

Nuovi vecchi equilibri tra Moneta e Bilancio

Breve nota della Redazione



In un seminario di tanti anni fa - correva il 1996 in quel di

Louvain la Neuve in Belgio - saltò fuori questo paragone a proposito della politica monetaria: come l'acqua per le piante grasse. Sono passati tanti anni e i ricordi assai sfocati ma, a fianco alle nozioni più tecniche, sopravvive questo esempio impressionista che, come una tavola di Monet, non dice nulla di preciso ma lascia intuire molto e, soprattutto, rimanda al buon senso empirico.

Per tutto l'inverno autunno le piante grasse sono in quasi letargo, hanno bisogno praticamente di nulla. Innaffiarle non le fa crescere e, al contrario, può addirittura danneggiarle; ce ne sono alcune (quelle della famiglia della Euphorbie, per esempio) che vanno rapidamente in putrefazione se toccano acqua al momento sbagliato. Al contrario, nei mesi caldi, le piante grasse quanta più acqua ricevono tanto più ne assorbono, e quella che non trasformano subito in nuove pale o nuove protuberanze va a gonfiare quelle già esistenti, che funzionano come veri e propri serbatoi di liquidi che li rilasciano a mano a mano che è

utile. Nei mesi in cui è più attiva, una pianta grassa ha una velocità di espansione sorprendente, e può cambiare dimensioni addirittura nel giro di pochi giorni.

Che cosa ha a che fare tutto questo con la moneta? È, in versione allegorica, una delle maniere per tenere assieme le varie teorie sulla moneta e sulle funzioni della politica monetaria che, in diversi momenti dell'ultimo secolo, si sono proposte come soluzioni definitive, quasi scientifiche, salvo poi doversi riconoscere parziali, non sbagliate ma certamente non sempre valide. Si è adesso in uno di questi momenti in cui Moneta e Bilancio si stanno riassetando in un nuovo equilibrio?

1. Moneta e Bilancio nei corsi universitari anni '90

Chi (come me) ha acquisito i fondamenti nei primi anni '90 sa che, subito dopo avere preso confidenza nei corsi di Economia Politica con la sintesi neoclassica di Keynes (il modello "IS-LM", Hicks-Modigliani-Hansen), nei successivi corsi di Politica Economica, coerenti con la visione del momento, il ruolo della moneta veniva visto in una luce minimalista. Se nella sintesi neoclassica, fatta

eccezione per il caso estremo della “trappola della liquidità” (con curva LM verticale), la politica monetaria produce effetti di varia misura sulla dinamica del PIL e dell’occupazione e può essere combinata con quella di bilancio, teoria e prassi di politica economica sviluppate e approfondite negli anni ’90 sottolineavano costantemente la necessità che la politica monetaria avesse come obiettivo principale se non esclusivo la stabilità dei prezzi e dei valori reali.

La moneta - questa era l’impostazione - è uno strumento tanto potente quanto imperscrutabile nelle modalità e nei tempi con cui produce effetti sul sistema economico (la *black box* di Friedmann e dei Monetaristi¹). La cosa migliore che una Banca centrale può fare è custodire il valore della moneta come parte delle fondamenta del vivere associato e come base solida su cui si possano poggiare le scelte economiche di produzione, investimento e consumo. Non si trattava solo di una posizione politica conservativa (anche se originava da ambienti *conservative* e così veniva spesso commentata ²). Quell’impostazione era suggerita anche dalla fase di alta inflazione e addirittura di stagflazione che aveva caratterizzato, con varie intensità e durata, i Paesi occidentali industrializzati tra la metà degli anni ’70 e la metà degli ’80, dalla quale si era faticato a uscire e che si voleva scongiurare per il futuro.

In quegli anni³ sembrò necessario assegnare alla politica monetaria (alla Moneta) una funzione ben circoscritta, di elemento costitutivo della struttura dell’economia e il

più possibile invariante nel tempo, un punto di riferimento affidabile su cui edificare le politiche economiche reali (le manovre di Bilancio⁴). Ma - come si diceva - il rapporto tra Moneta e Bilancio non è sempre stato improntato a questa suddivisione e, per certi versi, specializzazione di funzioni. Al contrario, dal Secondo Dopoguerra a oggi ha mostrato aspetti diversi e sostenuto equilibri altrettanto diversi, che è utile ripercorrere in estrema sintesi, sino ad arrivare alla *policy post COVID-19*.

2. Moneta e Bilancio dal Dopoguerra ai ’70: in equilibrio keynesiano

Durante tutto il Dopoguerra e sino agli anni ’70, si può dire che la politica monetaria sia stata “ancillare” a quella di bilancio. In piena temperie keynesiana, a comandare erano le scelte di spesa, a cominciare da quelle in conto capitale, prima per la ricostruzione post bellica e dopo per la modernizzazione infrastrutturale e lo sviluppo industriale. La politica monetaria si adattava alle scelte di spesa, la Moneta si adattava al Bilancio. In Italia sono stati gli anni della prima fase, quella più incisiva e costruttiva, dell’IRI repubblicana e della Cassa per il Mezzogiorno prima dell’avvento delle Regioni.

Questo rapporto “a guida Bilancio” è stato declinato in maniera diversa nei vari Paesi⁵ ma è stato un filo conduttore che ha accomunato tutto l’Occidente industrializzato. L’economia che cresceva, i prezzi relativamente stabili grazie all’aumento dei volumi di *output*, la fiducia

¹ Per una lettura completa ma descrittiva e agevole sul dibattito tra teorie, si suggerisce “*Teorie macroeconomiche*” di K. A. Chrystal, R. Faini, L. Guiso.

² Una inflazione alta e crescente è un fattore destabilizzante per l’intera economia e cambia i valori reali dei redditi e dei patrimoni.

³ In Italia, il cosiddetto “divorzio” tra il Ministero del Tesoro (Bilancio) e la Banca d’Italia (Moneta) è stato avviato nel 1981 e perfezionato negli anni successivi (si veda nel seguito).

⁴ Non soltanto scelte di imposizione e allocazione/redistribuzione (*tax & benefit*) ma anche costruzione del contesto giuridico, normativo e regolatorio.

⁵ La Germania, per esempio, ha avuto una storia monetaria tutta a sé, rimasta molto coerente a se stessa dal Dopoguerra a oggi e caratterizzata da una elevata avversione all’inflazione e alle sorprese monetarie.

nel Dollaro come moneta cardine internazionale (a dispetto delle quantità che affluivano dagli Us verso il resto del Mondo), tutti questi aspetti erano altrettanti tasselli di quell'equilibrio tra Moneta e Bilancio, tra Tesoro e Banca centrale, in cui a guidare erano, come si è detto, Bilancio e Tesoro. A sostenerlo ci fu anche l'avanzamento tecnologico che marcò una netta distinzione tra le potenzialità industriali prima e dopo la Guerra ⁶, e che favorì gli aumenti di produzione su grande scala contribuendo a calmierare i prezzi. Nello stesso verso spinse la creazione del primo corpo della Comunità economica europea, che nel 1957 avviò quel processo di avvicinamento tra Belgio, Francia, Germania (allora Ovest), Italia, Lussemburgo e Paesi Bassi, che sarebbe continuato a lungo, coinvolgendo anche altri Paesi europei, e sfociato nell'Unione europea. Lo sviluppo dell'interscambio tra Paesi europei contribuì alla crescita delle economie al traino della spesa pubblica e degli investimenti senza grosse ripercussioni sul lato inflazione che potessero destare preoccupazioni.

3. Moneta e Bilancio dagli anni '80: si rompe l'equilibrio keynesiano

Quell'equilibrio, durato oltre un ventennio, cominciò a venire meno a partire dalla seconda metà degli anni '70. Il fisiologico rallentamento della crescita dopo anni di ritmi sostenuti, i debiti pubblici quasi tutti più elevati che vent'anni prima, la circolazione del Dollaro *extra* Us divenuta eccessiva, la comparsa di tensioni inflative addirittura in periodi di stagnazione/recessione (non contemplate dal manuale classico keynesiano), la curva di Phillips che non trovava più riscontro empirico sul *trade-off*

tra tasso di inflazione e tasso di disoccupazione, furono questi i nuovi fatti che obbligarono a rivedere i termini del rapporto tra Tesoro e Banca centrale, tra Moneta e Bilancio, all'interno di ogni sistema Paese e molto, molto prima che il tema si ponesse per la convergenza dei Paesi aderenti all'Euro e l'adozione della moneta unica europea.

La fine della crescita del Dopoguerra la si fa simbolicamente coincidere con il doppio *shock* petrolifero, del 1973 e del 1979, date condivise a livello internazionale. In realtà, le caratteristiche delle economie e l'equilibrio di politica economica, che aveva retto sino ad allora con intonazioni a vario titolo e in varia misura keynesiane, non erano più gli stessi già da prima degli *shock*. La rottura degli Accordi di Bretton Woods precede di due anni il primo *shock* ⁷; negli Us l'inflazione aveva già superato il 5 per cento negli ultimi anni dei '60, mentre era rimasta mediamente al di sotto del 2 per cento nel decennio precedente; in Italia era già al 5 per cento alla fine degli anni '60 e nel 1972, un anno prima del primo *shock*, aveva toccato il *record* (per allora) di oltre il 10 per cento. Livelli che oggi si stenta a immaginare possibili e di cui le generazioni più giovani non hanno mai sentito parlare.

Per durata e per intensità, le tensioni inflative di allora non trovano completa e soddisfacente spiegazione nei due *shock* petroliferi. I due *shock* furono la miccia e la causa principale della fiammata, ma da soli non giustificano inflazioni costantemente alte (anche a due cifre) in tutti gli anni da inizio '70 sino alla metà degli '80. Si ha qui in mente l'Italia, ma dinamiche comparabili si

⁶ Sul punto si veda "Innovazione tecnologia e sviluppo industriale nel secondo dopoguerra", volume collettaneo per i tipi della Collana storia della Banca d'Italia (2007), <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/collana-storica/contributi/contributi-10/CSBI-contributi-10.pdf>.

⁷ La fine degli Accordi di Bretton Woods è del 1971, con la famigerata presa di posizione del Presidente della Francia Charles de Gaulle. Da allora il Dollaro non fu più convertibile a tasso fisso con l'oro.

verificarono anche negli altri Paesi⁸. Senza alcuna pretesa di portare chiavi di lettura alternative e migliori (ben al di là degli obiettivi di una breve nota non tecnica come questa), forse andrebbe ricercato un meccanismo di causalità più ampio e riflettere sul fatto che, dopo anni di crescita sostenuta e favorita anche da politiche monetarie ancillari alle scelte di bilancio, si era arrivati a un temporaneo (per quella stagione) punto di saturazione della capacità produttiva, che cominciò a scaricare sui prezzi ogni crescita della domanda⁹. In condizioni di questo genere, continuate politiche monetarie espansive (di finanziamento della spesa pubblica o di sostegno a quella privata) sono foriere con ogni probabilità di inflazione, come infatti avvenne.

I debiti pubblici con cui molti Paesi, tra cui l'Italia, si sono presentati all'inizio degli anni '80 erano figli anche di quella condizione di subalternità della politica monetaria a quella di bilancio che aveva informato tutta la lunga stagione precedente¹⁰. In Italia questa subalternità dava la certezza che ogni emissione di titoli pubblici non assorbita dal mercato venisse presa in carico dalla Banca d'Italia con contestuale creazione di base monetaria, che i tassi di interesse rimanessero sempre sotto livelli di guardia (non esistevano timori che la domanda non assorbisse tutta l'offerta), e che in qualunque momento la creazione di moneta potesse risolvere problemi di stock di debito pubblico. Gli *spread* sui rendimenti del debito pubblico

erano entità sconosciuta. Il rapporto debito/PIL raggiunse il 60 per cento all'inizio degli anni '80, mentre era poco sopra il 20 nel 1946 e poco sotto il 30 alla fine degli anni '50. L'incidenza si triplicò in trent'anni.

Anche su questo snodo - la dinamica del debito pubblico da quando è cambiato il rapporto tra Moneta e Bilancio - si deve forse fare uno sforzo di interpretazione in più rispetto alla causazione semplicistica che da molte parti si propone. Il fatto che, dopo l'avvio del divorzio Tesoro-BdI (febbraio 1981), il debito pubblico abbia continuato a crescere a ritmi sostenuti sino a toccare il 120 per cento del PIL a inizio anni '90, lungi dall'essere la prova che il divorzio era stato dannoso e non andava fatto, può essere visto come una misura indiretta di quanto sino a quel momento fosse stata ancillare e accomodante la politica monetaria, di quanta moneta venisse immessa nell'economia per finanziare a ruota o a consuntivo le scelte di bilancio e contemporaneamente tenere bassi i tassi di interesse in attesa delle successive emissioni.

Nel 1981, anno di avvio del divorzio, l'inflazione rasentò il 18 per cento; dall'anno dopo cominciò gradualmente a ridursi sino a scendere sotto il 10 per cento nel 1985 (l'ultima volta era accaduto nel 1972, 5,8 per cento), e poi sotto il 5 per cento nel 1987. Il divorzio segnò per l'Italia, prima ancora che l'inizio di nuove più bilanciate e trasparenti regole di interazione istituzionale¹¹, la fine tardiva di quella lunga stagione, comune a

⁸ Si vedano le serie storiche sull'inflazione su <https://www.inflation.eu/it/>.

⁹ Questa osservazione è frutto di alcune conversazioni informali interne al gruppo Reforming, soprattutto con Rocco Di Rella.

¹⁰ Subalternità è forse un termine un po' forte, che può risultare offensivo dell'alta qualità che da sempre ha avuto la dirigenza della Banca di Italia, ma rende l'idea di quell'equilibrio di ispirazione keynesiana in cui le scelte di spesa e investimento avevano priorità e non incontravano freni in specifici obiettivi di natura monetaria che allora non erano all'ordine del giorno.

¹¹ In realtà, nel 1981 ci fu solo un accordo epistolare tra il Ministero del Tesoro Beniamino Andreatta e il Governatore della Banca d'Italia Carlo Azeglio Ciampi. Dallo scambio epistolare i due si attendevano un forte effetto annuncio che in effetti si concretizzò. *“Come spiegò la stessa Bdi nel 2011, nelle parole dell'allora Governatore Mario Draghi, la riforma non fu subito completa: alle aste dei BOT il Tesoro continuerà a fissare un tetto massimo ai rendimenti fino al 1988-89; fino al 1994 la Banca d'Italia continuerà a intervenire discrezionalmente in asta e fino a quell'anno rimarrà anche in essere il finanziamento automatico del Tesoro tramite il conto corrente presso la Banca (si veda la nota del CPI - Osservatorio sui conti pubblici italiani “Il divorzio tra Banca*

molte Paesi e di cui si è discusso sopra, in cui le condizioni strutturali delle economie e concomitanti fattori nazionali e internazionali avevano permesso politiche economiche guidate dal Bilancio e con la Moneta a supporto adattivo¹², secondo equilibri che erano riusciti bene sino a tutti i '60, avevano cominciato a scricchiolare nei '70, e poi perso fondamento e divenuti pericolosamente distorsivi a inizio '80.

4. Moneta e Bilancio con l'Euro: un divorzio europeo e patti chiari per il futuro

L'esigenza di fissare regole di non supremazia e di interazione trasparente tra Tesoro e Banca, tra Bilancio e Moneta, è divenuta ancor più pressante quando i Paesi europei hanno varato la moneta comune. Così come è stato necessario stabilire il divieto di aiuti di Stato e dare vita a un diritto *antitrust* e della concorrenza europeo¹³ perché nessuno potesse approfittare del mercato unico, allo stesso modo si è sentita la necessità di difendere l'Euro come patrimonio comune, mettendolo al riparo da prassi e politiche monetarie che potessero essere troppo accomodanti, opportuniste o semplicemente con intonazioni non condivise da tutti i partecipanti¹⁴.

Si è scelto di fare della moneta uno dei tasselli del *level playing field* (per usare gergo *antitrust*) su cui i Paesi aderenti all'Euro potessero apertamente interagire e integrarsi da posizioni paritarie e leali. Il governo dell'Euro è stato attribuito alla

Banca centrale europea con il mandato prioritario di perseguire la stabilità dei prezzi e preservare il valore reale della moneta.

Si legge agli articoli del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (art. 282 e segg.), nella parte dedicata alla Banca centrale: *“La Banca centrale europea e le Banche centrali nazionali costituiscono il Sistema europeo di Banche centrali (SEBC). La Banca centrale europea e le Banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'Euro, che costituiscono l'Eurosistema, conducono la politica monetaria dell'Unione. Il SEBC è diretto dagli organi decisionali della Banca centrale europea. L'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo tale obiettivo, esso sostiene le politiche economiche generali nell'Unione per contribuire alla realizzazione degli obiettivi di quest'ultima. La Banca centrale europea ha personalità giuridica. Ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione dell'Euro. È indipendente nell'esercizio dei suoi poteri e nella gestione delle sue finanze. Istituzioni, Organi e Organismi dell'Unione e i Governi degli Stati membri rispettano tale indipendenza”*.

Si può dire che le Istituzioni europee nascono già “divorziate”, con una perfetta separazione di responsabilità e poteri tra Banca e Tesoro, tra Moneta e Bilancio, o meglio Bilanci, quelli dei Paesi membri e quello della Commissione europea. Per quanto raccontato prima, questo assetto è stato il naturale sbocco, non solo dell'esigenza di mettere d'accordo Paesi con tradizioni monetarie e istituzionali diverse

d'Italia e Tesoro”, disponibile sul sito web istituzionale). Si vedano anche i materiali in allegato a questa Nota.

¹² La quantità di moneta in circolazione era di fatto una scelta del Tesoro, con la Banca che accomodava più o meno ogni esigenza.

¹³ In particolare, tutta la legislazione che ha preso le mosse dagli articoli 101 e 102 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, https://ec.europa.eu/competition-policy/antitrust_en. Si veda la pagina del sito web dedicata alla legislazione antitrust: https://ec.europa.eu/competition-policy/antitrust/legislation_en.

¹⁴ Quando la moneta è comune, una unità in più creata a favore di un cittadino di un Paese membro (è solo un esempio di scuola) permette l'acquisto diretto di una unità del prodotto di altri Paesi membri, senza ripercussioni sul tasso di cambio (che altrimenti si deprezzerebbe, se ci fossero monete nazionali), e distribuendo le tensioni inflazionistiche altrove nell'Unione (una forma di *moral hazard*, mentre con monete nazionali le tensioni inflative colpirebbero il Paese membro che crea moneta).

(Germania e Italia potrebbero essere due buoni esempi di realtà da conciliare, ma più in generale il gruppo nordico core e quello mediterraneo cosiddetto periferico), ma anche di evoluzioni del rapporto tra Moneta e Bilancio che erano già in corso da tempo nei singoli Paesi proprio nel verso di maggiore autonomia e specializzazione funzionale.

Questo assetto europeo, che semplificando potremmo definire di prudenza e garanzia monetarista se quello degli anni '50 e '60 era stato di stampo interventista keynesiano, ha funzionato bene sino alle crisi economiche del 2008-2012 (il cosiddetto *double dip*) e del 2020 (da COVID-19). Ha permesso ai Paesi membri di abbattere strutturalmente il tasso di inflazione, di guadagnare reputazione nella gestione dei conti pubblici con forte riduzione degli *spread* sul costo del debito, di affrontare senza elusioni i temi del consolidamento di bilancio guardando anche al medio-lungo periodo (si pensi ai lavori dell'*Aging Working Group* e agli indicatori di sostenibilità pubblicati annualmente in "*Public Finances in EMU*").

La moneta indipendente e forte, infatti, ha prestato quel punto di riferimento fisso e cristallino attorno al quale i Paesi membri hanno costruito - e in un certo senso sono stati costretti a costruire - la prima *governance* comune dell'economia reale (i Programmi di stabilità, le *Broad economic policy gridelline*¹⁵, le proiezioni a medio-ungo termine dei principali capitoli di spesa, l'obiettivo a medio termine, la sorveglianza di bilancio, il Semestre europeo con il braccio preventivo e il braccio correttivo del Patto di stabilità, le Raccomandazioni della Commissione, etc.¹⁶).

Le due crisi hanno però marcato una netta scriminante per questo disegno unitario, con

particolare riferimento all'Eurozona. Hanno messo in luce come una Unione con (quasi) perfetta separazione dei Bilanci nazionali¹⁷ e perfetta separazione tra politica monetaria e politica di bilancio (tra Tesoro e Banca, tra Bilancio e Moneta) ha tutti i limiti e le debolezze di un edificio incompleto: dopo aver accettato i vincoli del patto di unione (rinuncia a forme di monetizzazione della spesa pubblica, rinuncia alla leva del tasso di cambio in funzione concorrenziale, disciplina e sorveglianza di bilancio, convergenza delle regolazioni dei mercati, promozione delle *best practice* in senso lato, etc.), i pieni vantaggi dell'intero progetto restano preclusi dai limiti agli strumenti utilizzabili su scala europea (politiche anticicliche coordinate e comuni, grandi progetti di investimento e infrastrutturazione su scala continentale, specializzazione produttiva interna grazie alla domanda di un bacino di consumatori anch'esso di scala continentale, ricerca e sviluppo favoriti dalla messa in comune delle idee e delle risorse per svilupparle, politica estera concertata con acquisizione di maggior peso sulle tematiche globali). Le crisi hanno definitivamente sollevato questo punto strategico: vincoli e regole servono per costruire più forti leve d'azione per preparare maggiori benefici futuri, dove sono le leve e quando arriveranno i maggiori benefici?

5. Moneta e Bilancio dopo le grandi crisi: ritorno ai ruggenti '60?

Il decennio di crisi 2010-2020 ha fatto capire che separare completamente e in maniera meccanica Tesoro e Banca, Bilancio e Moneta, è subottimale e priva di strumenti di governo dell'economia che invece sono importanti non solo per contrastare il ciclo

¹⁵ Si veda dal glossario del web istituzionale Eur-Lex <https://eur-lex.europa.eu/homepage.html>.

¹⁶ Si vedano le pagine descrittive sul web istituzionale del Consiglio europeo: <https://www.consilium.europa.eu/it/>.

¹⁷ Il bilancio comunitario (quello della Commissione) ha sempre avuto dimensioni limitate

ma anche per governare il cambiamento e indirizzare lo sviluppo.

Come si è già argomentato, vincolare la Banca centrale al *target* di inflazione è stato essenziale in altri momenti, quando della leva monetaria si era abusato e si doveva interrompere la sua subalternità al Tesoro e alla Politica (è la storia dalla metà degli anni '70 in poi, e non solo in Italia), mentre comincia ad apparire una rinuncia eccessiva e controproducente adesso, soprattutto di fronte a prospettive inflative basse / molto basse, collegate anche ai cambiamenti nelle capacità produttive (rispetto agli anni '50 e '60, sono molto più numerosi i Paesi manifatturieri pronti sia a replicare sia a modificare innovando ¹⁸), nella reattività dell'offerta a livello globale (i mercati sono molto più interconnessi e il *web* offre innumerevoli possibilità di comparazione dei prezzi e di compravendita su piazze un tempo inaccessibili o sconosciute), e nella mobilità internazionale della manodopera a basso costo (con flussi *extra* europei in ingresso che nei '50 e '60 erano molto meno cospicui).

Negli ultimi dieci-quindici anni l'inflazione è di fatto scomparsa in Europa e nel Mondo e, senza inflazione, il mandato della BCE può apparire sproporzionato e rinunciatario, e con esso tutta l'impostazione difensiva e monetarista data all'Eurozona.

Anche se gli ultimi dati (aprile e maggio 2021) riportano tendenze al rialzo dei prezzi (in Europa e soprattutto in Us), le valutazioni restano concordi nel vedervi un fenomeno transitorio, dovuto alla ripresa *post* crisi da COVID-19 in condizioni di scarsità di materie prime (acciaio e silicio per esempio) e beni strumentali (si è spesso parlato della difficoltà a reperire *chip*) per le prolungate sospensioni di produzione durante le fasi più acute della pandemia, e per la successiva gara all'accaparramento che si è scatenata sui mercati internazionali (la Cina esprime una domanda di proporzioni sovrastanti quella di ogni altro raggruppamento geopolitico). Se si guarda oltre il breve periodo, però, il mondo che abbiamo davanti sarà molto probabilmente ancora per tanti anni a inflazione bassa o addirittura inesistente¹⁹.

In questo ambiente senza inflazione (o con inflazione non oltre livelli fisiologici accettabili), la BCE ha già da tempo cominciato a svolgere un ruolo all'estremo del suo mandato formale, un ruolo per molti versi simile a quello della *Us Federal Reserve* (FED) che però ha una doppia attribuzione, sul mantenimento della stabilità dei prezzi e sul perseguimento della piena occupazione. Con impegno crescente dal 2008 a oggi, la BCE ha messo *motu proprio* in campo, in funzione anticrisi, misure di politica monetaria straordinaria senza precedenti, che hanno di fatto sancito il superamento dell'ortodossia monetaria che oltre venti anni

¹⁸ Non ci si riferisce solo a Cina e India, ma anche all'intero blocco dell'Europa orientale, comprendete molti Paesi allora "d'oltre cortina" e adesso nell'Unione economica e alcuni anche nell'Area Euro.

¹⁹ La più recente edizione dell'"*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*" della Banca d'Italia, svolta presso le imprese dell'industria, delle costruzioni dei servizi, riporta che nel primo trimestre 2021 l'inflazione attesa a tre-cinque anni si posiziona a ridosso dell'1 per cento, senza significative differenze rispetto alle attese a più breve termine (uno-due anni) e, soprattutto, senza significative differenze rispetto alle omologhe attese espresse nell'ultimo trimestre 2019, prima che si materializzassero gli effetti della crisi (<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-inflazione/2021-indagine-inflazione/03/index.html>). Anche la

BCE per adesso non prevede particolari tensioni sui prezzi: nel secondo trimestre 2021 la *survey of professional forecasters* vede il tasso armonizzato europeo non superare l'1,7 per cento sull'orizzonte dei prossimi cinque anni (https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/table_hist_hicp.en.html), senza alcun repentaglio per il *target* del 2 per cento. Sullo stesso punto, si veda anche il recente articolo di Francesco Saraceno sul quotidiano "Domani" del 20 giugno 2021, dal titolo "Quando pensate alla nuova inflazione, ricordatevi che la deflazione era peggio". Si veda anche l'intervista a Ed Yardeni sul quotidiano "la Repubblica" del 7 giugno 2021: "La mia opinione è sostanzialmente la stessa della FED: è un fenomeno temporaneo dovuto al fatto che i prezzi l'anno scorso erano eccezionalmente bassi e alla velocissima ripartenza dell'economia [...]".

prima aveva tenuto a battesimo l'Euro, allora fatta di estrema prudenza, aderenza a regole minimali con rinuncia *ex-ante* a ogni discrezionalità, controllo continuo degli aggregati monetari, perfetta uniformità di azione nei confronti dei Paesi partecipanti. Allora - lo si è più volte rimarcato - l'ortodossia monetaria era l'unica via per dare fondamenta alla moneta comune in un contesto istituzionale variegato e complesso come quello dei Paesi aderenti, con tradizioni e attitudini monetarie diverse. Le crisi degli anni Duemila hanno però cambiato radicalmente contesto e ordini di priorità. In questa seconda decade degli anni Duemila, l'Europa e il Mondo sono totalmente diversi da come apparivano venti anni fa.

Di fronte a crisi sistemiche di portata epocale, preoccuparsi in primo luogo della stabilità dei prezzi e del valore della moneta appare come soccorrere il campanellino del sacrestano mentre cede la torre campanaria. In queste urgenze, il controllo dell'inflazione e la neutralità della politica monetaria (tra Paesi, aree geografiche, settori, gruppi sociali e livelli di reddito) lasciano il passo all'obiettivo ben più ampio di salvare l'intera economia che quei prezzi esprime e quella moneta usa²⁰.

²⁰ A meno di non volere fare del livello dei prezzi un feticcio tecnico.

²¹ Si veda web istituzionale della BCE: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

²² Si veda di Reforming.it "L'Europa allo specchio della lettera di Draghi", <http://www.reforming.it/articoli/europa-forme-specchio-lettera-draghi#.YM8KW2gzaUk>.

²³ Il Meccanismo europeo di stabilità è stato istituito mediante un trattato intergovernativo, al di fuori del quadro giuridico della UE, nel 2012. La sua funzione fondamentale è concedere, sotto precise condizioni, assistenza finanziaria ai Paesi membri che - pur avendo un debito pubblico sostenibile - trovino temporanee difficoltà nel finanziarsi sul mercato. La condizionalità varia a seconda della natura dello strumento utilizzato: per i prestiti assume la forma di un programma di aggiustamento macroeconomico, specificato in un apposito *memorandum*; mentre è meno stringente nel caso delle linee di credito precauzionali, destinate a Paesi in condizioni economiche e finanziarie fondamentalmente

Dal 2008 in poi, la BCE si è impegnata in massicci acquisti di titoli di Stato (*quantitative easing*), anche concentrati su uno o più Paesi emittenti per sostenerli durante momenti di crisi, operando anche in deroga alla *capital-key-rule*. Questi sforzi non sono mai rientrati dopo il *double dip* e, anzi, sono stati incrementati durante la crisi da COVID-19 e sono ancora in corso. Il PEPP - *Pandemic Emergency Purchase Programme* ²¹, varato dalla Banca nel 2020, può ricorrere anche all'acquisto temporaneo di titoli obbligazionari e azionari privati per sostenere la riorganizzazione di banche commerciali e imprese, mettendo in pratica uno dei punti suggeriti da Mario Draghi nella famosa lettera aperta al *Financial Times*²².

Questi interventi straordinari della Banca si prefiggono, sotto forme diverse, la medesima finalità dei programmi straordinari anticrisi negli ultimi anni attivati sia da accordi intergovernativi tra Paesi, come il MES - *Meccanismo di stabilità* ²³, sia dalla Commissione europea per aiutare i *Partner* in maggiori difficoltà, come il *Programma SURE* per il finanziamento degli ammortizzatori del mercato del lavoro ²⁴. Banca e Tesoro (Tesori), Moneta e Bilancio (Bilanci) si trovano a operare sullo stesso fronte per approntare risorse fresche a sostegno delle attività economiche e per fornire capitali

sane ma colpiti da *shock* avversi. Il MES è guidato da un Consiglio dei Governatori composto dai Ministri delle finanze dell'Area Euro. Il Consiglio assume all'unanimità tutte le principali decisioni, incluse quelle relative alla concessione di assistenza finanziaria e all'approvazione dei protocolli d'intesa con i Paesi che la ricevono. Il MES può operare a maggioranza qualificata dell'85 per cento del capitale qualora, in caso di minaccia per la stabilità finanziaria ed economica dell'Area Euro, la Commissione europea e la BCE richiedano l'assunzione di decisioni urgenti in materia di assistenza finanziaria. Per ulteriori dettagli si rimanda al web istituzionale della Banca d'Italia: https://www.bancaditalia.it/media/fact/2019/mes_riforma/index.html.

²⁴ Per ulteriori dettagli sul *Programma SURE*, si rimanda al web istituzionale della Commissione europea: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/qanda_20_572,

pazienti per finanziare ristrutturazione e ammodernamento delle economie.

La dimostrazione più evidente di questo vecchio nuovo equilibrio tra Moneta e Bilancio è probabilmente nel quadro di finanziamento di *Next Generation EU*, dentro cui si colloca lo *European Recovery Fund*. La BCE è attesa svolgere un ruolo importante, sia con l'acquisto di titoli per la generale capitalizzazione del *Fondo NGEU*²⁵ (che poi sarebbero i primi Eurobond della storia dell'Unione ²⁶), sia con la partecipazione diretta a fondi di scopo per la realizzazione di grandi investimenti, come sul fronte della transizione ecologica e di quella digitale. Si contano già diverse dichiarazioni programmatiche più o meno informali del Presidente e del *Board* della BCE sull'intenzione di fare partecipare la Banca a investimenti in *purpose bond* emessi da soggetti istituzionali impegnati in progetti di infrastrutturazione e innovazione su scala europea.

La Banca che finanzia il Tesoro, la Moneta che crea possibilità di spesa per il Bilancio. E questo vecchio (già vissuto nei '50 e '60) nuovo (molto diverso da quello degli albori dell'Euro) equilibrio è reso possibile dall'assenza di preoccupazioni sulla tenuta dei prezzi e, soprattutto, dai ritorni in termini di crescita che in questa fase storica di trasformazione *post crisi* sono prefigurabili utilizzando bene sia le risorse già disponibili al Bilancio sia quelle che possono arrivare dalla Banca con immissione di moneta e creazione di saldi liquidi spendibili.

Dopo la cura monetarista agli eccessi degli anni '70 e '80, si riapre adesso una finestra in

cui la moneta può di nuovo svolgere un ruolo importante nel far cambiare rotta e struttura all'economia reale? *Back to the roaring '60*?

Il finanziamento monetario della spesa è una scommessa sul futuro e, in questo senso, anche sulle nuove generazioni. Quando ci sono potenzialità di crescita inesprese e pronte a concretizzarsi se viene loro concesso credito, la creazione di moneta può fare da ponte. Ma quella scommessa deve essere attentamente misurata, a tal punto da non avere neppure più le caratteristiche di una scommessa ed essere invece un percorso di edificazione preciso e progettato²⁷. I nuovi saldi liquidi devono essere impiegati bene e messi a frutto per ottenere maggiori livelli di *output* e crescita. La moneta non può sostituire di per sé la crescita, può fare da catalizzatore o da enzima per l'avvio di percorsi di crescita, se usata oculatamente e in proporzioni non eccessive proprio come gli elementi catalizzatori in una reazione chimica o gli enzimi in una biochimica. Altrimenti, a lungo andare, il finanziamento monetario è come l'acqua al momento sbagliato per le piante grasse. È questo il punto cruciale che fa la differenza nell'equilibrio tra Moneta e Bilancio.

6. Conclusioni: la fiducia tra Paesi fa la fiducia tra Moneta e Bilancio

Senza volersi sbilanciare in eccessive semplificazioni, siamo di fronte a una temperie con tratti in comune con quella degli anni '50-'60: inflazione bassa che non solleva particolari timori di instabilità, potenzialità di nuova crescita se si riesce ad

²⁵ *Next Generation EU* è un fondo europeo approvato dal Consiglio europeo a luglio 2020 con la missione di sostenere gli Stati membri colpiti dalla crisi da COVID-19 nell'attuazione delle politiche economiche per avviare nuovo corso di sviluppo (secondo i PNRR - *Piani di ripresa e resilienza*). È un passo importante verso la dotazione dell'Unione europea di un bilancio proprio di cubatura sufficiente a sostenere politiche economiche di respiro e scala continentali.

²⁶ Il 15 giugno 2021 la Commissione europea ha collocato il primo Eurobond a 10 anni per un importo di 20 miliardi a fronte del quale la domanda è stata pari a sette volte l'offerta.

²⁷ Il moltiplicatore reale del finanziamento monetario deve essere sufficiente, affidabile e verificabile.

aprire un nuovo corso con un salto di maturità tra *Partner*, urgenza di grandi investimenti e ristrutturazioni dei sistemi economico-sociali.

In questa temperie, c'è spazio per un rapporto tra Banca e Tesoro, tra Moneta e Bilancio diverso da quello che ha improntato la prima lunga fase di vita dell'Euro, dalla nascita sino alle crisi degli anni Duemila. C'è spazio per un ruolo più impegnato e interventista della BCE nel sostegno all'attività economica e per una politica monetaria che affianchi quella di bilancio nel finanziamento degli investimenti, a cominciare dal *green* e dal *digital*.

Questo nuovo corso si è già fatto strada con scelte di politica monetaria straordinaria prese in autonomia dalla BCE in risposta prima al *double dip* degli anni 2008-2012 e poi alle ripercussioni di COVID-19. Gli sforzi anti crisi della Banca sono importantissimi ma stanno continuando in maniera irrituale, perché si collocano all'estremo del mandato di cui la BCE fu investita alla nascita, focalizzato com'era sulla sorveglianza dei prezzi e del valore della moneta. Si pone adesso il tema della loro legittimazione politica.

Il mantenimento in linea dell'inflazione implica scelte di natura soprattutto tecnica, non banali ma nel complesso codificabili anche con l'obiettivo esplicito di non entrare in collisione con la sfera politica come, per esempio, usando la regola *capital-key* per gli acquisti di titoli del debito pubblico sul mercato secondario. L'*accountability* della BCE è sinora stata, rispetto a questo *target*, relativamente praticabile. Una politica monetaria più attiva, invece, ha bisogno di avallo politico su quello che se ne fa e di mutua fiducia tra Paesi dell'Area Euro, perché implica scelte di priorità, allocative e discrezionali tra Paesi, bacini territoriali, settori, progetti, soggetti economici primi beneficiari.

Se la Moneta è chiamata a sostenere, in certe misure, le funzioni che negli ultimi venti anni sono state affidate in esclusiva al Bilancio, ricostituendo le due leve di azione che in precedenti fasi storiche, con cui ora si presentano similitudini, hanno dato risultati positivi, allora la legittimazione alla sua base deve essere la stessa che sta alla base del Bilancio, o comunque prevedere dei passaggi di approvazione ulteriori rispetto alla piena autonomia di cui oggi gode la BCE sulle sue scelte tecniche.

Si tratta di un aspetto del disegno istituzionale dell'Area Euro che adesso si presenta in tutta la sua importanza, quando è ancora aperto il cantiere per dotare permanentemente l'Unione di un bilancio comune di dimensioni adeguate, e per permettere l'emissione e la gestione di titoli di debito europeo (gli Eurobond). Il tema del coordinamento a livello europeo della politica di bilancio e di una politica monetaria con un più ampio raggio di azione, ma che mantenga la missione chiave della stabilità monetaria, si pone mentre ancora è in costruzione l'impalcatura della stessa politica di bilancio comune (quella cui di solito ci si riferisce, con una espressione un po' limitativa, come unione fiscale, di cui NGEU dovrebbe essere una impegnativa prova generale).

Su questo ampio fronte la storia è ancora tutta da scrivere ma almeno delle direttrici andrebbero individuate subito se si vuole vivere questa nuova fase dell'Unione cercando di coglierne le grandi opportunità (il rilancio dell'Europa e della crescita sostenibile) tenendo sotto controllo rischi e insidie (su solidità della moneta, credibilità della BCE, responsabilità di bilancio, visione di medio-lungo, assenza di "pasti gratis").

Nel Dopoguerra, la stagione di crescita e modernizzazione è durata a lungo, i '50 e i '60 prima che le politiche espansive assumessero aspetti di *routine*, eccessivi e

distorsivi. Siccome si ha di fronte, con ogni probabilità, un ciclo di riforme altrettanto impegnativo e sicuramente non breve, è necessario avere propositi chiari e attrezzarsi con gli strumenti migliori.

Col vantaggio di potere contare sul magistero della Storia dal Dopoguerra a oggi - con un capitolo importante sulla vita dell'Eurozona - per chi sa e vuole ascoltarlo.

<http://www.reforming.it>
e-mail: info@reformimg.it
twitter: [reformimgit](https://twitter.com/reformingit)

di Reforming.it sullo stesso tema:

C'è un Lucano tra Keynes e Mantoux, Nota del 30 giugno 2020

Incontri ravvicinati tra Costituzioni, Nota del 15 maggio 2020

Bilanci, Debito, Moneta, Nota del 7 maggio 2020

E se Karlsruhe fosse una prova costituente?, Nota del 1° maggio 2020

L'Europa e la sua Banca, Nota del 19 aprile 2020

L'Europa allo specchio della lettera di Draghi, Nota del 29 marzo 2020