



15 GIUGNO 2022

Il rischio stagflazione: un nuovo incentivo a riformare la BCE

di Matteo Bursi

Dottorando di ricerca in Lavoro, sviluppo e innovazione
Università di Modena e Reggio Emilia



Il rischio stagflazione: un nuovo incentivo a riformare la BCE*

di Matteo Bursi

Dottorando di ricerca in Lavoro, sviluppo e innovazione
Università di Modena e Reggio Emilia

Abstract [It]: Il presente scritto si pone il fine di analizzare come il rischio stagflazione stia influenzando la politica monetaria della Banca Centrale Europea e, nel suo complesso, è teso ad avanzare una proposta di riforma dell'istituto euro-unitario mirata a seguire il modello della Federal Reserve statunitense. Nello svolgere tale studio, ci si prefigge di combinare elementi giuridici, storico-economici e politologici al fine di creare un quadro di analisi trasversale in grado di cogliere i diversi profili che la materia *de qua* va a toccare.

Title: The risk of stagflation: a new incentive to reform the ECB

Abstract [En]: The aim of this paper is to analyse how the risk of stagflation is affecting the current monetary policy carried out by the European Central Bank and, generally, is addressed towards a reform proposal of the ECB designed on the Federal Reserve model. In doing so, we combine juridical elements with historical-economic and politological issues in order to create a multidisciplinary framework able to describe at best the subject.

Parole chiave: Politica monetaria, stagflazione, BCE, Federal Reserve, proposta di riforma

Keywords: Monetary policy, stagflation, ECB, Federal Reserve, reform proposal

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.

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

Nel 2016, l'allora Presidente della Commissione Europea, Jean-Claude Juncker¹, utilizzò il termine “policrisi” per descrivere il contesto che si trovava a fronteggiare l'Unione in quegli anni². 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

* Articolo sottoposto a referaggio.

¹ 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](#).

² Prendendo, per la verità, a prestito l'espressione (come rileva A. TOOZE, *L'anno del rinoceronte grigio*, Feltrinelli, Milano, 2021, p. 20) dal sociologo francese Edgard Morin (cfr. infatti, E. MORIN, *Terra-patria*, Raffaello Cortina Editore, Milano, 1994).

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 2014³.

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*⁴, 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 sovrani⁵, muove indubbiamente da aspirazioni politico-solidaristiche 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 dipendente⁶.

Pare dunque sensato porsi lo stesso interrogativo che proprio due pensatori russi riportarono come titolo di due loro diverse opere⁷: 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

³ 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.

⁴ Si veda *Recovery Plan for Europe*, testo consultabile sul sito della [Commissione Europea](#).

⁵ 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 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.

⁶ 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.

⁷ Si fa riferimento a N.G. ČERNYSEVSKIJ, *Che fare?*, Garzanti, Milano, 2004; e a V.I. LENIN, *Che fare?*, Editori Riuniti, Roma, 1974.

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 inflazione”⁸. 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 neoclassica⁹. 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

⁸ Gli studi economici sul punto sono, ovviamente, sterminati. A titolo indicativo, v. M. MARCONI, *Introduzione*, in M. MARCONI (a cura di), *La stagflazione*, Il Mulino, 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*, Academic Press, New York, 1979, oppure R. HINSHAW, *Stagflation: an international problem*, Dekker, 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*, Feltrinelli, Milano, 2017, pp. 211-231.

⁹ 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*, Edward Elgar, Cheltenham, 2002 e A. RONCAGLIA, *L'età della disgregazione. Storia del pensiero economico contemporaneo*, Laterza, Bari, 2019, pp. 164-200.

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 Woods¹⁰. 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)¹¹. Questo cambiamento internazionale accrebbe dunque il grado di autonomia delle banche centrali europee, le quali persero l'obbligato 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 prezzi¹². 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:

- la validità della curva di Phillips; per cui, ad un aumento dell'inflazione, corrispondeva una riduzione del tasso di disoccupazione¹³;
- 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 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*, Laterza, Bari, 2000.

¹¹ 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.

¹² 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*, I.B. Tauris, Londra, 2016.

¹³ 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.

10% annuo¹⁴, e, al contempo, attraversarono una fase di complessiva stagnazione economica in cui il tasso di disoccupazione, seppur non in maniera eccessivamente marcata, andava crescendo¹⁵. 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-LM¹⁶, 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 operatori economici¹⁷.

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 sociale¹⁸ e, sovente, non si opposero al rafforzamento di meccanismi automatici di adeguamento dei salari

¹⁴ 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.

¹⁵ 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.

¹⁶ 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.

¹⁷ 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.

¹⁸ 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*, Feltrinelli, 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.

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 vita¹⁹. 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'interesse²⁰. Questo inedito tentativo non venne portato avanti con estrema rigidità²¹, eppure permise al marco di preservare una certa stabilità e di emergere nello scenario europeo come valuta di riferimento²².

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 politico²³: invero, la Bundesbank non si legò all'azione condotta dal Governo, né favorì meccanismi di indicizzazione dei salari²⁴, 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

¹⁹ 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*, Donzelli, Roma, 2018.

²⁰ 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.

²¹ 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.

²² 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.

²³ 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, 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*, Mandarin, Londra, 1992.

²⁴ Il Presidente della Bundesbank dell'epoca, Karl Klasen, nel confrontarsi con Partiti 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*, Hoepli, Milano, p. 132.

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 valuta²⁵. 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'Estaing²⁶. 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”²⁷; 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 privati²⁸.

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 stagflazione²⁹. In questa situazione però, a differenza di quanto accaduto dopo la Guerra dello Yom Kippur, la risposta delle banche centrali si caratterizzò per

²⁵ 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*, Jovene Editore, Napoli, 2016.

²⁶ Sul tema C. GIANNINI, *L'età delle banche centrali*, Il Mulino, Bologna, p. 287.

²⁷ Cfr. *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti, Anno 1973*, Banca d'Italia, 31 maggio 1974, p. 426.

²⁸ 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*, Giuffrè Editore, Milano, p. 241.

²⁹ Sul tema J. BUCHAN, *Days of God: The Revolution in Iran and its consequences*, Hachette, Parigi, 2012.

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 Volcker³⁰ 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 1983³¹.

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 tedeschi³² ma, dall'altro lato, la Germania sperimentò rispetto ad altri Stati europei un marcato aumento della disoccupazione ed una bassa crescita del PIL³³.

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 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

³⁰ 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*, Praeger, New York, 1984.

³¹ I dati, sia quelli relativi alla disoccupazione che al tasso d'inflazione, sono tratti dal [Fondo Monetario Internazionale](#).

³² 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](#).

³³ 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](#).

di un nuovo assetto che teneva in considerazione le influenze derivanti da nuove correnti di pensiero, come il sopracitato monetarismo³⁴. 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 privato³⁵.

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 Weimar³⁶, è infatti più che ragionevole affermare che un aumento incontrollato dei prezzi possa dar vita ad alcuni effetti³⁷ 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)³⁸;
- 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

³⁴ 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".

³⁵ 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.

³⁶ 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*, Neri Pozza Editore, Vicenza, 2011.

³⁷ 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*, Il Mulino, Bologna, 2020.

³⁸ 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.

credito³⁹;

- una maggior instabilità per i commerci internazionali data dalle fluttuazioni dei tassi di cambio;
- l'innescò 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 deflazione⁴⁰. 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)⁴¹.

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 Europea⁴².

³⁹ 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).

⁴⁰ I rischi derivanti da un periodo di deflazione sono ben spiegati, impiegando i modelli tipici su cui si basa la macroeconomia contemporanea, da A. BAGLIONI, *Le frontiere della politica monetaria*, Hoepli, Milano, 2021, pp. 41-43.

⁴¹ 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.

⁴² 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

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 mesi⁴³.

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 registrata⁴⁴. 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*⁴⁵.

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 perplessità 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.

⁴³ Sul tema, *ex plurimis*, P. SEILER, *The Ukraine war has raised long-term inflation expectations*, in *VoxEU*, 12 marzo 2022.

⁴⁴ 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](https://www.federalreserve.gov). 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](https://ec.europa.eu/eurostat).

⁴⁵ 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.

Nell'operato dei due istituti di emissione emerge però chiaramente una differenza nelle modalità⁴⁶. Invero, la Federal Reserve, per bocca del suo Presidente, aveva prospettato la fine dei nuovi acquisti sin dall'agosto del 2021⁴⁷, per poi iniziare a concretizzarla a novembre, annunciare quindi a dicembre la chiusura definitiva per marzo 2022⁴⁸ e, infine, comunicare nel mese di maggio l'inizio di una progressiva riduzione del bilancio⁴⁹. Dall'altra parte, la BCE ha invece proceduto con maggiore cautela, decidendo di avviare il *tapering* del *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP)⁵⁰ solo a dicembre 2021 e mantenendo, comunque, il pre-esistente *Asset Purchase Programme* (APP)⁵¹ fino al terzo trimestre del 2022⁵²; 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 PEPP⁵³.

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%⁵⁴, per poi comunicare, ad inizio maggio, la decisione di raggiungere la fascia 0,75%-1%⁵⁵ 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'inflazione⁵⁶.

⁴⁶ 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.

⁴⁷ Conferenza "Macroeconomic Policy in an Uneven Economy" di Jackson Hole del 27 agosto 2021, testo consultabile sul sito della [Federal Reserve](#).

⁴⁸ Comunicato FOMC del 15 dicembre 2021, consultabile sul sito della [Federal Reserve](#).

⁴⁹ *Federal Reserve issues FOMC statement* del 4 maggio 2022, si veda il sito della [Federal Reserve](#).

⁵⁰ 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.

⁵¹ 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.

⁵² 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](#).

⁵³ 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](#)).

⁵⁴ *Federal Reserve issues FOMC statement* del 16 marzo 2022, consultabile sul sito della [Federal Reserve](#).

⁵⁵ *Federal Reserve issues FOMC statement* del 4 maggio 2022, si veda il sito della [Federal Reserve](#).

⁵⁶ 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](#)

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

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 recente⁵⁷ 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 successivo⁵⁸. 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 negativi⁵⁹.

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/PIL⁶⁰. 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

[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](#).

⁵⁷ 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](#).

⁵⁸ 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](#).

⁵⁹ 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.

⁶⁰ 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](#).

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 all'opportunità, o meno, di contenere la spesa pubblica al fine di preservare la sostenibilità dei bilanci⁶¹. 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 Taylor⁶², 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 subordine⁶³. Pertanto, la Banca Centrale Europea ha su di sé un onere più

⁶¹ 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, *Bce addio, per il debito pubblico italiano sta iniziando un doloroso ritorno alla normalità*, in *Domani*, 14 aprile 2022.

⁶² 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.

⁶³ 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. ZILIOLI – M. SELMAYR, *La Banca Centrale Europea*, Giuffrè Editore, Milano, 2007, p. 80.

circoscritto rispetto a quello della Federal Reserve, la quale, per quanto previsto dal *Federal Reserve Act*⁶⁴, deve bilanciare la stabilità dei prezzi ed il sostegno al mercato del lavoro⁶⁵. Queste finalità “macro” 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 valore⁶⁶.

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 crescita⁶⁷. Va da sé però che, dinnanzi ad un

⁶⁴ 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”.

⁶⁵ Sulla differenza presente fra BCE e FED in termini 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.

⁶⁶ 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.

⁶⁷ 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.

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 venire⁶⁸. Riferendoci al caso euro-unitario, pertanto, sembra giuridicamente difficile, Trattati alla mano, 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 anni⁶⁹. 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*⁷⁰, 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 PSPP⁷¹.

⁶⁸ 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 fenomeno che causa un aumento dei prezzi è marcatamente transitorio, una risposta istantanea potrebbe causare più danni che benefici.

⁶⁹ 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..

⁷⁰ Il *Public Sector Purchase Programme* è parte dell'*Asset Purchase Programme* e ne rappresenta probabilmente l'architrave: 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](https://www.ecb.europa.eu).

⁷¹ 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.

Nella vicenda *Weiss*, alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea venne chiesto di pronunciarsi su due quesiti principali⁷²:

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?

II) poteva lo strumento in questione essere considerato una violazione del divieto di finanziamento diretto dei bilanci statali (*ex* articolo 123 TFUE)⁷³?

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 Francoforte⁷⁴. 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*⁷⁵ o le soglie massime di detenzione⁷⁶, che limitavano gli effetti sulle finanze pubbliche e

⁷² Le questioni in tutto erano cinque; si sono riportate nel testo quelle che, secondo il punto di vista di chi scrive, risultano più rilevanti.

⁷³ 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.

⁷⁴ 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».

⁷⁵ 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».

⁷⁶ 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

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 l’istituzione del PEPP erano state alquanto “annacquate”⁷⁷. 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 redditi⁷⁸) ma anche da alcune considerazioni di lungo periodo di carattere macroeconomico: si fa riferimento alla più che ventennale

non poterli rivendere al SEBC sui mercati secondari, essendo in ogni caso escluso un acquisto della totalità dei titoli emessi”.

⁷⁷ 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.

⁷⁸ 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.

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 monetarismo⁷⁹.

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.

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 problematiche⁸⁰. 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?

⁷⁹ 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.

⁸⁰ Cfr. A. BAGLIONI, *Le frontiere, cit.*, pp. 112-161.

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-agente⁸¹ che la rende autonoma rispetto al potere politico ma che, al contempo, la vincola ad un fine prestabilito ed alquanto stringente⁸²; questo era d'altronde il "modello Bundesbank" di "*rule-based discretion*"⁸³, 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 dottrina⁸⁴ 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?

⁸¹ 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 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.

⁸² Considerando la stringente finalità attribuita all'istituto di emissione euro-unitario, C. ZILJOLI – 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.

⁸³ Sul tema M.J.M. NEUMANN, *Monetary Targeting in Germany*, in I. KURODA (a cura di), *Towards more effective monetary policy*, Palgrave Macmillan, Hampshire, 1997, pp. 176-198.

⁸⁴ 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*, Edizioni di Comunità, Milano, 1988, p. 340.

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 prezzi⁸⁵.

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”⁸⁶; proprio questi assunti stanno

⁸⁵ 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, 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*, Academic Press, 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*, Rizzoli, Milano, 2014, pos. Kindle 334 di 2762.

⁸⁶ 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*, Rubbettino, 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

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 legislativo⁸⁷. 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 meglio⁸⁸.

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 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 privi⁸⁹. 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

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 ordoliberal 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.

⁸⁷ 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.

⁸⁸ 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.

⁸⁹ Di questo parere era J.K. GALBRAITH, *Storia dell'economia. Passato e presente*, Rizzoli, Milano, 1990, p. 303. Su questa linea si pongono anche, nel complesso dei loro scritti, P. CIOCCA, *La banca che ci manca*, Donzelli Editore, 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).

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 stabile⁹⁰. 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 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 studioso⁹¹ 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

⁹⁰ 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*, The MIT Press, Cambridge, 2012.

⁹¹ 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.

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*⁹²: 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 mesi⁹³ od al già menzionato obbligo di acquisto dei titoli pubblici imposto ad alcuni istituti di emissione negli anni '70.

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

⁹² 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.

⁹³ 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. PITEL, *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.

pari di Parlamento e Governo⁹⁴; 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 indipendenti⁹⁵ non si pongono in una posizione troppo dissimile da quella sopra esposta, andando a toccare diritti fondamentali pur non essendo elette direttamente dal corpo elettorale⁹⁶. In quest'ottica, quindi, l'istituto di emissione diverrebbe parte di quella struttura di *checks and balances* che sorregge le società occidentali⁹⁷, trasformandosi a tutti gli effetti in un "custode della Costituzione economica" che assume decisioni "altamente politiche" senza rientrare però per questo proprio nel sistema politico⁹⁸. Nel caso specifico della BCE, oltretutto, si ragiona di un organo

⁹⁴ 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.

⁹⁵ 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*, Il Mulino, Bologna, 2000, pp. 46 e ss.

⁹⁶ 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)*, ETS Edizioni, 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, Bruno Mondadori, 2012, pp. 131-134.

⁹⁷ 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.

⁹⁸ 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".

collegiale⁹⁹ 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 politico¹⁰⁰: conferire una facoltà di questo tipo ai Parlamenti nazionali od all’Eurogruppo¹⁰¹ 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 consolidandosi¹⁰², 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 vista¹⁰³.

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.

⁹⁹ 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*, The MIT Press, Cambridge, 1998, p. 22.

¹⁰⁰ 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.

¹⁰¹ 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.

¹⁰² 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.

¹⁰³ Sulla necessità per la Banca Centrale di essere trasparente nell’adottare le proprie decisioni, si è espresso anche G. TEUBNER, *Nuovi, cit.*, p. 133.

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 specifici¹⁰⁴. 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*¹⁰⁵ 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 merito¹⁰⁶. Sono esistite in passato, ed esistono anche nei giorni attuali, possibili "minacce" verso l'indipendenza della FED dalla politica¹⁰⁷ ma, superato anche lo *stress test* rappresentato da Donald Trump¹⁰⁸, è ragionevole affermare come l'istituto di emissione statunitense sia riuscito negli anni a preservare un buon grado di autonomia che gli ha permesso di fronteggiare adeguatamente gli andamenti

¹⁰⁴ 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 University Press, Princeton, 2017.

¹⁰⁵ 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/).

¹⁰⁶ 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 University Press, 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.

¹⁰⁷ 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, 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.

¹⁰⁸ 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 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.

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 passata¹⁰⁹. In tal senso, un'altra norma fondamentale che dovrebbe essere oggetto di 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

¹⁰⁹ 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](https://www.commission.europa.eu).

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 bilancio¹¹⁰.

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 economici¹¹¹. 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 ineludibili.

¹¹⁰ 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 (*Enfuria e panico. Storia delle crisi finanziarie*, Laterza, 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.

¹¹¹ "[...] 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.