



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Indipendenza della Banca Centrale e Stato di diritto

Sergio Nicoletti Altimari*

Capo del Dipartimento Economia e Statistica della Banca d'Italia

Corte costituzionale

9 giugno 2025

Signor Presidente, Signori giudici della Corte, illustri partecipanti, vi ringrazio per l'invito e considero un privilegio trovarmi qui.

Il mio collega Frank Elderson ha brillantemente illustrato come le banche centrali siano oggi, in Europa come nelle altre moderne democrazie, parte integrante di un sistema che si fonda sullo Stato di diritto (*rule of law*)¹ e come ciò rappresenti una condizione necessaria affinché esse possano esplicare il loro mandato².

Ha inoltre ricordato che il principio di indipendenza delle banche centrali è un elemento importante di quel complesso sistema di pesi e contrappesi (*checks and balances*) e di bilanciamento tra poteri che è un caposaldo dello Stato di diritto. Grazie a questo principio, sancito dai trattati alla base della costituzione europea e dalle leggi degli stati membri, le banche centrali possono agire in autonomia e senza condizionamenti, se non i limiti e gli obblighi stabiliti dalla legge.

Non è stato sempre così. L'indipendenza delle banche centrali è il risultato di un'evoluzione lunga e complessa, che ha visto trasformazioni profonde sia nella pratica istituzionale sia nel pensiero economico.

Nel mio intervento cercherò di dar conto delle ragioni storiche ed economiche per cui si è giunti a conferire questa prerogativa, per molti versi peculiare nel contesto dei pubblici poteri, alle banche centrali. Mi soffermerò quindi brevemente sulle caratteristiche principali dell'assetto stabilito dalla legislazione europea, per concludere con qualche considerazione sulle prospettive e sui rischi futuri.

* Ringrazio Federico Barbiellini Amidei, Raffaele D'ambrosio, Massimo Doria, Giuseppe Ferrero e Matteo Gomellini per il prezioso aiuto nella preparazione di questo intervento.

¹ Una nozione materiale di Stato di diritto, che prenda sinteticamente in considerazione gli ambiti considerati dalle diverse tradizioni giuridiche, può essere definita dai seguenti tratti distintivi: la soggezione del potere pubblico alla legge; la separazione e l'equilibrio tra i poteri; la chiarezza e conoscibilità delle leggi e il rispetto della certezza giuridica; la garanzia e tutela giurisdizionale dei diritti fondamentali.

² Elderson, F. (2025) *The rule of law as a constitutional pillar of European central banking*, Keynote speech at the Italian constitutional court. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp250609~3b37304c9f.en.html>.

1. Indipendenza nella gestione della moneta: evoluzione teorica e istituzionale

Da quando esistono sistemi economici organizzati, la moneta svolge funzioni essenziali per la società: servire come unità di conto, mezzo di scambio e riserva di valore. Il governo della moneta ha però assunto forme diverse nel tempo, in un continuo divenire determinato dall'evolversi delle economie e delle istituzioni, di cui la banca centrale rappresenta la tappa più recente.

Le attività tipiche di banca centrale hanno tuttavia radici lontane. Nel tardo medioevo l'espansione del commercio e il nascere di un sistema finanziario articolato hanno richiesto la creazione di istituti – privati o pubblici – preposti all'emissione e al governo della moneta³.

Secondo Curzio Giannini, l'evoluzione delle banche centrali va intesa come un processo di adeguamento istituzionale messo in moto dallo sviluppo di tecnologie di pagamento⁴.

In sistemi economici sempre più complessi diventa necessario aumentare la flessibilità dell'offerta di moneta, rispetto alla rigidità e scarsa disponibilità di monete metalliche con un valore intrinseco – in oro, argento o altri metalli⁵. Ciò richiede la trasformazione della tecnologia di pagamento in forme via via più astratte e quindi più manipolabili – dalla moneta merce, alla moneta rappresentativa, alla moneta fiduciaria, cartacea prima, digitale poi. Si rende più pressante il problema di definire forme di governo che ne garantiscano il mantenimento del valore nel tempo – ovvero la stabilità dei prezzi nella loro unità di conto – essendo questa una condizione necessaria affinché la moneta possa svolgere le sue funzioni e promuovere uno sviluppo economico ordinato.

In tali sistemi acquisisce assoluta rilevanza la fiducia. Giannini sostiene che la moneta è essa stessa un'istituzione, *"che per sorreggersi ha bisogno di fiducia: fiducia nel suo potere di acquisto, fiducia nella persistenza della convenzione in virtù della quale il passaggio di mano della moneta esaurisce l'atto di pagamento"*⁶.

La fiducia però viene meno quando il potere di emettere moneta viene utilizzato in maniera incompatibile con la stabilità del suo valore. Come la storia insegna, sia il potere esecutivo dello Stato sia gli emittenti privati sono stati frequentemente indotti a sfruttare

³ Bindseil, U. (2019), *Central Banking Before 1800, A Rehabilitation*, Oxford University Press, United Kingdom.

⁴ Giannini, C. (2004), *L'età delle banche centrali. Forme e governo della moneta fiduciaria in una prospettiva istituzionalista*, Il Mulino, Bologna. Le considerazioni di questa sezione si basano in larga parte sull'interpretazione neo-istituzionalista di Curzio Giannini, economista della Banca d'Italia, scomparso nel 2003 e autore di numerosi scritti sull'evoluzione della moneta e della politica monetaria.

⁵ Come illustrato da Carlo Cipolla, i processi di innovazione finanziaria, dal tardo Medioevo in poi, sono stati guidati dall'esigenza di assecondare, tramite la ricerca di forme monetarie più flessibili, la secolare tendenza all'aumento della domanda di moneta frutto dello sviluppo economico e della crescente divisione sociale del lavoro. Si veda Cipolla, C. M. (2025), *Viaggi e avventure della moneta: Una conversazione con Thomas J. Sargent e Robert M. Townsend*, Il Mulino, Bologna e Cipolla, M. C. (2020), *Moneta e civiltà mediterranea*, Il Mulino, Bologna.

⁶ Giannini (2004), op. cit..

i vantaggi derivanti dal controllo dell'emissione della moneta – ovvero dalla possibilità di mobilitare rapidamente ingenti risorse finanziarie⁷.

Questa tensione tra funzione economica della moneta e interessi (pubblici o privati) divergenti è riemersa frequentemente nella storia del governo della moneta. L'esigenza di porre limiti agli interventi del governo o alla discrezionalità dei privati è peraltro emersa da subito: già le prime banche centrali furono dotate di statuti che stabilivano salvaguardie, quali l'obbligo di mantenere una quota adeguata di riserve (tipicamente oro o argento) o restrizioni al finanziamento diretto dello Stato⁸.

Ma è con David Ricardo che il principio di "autonomia" dell'autorità monetaria viene enunciato per la prima volta⁹. In uno scritto del 1824, di sorprendente modernità, Ricardo sostiene che il controllo della moneta deve essere affidato a un organo tecnico, collocato all'interno dello Stato ma sottratto ai condizionamenti del potere esecutivo e che risponda a posteriori sul proprio operato al potere legislativo. Idee che vedranno piena attuazione solo nella seconda metà del Novecento.

Tra la fine dell'800 e la prima parte del '900, avviene la trasformazione degli emittenti in vere e proprie banche centrali dalla struttura proprietaria pubblica o quasi-pubblica¹⁰. Sul piano operativo, le banche centrali assumono, con modi e tempi diversi, anche il ruolo di prestatrici di ultima istanza e, in alcuni casi, come per la Banca d'Italia con la legge del 1926¹¹, di organi di vigilanza bancaria. Questa evoluzione riflette la stretta connessione tra stabilità monetaria e stabilità del sistema finanziario.

In questa fase il grado di autonomia delle banche centrali è soggetto a forti oscillazioni; le due guerre mondiali rappresentano momenti di inevitabile subordinazione delle operazioni alle necessità belliche.

⁷ All'origine della costituzione di molte banche centrali vi è spesso un'azione dello Stato, motivata dal desiderio di finanziare attività belliche. È un passaggio storico-istituzionale che accomuna, ad esempio, la Banca d'Inghilterra, la Banca di Francia, la Banca di Prussia, o la Banca Nazionale nel Regno d'Italia. D'altro canto, anche quando la gestione veniva affidata a emittenti privati – spesso proprio per arginare l'ingerenza dei governi – emergevano distorsioni e manipolazioni, oltre che episodi di fallimento o di instabilità finanziaria.

⁸ Bindseil (2019), op. cit.

⁹ Ricardo, D. (1824), *Plan for the Establishment of a National Bank*, J. Murray Publisher, London. Già nella seconda metà del 1700, Hume e Smith avevano sostenuto che la stabilità del valore della moneta è fondamentale per preservare la fiducia nella moneta stessa, e che chi emette la moneta deve farlo senza avere come obiettivo quello di manipolarne il valore, in funzione delle proprie necessità. D. Hume, *Of Money*, 1752; A. Smith, *Wealth of Nations*, 1776.

¹⁰ La Banca d'Italia, pur mantenendo una struttura di capitale privata, assume fin dai primi anni di esistenza finalità prettamente pubbliche. Il 3 dicembre 1900 nella prima seduta del consiglio superiore dopo la sua nomina al vertice della Banca, Bonaldo Stringher chiariva che si sarebbe sforzato di "tutelare le ragioni dei nostri azionisti, [ma] avendo sempre rivolto lo sguardo all'interesse generale della economia italiana» (ASBI, verbali del consiglio superiore, 3 dicembre 1900, p. 885). Con la legge bancaria del 1936 e le conseguenti modifiche statutarie, si definisce la natura della Banca d'Italia come istituto di diritto pubblico. Si mantengono in buona parte in un ambito privatistico le norme di funzionamento dell'istituto, dal governo societario alle forme della contabilità.

¹¹ Per una completa trattazione della storia della Banca d'Italia dalle origini fino alla Seconda guerra mondiale, si veda Toniolo, G. (2022), *Storia della Banca d'Italia – Tomo I – Formazione ed evoluzione di una banca centrale, 1893-1943*, Collana Storica della banca d'Italia, Serie Contributi e Saggi – vol. XIV, Il Mulino, Bologna.

Nel secondo dopoguerra si fa strada la visione keynesiana: alle banche centrali è assegnato il ruolo di concorrere con la politica monetaria alla stabilizzazione del ciclo economico, sostenendo l'attività e l'occupazione, spesso in posizione ancillare alle politiche economiche del governo. Ma esse riguadagnano progressivamente gradi di autonomia e rafforzano la loro reputazione. Per la Banca d'Italia ciò si traduce soprattutto nella possibilità di far valere la propria visione nel processo di definizione delle politiche economiche¹²; la sua autonomia in materia monetaria resta tuttavia limitata da obblighi di finanziamento diretto al Tesoro fino al 1981¹³.

È con le crisi degli anni Settanta che il problema del controllo dell'inflazione torna a essere prominente. Si affermano teorie economiche che, mettendo al centro la formazione delle aspettative degli agenti economici, forniscono sostegno all'idea che la stabilità dei prezzi debba essere un obiettivo prioritario della politica monetaria. Assumono importanza la credibilità delle banche centrali, la loro capacità di assumere l'impegno irrevocabile (*commitment*) di prendere decisioni coerenti con il raggiungimento dell'obiettivo e quindi la loro indipendenza da altri poteri decisionali¹⁴.

Tra gli anni Ottanta e Novanta il principio di indipendenza delle banche centrali viene incorporato nella legislazione o nelle prassi istituzionali di tutte le democrazie dei paesi avanzati.

2. L'indipendenza della banca centrale nell'Unione Europea

Il Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) e lo Statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) e della Banca Centrale Europea definiscono mandato e ambiti di indipendenza della banca centrale.

Come in altre legislazioni, l'indipendenza è di tipo funzionale: gli obiettivi sono stabiliti per legge dagli organi istituzionali preposti; la banca centrale gode di ampia discrezionalità nell'utilizzare gli strumenti a sua disposizione per conseguirli. Il Trattato assegna al SEBC l'obiettivo principale di mantenere la stabilità dei prezzi¹⁵ e, fatto salvo questo obiettivo,

¹² Gigliobianco, A. (2006), *Via Nazionale. Banca d'Italia e classe dirigente. Cento anni di storia*, Donzelli, Roma.

¹³ Nel luglio del 1981, a partire da una lettera del Ministro del Tesoro Beniamino Andreatta, si realizza il cosiddetto «divorzio» tra le due istituzioni che libera la Banca dall'impegno di intervenire per l'acquisto dei Buoni del Tesoro rimasti invenduti alle aste.

¹⁴ Tra i principali contributi a questi filoni di ricerca si annoverano: Phelps, E. (1967), Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time, *Economica* 34, August; Kydland, F. E e Prescott, E. C. (1977), Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of political economy* 85, June; Barro, R. J. e Gordon, D. B. (1983), Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, *Journal of Monetary Policy* 12, June.

¹⁵ La BCE ha in seguito stabilito un target quantitativo di inflazione pari al 2 per cento; il motivo principale per cui è stato scelto un tasso di inflazione basso ma positivo è quello di limitare i rischi di deflazione, che comporta costi maggiori di una moderata inflazione. Si veda <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>.

di sostenere le politiche economiche generali e contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione¹⁶.

L'indipendenza funzionale è garantita da disposizioni che prevedono l'indipendenza istituzionale (divieto di accettare istruzioni da, o estendere finanziamenti diretti ad altri organi dell'Unione, stati membri ed enti pubblici), personale (norme di protezione dell'autonomia dei membri dell'esecutivo), finanziaria e organizzativa.

In linea con i principi dello Stato di diritto, la discrezionalità della banca centrale è limitata da alcuni obblighi di legge ed è soggetta al controllo giurisdizionale della Corte di giustizia della UE (CGUE). Due vincoli appaiono particolarmente rilevanti: il rispetto del principio di proporzionalità e l'obbligo di rendere conto delle proprie azioni (*accountability*).

La proporzionalità è un principio legale alla base dell'architettura europea che impegna tutti gli organi decisionali dell'Unione ad agire limitandosi a quanto necessario per raggiungere gli obiettivi stabiliti, valutando gli effetti più generali delle proprie azioni. Oltre a dover utilizzare con parsimonia i propri strumenti, ciò implica che la banca centrale persegua la stabilità dei prezzi, prediligendo il corso di azione, tra quelli possibili, che faciliti maggiormente, o che danneggi meno, il conseguimento degli altri obiettivi dell'Unione¹⁷.

Rendere conto e motivare le proprie azioni è un naturale obbligo a fronte dell'esercizio di un potere ampio conferito dai legislatori. La BCE e le banche centrali nazionali lo rispettano con rapporti periodici al Parlamento europeo e ai parlamenti nazionali, oltre che con la pubblicazione di resoconti delle sedute degli organi decisionali e delle analisi condotte a supporto delle decisioni.

Quest'ultimo aspetto è essenziale. L'equilibrio tra indipendenza tecnico-funzionale e legittimità democratica è infatti delicato. L'*accountability* e la trasparenza sono necessarie per ridurre il rischio che si crei una disconnessione tra l'azione della banca centrale e il sentimento diffuso (e gli obiettivi) della società civile e degli altri organi istituzionali.

Per ottemperare ai propri compiti, le banche centrali necessitano di indipendenza. Ma indipendenza non vuol dire isolamento. Rendere conto con trasparenza delle proprie azioni, collaborare con le istituzioni e con gli organi responsabili per le politiche economiche, interagire con la società civile e con il sistema produttivo, contribuire al dibattito pubblico con le proprie analisi e comunicare con chiarezza, sono elementi chiave per rafforzare le basi di legittimità e credibilità nell'esercizio del proprio mandato.

¹⁶ Nell'ambito economico tali obiettivi includono (art. 5 TUE): "lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente".

¹⁷ Si veda F. Elderson (2022), *Proportioning policy action to the evidence: making the monetary policy strategy of the ECB concrete*, keynote speech at the Institute of International & European Affairs webinar, March.

3. Questioni aperte e rischi

I drammatici shock economici degli ultimi due decenni – dalla crisi finanziaria globale alla pandemia e alla crisi energetica – hanno mostrato l'importanza e l'efficacia dell'indipendenza funzionale della BCE e dell'Eurosistema (che include, oltre alla BCE, le banche centrali nazionali dei paesi che hanno adottato l'euro). I risultati ottenuti nei quasi 30 anni di operatività sono lusinghieri: l'inflazione è stata in media pari al 2,1 per cento, essenzialmente in linea con l'obiettivo annunciato.

Non mancano, tuttavia, elementi di preoccupazione.

Il primo, evidente, deriva dall'incompletezza della Unione Economica e Monetaria. La BCE, unica tra i paesi avanzati, agisce in un contesto in cui operano, oggi, venti diversi stati, con altrettante diverse politiche economiche, normative non pienamente armonizzate e mercati finanziari spesso ancora separati da confini nazionali.

La fragilità insita in questa condizione, sottolineata fin dall'inizio da autorevoli personalità¹⁸, è venuta drammaticamente alla luce a seguito della crisi finanziaria globale e, ancor più, con la crisi dei debiti sovrani, quando la stessa sopravvivenza della moneta comune è stata messa in discussione¹⁹. I meccanismi di riequilibrio a fronte di shock economici, che negli stati unitari o federali sono forniti dalla politica fiscale e da mercati dei capitali pienamente integrati, sono assenti o carenti nella UE. In questa situazione la politica monetaria può essere meno efficace; in casi estremi, può essere costretta, in un ruolo di "supplenza", a utilizzare i propri strumenti in maniera molto energica, con il rischio di incorrere anche in dispute di natura legale²⁰.

La risposta alla crisi pandemica, con l'adozione del programma *Next Generation EU* e le misure incisive da parte dell'autorità monetaria, ha mostrato come un'azione coerente di politica fiscale e politica monetaria a livello europeo possa risultare efficace. Si è trattato però di una soluzione *una tantum*, non si sono creati meccanismi permanenti. Come spesso richiamato dal Governatore della Banca d'Italia, l'Europa necessita di un nuovo modello di sviluppo, di una capacità di bilancio centrale e di un debito comune per finanziare investimenti e innovazione, facilitando così anche l'integrazione del mercato dei capitali²¹.

¹⁸ Una condizione che Carlo Azeglio Ciampi definiva di "zoppia" tra politica monetaria e politica economica e Tommaso Padoa-Schioppa di "moneta senza stato". Padoa-Schioppa, T. (2004), *L'euro e la sua banca centrale. L'unione dopo l'Unione*, il Mulino, Bologna.

¹⁹ Per una trattazione delle conseguenze di queste crisi per la politica monetaria e l'indipendenza della banca centrale si veda S. Rossi, *Politica monetaria e indipendenza delle banche centrali: l'esperienza della Banca Centrale Europea nella crisi globale*, intervento al Complesso universitario di Vicenza, 19 novembre 2014.

²⁰ Rilevano in particolare i ricorsi costituzionali che sono stati presentati al *Bundesverfassungsgericht* (caso Weiss) riguardo al programma di acquisto di titoli pubblici (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP) della BCE, su cui si è espressa la CGUE. Nella sentenza dell'11 dicembre 2018 (C-493/17, Weiss), la CGUE ha escluso qualsiasi travalicamento del mandato di politica monetaria da parte della BCE.

²¹ Si veda ad esempio F. Panetta, *Un patto europeo per la produttività*, intervento al XX Foro di dialogo Spagna-Italia (AREL-CEOE-SBEES), Barcellona, 3 dicembre 2024.

Una seconda questione riguarda l'innovazione digitale. Essa offre opportunità enormi per rendere più efficiente e accessibile il sistema dei pagamenti, riducendo i costi e ampliando la gamma di prodotti e servizi per famiglie e imprese.

Le banche centrali non possono rimanere ferme di fronte all'innovazione. Anche nel nuovo mondo digitale va preservato il ruolo della moneta pubblica.

La moneta emessa dalla banca centrale non rappresenta solo l'ancora monetaria. Essa è anche l'elemento costitutivo del sistema dei pagamenti, dell'insieme cioè di regole, infrastrutture, servizi e strumenti che consentono il corretto dispiegarsi dell'attività economica e contribuiscono a preservare, per tale via, la coesione sociale e civile. Questa caratteristica primigenia della moneta costituisce uno dei motivi per cui la sua emissione e gestione è oggi affidata a un soggetto pubblico indipendente, la banca centrale.

Rispetto al passato, nell'era digitale il valore del sistema dei pagamenti come abilitatore per l'accesso a beni e servizi si è ulteriormente accentuato; avere accesso a pagamenti sicuri e inclusivi rappresenta oggi una condizione di piena "cittadinanza digitale". È anche per questi motivi che l'Eurosistema sta lavorando alla realizzazione di una versione digitale della banconota, che possa affiancarsi a quest'ultima con l'obiettivo di difendere il valore della moneta e la fiducia dei cittadini nel suo utilizzo, senza lasciare nessuno indietro o escluso.

In un mondo in cui si affacciano nuovi rischi – ad esempio quelli relativi alle criptoattività, prodotti per lo più opachi e volatili, che si prestano anche più facilmente a usi illeciti – questa responsabilità delle banche centrali assume ancora più valore. È per questo che il Governatore nelle sue recenti Considerazioni finali ha segnalato che *"... sarebbe illusorio pensare che l'evoluzione delle criptoattività possa essere governata solo con divieti o vincoli normativi. Serve una risposta all'altezza della trasformazione tecnologica in atto, capace di soddisfare la domanda di strumenti digitali di pagamento sicuri, efficienti e accessibili, preservando il ruolo della moneta di banca centrale. Il progetto dell'euro digitale nasce esattamente da questa esigenza"*²².

4. Conclusioni

La stabilità monetaria e finanziaria, un sistema dei pagamenti affidabile, efficiente e inclusivo sono beni pubblici fondamentali. Garantirli vuol dire proteggere il potere d'acquisto dei cittadini, permettendo loro di godere del frutto del proprio lavoro e del proprio risparmio. Vuol dire anche rispettare un principio di equità, poiché sono tipicamente le fasce più deboli della popolazione che soffrono le conseguenze dell'instabilità monetaria.

Nelle moderne democrazie il compito di fornire questi beni pubblici è affidato a banche centrali indipendenti dal potere esecutivo e da altre interferenze esterne, secondo principi propri dello Stato di diritto. In un momento di forte cambiamento e incertezza,

²² F. Panetta, *Considerazioni finali del Governatore*, 30 maggio 2025, Roma.

in cui si affacciano nuove minacce, l'Europa resta un baluardo di questi principi. Le banche centrali possono dare un contributo a tutelarli, innanzitutto agendo con determinazione, competenza e integrità in tutti i campi di responsabilità – politica monetaria, sistema dei pagamenti, vigilanza sul sistema bancario.

Ma è soprattutto dando nuovo slancio al progetto europeo che si potranno rafforzare i valori fondanti delle nostre democrazie.