

Università degli Studi di Verona

**Politica monetaria e indipendenza delle banche centrali:
l'esperienza della Banca Centrale Europea nella crisi
globale**

Intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia

Salvatore Rossi

Complesso universitario di Vicenza, 19 novembre 2014

1. L'indipendenza delle banche centrali nella teoria e nella storia ¹

Si inizia a parlare di indipendenza delle banche centrali fin quasi dalla loro nascita. In un saggio del 1824 David Ricardo accusa la Banca d'Inghilterra, fondata oltre un secolo prima, di essere prona al potere esecutivo². Egli identifica i tre pilastri dell'indipendenza di una banca centrale: separazione istituzionale tra il potere di creare denaro e quello di spenderlo, divieto di finanziamento monetario del bilancio dello Stato, obbligo in capo alla banca centrale di render conto della politica monetaria svolta (*accountability*).

I suggerimenti di Ricardo vengono ripresi dalla Conferenza di Bruxelles del 1920, tenutasi sotto l'egida della Lega delle Nazioni con lo scopo di individuare le politiche migliori per contrastare la crisi economica e finanziaria conseguente alla prima Guerra mondiale. Alla stabilità dei prezzi è attribuito il rango di obiettivo primario, ma – sostiene il Rapporto finale della Conferenza – perché sia raggiunto occorre affidarlo a banche centrali indipendenti dai rispettivi governi³.

Questi principi vengono per lungo tempo dimenticati dopo la seconda guerra mondiale. Si fa strada nel pensiero economico e fra i *policy makers* la convinzione che una certa dose di inflazione sia necessaria per sostenere l'occupazione e la crescita. In molti paesi la politica monetaria è dominata dalle esigenze del bilancio pubblico (“dominanza fiscale”) e le banche centrali agiscono come compratori di ultima istanza dei titoli di Stato nel momento in cui questi vengono emessi sul mercato primario⁴. L'indipendenza delle banche centrali gode di scarse tutele istituzionali.

La “stagflazione” degli anni Settanta rende improvvisamente evidente ciò che economisti preveggenti come Edmund Phelps avevano anticipato nel decennio precedente⁵: nel breve periodo può anche esservi un *trade-off* fra inflazione e disoccupazione, ma questo scompare nel lungo. Al radicale ripensamento teorico si

accompagna una modifica in profondità degli assetti istituzionali e dei comportamenti.

La letteratura economica torna a guardare alla stabilità dei prezzi come a un valore supremo e ne indica due presupposti: l'indipendenza delle istituzioni a cui è affidato il compito di assicurarla – le banche centrali – e l'adozione da parte loro di obiettivi espliciti.

La necessità che una banca centrale dichiari un obiettivo esplicito, in modo che esso sia più difficilmente modificabile dalle autorità politiche, è già presente in uno scritto di Milton Friedman del 1962, dal significativo titolo “*Should there be an independent monetary authority?*”.⁶ Si chiede Friedman come si possa “*creare un sistema monetario che sia stabile, libero da interferenze governative irresponsabili e che non possa essere utilizzato come fonte di potere per minacciare la libertà economica e politica*”. Egli punta su esperti indipendenti, ai quali esclude tuttavia di affidare ampia discrezionalità, preferendo che siano fissate norme che assegnino alla politica monetaria un compito e un obiettivo ben precisi.

Negli anni Settanta Robert Lucas, Thomas Sargent e altri complicano il quadro: non basta – essi sostengono – assegnare alla banca centrale il compito di preservare la stabilità dei prezzi; gli agenti privati hanno aspettative razionali, quindi la politica monetaria deve essere coerente nel tempo (*time-consistent*) per essere anche credibile⁷. Un governo sarà sempre tentato di sfruttare il *trade-off* di breve periodo tra crescita e inflazione, senza badare ai costi di lungo periodo. Per scongiurare questo rischio occorre una banca centrale veramente indipendente.⁸ Numerose verifiche empiriche confortano questi assunti teorici⁹.

2. Il Sistema europeo delle banche centrali

Il Trattato di Maastricht, firmato nel 1992, fa tesoro del nuovo paradigma.

L'articolo 127 dell'attuale versione del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, che ha incorporato i principi fissati nel Trattato di Maastricht, stabilisce che

*“l'obiettivo principale del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) ... è il mantenimento della stabilità dei prezzi”*¹⁰. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) successivamente chiarirà che per stabilità dei prezzi deve intendersi un tasso d'inflazione su livelli inferiori, ma prossimi, al 2 per cento nel medio periodo.

L'indipendenza è invece affermata dall'articolo 130, che enuncia: *“... né la Banca centrale europea né una banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni, dagli organi o da organismi dell'Unione, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni, gli organi e gli organismi dell'Unione nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti”*.

Il Trattato fissa pertanto degli obblighi sia per le autorità di politica monetaria, che non possono piegarsi a pressioni politiche, sia per i governi, ai quali è proibito di esercitarle.

È interessante notare come il Trattato faccia propria la proposta che Ricardo aveva formulato quasi due secoli prima, fornendo una base giuridica ai tre principi da lui elaborati.

La separazione istituzionale tra i poteri pubblici di creazione e di spendita di denaro è stabilita dall'articolo 128, che recita: *“la Banca centrale europea ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote in euro all'interno dell'Unione.”* Il finanziamento monetario dello Stato è proibito dall'articolo 123: *“Sono vietati la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia ... a istituzioni, organi od organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito ...”* Infine, l'articolo 284 obbliga la

BCE a trasmettere al Parlamento europeo, alla Commissione e al Consiglio europeo una relazione annuale¹¹. L'obbligo di rendiconto, associato a un mandato chiaro, fa sì che l'autorità di politica monetaria possa essere valutata *ex post* e sia quindi *accountable*.

Fin qui le norme. E nella sostanza?

In un questionario inviato alla fine degli anni Novanta a un ampio numero di banche centrali si chiedeva che cosa significasse per loro essere indipendenti. Nell'80 per cento delle risposte pervenute veniva menzionata la libera capacità della banca centrale di scegliere gli strumenti più adatti agli obiettivi¹²; insomma, una vera autonomia operativa. Non ce ne dobbiamo sorprendere: è stato detto che quella del banchiere centrale è più un'arte che una scienza¹³. Nel campo delle scienze naturali, da analisi quantitative si fanno discendere specifici strumenti operativi. La politica monetaria si avvale anch'essa di modelli, ma non può fare a meno di valutazioni qualitative. Diceva Paul Samuelson, *“preferirei Bob Solow a un modello econometrico per formulare una previsione, ma Bob Solow è meglio con un modello che senza”*.

Lo statuto del SEBC e della BCE consente di utilizzare un'ampia gamma di strumenti e di scegliere qualsiasi metodo operativo di controllo monetario si ritenga appropriato¹⁴. Sappiamo però come l'effettiva indipendenza funzionale possa essere valutata solo sulla base dell'esperienza storica: va verificato che gli strumenti a disposizione della banca centrale, pur numerosi, non siano di fatto inadeguati a fronteggiare problemi inattesi; che nel momento in cui emerga la necessità di nuovi strumenti non si palesino vincoli all'autonomia operativa.

3. L'Eurosistema e la crisi finanziaria globale

Il lungo periodo cosiddetto della Grande Moderazione, fino allo scoppio della crisi finanziaria globale, non è stato un buon banco di prova per misurare l'efficacia dell'impianto statutario e operativo dell'Eurosistema: tutte le banche centrali dei

paesi avanzati potevano con successo mantenere la stabilità dei prezzi con strumenti convenzionali, grazie a formidabili fattori facilitanti come l'affermazione delle economie emergenti e il forte effetto calmieratore sui prezzi da queste esercitato. La crisi ha cambiato tutte le carte in tavola.

L'eccezionalità dello sforzo espansivo richiesto alle banche centrali, su cui ancora aleggiava lo spettro degli errori commessi durante e dopo la Grande Depressione degli anni Trenta, ha imposto il ricorso a misure non convenzionali: offerta illimitata di liquidità, acquisti sul mercato secondario di titoli pubblici e privati, *swaps* in valuta, *forward guidance* e molto altro.

L'effettiva indipendenza funzionale dell'Eurosistema è stata provata dalla tempestività con cui si è messa in campo una vasta gamma di misure non convenzionali in risposta alla crisi. La BCE era la prima banca centrale a contrastare le tensioni nel mercato interbancario con immissioni di liquidità, fino a 100 miliardi di euro già nell'agosto del 2007¹⁵. Dopo il dissesto della banca d'investimento statunitense *Lehman Brothers*, quando la crisi assumeva dimensioni tali da far temere il collasso del sistema finanziario globale, la BCE, oltre a ridurre velocemente i tassi ufficiali, prendeva a usare, per rifinanziare le banche, aste a tasso fisso con soddisfacimento integrale della domanda di fondi (*fixed rate full allotment*) e ampliava il novero di attività ammesse a garanzia. Già così facendo la BCE aumentava del 60 per cento la dimensione del proprio bilancio nel corso del 2008¹⁶.

Nel 2009-2010 allo sconquasso dei sistemi finanziari provocato dalla crisi, alla recessione che ne conseguiva, si aggiungeva in Europa la crisi del "debito sovrano" di alcuni paesi dell'area. Alla scoperta della vera situazione dei conti pubblici in Grecia seguiva un collasso della fiducia degli investitori internazionali innanzitutto in quel paese; successivamente, in rapida sequenza, emergevano dubbi sulla sostenibilità del debito pubblico in Irlanda, a causa dello scoppio della bolla immobiliare e dalla conseguente crisi bancaria; in Portogallo, a causa dei perduranti squilibri macroeconomici. Dall'estate del 2011, dopo l'annuncio del coinvolgimento degli investitori privati nella ristrutturazione del debito greco, le tensioni assumevano

natura sistemica e colpivano la Spagna, dove anche si stava avendo un forte ridimensionamento del mercato immobiliare, che coinvolgeva le banche fortemente esposte in quel settore; infine l'Italia, resa vulnerabile dall'elevato debito pubblico e dall'apparente incapacità di generare crescita economica anche nel medio-lungo periodo.

Fino a quel momento ci si era illusi che l'Eurosistema potesse condurre la propria politica monetaria semplicemente considerando l'area dell'euro come uno stato nazionale. I dubbi di taluni sulla coerenza logica di un tale modello erano stati messi in sordina dagli innegabili successi della politica monetaria unica nei primi dieci anni dall'avvio. Ricordo due espressioni dubbiose: la "moneta senza Stato" di Tommaso Padoa-Schioppa¹⁷ e la "zoppia" di Carlo Azeglio Ciampi: "*... nel momento stesso in cui si è creato l'euro, si è infatti creata una zoppia tra politica monetaria e politica economica: essendo attribuita la prima alla Banca Centrale Europea e affidata ancora la seconda in notevole misura ai governi nazionali. Questa zoppia, che denunciavamo già molto tempo addietro viene corretta con troppa lentezza*"¹⁸. Invece, si credette che un'Europa claudicante fosse più che sufficiente a tenere il passo spedito dell'economia moderna.

La crisi del debito sovrano ha segnato uno spartiacque. Ha reso chiaro che l'incompletezza dell'integrazione europea può compromettere la politica monetaria: ne ostacola la trasmissione tra i paesi dell'area, mina l'indipendenza funzionale della banca centrale. Per almeno tre motivi.

In primo luogo, la crisi dei debiti sovrani ha destato timori che l'euro possa rompersi. Un evento fino a quel momento considerato a probabilità nulla è entrato, agli occhi dei mercati internazionali, nella sfera delle possibilità. Ne è conseguita, soprattutto nel 2011, la richiesta di un alto premio sul rendimento dei titoli pubblici dei paesi del Sud Europa. L'assenza di una unione fiscale è così balzata in primo piano e la zoppia si è vista in tutta la sua capacità destabilizzante.

Ne è conseguita una forte segmentazione del mercato finanziario europeo lungo confini nazionali, segnando una brusca regressione del faticoso processo di integrazione che avanzava da un quindicennio. Si sono interrotti i flussi di capitale tra paesi del Nord e paesi del Sud di quella che dovrebbe essere un'area valutaria unica¹⁹.

Infine, tutto questo si è riflesso in una corrispondente segmentazione del mercato bancario. Alle banche nei cui bilanci abbondavano quei titoli pubblici che erano sotto il tiro dei mercati veniva addossato lo stesso carico di timori attribuito ai rispettivi “sovrani”²⁰; si sa che le banche tendono ovunque ad avere nel proprio attivo una quota relativamente maggiore di titoli pubblici emessi nel proprio paese di insediamento.

È indubbio che all'origine dei rischi improvvisamente percepiti dagli investitori vi fossero anche, nei paesi sotto stress, squilibri gravi che si erano andati accumulando in anni ben precedenti la crisi finanziaria globale. In misura maggiore o minore a seconda dei paesi: eccessivo indebitamento pubblico o privato, scarsa competitività, incerte prospettive di crescita economica, elevato squilibrio esterno. La moneta unica aveva steso un velo di uniformità sul giudizio dei mercati, che la crisi dei debiti sovrani ha squarciato, rivelando la difformità dei debitori. Ciò non deve tuttavia far perdere di vista la natura essenzialmente sistemica delle difficoltà che hanno colpito tutta l'area.

4. Che poteva fare la BCE?

La BCE ha reagito. A maggio del 2010 attivava il Programma per i mercati obbligazionari (*Securities Markets Programme, SMP*), che prevedeva acquisti di titoli pubblici e privati sul mercato secondario; gli acquisti venivano estesi ai titoli italiani e spagnoli nell'estate del 2011. A dicembre di quello stesso anno venivano annunciate due operazioni di rifinanziamento delle banche a tre anni (*Longer Term Refinancing Operations, LTROs*), con l'obiettivo di contrastare gli effetti che le

tensioni sui titoli di Stato e i deflussi di capitali stavano avendo sulla raccolta all'ingrosso delle banche di alcuni paesi dell'area. Ad agosto del 2012, di fronte a rinnovati timori sulla reversibilità dell'euro, la BCE annunciava di essere pronta a effettuare *Outright Monetary Transactions* (OMT): acquisti di titoli di Stato sul mercato secondario emessi da Stati che si assoggettassero alla condizione di definire un programma europeo di aiuto finanziario. Tali acquisti non sono a oggi mai stati fatti, non sono neanche stati formalmente adottati i relativi atti, in attesa che la Corte di Giustizia si pronunci sul ricorso pregiudiziale della Corte Costituzionale tedesca; ma il loro solo annuncio è valso a calmare le ansie dei mercati.

L'efficacia di queste misure non va sottovalutata. Esse hanno ridotto le tensioni nei mercati monetari e dei capitali ed evitato una più forte contrazione dell'offerta di credito, con ciò frenando il deterioramento dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria. Secondo analisi della Banca d'Italia, l'effetto complessivo sul PIL italiano delle misure che ho elencato è valutabile in poco meno di tre punti percentuali nel biennio 2012-2013²¹.

Queste misure hanno anche fatto risaltare l'autonomia operativa dell'Eurosistema, che ha potuto utilizzare una vasta gamma di strumenti, scegliendo di volta in volta quello più adatto a contrastare le diverse forme con cui la crisi finanziaria si manifestava.

Il successo delle misure straordinarie della BCE non deve, tuttavia, far dimenticare le difficoltà che la politica monetaria nell'area dell'euro sta affrontando in questi anni. La crisi finanziaria globale e quella del debito sovrano hanno fatto emergere rischi per l'indipendenza *de facto* dell'Eurosistema, che sarebbe ingenuo ignorare o sottovalutare.

Ne citerò due. Il primo riguarda l'autonomia finanziaria e discende dal fatto che le misure non convenzionali hanno dilatato le dimensioni del bilancio della BCE, sebbene in questo momento molto meno di quanto non si osservi nel Sistema della

Riserva Federale americana e nella Banca del Giappone. La qualità dei titoli detenuti o accettati come garanzia a fronte del rifinanziamento bancario si è abbassata.

In linea di principio, misure monetarie di stabilizzazione macroeconomica possono portare alla banca centrale che le adotta sia perdite sia profitti²². Le misure non convenzionali prese dalla BCE negli ultimi anni hanno generato profitti nel suo bilancio. Ma se una banca centrale incorresse in perdite la sua reputazione verrebbe minacciata²³, e potrebbero sorgere dubbi sulla sua capacità di perseguire i propri obiettivi; infine, potrebbero montare pressioni politiche per ridurre l'indipendenza. Ciò è particolarmente vero nel caso dell'Eurosistema, che non solo gestisce una moneta senza Stato, ma fronteggia una pluralità di Stati che in questi anni di crisi hanno acuito la loro sensibilità nei confronti di ciò che li divide, anziché consolidare ciò che li unisce.

Il secondo, e ben più importante, rischio sta appunto nell'incompletezza della costruzione europea.

Taluni invocano modifiche del Trattato per ampliare obiettivi e strumenti della BCE²⁴. In particolare, si vorrebbe che, a imitazione del caso americano, si aggiungesse all'obiettivo della stabilità dei prezzi uno, esplicito e di pari rango, in termini di livelli di disoccupazione o di occupazione; si vorrebbe anche consentire alla BCE l'acquisto di titoli di Stato direttamente all'emissione. Non sta naturalmente a me, banchiere centrale, dire quali debbano essere gli obiettivi che le istituzioni assegnano a una banca centrale. Ma queste rischiano di essere false soluzioni a un falso problema.

Mantenere nel medio termine una dinamica dei prezzi contenuta come quella indicata nell'obiettivo della BCE equivale a garantire che sullo stesso orizzonte temporale l'economia operi al suo livello potenziale, con il capitale fisico e quello umano pienamente utilizzati. Assegnare alla BCE un mandato duale non implicherebbe alcun passo avanti. Quanto agli acquisti di titoli di Stato sul mercato primario, questa facoltà, che può mettere a rischio l'indipendenza di qualunque banca

centrale, non è in realtà concessa a nessuna di quelle dei paesi avanzati, neanche di quelle che hanno intrapreso massicci programmi di *quantitative easing* sul mercato secondario, come dimostra proprio il caso della Riserva Federale americana e della Banca d'Inghilterra, che è pure soggetta ai vincoli del Trattato europeo.²⁵

Il problema vero sta nell'essere l'euro una moneta senza Stato. La teoria economica e la stessa esperienza di altre unioni monetarie indicano come ciò, indipendentemente dai vincoli formali, complichino molto la vita di chi ha la responsabilità di una politica monetaria unica, soprattutto quando si tratta di prendere misure non convenzionali che possono avere sostanziali ricadute fiscali e redistributive²⁶. In assenza di un'autorità fiscale unica, sorge il timore in alcuni di una redistribuzione "occulta" tra paesi, non deliberata dagli organi politici rappresentativi e fatta passare tramite il bilancio dell'Eurosistema.

Questo timore, oggi assai vivo nei paesi del Nord Europa, ha condizionato l'utilizzo dell'SMP e ha imposto, quando si è trattato di disegnare le OMT, una rigida condizionalità, per sventare casi di "azzardo morale" da parte dei paesi in maggiori difficoltà di finanza pubblica, in ultima analisi per impedire o limitare al massimo i trasferimenti fiscali fra Stati. Ma che cosa sarebbe successo all'Europa intera se nell'estate del 2012 il Presidente Draghi non avesse assicurato che la BCE avrebbe fatto tutto il necessario (*"whatever it takes"*) per preservare l'euro?

Al momento della creazione dell'euro si discusse a lungo della opportunità che la moneta unica fosse accompagnata da una unione fiscale, e non mancarono pareri contrari, paradossalmente legati proprio alla tutela dell'indipendenza della costituenda BCE. Padoa-Schioppa scriveva nel 1999: *"Se il Presidente della Banca centrale europea non è affiancato dal "suo" ministro o dal "suo" governo, ciò può accrescere il suo senso di indipendenza e porlo al riparo da influenze scomode"*. Egli soggiungeva però, subito dopo: *"Ma nella percezione dei mercati, della comunità internazionale, degli stessi cittadini, la mancanza di uno "Stato dell'euro" costituisce un'anomalia e una debolezza"*²⁷.

Il Trattato ben proteggerebbe l'indipendenza della BCE anche nel caso in cui essa si trovasse a confrontarsi con un'unica autorità fiscale; in tal caso, anzi, sarebbe più agevole rispondere con la politica monetaria a *shocks* asimmetrici, che colpiscano uno o più paesi dell'area ma non altri.

Abbiamo fatto importanti progressi in questa direzione: i meccanismi di gestione delle crisi, le riforme nella *governance* fiscale e macroeconomica, la stessa unione bancaria, da completare²⁸. Resta aperta la domanda: quanto è realistico oggi immaginare ulteriori progressi verso una unione fiscale fra i paesi che hanno voluto darsi una moneta unica? Può concepirsi una progressiva centralizzazione di alcune funzioni pubbliche?²⁹ O anche solo un maggiore coordinamento delle politiche di bilancio nazionali, che tenga in considerazione la situazione del complesso dell'area dell'euro?³⁰

5. Convergenze e divergenze nell'Europa di oggi

Quando l'euro nacque le economie che gli diedero vita mostravano differenze e divergenze: a un gruppo di paesi meno avanzati in crescita più rapida ma con una più alta inflazione si contrapponeva il gruppo delle economie *core*, dalla crescita più moderata ma forti di un più alto livello di reddito pro capite e di una sostanziale stabilità dei prezzi. L'Italia era già allora in una condizione anomala: meno crescita e insieme più inflazione.

Nei suoi primi dieci anni l'euro ha creato le condizioni per una convergenza virtuosa, verso l'alto. I sei anni di crisi appena trascorsi hanno piegato all'ingiù la convergenza indirizzandola verso un "cattivo equilibrio".

L'area dell'euro è sull'orlo della deflazione. In ottobre i prezzi al consumo erano in media più alti solo dello 0,4 per cento rispetto al livello di un anno prima. La bassa inflazione è un fenomeno diffuso: solo 2 paesi su 18 hanno un tasso superiore all'1 per cento.

Il rallentamento dei prezzi fa salire i tassi d'interesse reali, quindi scoraggia gli investimenti delle imprese e deprime la domanda di credito; inoltre, rende più oneroso il servizio dei debiti in essere³¹. Una inflazione che scende fino a rasentare la deflazione ha conseguenze particolarmente gravi nell'area dell'euro oggi: ostacola il *deleveraging* nei paesi con elevato debito pubblico o privato; rallenta il riaggiustamento dei prezzi relativi tra i diversi paesi dell'area, quindi il recupero della competitività e l'eliminazione degli squilibri esterni dove è necessario.

Questi andamenti dei prezzi erano in parte inattesi. Non li ha determinati solo la componente più volatile, energetica e alimentare, ma in larga misura la debolezza della domanda. Essi rischiano di disancorare le aspettative di inflazione a lungo termine. Già oggi le aspettative a 1 e 2 anni, misurate attraverso i contratti *swap*, sono sotto l'1 per cento; tornano vicine al 2 ben oltre il 2020. Le aspettative a 5 e 10 anni sono di un'inflazione meno bassa, ma comunque inferiore al 2 per cento. La credibilità della banca centrale nel cogliere l'obiettivo della stabilità dei prezzi è chiamata in causa.

Il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato a giugno e poi ancora a settembre di quest'anno una serie di nuove misure, tra le quali l'avvio di operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTROs) e di acquisto di titoli privati (*asset-backed securities*, ABS, e obbligazioni bancarie garantite, *covered bonds*). Tali misure sono volte a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, a sostenere l'offerta di credito all'economia, a influenzare positivamente i mercati finanziari.

Come ribadito dal Presidente Draghi, il Consiglio direttivo della BCE è inoltre unanime nel suo impegno a ricorrere anche ad altri strumenti non convenzionali, nell'ambito del proprio mandato, per far fronte con efficacia ai rischi di un periodo troppo prolungato di bassa inflazione.

È importante che non si dubiti della capacità della banca centrale di stimolare la domanda aggregata quanto occorre per assicurare la stabilità dei prezzi nel medio

periodo; men che meno che si dubiti dell'indipendenza della BCE e dell'effettivo valore delle tutele istituzionali previste dal Trattato: quelle in forza delle quali i governi si sono impegnati a delegare la conduzione della politica monetaria e a non interferire con essa.

Vi sono due possibili piani di analisi della situazione, che possiamo definire della "ragione economica" e della "ragione politica". Dovrebbero procedere in parallelo, ma a volte divergono.

La ragione economica dà indicazioni chiare a chi ha oggi responsabilità di politica economica nell'area dell'euro. Gli economisti sono quasi unanimi nel rilevarvi un grave difetto di domanda aggregata, causato dall'incertezza e dalla sfiducia di molte imprese e di molte famiglie che ogni giorno devono prendere decisioni di investimento o di consumo; invocano politiche, sia monetarie sia di bilancio, espansive al massimo grado, decise e credibili, come quelle messe in campo nel resto del mondo avanzato: gli Stati Uniti, il Giappone, il Regno Unito.

La ragione politica sembra indicare una strada diversa. La crisi dei debiti sovrani ha risvegliato un mostro dormiente in Europa: la diffidenza fra nazioni. È il frutto più avvelenato della crisi. Questa diffidenza trova certo le sue basi in fatti obiettivi. In particolare, i paesi del Nord rimproverano a quelli del Sud le dissennatezze compiute nei bilanci pubblici nel corso degli anni, le tante occasioni sprecate per riformare le loro economie e farle tornare competitive. Sono giudizi grandemente diffusi nell'opinione pubblica di quei paesi, i cui governanti – esponenti politici democraticamente eletti – non possono non tenerne conto. Ne risulta da parte loro una forte insistenza sull'equilibrio dei conti pubblici: nei paesi indebitati perché vengano risanati, in quelli finanziariamente più solidi perché sia dato comunque esempio di virtù. In tutti i paesi dell'area prendono voce movimenti di opinione ostili all'euro e alla costruzione europea.

Nella condizione ciclica attuale dell'area dell'euro una tale ragione politica, che evoca valori di disciplina sociale e di moralità pubblica, rischia però di contraddire la ragione economica, producendo danni persistenti per tutta l'area.

La politica monetaria dovrebbe essere protetta da questo contrasto fra ragione economica e ragione politica proprio dallo statuto di indipendenza attribuito al sistema di banche centrali delegato ad attuarla. Questo ha finora agito coerentemente. Il dibattito interno al Consiglio direttivo della BCE che talora emerge pubblicamente è fisiologico in un organo collegiale. È nell'interesse di tutti gli europei che l'indipendenza continui a essere difesa all'interno del sistema e ben percepita all'esterno.

E tuttavia la ragione politica non può essere ignorata. Le riforme strutturali nei paesi dell'area che sono rimasti indietro nella competitività, a iniziare dal nostro, sono fondamentali per due motivi: il primo è che sono l'unico modo per sbloccare i meccanismi inceppati dello sviluppo economico; il secondo, altrettanto importante, è che esse riducano la diffidenza reciproca fra nazioni. Se quella diffidenza dovesse mettere radici l'intera costruzione europea sarebbe messa a repentaglio.

Vorrei chiudere con un'altra, illuminante citazione di Carlo Azeglio Ciampi. Sono parole che risalgono al momento dell'immissione in circolazione dell'euro: *“La moneta unica è soprattutto frutto di una volontà di coesione che, insieme alla continuità e coerenza degli ideali, costituisce la forza trainante dell'Europa. La coesione è la nostra più grande ricchezza: deve però manifestarsi attraverso una volontà, una fisionomia, una struttura anche istituzionale”*³².

Note

¹ Paragrafo basato in parte su Salvatore Rossi (2013), “*Post-crisis challenges to central bank independence*”, intervento alla LBMA/LPPM Precious Metals conference, http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdir/300913/rossi_300913.pdf

² David Ricardo (1824), “*Plan for the Establishment of a National Bank*”, John Murray, Londra.

³ Franco Spinelli e Carmine Trecroci (2006), “*Maastricht: New and Old Rules*”, *Open Economies Review*, Vol. 17, pp. 477-492.

⁴ Per il caso della Banca d’Italia, si veda Eugenio Gaiotti e Alessandro Secchi (2013), “*Monetary policy and fiscal dominance in Italy from the early 1970s to the adoption of the euro: a review*”, Banca d’Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, No. 141.

⁵ Si veda Edmund S. Phelps (1967), “*Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time*”, *Economica*, Vol. 34, 254-281 e Edmund S. Phelps (1968), “*Money-Wage Dynamics and Labor-Market equilibrium*”, *Journal of Political Economy*, Vol. 76, 678-711.

⁶ Milton Friedman (1962), “*Should There Be an Independent Monetary Authority?*”, in Leland B. Yeager (Ed.) “*In Search of a Monetary Constitution*”, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

⁷ Si veda, tra gli altri, Robert Barro e David Gordon (1983), “*Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy*”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, No.1, pp. 101–122.

⁸ Si vedano, ad esempio, Kenneth Rogoff (1985), “*The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target*”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, No. 4, pp. 1169-1189 e Carl E. Walsh (1995) “*Optimal Contracts for Central Bankers*”, *American Economic Review*, Vol. 85, No.1, pp. 150–167.

⁹ Alberto Alesina e Lawrence H. Summers (1993), “*Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence*,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25, No. 2, pp. 151-162.

¹⁰ L’articolo 127 afferma inoltre che “*Fatto salvo l’obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nell’Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell’Unione definiti nell’articolo 3 del trattato sull’Unione europea*”, tra i quali la piena occupazione. Sulla graduazione degli obiettivi del SEBC si veda però Marino Perassi (2011), “*La Banca centrale europea*”, pubblicato sull’*Enciclopedia del diritto*, Annali IV, Giuffrè Editore, Milano.

¹¹ Ulteriori forme di rendicontazione sono previste dall’articolo 15 dello statuto del SEBC e della BCE, che obbliga la BCE a compilare e pubblicare rapporti sulle attività del SEBC almeno ogni tre mesi.

¹² Lavan Mahadeva and Gabriel Sterne (2000), “*Monetary Frameworks in a Global Context*”, Rutledge, Londra. Le risposte pervenute furono 60, di cui 23 da paesi avanzati e 37 da paesi emergenti e in via di sviluppo.

¹³ Si veda Alan Blinder (1997), “*What Central Bankers Could Learn from Academics—and Vice Versa*”, *Journal of Economic Perspective*, Vol. 11, No. 22, pp. 17.

¹⁴ L’articolo 18 dello statuto del SEBC e della BCE allegato al Trattato afferma che queste “... *hanno la facoltà di: operare sui mercati finanziari comprando e vendendo a titolo definitivo (a pronti e a termine), ovvero con operazioni di pronti contro termine, prestando o ricevendo in prestito crediti e strumenti negoziabili, in euro o in altre valute, nonché metalli preziosi e di effettuare operazioni di credito con istituti creditizi ed altri operatori di mercato, erogando i prestiti sulla base di adeguate garanzie*”. L’articolo 20 autorizza il Consiglio direttivo a decidere, a maggioranza dei due terzi dei votanti, sull’utilizzo di altri metodi operativi di controllo monetario che esso ritenga appropriato.

¹⁵ Nella mattina del 9 agosto del 2007, a seguito di un’improvvisa rarefazione degli scambi e del conseguente rialzo dei tassi del mercato monetario a breve termine, la BCE è intervenuta con un’operazione di regolazione puntuale (*fine tuning*) con scadenza a un giorno assegnando a 49 banche circa 95 miliardi di euro. Altre operazioni simili sono state condotte nelle giornate successive.

-
- ¹⁶ Martina Cecioni, Giuseppe Ferrero e Alessandro Secchi (2011), *“Unconventional monetary policy in theory and in practice”*. Banca d’Italia, Questioni di Economia e Finanza, No. 102.
- ¹⁷ Espressione utilizzata in varie occasioni. Si veda, ad esempio, Tommaso Padoa-Schioppa (2004), *“L’euro e la sua banca centrale. L’unione dopo l’Unione”*, il Mulino, Bologna.
- ¹⁸ In un intervento pubblico del settembre 2002 il Presidente della Repubblica, Carlo Azeglio Ciampi, notava che *“... nel momento stesso in cui si è creato l’euro, si è infatti creata una zoppia tra politica monetaria e politica economica: essendo attribuita la prima alla Banca Centrale Europea e affidata ancora la seconda in notevole misura ai governi nazionali. Questa zoppia, che denunciavamo già molto tempo addietro viene corretta con troppo lentezza”*.
- ¹⁹ Martina Cecioni e Giuseppe Ferrero (2012), *“Determinants of TARGET2 imbalances”*, Banca d’Italia, Questioni di Economia e Finanza, No. 136.
- ²⁰ Paolo Angelini, Giuseppe Grande e Fabio Panetta (2014), *“The negative feedback loop between banks and sovereigns”*, Banca d’Italia, Questioni di Economia e Finanza, No. 213
- ²¹ Marco Casiraghi, Eugenio Gaiotti, Lisa Rodano e Alessandro Secchi (2013), *“The impact of unconventional monetary policy on the Italian economy during the sovereign debt crisis”*, Banca d’Italia, Questioni di Economia e Finanza, No. 203.
- ²² Milton Friedman, *“The Case for Flexible Exchange Rates”*, Essays in Positive Economics, University of Chicago Press, 1953, pp. 157 - 203.
- ²³ Si veda, ad esempio, Ulrich Bindseil, Andres Manzanares e Benedict Weller (2004), *“The role of central bank capital revisited”*, ECB working paper seires, No. 392.
- ²⁴ Per una discussione sull’obiettivo di stabilità finanziaria e le relative implicazioni per la politica monetaria, si veda Ignazio Visco (2014), *“The challenges for central banks”*, Central Banking: Quarterly Journal, Vol. XXV, No. 1.
- ²⁵ Dalla sezione 14 (Open-Market Operations) del Federal Reserve Act: *“Notwithstanding any other provision of this chapter, any bonds, notes, or other obligations which are direct obligations of the United States or which are fully guaranteed by the United States as to the principal and interest may be bought and sold without regard to maturities but only in the open market”*.
- ²⁶ Kevin H. O’Rourke e Alan M. Taylor (2013), *“Cross of Euros”*, Journal of Economic Perspectives, Vol, 27, No. 3, pp. 167-192.
- ²⁷ Tommaso Padoa-Schioppa (1999), *“Moneta, Commercio, Istituzioni: esperienze e prospettive della costruzione europea”*, Lectio doctoralis per il conferimento della Laurea Honoris Causa in Economia Internazionale del Commercio e dei Mercati Valutari, Trieste.
- ²⁸ Si veda, ad esempio, Ignazio Visco (2014), *“L’uscita dalla crisi del debito sovrano: politiche nazionali, riforme europee, politica monetaria”*, Lectio magistralis, Almo Collegio Borromeo, Pavia
- ²⁹ Fabrizio Balassone, Sandro Momigliano, Marzia Romanelli e Pietro Tommasino, *“Just round the corner? Pros, cons, and implementation issues of a fiscal union for the Euro area”*, Banca d’Italia, mimeo.
- ³⁰ Intervista del Governatore, Ignazio Visco, a La Repubblica di Federico Fubini, *“Italia, hai poco tempo”*, 7 settembre 2014.
- ³¹ Si veda il riquadro *“I rischi per la stabilità finanziaria dell’area dell’euro derivanti dalla bassa inflazione”* nel Rapporto sulla Stabilità finanziaria No.2, Banca d’Italia, novembre 2014.
- ³² Intervento del Presidente della Repubblica, Carlo Azeglio Ciampi, in occasione della cerimonia celebrativa dell’immissione in circolazione dell’euro, 26 novembre 2001.