reforming EU Fiscal Rules: More Leeway, Investment Orientation and Democratic Coordination*, in *Intereconomics*, vol. 55, 2020;
- G. TURATI, *Pnrr: difficile confinare la salute in un solo capitolo*, in *LaVoce.info*, 22 dicembre 2020;
- V. VANDERMEULEN – W. ROEGER – K. MC MORROW – A. HRISTOV – N. CARNOT – M. BUTI, *Potential output and EU fiscal surveillance*, in *VoxEu.org*, 23 settembre 2019;
- S. VERICK – I. ISLAM, *The Great Recession of 2008-2009: Causes, Consequences and Policy Responses*, in *IZA discussion paper*, n. 4934, 2010;
- F. VIANELLO, *La moneta unica europea*, in *Economia e Lavoro*, n. 1, 2013;
- M. VIGNALI, *Gualtieri spinge sul MES, risparmio di 300 milioni l'anno. Ma Conte temporeggia*, in *Milano Finanza*, 21 ottobre 2020;
- A. VILLAFRANCA, *Consiglio Europeo: i tre nodi del Recovery Fund*, in *Ispionline.it*, 24 aprile 2020;
- A. VILLAFRANCA, *La Germania di Angela Merkel alla guida dell'UE*, in *IspiOnline.it*, 1 luglio 2020;
- M. WEBER, *La politica come professione*, Milano, 2017;

- J.H.H. WEILER, *The State “über alles” - Demos, Telos and the German Maastricht Decision*, in *EUI Working Papers*, n. 19, 1995;
- J.H.H. WEILER, *The “Lisbon Urteil” and the Fast Food Culture*, in *Eur J Int’l Law*, vol. 20, 2009;
- B. WHITE, *Trump goes to war with the FED*, in *Politico.com*, 11 ottobre 2018;
- V. WIELAND – C. SCHMIDT – I. SCHNABEL – L. FELD, *Divergence of liability and control as the source of over-indebtedness and moral hazard in the European monetary union*, in *VoxEu.org*, 7 settembre 2015;
- T. WIESER, *Fiscal rules and the role of the Commission*, in *VoxEu.org*, 21 maggio 2018;
- G.B. WOLFF – S. TAGLIAPIETRA – K. LENAERTS, *How much investment do we need to reach net zero?*, in *Bruegel.org*, 25 agosto 2021;
- G. ZAGREBELSKY, *La tragedia greca e la sovranità spodestata*, in *La Repubblica*, 28 luglio 2015;
- S. ZAN, *La crisi dei corpi intermedi*, in *Il Mulino*, n. 4, 2015;
- A. ZEI, *Karlsruhe e Next Generation EU: la decisione del 26 marzo 2021*, in *Nomos. Le attualità del diritto*, n. 1, 2021;
- C. ZILIOLI – M. SELMAYR, *La Banca Centrale Europea*, Milano, 2007;
- J. ZILLER, *L’insoutenable pesanteur du juge constitutionnel allemande*, in *Rivista Eurojus*, n. 2, 2020;
- L. ZINGALES, *Europa o no. Sogno da realizzare o incubo da cui uscire*, Milano, 2014;