

Facoltà Economia

Cattedra Analisi macroeconomica
dei mercati monetari e finanziari

Sull'indipendenza della banca centrale

RELATORE

Prof. Di Giorgio

CANDIDATO

Matr. 612621

CORRELATORE

Prof. Nisticò

ANNO ACCADEMICO 2008/2009

Indice

Introduzione: “L’indipendenza della banca centrale persegue il mantenimento della stabilità dei prezzi”?

Capitolo 1: Indipendenza operativa e d’obiettivi

- 1.1 Cenni storici 6
- 1.2 Inconsistenza temporale della politica economica 7
- 1.3 Curva di Phillips e inflation-bias 9
- 1.4 Le soluzioni al bias 12
- 1.4.1 Inflation target 15
- 1.5 Indipendenza 18
- 1.5.1 L’indipendenza d’obiettivi 18
- 1.5.2 L’indipendenza operativa 21
- 1.6 Conclusioni 25

Capitolo 2: Dominanza della politica monetaria

- 2.1 Stato, politica fiscale e monetaria 26
- 2.2 Il vincolo di spesa dello Stato 27
- 2.3 Il concetto di dominanza di una politica sull’altra 30
- 2.4 La relazione tra indipendenza e dominanza 33

Capitolo 3: Indipendenza finanziaria e amministrativa, l’esempio della Banca d’Italia

- 3.1 Indipendenza finanziaria 36
- 3.1.1 Il bilancio della Bdl 38
- 3.2 Indipendenza amministrativa 43
- 3.2.1 La governance della Bdl 44
- 3.3 I risultati teorici sulle indipendenze della banca centrale 46

Capitolo 4: L’indipendenza della BCE

- 4.1 Indipendenza d’obiettivi 48
- 4.2 Indipendenza operativa 50
- 4.3 Dominanza della politica monetaria e Patto di Stabilità e di Crescita 51
- 4.4 Indipendenza finanziaria 56
- 4.5 Indipendenza amministrativa 57
- 4.5.1 Trasparenza 59
- 4.5.2 Responsabilità 60
- 4.6 Conclusioni 62

Bibliografia 64

Introduzione

La convinzione di molti, economisti e non, è: *l'indipendenza della banca centrale permette di ridurre il tasso d'inflazione*. Questa frase è abbastanza vacua e non permette di capire perché sarebbe vera se non specificiamo

- da chi deve essere indipendente
- in cosa deve essere indipendente
- quale tasso d'inflazione riduce

Provando a fare una prima specificazione, per sentito dire o di buon senso, la frase si trasforma in questo modo: *La banca centrale deve essere indipendente dal governo, nella conduzione della politica monetaria, così da ridurre il tasso d'inflazione dell'indice dei prezzi al consumo*.

Questa frase è ormai entrata nella coscienza individuale e collettiva con il grado di verità. Lo scopo di questo lavoro è capire in che maniera questa asserzione è vera, definire meglio il concetto d'indipendenza e specificare a quali risultati della letteratura fa riferimento. Una volta costruito uno schema teorico di valutazione, lo applicherò all'indipendenza dell'attuale banca centrale europea (BCE).

Da una pubblicazione ufficiale della BCE¹:

Independence

There are good reasons to entrust the task of maintaining price stability to an independent central bank not subject to potential political pressures.

In line with the provisions of the Treaty establishing the European Community, the Eurosystem enjoys full independence in performing its tasks: neither the ECB, nor the NCBs in the Eurosystem, nor any member of their decision-making bodies may seek or take instructions from any other body. The Community institutions and bodies and the governments of the Member States are bound to respect this principle and must not seek to influence the members of the decision-making bodies of the ECB or of the NCBs. Furthermore, the Eurosystem may not grant any loans to Community bodies or national government entities. This shields it further from political interference.

The Eurosystem has all the instruments and competencies it needs to conduct an efficient monetary policy.

The members of the ECB's decision-making bodies have long terms of office and can be dismissed only for serious misconduct or the inability to perform their duties. The ECB has its own budget, independent of that of the European Community. This keeps the administration of the ECB separate from the financial interests of the Community.

Ci sono buone ragioni per affidare il compito di mantenere la stabilità dei prezzi ad una banca centrale indipendente non soggetta a potenziali pressioni politiche. **(Indipendente nell'obiettivo inflazionistico, la c.d. goal independence)**

In linea con le previsioni del Trattato che fonda la Comunità Europea, il Sistema europeo (delle banche centrali) gode di piena indipendenza nel raggiungimento dei suoi compiti: né la BCE, né le

¹ Price stability: why is it important for you? Teachers' booklet, European Central Bank 2007

banche centrali nazionali nel Sistema europeo, né alcun membro dei loro apparati decisionali può cercare o prendere istruzioni da altri gruppi. I consigli e le istituzioni comunitarie e i governi degli Stati membri sono obbligati a rispettare questo principio e non devono cercare di influenzare i membri dei corpi decisionali della BCE o del SEBC. **(Si garantisce la goal independence, asserita prima, attraverso una norma comunitaria specificante che lo Stato non può partecipare alla, o incidere sulla, politica monetaria.)**

In più, il Sistema europeo non garantisce alcun prestito agli apparati comunitari o alle entità dei governi nazionali. Questi schermi lo proteggono ancora di più dall'interferenza politica. **(La politica monetaria deve essere indipendente dalla politica fiscale. Lo Stato e i suoi apparati, per la loro provvista di denaro, si devono affidare al mercato)**

Il Sistema europeo possiede tutti gli strumenti e le competenze di cui ha bisogno per condurre una efficiente politica monetaria. **(Indipendenza operativa)**

I membri dei corpi decisionali della BCE hanno contratti a lunga scadenza e possono essere licenziati solamente a seguito di rilevanti cattive condotte o di inabilità nel compimento dei loro doveri. La BCE ha un suo proprio budget, indipendente da quello della Comunità europea. Ciò mantiene separata l'amministrazione della BCE dagli interessi finanziari della Comunità. **(Indipendenza amministrativa e finanziaria)**

In questo documento si rinvengono, all'atto pratico, quattro tipi d'indipendenza che riguardano: obiettivi, strumenti, amministrazione e finanza. Queste forme d'indipendenza determinano i rapporti tra le due istituzioni economiche principali delle democrazie contemporanee: governo e banca centrale. Per gli economisti, astruendo da contingenze sociali, queste istituzioni interpretano i ruoli dei c.d. policymaker fiscale e monetario, rispettivamente. Nel passato la politica fiscale e quella monetaria facevano capo ad una unica entità statale, ossia il governo, che utilizzava la banca centrale come braccio operativo. Oggigiorno, invece, la banca centrale determina e conduce la politica monetaria arrivando a disegnarne anche gli obiettivi, come nel caso della BCE.

Quale forma d'indipendenza aiuta a mantenere la stabilità dei prezzi? Sono tutte necessarie e interdipendenti? Ad esempio, nella letteratura economica di indipendenza amministrativa e finanziaria non se ne parla affatto. Per combattere le pressioni politiche sull'inflazione si è sempre discusso esclusivamente d'indipendenza di strumenti e obiettivi, sembrando queste le uniche in grado di indebolire le pressioni politiche per ottenere più inflazione. Inoltre, perché esistono queste pressioni? Perché il governo non deve poter maneggiare la politica monetaria?

Il primo capitolo si occupa di capire perché e quando nasce il concetto d'indipendenza nella letteratura, trovandoci così ad affrontare la goal e la operational independence. Una volta chiarito il problema, nel secondo capitolo ci occuperemo dell'indipendenza della politica fiscale da quella monetaria, rinvenendo in questa forma d'indipendenza quella necessaria alla stabilità dei prezzi, benché sempre data per scontata dagli economisti, preordinata alla due precedenti.

L'indipendenza finanziaria e amministrativa verranno analizzate nel terzo capitolo. Il quarto e ultimo analizza la politica monetaria dell'Eurozona e il modo in cui si concretizzano le indipendenze di cui nei capitoli precedenti.

CAPITOLO 1: Indipendenza operativa e di scopo

1.1 Cenni storici

Il primo economista ad utilizzare il vocabolo “indipendenza” associato alla banca centrale (anche bc d’ora in avanti) è stato Rogoff nel 1985. Il problema che Rogoff cerca di risolvere è l’inconsistenza temporale dei piani ottimi di politica economica.

Per ora, volendo essere brevi, basti sapere che il policymaker ha degli obiettivi di politica economica - quali il tasso d’inflazione, l’occupazione – ed in ogni periodo utilizza gli strumenti a sua disposizione per raggiungere tali obiettivi. Quando il policymaker prende una decisione, egli pianifica gli obiettivi per più anni, così che gli agenti possano programmare i loro comportamenti economici. Kidland&Prescott (1977) dimostrano che quando arriva il momento per il policymaker di porre in essere i comportamenti promessi, questi ha un incentivo a cambiare i piani, a cogliere di sorpresa i cittadini. L’incentivo a fare ciò deriva dalla relazione che intercorre tra “sorpresa” e “benessere”: il policymaker, prima di eseguire i comportamenti promessi, si accorge che per migliorare il benessere della società sarebbe preferibile cambiare i piani in corso d’opera, quindi non mantenere la promessa, e cioè prendere di sorpresa gli agenti.

In quel tempo gli economisti si trovavano di fronte un problema non pienamente compreso: la stagflazione, ossia un livello di attività reale praticamente fermo ma una inflazione elevata, senza che questa stimolasse l’occupazione o il prodotto. Perché accadeva? Ad oggi la spiegazione, venuta fuori anche da questi contributi, è che l’inflazione risultava persistente perché gli agenti capivano l’incentivo del policymaker a creare inflazione inattesa (così da stimolare l’attività economica e la creazione di posti di lavoro) e conseguentemente fissavano le loro aspettative inflattive molto in alto, così da proteggersi nelle rinegoziazioni salariali, nei contratti di debito-credito, e quant’altro possa essere inciso dal tasso d’inflazione. Con questi comportamenti l’azione del policymaker veniva neutralizzata.

Rogoff propone la seguente soluzione: affidiamo la politica monetaria ad un banchiere conservatore (molto interessato alla stabilità dei prezzi, più del governo o della società) e indipendente: non può essere licenziato dal governo dopo che quest’ultimo ha scelto la politica da seguire². Il motivo è che se il banchiere potesse essere licenziato, il governo creerebbe prima le aspettative anti-inflazionistiche nella società attraverso la nomina del banchiere conservatore, per poi rimuoverlo e fare a modo suo, prendendo di sorpresa gli agenti e tornando l’anno dopo con lo stesso problema non risolto. L’indipendenza quindi è operativa, dato che è il governo a scegliere l’obiettivo a cui il banchiere deve conformarsi. L’indipendenza di Rogoff è interpretata diversamente dalla Lohmann (1992): è il banchiere centrale che fissa l’obiettivo inflazionistico, determinando così una indipendenza d’obiettivo, appaltato dal governo alla banca centrale.

² Questa spiegazione è solo sottointesa in Rogoff. Dobbiamo aspettare Alesina&Summers del 1993 per averne una interpretazione esplicita.

L'indipendenza di Rogoff, quindi, da sola non basta a risolvere il problema della "inconsistenza temporale", necessita dell'ipotesi di banchiere conservatore. Trattasi di goal independence, garantendo così che l'organo politico non cambi obiettivo dopo che sia stato annunciato; Rogoff vuole isolare le banche centrali dalle pressioni inflazionistiche arrecate dalla politica. La indipendenza operativa non è discussa, ma è condizione necessaria per dare al banchiere gli strumenti di cui ha bisogno per raggiungere gli scopi prescelti.

Detto questo, per capire la connessione tra pressioni inflazionistiche, politiche time-inconsistent e indipendenza, utilizziamo un modello abbastanza generale tale da poter essere d'aiuto anche nel prosieguo.

1.2 Inconsistenza temporale della politica economica

Per una comprensione chiara del concetto d'indipendenza non si può prescindere dai problemi da cui affiora come soluzione. Per prima cosa bisogna analizzare il problema della inconsistenza temporale delle politiche ottime così come analizzato per la prima volta da Kidland&Prescott in un rivoluzionario contributo del 1977.

Ipotesi: agenti razionali per la formazione delle aspettative; sistema economico dinamico: le decisioni correnti degli agenti economici dipendono in parte dalle loro aspettative sulle azioni future di policy; il policymaker massimizza in ogni periodo una funzione sociale di obiettivi, nel senso che rispecchia le preferenze della società.

Definiamo $\pi = (\pi_1, \pi_2, \dots, \pi_T)$ la sequenza delle politiche economiche, scelte dal governo, per i periodi da 1 a T e $x = (x_1, x_2, \dots, x_T)$ la corrispondente sequenza delle decisioni degli agenti economici. La funzione degli obiettivi sociali, la cui massimizzazione spetta al governo, è $S(x_1, \dots, x_T, \pi_1, \dots, \pi_T)$. Le decisioni degli agenti nel periodo t dipendono dalle loro passate decisioni e da tutte le decisioni politiche anche future: $x_t = X_t(x_1, \dots, x_{t-1}, \pi_1, \dots, \pi_T)$, con $t = 1, \dots, T$.

Il policymaker deve scegliere π tale che massimizzi S sotto il vincolo X. A seguito della massimizzazione ottiene una sequenza di valori che formano la politica ottima. Questa politica sarà consistente se, in ogni tempo futuro, a seguito della massimizzazione le politiche ottime sono invarianti, cioè il valori di π_{t+2} è identico che si massimizzi in t o in t+1.

L'inconsistenza dei piani ottimali viene dimostrata con un esempio con $T = 2$. Si deve massimizzare $S(x_1, x_2, \pi_1, \pi_2)$ sotto i vincoli $x_1 = X_1(\pi_1, \pi_2)$, e $x_2 = X_2(x_1, \pi_1, \pi_2)$. Deriviamo S rispetto a π_2 , ponendoci prima in $t = 1$ e poi in $t = 2$. Con $t = 1$, la condizione di ottimo per π_2 deve soddisfare:

$$\frac{\partial S}{\partial x_2} \frac{\partial X}{\partial \pi_2} + \frac{\partial S}{\partial \pi_2} + \frac{\partial X_1}{\partial \pi_2} \left[\frac{\partial S}{\partial x_1} + \frac{\partial S}{\partial x_2} \frac{\partial X_2}{\partial x_1} \right] = 0 \quad (1)$$

In $t = 2$, π_1 e x_1 sono decisioni passate e prese come costanti dal policymaker. Massimizzando nuovamente, la condizione di ottimo diventa:

$$\frac{\partial S}{\partial x_2} \frac{\partial X_2}{\partial \pi_2} + \frac{\partial S}{\partial \pi_2} = 0 \quad (2)$$

palesemente diversa dalla (1), poiché manca l'effetto di π_2 su x_1 . Presumibilmente, il policymaker sceglierà un valore per π_2 diverso da quello deciso nel periodo precedente poiché i dati del problema sono cambiati. I cittadini, essendo agenti razionali, imparano a non fidarsi del policymaker. In questo senso, la politica ottima³ è temporalmente inconsistente.

La politica time-inconsistent è definita *discrezionale*: la selezione di volta in volta delle decisioni migliori, data la situazione corrente e una corretta valutazione delle condizioni di fine periodo, non massimizza dinamicamente la funzione sociale: una volta formate le aspettative degli agenti, nella stragrande maggioranza dei casi un policymaker che vuole rimassimizzare la funzione sociale, dovrà cambiare la politica che aveva precedentemente annunciato.

Come si collega tutto questo con l'indipendenza della banca centrale? Immaginiamo che il governo annunci un tasso d'inflazione del 3% e chieda ai cittadini di basarci le relazioni economiche. I cittadini ci credono: i lavoratori stipulano rinnovo contrattuali al 3%, i creditori prestano ad un tasso nominale dell'8%. Il policymaker bara, stampa più moneta e sfruttando la rigidità di alcuni contratti crea inflazione al 6%, ed espande l'attività economica riducendo la disoccupazione. Ora però, i salariati non hanno mantenuto il loro potere d'acquisto, i creditori hanno prestato ad un tasso reale del 2% anziché del 5%, e per l'anno successivo la promessa del governo non sarà ritenuta affidabile. Immaginando che 6% è l'inflazione massima che è disposto a sostenere per migliorare l'occupazione, anche se il governo dovesse annunciare ancora un tasso del 3%, gli agenti economici internalizzeranno l'aspettativa che il policymaker stia barando, e negozieranno ad un tasso inflattivo del 6%, così che il governo non potrà sorprenderli. L'inflazione è più alta, ma l'occupazione certo non migliora dato che inflazione inattesa non viene creata. Se il policymaker rispettasse i suoi impegni, certo non aiuteremmo l'occupazione, ma almeno avremo un tasso d'inflazione più basso.

Ecco spiegata la stagflazione. La stagflazione è il risultato di cittadini con aspettative razionali e del c.d. "bias-inflazionistico", ossia l'istinto del policymaker di diminuire il numero dei disoccupati attraverso l'inflazione inattesa. Come risolviamo questo problema? Tra le risposte a questo interrogativo troviamo il nascente concetto d'indipendenza della banca centrale.

Formalizziamo questi ragionamenti.

³ "Ottima" indica che è il risultato di continue massimizzazioni

1.3 Curva di Phillips e inflation-bias

Quali sono gli incentivi del policymaker a creare inflazione inattesa? Le risposte sono abbastanza convergenti. Ne citiamo solamente una, esaustiva: Barro&Gordon (1983), i primi a modellare per esteso il problema dell'inflation-bias, scrivono che "il beneficio da inflazione inattesa, oltre al risultato di un minore tasso di disoccupazione, dipende dai ricavi dalla creazione di moneta (signoraggio) e dall'effetto inverso dell'inflazione sul valore reale del debito pubblico"⁴. Dobbiamo però fare una distinzione: i proventi da signoraggio sono funzione non dell'inflazione inattesa bensì dell'inflazione tout-court; la diminuzione dell'occupazione e del debito pubblico reale dipendono invece dalla sorpresa inflazionistica.

Il modello che presentiamo, così come tutti quelli dedicati, si occupa solo dell'inflazione inattesa dato che, una volta sottratta al governo la possibilità di stampare denaro – così come avviene ormai praticamente ovunque –, i ricavi da signoraggio non rappresentano più un incentivo.

La prima relazione da trasporre in formula lega l'inflazione inattesa al tasso di disoccupazione. In primo luogo, esiste il c.d. tasso naturale di disoccupazione U^n , pari al tasso che si raggiungerebbe se le forze di mercato fossero libere di funzionare: è l'equilibrio che trovano gli agenti privati da libera contrattazione; è anche detto tasso di lungo periodo, poiché è quello a cui la disoccupazione converge nel tempo. In secondo luogo, nel breve periodo esiste un tasso naturale che diverge da quello di lungo periodo come risultato della c.d. persistenza: date le rigidità presenti nel mercato del lavoro, l'aggiustamento verso il tasso di lungo periodo non è immediato:

$$U_t^n = \lambda U_{t-1} + (1 - \lambda)U^n \quad (3)$$

con $0 \leq \lambda < 1$. Con $\lambda = 0$ non abbiamo persistenza e l'economia raggiunge teoricamente in ogni periodo U^n ; il caso $\lambda = 1$ non lo prendiamo in considerazione poiché vorrebbe dire che la disoccupazione naturale oggi dipende dal valore della disoccupazione naturale del primo periodo dell'economia, il che è un'ipotesi bizzarra. Se le aspettative sul tasso d'inflazione sono corrette, il tasso reale di disoccupazione è pari a quello naturale di breve periodo (o di lungo, con $\lambda = 0$) più uno shock reale ε_t interpretabile come una modifica della funzione di produzione, un cambiamento nella tecnologia, una mutazione delle preferenze di chi offre o domanda lavoro, insomma qualcosa che incide sull'occupazione:

$$U_t = U_t^n + \varepsilon_t$$

con $\varepsilon_t \sim N(0, \sigma^2)$ **EMBED Equation.3**. Come incide la discrepanza tra inflazione effettiva e inflazione inattesa sul tasso di disoccupazione? In simboli, che legame c'è tra $(\pi_t - \pi_t^e)$ e U_t ? Lo spiega Phillips in una pubblicazione del 1958 successivamente sviluppata da altri economisti: esiste un trade-off di breve periodo, più precisamente una correlazione inversa, come il risultato di errori

⁴ BARRO R., GORDON D., *A positive theory of monetary policy in a natural rate model*, The Journal of Political Economy, vol. 91, n. 4, Agosto 1983, pp. 602-603

previsionali da parte degli agenti economici. Da un lavoro di Fisher⁵: *(nella versione di Friedman) chi offre lavoro all'inizio di un periodo inflazionario sottostima il livello dei prezzi che prevarrà nel periodo del contratto di lavoro (sovrastima il salario reale) e quindi offre maggior lavoro di quanto non farebbe se le aspettative fossero corrette. Il risultato è occupazione in eccesso a quella d'equilibrio e quindi un trade-off tra output e inflazione inattesa. Comunque, gli errori di previsione non possono persistere perciò l'occupazione torna al suo livello naturale, non appena le aspettative si aggiustano alla realtà.* In altre parole, una volta fissati i prezzi e i salari nominali, un'espansione monetaria – che si traduce in inflazione – stimola l'attività economica generando presumibilmente posti di lavoro e un maggior prodotto. Quindi arriviamo a scrivere:

$$U_t = U_t^n - \alpha(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t \quad (4)$$

trattando il parametro α – la pendenza della curva di Phillips – come costante. Con questa formulazione viene modellato un solo incentivo del policymaker, quello di stimolare l'occupazione. In questo caso non è importante distinguere tra governo e banca centrale: entrambi possono avere una siffatta motivazione.

L'obiettivo del policymaker è quello di raggiungere gli obiettivi sociali – nel senso che rispondono alle preferenze della società – del tasso ottimo di disoccupazione e d'inflazione, rispettivamente U^* e π^* . Le deviazioni da questi valori sono punite in maniera simmetrica, ossia la funzione di perdita è quadratica rispetto ad entrambi gli argomenti:

$$L_t = a(U_t - U^*)^2 + b(\pi_t - \pi^*)^2 \quad (5)$$

L'obiettivo del policymaker è minimizzare la (5) sotto il vincolo della (4). Sembra lapalissiano ricordare che il tasso di disoccupazione ottimo è quello che permette a chiunque voglia lavorare di farlo, ma in letteratura una tale definizione non si trova. Dato che le forze e i vincoli dell'economia reale (come le tasse, i sussidi di disoccupazione, la massimizzazione dei profitti) conducono ad una situazione sub-ottimale, l'ipotesi comunemente fatta è $U^* < U^n$. È questa condizione che provoca il tentativo⁶ del policymaker di stimolare l'attività economica. Svolgiamo il problema nel caso in cui non esista persistenza ($\lambda = 0$); successivamente analizzeremo il caso più realistico.

Quello che viene descritto è un gioco non cooperativo tra due agenti razionali. La successione degli eventi è la seguente:

- il policymaker minimizza la (5) sostituendo U_t dal vincolo della curva di Phillips; prende le aspettative degli agenti come date, ma prima di scegliere il valore di π_t osserva la realizzazione dello shock.
- gli agenti non hanno questo privilegio e formano le loro aspettative in maniera razionale: conoscono il tasso d'interesse obiettivo, ma riconoscono anche l'incentivo del policymaker

⁵ FISCHER STANLEY, Long-term contracts, rational expectations, and the optimal money supply rule, The Journal of Political Economy, vol. 85, n. 1, Febbraio 1977, pp. 191-205

⁶ Lohmann (1992) descrive questo tentativo come "inutile". Scrive: il classico problema della consistenza temporale nella politica monetaria emerge dall'inutile tentativo di stimolare l'output al di sopra del livello naturale.

a creare inflazione inattesa sopra il livello desiderato. Risolvono quindi il problema immaginando che il policymaker possa barare e derivano la soluzione usando però il valore atteso del disturbo⁷ e non la sua realizzazione.

- anche il policymaker è razionale e conosce come si formano le aspettative degli agenti. Utilizza questo valore, congiuntamente al valore realizzato dello shock, e sceglie il tasso d'inflazione che minimizza la perdita sociale⁸.

Il policymaker fronteggia questo problema:

$$\min L_t = a(U^n - \alpha(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t - U^*)^2 + b(\pi_t - \pi^*)^2$$

Dalla condizione del primo ordine $\frac{\delta L_t}{\delta \pi_t} = 0$, e ricordandoci che π_t^e è preso come dato, otteniamo:

$$\pi_t = \frac{a\alpha}{a\alpha^2 + b}(U^n - \alpha\pi_t^e + \varepsilon_t - U^*) + \frac{b}{a\alpha^2 + b}\pi^* \quad (6)$$

Gli agenti conoscono il problema e quindi non fissano le proprie aspettative al valore obiettivo, ma prendono le aspettative in $t-1$ della (6):

$$\pi_t^e = \frac{a\alpha}{b}(U^n - U^*) + \pi^*$$

Questa espressione è molto eloquente: il primo termine rappresenta il bias-inflazionistico che si aspettano gli agenti a seguito delle intenzioni del policymaker di supplire alla incapacità dell'economia reale di provvedere agli obiettivi sociali. Il policymaker prende questo valore delle aspettative, osserva il disturbo e li inserisce nella condizione di ottimo:

$$\pi_t^D = \pi^* + \frac{a\alpha}{b}(U^n - U^*) + \frac{a\alpha}{a\alpha^2 + b}\varepsilon_t = \pi^* + \gamma^D(U^n - U^*) + \chi^D\varepsilon_t$$

L'apice D indica che il tasso d'inflazione è il risultato di un processo discrezionale. È maggiore dell'inflazione obiettivo a causa dell'inflation-bias, perfettamente anticipato dagli agenti, ed inoltre accomoda parte dello shock reale per stabilizzare la disoccupazione:

$$U_t^D = U^n - \alpha\left(\frac{a\alpha}{a\alpha^2 + b}\varepsilon_t\right) + \varepsilon_t = U^n + \frac{b}{a\alpha^2 + b}\varepsilon_t = U^n + \phi^D\varepsilon_t$$

L'effetto stabilizzante si desume dal coefficiente del disturbo ϕ^D che è minore di uno. Risultato dell'equilibrio discrezionale: l'inflazione è sistematicamente più alta del livello obiettivo; il policymaker non ha modificato il valore atteso della disoccupazione ma il suo valore effettivo poiché ha affievolito l'incidenza del disturbo reale.

⁷ $E_t(\varepsilon_t) = 0$

⁸ In questa sequenza si rinviengono le diverse funzioni dell'inflazione: quella che allevia gli shock e quella che cerca di ridurre la disoccupazione naturale. Per il secondo intento è necessaria l'inflazione inattesa, per il primo no.

Si può raggiungere un equilibrio meno costoso dal punto di vista inflattivo. Se il policymaker annunciasse di non voler stimolare l'occupazione, gli agenti si fidassero e il policymaker, una volta formate le aspettative "fiduciose" degli agenti, non barasse, allora si raggiungerebbe un situazione con:

$$\pi_t^e = \pi^*$$

Per cui, immaginando che il policymaker mantenga la promessa:

$$\pi_t^R = \pi^* + \frac{a\alpha}{a\alpha^2 + b} \varepsilon_t = \pi^* + \chi^R \varepsilon_t < \pi_t^D \text{ con } \chi^R = \chi^D$$

$$U_t^R = U^n + \frac{b}{a\alpha^2 + b} \varepsilon_t = U^n + \phi^R \varepsilon_t = U_t^D \text{ con } \phi^R = \phi^D$$

L'apice R indica che è stata seguita una regola, ossia all'annuncio delle autorità di politica monetaria segue un comportamento coerente con l'annuncio. I cittadini scommettono sul fatto che il policymaker non barerà. Il problema è che il policymaker ha tutto l'incentivo ad annunciare un comportamento e poi, una volta fissate le aspettative coerenti anti-inflazionistiche, creare inflazione inattesa. Ma i cittadini razionali capiscono questo gioco, e si ritorna all'equilibrio discrezionale.

Per raggiungere l'equilibrio a bassa inflazione è necessario che l'annuncio del policymaker non solo sia credibile, così che gli agenti fissino le aspettative sul target, ma che il policymaker rispetti poi l'impegno preso. Se non dovesse rispettarlo, i cittadini dal periodo successivo in poi implementerebbero l'equilibrio discrezionale.

Perché tutta questa importanza nel cercare di ridurre l'inflazione? Perché sarebbe preferibile π_t^R a π_t^D ? Cosa giustifica questa apprensione per la "stabilità del livello dei prezzi"? Le molte cause sono state riassunte e analizzate da Fischer&Modigliani in un articolo del 1978⁹ e a quello si rimanda. In questa sede una sola cosa deve essere chiara: non esiste un valore dell'inflazione preferibile agli altri. Una volta che si è deciso di non porre come obiettivo un tasso d'inflazione pari a zero (che in linea di principio è quello associato a costi minori), allora tutti sono equivalenti, purché quel tasso sia scelto e accettato dai cittadini.

1.4 Le soluzioni al bias

Quello appena esposto è un problema di cui molti economisti si sono occupati. Il loro scopo è stato trovare soluzioni istituzionali per eliminare il bias-inflazionistico. La prima soluzione pervenuta è di Rogoff, il quale fa una cosa molto semplice: immagina che il governo abbia le stesse preferenze – i.e. gli stessi parametri – della società presenti nella funzione di perdita, e quindi affida la politica

⁹ FISCHER S., MODIGLIANI F., *Towards an understanding of the real effects and costs of inflation*, Review of World Economics, vol. 114, n. 4, Dicembre 1978, pp. 810-833

monetaria ad un banchiere indipendente con un peso sulla stabilizzazione dell'inflazione maggiore di quello della società. Nel modello, si tratta di aumentare il valore del parametro b , portandolo a $b+d$, con $d>0$. In tal modo si riduce l'inflation bias ma si riduce il peso alla componente che stabilizza l'occupazione. Immaginando uno shock positivo, che quindi aumenta la disoccupazione, Rogoff preferisce mantenere stabile l'inflazione al costo di rendere la disoccupazione più volatile: lo shock reale impatta più consistentemente sull'occupazione rispetto all'equilibrio discrezionale. In formule:

$$\pi_t^{Rogoff} = \pi^* + \frac{a\alpha}{b+d}(U^n - U^*) + \frac{a\alpha}{a\alpha^2 + b+d}\varepsilon_t = \pi^* + \gamma^{Rogoff}(U^n - U^*) + \chi^{Rogoff}\varepsilon_t \quad (7)$$

con $\gamma^D > \gamma^{Rogoff} > \gamma^R = 0$ e $\chi^{Rogoff} < \chi^R = \chi^D$.

$$U_t^{Rogoff} = U^n + \frac{b+c}{a\alpha^2 + b+d}\varepsilon_t = U^n + \phi^{Rogoff}\varepsilon_t \quad \text{con } \phi^{Rogoff} > \phi^R = \phi^D.$$

Rogoff definisce "conservativo" il banchiere con peso $b+d$; questi deve essere scelto dal governo, che riconosce il vantaggio – puramente legato all'inflazione – di appuntare un banchiere con siffatte preferenze. In più, il banchiere deve essere dotato di "indipendenza", senza ulteriori specificazioni. L'indipendenza che serve a Rogoff per far funzionare il suo modello è, in pratica, l'impossibilità da parte del governo di licenziare il banchiere conservatore dopo che gli agenti hanno formato aspettative anti-inflazionistiche. Il potere politico delega la politica monetaria, e non può rimangiarsi la delega. Rogoff non spiega come ciò possa essere implementato.

Un contributo magnifico per spiegare le varie configurazioni d'indipendenza viene da Susanne Lohmann, in un articolo del 1992, in cui conferisce all'indipendenza un chiaro parametro matematico inserito nella funzione della perdita sociale:

$$L_t = a(U_t - U^*)^2 + (b+d)(\pi_t - \pi^*)^2 + \delta c$$

dove δ è una variabile dummy che assume valore 1 quando il potere politico si rimangia il commitment con la banca centrale e 0 altrimenti; c è il costo in cui il potere politico incorre quando si rimangia il commitment, $c \geq 0$. Le ipotesi sono le seguenti: la politica riconosce il suo incentivo a creare inflazione inattesa e delega le scelte di politica monetaria alla banca centrale: la politica sceglie d , il peso aggiuntivo noto del banchiere, e il costo c ¹⁰. Una volta che lo shock è realizzato, la bc sceglie il tasso d'inflazione; a questo punto l'organo politico accetta la scelta della bc oppure paga il costo c e si sostituisce alla bc. Quest'ultima eventualità è tanto più probabile quanto più lo shock è ampio e ha forti ricadute occupazionali.

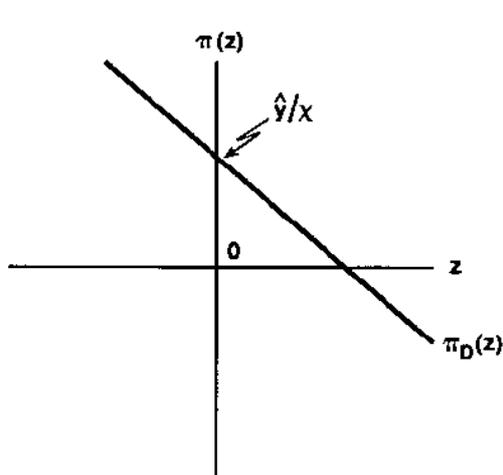
Non è chiaro se nel modello della Lohmann gli obiettivi siano fissati dalla società, attraverso l'organo politico, o siano nella disponibilità della banca centrale. Comunque sia, con questa formulazione possiamo catalogare diversi regimi di politica monetaria:

¹⁰ Come vedremo, la funzione di perdita della BCE ha un costo elevatissimo, potremmo dire infinito, poiché rinegoziare il commitment significa cambiare un trattato sovranazionale.

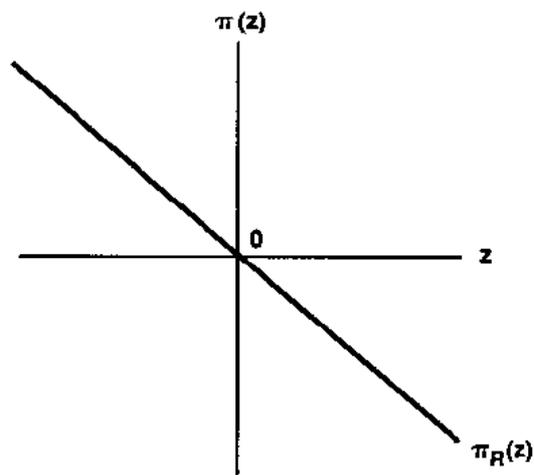
- con $d=0$ o $c=0$ siamo nel caso discrezionale: nel primo caso è come se la bc affrontasse lo stesso problema del governo, nel secondo il commitment non ha credibilità e il governo può sostituirsi alla bc in qualsiasi momento
- con $d=\infty$ e $c=\infty$ abbiamo il totale impegno a seguire una regola semplice che conduce al tasso d'inflazione target, senza riguardo per la stabilizzazione dell'occupazione¹¹
- con $d=\infty$ e $0 < c < \infty$ ci troviamo con la delega per raggiungere π^* a qualunque costo ma con una clausola di fuga: se lo shock è troppo ampio per le preferenze del governo, questi paga c e accomoda lo shock distribuendolo tra inflazione e disoccupazione
- con $0 < d < \infty$ e $c=\infty$ istituimo una banca centrale conservativa totalmente indipendente poiché il governo mai potrà sostituirsi alle scelte della bc

Attraverso questa classificazione, la Lohmann suggerisce che il modello di Rogoff corrisponde al caso in cui l'autorità politica osserva un costo infinito per espropriare la bc. La perdita di benessere sociale con questo accordo è tanto più grande quanto maggiore è l'ampiezza dello shock, e non può certamente essere un equilibrio ottimo. La Lohmann dimostra che l'ottimo si raggiunge con l'istituzione di una banca centrale caratterizzata da $0 < d^* < \infty$ e $0 < c^* < \infty$ ossia con un banchiere conservatore parzialmente indipendente.

Di seguito riportiamo i grafici, ripresi sempre del lavoro della Lohmann, che permettono un agile confronto tra i diversi regimi. Sulle ascisse c'è lo shock, sulle ordinate il tasso d'inflazione che si realizza. La retta rappresenta la funzione di reazione di π alla realizzazione dello shock. Maggiore è la pendenza, maggiore sarà l'assorbimento dello shock da parte dell'inflazione, con conseguente minor impatto sull'occupazione¹².



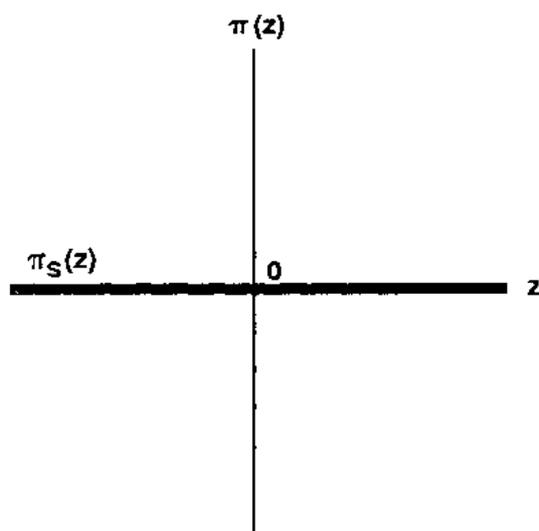
Regime discrezionale



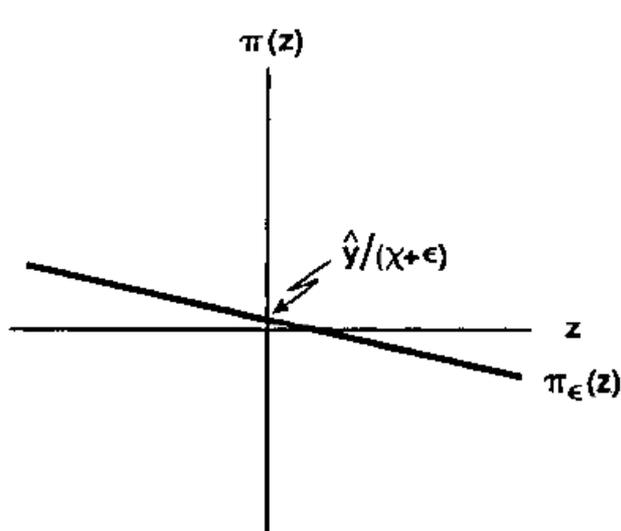
Regime con regola contingente allo shock

¹¹ L'equazione (7) con $d=\infty$ conduce a $\pi_t = \pi^*$

¹² La variabile z corrisponde al $-\varepsilon$, perciò una inclinazione negativa della funzione di reazione riflette la capacità di stabilizzare l'output. Tanto più la retta è ripida, tanto più si utilizzerà l'inflazione per aiutare l'economia reale.



Regime con regola semplice ($\pi^=0$)*



Regime con banchiere conservatore e indipendente (Rogoff)

1.4.1 Inflation target

Per lo scopo di questo lavoro è bene analizzare più da vicino una soluzione denominata “inflation-target”. Ci aiuteremo con l’esame fatto a questo regime da Svensson (1997)¹³. Svensson interpreta l’inflation-target come un contratto principale-agente in cui la società, il principale, delega la politica monetaria alla banca centrale, l’agente:

- la società assegna una funzione di perdita alla banca centrale (i.e. con un obiettivo inflazionistico dettato dal potere legislativo)
- è assicurata indipendenza alla banca centrale per minimizzare la funzione di perdita senza interferenze da parte del governo o altri interessi
- la bc è resa “responsabile” per la minimizzazione dell’assegnata funzione di perdita

Con questo tipo di delega la bc gode di indipendenza operativa e non di obiettivi. Ad una prima lettura, anche dal nome del regime, uno si aspetterebbe che la funzione di perdita ha un unico argomento, cioè l’inflazione; invece Svensson, richiamandosi anche ad un suo precedente lavoro, interpreta l’inflation-target come avente una funzione di perdita che coinvolge sia obiettivi inflazionistici che occupazionali. Non si deve quindi pensare che in questo regime si abbia $a=0$. Riprendiamo la nostra funzione di perdita:

$$L_t = a(U_t - U^*)^2 + b(\pi_t - \pi^*)^2$$

Ciò che il parlamento (rappresentante della società) fissa come obiettivo esplicito è solamente π^* ; U^* , a e b sono impliciti ma conosciuti. Su questo punto dobbiamo soffermarci un attimo poiché

¹³ SVENSSON L., *Optimal inflation targets, “conservative” central banks, and linear inflation contracts*, The American Economic Review, vol. 87, n. 1, Marzo 1997, pp.98-114

nella realtà sorgono dei problemi: se sono impliciti vuol dire che la società non li comunica attraverso la delega alla bc, e quindi la bc può solo fare delle supposizioni sulle preferenze della società, non li può conoscere; se sono conosciuti con un buon grado di certezza è perché la società, attraverso il parlamento, li ha comunicati e allora tanto vale renderli espliciti, cioè inserirli nella delega. Questo è un punto molto delicato in quanto, così analizzato, sembra configurare una delega operativa per quanto riguarda l'obiettivo inflazionistico e una di scopo per l'occupazione e i pesi alla stabilizzazione.

Nell'analisi di Svensson c'è l'ipotesi di persistenza nella disoccupazione (i.e. $0 < \lambda < 1$), che avvicina il modello alla realtà. In altre parole, se uno shock reale aumenta la disoccupazione del 2% rispetto al tasso naturale, l'anno successivo parte di questa disoccupazione aggiuntiva persisterà, e prima di ritornare al tasso naturale, immaginando di non avere interventi da parte dei policymaker, serviranno diversi anni, tanti di più quanto maggiore è la persistenza ($\lambda \rightarrow 1$), ossia il limiti e vincoli presenti nella reale economia di mercato. Intuitivamente, così come non è semplice cancellare dei posti di lavoro, è altrettanto difficile crearne dopo che sono stati distrutti. Va aggiunto che, a seguito della persistenza, $(\pi_t - \pi_t^e)$ compare anche nella funzione di perdita dei periodi futuri: siccome la scelta del tasso d'inflazione è funzione dello shock sull'occupazione, se questi non viene scaricato oggi sull'inflazione, vedremo i suoi effetti anche nei periodi futuri.

Questa ipotesi può essere facilmente introdotta nel nostro modello e la funzione di perdita si configura in questo modo:

$$Z_t = L_t + \beta E_t L_{t+1} + \beta^2 E_t L_{t+2} + \dots$$

Dove β è il fattore di sconto intertemporale ed E_t è il valore atteso. Combiniamo le (3) e la (4) per t e $t+1$:

$$U_t = \lambda U_{t-1} + (1-\lambda)U^n - \alpha(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t$$

e

$$U_{t+1} = \lambda(\lambda U_{t-1} + (1-\lambda)U^n - \alpha(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t) + (1-\lambda)U^n - \alpha(\pi_{t+1} - \pi_{t+1}^e) + \varepsilon_{t+1}$$

Per rendere agevole l'analisi qualitativa, possiamo limitare la minimizzazione a due periodi, t e $t+1$. Otteniamo questi valori per l'inflazione e la disoccupazione, in regime discrezionale:

$$\begin{aligned} \pi_t^p &= \pi^* + \frac{a\alpha}{b}(U_t^n - U^*) + \frac{\beta a \alpha \lambda}{b} [\lambda U_t^n + (1-\lambda)U^n - U^*] + \frac{a\alpha + \beta a \alpha \lambda^2}{a\alpha^2 + b + \beta a \alpha^2 \lambda^2} \varepsilon_t = \\ &= \pi^* + \gamma^p (U_t^n - U^*) + \frac{\beta a \alpha \lambda}{b} [\lambda U_t^n + (1-\lambda)U^n - U^*] + \chi^p \varepsilon_t \end{aligned}$$

$$U_t^p = U_t^n + \frac{b}{a\alpha^2 + b + \beta a \alpha^2 \lambda^2} \varepsilon_t = U_t^n + \phi^p \varepsilon_t$$

Quello che è interessante notare è che in un mondo con persistenza (indicato dalla P apicale), gli effetti degli shock sulla disoccupazione dovrebbero maggiormente essere smorzati ($\phi^P < \phi^R = \phi^D$) e ricadere sull'inflazione ($\chi^P > \chi^R = \chi^D$). Il motivo dovrebbe essere che una disoccupazione persistente è pericolosa ed è meno tollerata di una inflazione elevata quando è il frutto di un aiuto all'occupazione¹⁴.

Avendo colto le implicazioni della persistenza, è facile rendersi conto che l'inflazione diventa uno strumento ancora più importante per rispondere agli shock occupazionali, deve assorbirli in maniera maggiore se non vogliamo che colpisca i posti di lavoro anche per il futuro, soprattutto quando si tratta di shock di ampia portata.

Da come abbiamo interpretato l'inflation-target, questo regime può produrre risultati benefici solo se viene permesso alle autorità monetarie di smorzare gli shock reali attraverso l'inflazione. Qualora ciò non accada e l'obiettivo è vincolante, l'inflation-target costante è troppo costoso in termini di tasso di disoccupazione. È ancora più costoso se la bc dovesse male "intuire" i parametri della funzione di perdita che la società non esplicita. Se addirittura poi l'obiettivo inflazionario non è fissato dalla società ma dalla bc stessa (ipotesi di totale goal independence), allora il constant inflation-target è estremamente costoso in termini di mancata stabilizzazione e di asimmetria informativa tra principale e agente.

Il problema dell'inflation-bias ha una facile soluzione: il policymaker dovrebbe rinunciare a stimolare l'occupazione, dovrebbe lasciar fare al mercato e occuparsi solamente degli shock. In termini del nostro modello, significa fissare $U^* = U_t^n$. Il problema è risolto, che il policymaker sia il governo o la banca centrale. L'idea di voler far stare meglio i cittadini vale per l'organo politico, ma non si capisce perché non dovrebbe valere anche per la bc. Una bc indipendente non può certamente far valere la condizione di cui sopra con l'idea di far star meglio i cittadini, perché altrimenti anche il potere politico dovrebbe accorgersene, o quanto meno farselo spiegare dai dirigenti della bc! Inoltre, se la bc indipendente lo capisce, non si vede il motivo per cui i cittadini stessi, agenti razionali, non dovrebbero comprenderlo e punire i rappresentanti che provassero ad utilizzare il trade-off di breve periodo della curva di Phillips. Se una bc indipendente capisce il vantaggio di non forzare l'occupazione, quale motivo spinge la classe politica a non poterlo fare? Se gli agenti sono razionali, non chiederanno mai ai loro rappresentanti politici di utilizzare il trade-off, e questi ultimi dovrebbero comunque rifiutarsi per il bene dei cittadini. Affrancarsi dalla conduzione della politica monetaria e delegarla ad una bc indipendente non può significare la modifica della disoccupazione obiettivo, questa sarà sempre più bassa di quella che producono le leggi e le forze di mercato. Nel trattare quindi la delega della politica monetaria ad una bc indipendente, anche per questa deve valere l'incentivo a raggiungere un tasso occupazionale più elevato. Contrariamente, la soluzione con $U^* = U_t^n$, data l'ipotesi di cittadini razionali, si realizzerebbe da sola, il problema sparirebbe e l'indipendenza dal potere politico, per eliminare il bias-inflazionistico, sarebbe semplicemente inutile.

¹⁴ Questa considerazione è oggettivamente ideologica, attiene ad una scala di valori, pertanto non è possibile dimostrarla.

1.5 Indipendenza

Una volta disegnata la cornice teorica nella quale ci muoviamo, possiamo introdurre le diverse formulazioni del concetto d'indipendenza come risposta al bias-inflazionistico e agli altri incentivi che il potere politico ha e che pregiudicano la stabilità dei prezzi senza aiutare l'occupazione¹⁵.

Iniziamo quindi con i concetti di indipendenza operativa (o strumentale o di mezzi) e di scopo (obiettivi o fini), essendo gli unici presi in considerazione nella letteratura da cui emerge il problema¹⁶. Una banca centrale è dotata d'indipendenza operativa quando ha la possibilità di utilizzare in modo autonomo gli strumenti di politica monetaria, ossia muove il tasso d'interesse o l'offerta di moneta senza le interferenze del potere politico. Possiede invece indipendenza di scopo quando ha la possibilità di stabilire in modo autonomo gli obiettivi di politica monetaria, ossia sceglie gli obiettivi del tasso d'inflazione e di disoccupazione, π^* e U^* , senza condizionamenti dalla politica e quindi dalle preferenze della società. Sovra ordinata a questi concetti, esiste l'*indipendenza tout-court*, in cui la banca non risponde del suo operato o del raggiungimento degli obiettivi.

Una volta compreso il problema e definiti i tipi d'indipendenza presenti in letteratura, possiamo passare ad analizzare la loro portata risolutiva nel mantenere stabili i prezzi.

1.5.1 L'indipendenza di obiettivi

Nel modello esposto sopra l'ipotesi sempre presente è che la società (i cittadini) riescano ad esprimere i loro obiettivi su inflazione e disoccupazione, e naturalmente sui coefficienti della stabilizzazione. Il meccanismo, lo si può facilmente immaginare, è il voto democratico di un potere legislativo (il parlamento) che rispecchia quanto meglio le preferenze degli elettori. Questa rappresentanza democratica dovrà poi fissare gli obiettivi e i pesi. È attraverso il diaframma elettorale che la funzione di perdita si può definire "della società".

Se il potere politico delega la politica monetaria ad una bc indipendente negli obiettivi, ciò significa che la scelta dei target e dei pesi è a completa discrezione della bc. Assume quindi rilievo, nei casi in cui questa fattispecie si realizza, esaminare i processi di nomina dei vertici della bc, per indagare quale sia il raccordo democratico con i cittadini e le loro preferenze.

Immaginando che il banchiere centrale abbia poteri psichici e che quindi minimizzi la funzione di perdita che esprimerebbe la società attraverso il parlamento, il problema del bias-inflazionistico non sarebbe affatto risolto. La bc indipendente incorre nel bias come un qualsiasi policymaker, con l'aggravante che i risultati sarebbero ancor più costosi per i cittadini in quanto, molto probabilmente, non sarebbero ottenuti massimizzando la loro funzione obiettivo ma quella supposta tale dalla bc, in mancanza di un raccordo democratico.

¹⁵ Fatto salvo l'utilizzo di π_t per smorzare l'effetto di ε_t su U_t .

¹⁶ Definizioni prese dall'articolo di Gianfreda nel saggio "Mercato o politica monetaria?" Luiss University Press

Attenendoci al titolo di “indipendenza di obiettivi”, possiamo immaginare che la bc debba scegliere solamente π^* e U^* , con il potere politico che si riserva di fissare i parametri per la stabilizzazione, a e b . In questo caso una scelta appropriata di π^* può eliminare il bias dal punto di vista della società, sempre che le stime sul tasso preferito dalla popolazione siano corrette. Ponendo

$$\pi^{bc} = \pi^* - \frac{a\alpha}{b}(U^n - U^*)$$

otteniamo dall’equilibrio discrezionale

$$\pi_t^D = \pi^* + \frac{a\alpha}{a\alpha^2 + b}\varepsilon_t = \pi_t^R.$$

Il problema è sempre lo stesso: se può pensarlo la bc, allora può pensarlo anche il parlamento, e quindi anche i cittadini, e allora tanto vale non farsi prendere in giro e implementare da soli la soluzione ottima cioè meno costosa.

Questo risultato è soggetto alle seguenti ipotesi:

- Il π^* che immagina la bc è quello preferito dalla società
- Il U^* che immagina la bc è quello preferito dalla società
- Il parlamento può verificare la politica di stabilizzazione: deve avere perfetta informazione sulla realizzazione dello shock e poter valutare la risposta della bc attraverso i parametri della stabilizzazione presenti nel contratto di delega

L’ultima ipotesi è quella che fa propendere nella realtà per un commitment non legato ad una regola complessa, ossia funzione dei disturbi sull’economia reale che possono essere molteplici imprevedibili e di non facile valutazione, bensì ad un commitment di valori percentuali puntuali scelti dal parlamento, senza valutazione dell’operato stabilizzatore. A questo punto dobbiamo distinguere il caso in cui l’indipendenza d’obiettivi attenga esclusivamente al raggiungimento dei target, senza riguardo per la stabilizzazione, ovvero il caso in cui anche questa debba essere delegata alla “indipendenza” della bc. Nel secondo caso emergono i problemi legati al controllo dell’operato della bc, del rispetto dei pesi della stabilizzazione; un problema molto complesso con probabili elevati costi di monitoraggio¹⁷. Nel primo caso, abbandoniamo lo strumento “politica monetaria” nel perseguimento della stabilizzazione dell’economia reale.

Questa distinzione con relativi problemi emerge anche qualora la politica monetaria rimanga nella disponibilità del potere politico: il pubblico deve valutare la risposta allo shock e per farlo deve avere contezza della sua realizzazione. La valutazione dell’indipendenza va quindi condotta senza tener conto dei problemi di monitoraggio. Da quanto detto emerge chiaramente che l’indipendenza d’obiettivi, sotto l’ipotesi d’aspettative razionali, non apporta benefici alla stabilità dei prezzi.

¹⁷ La soluzione più semplice è predisporre un target con una banda d’oscillazione, non puntuali o puntuali.

Se è vero che i cittadini conoscono il meccanismo economico (ipotesi di aspettative razionali) allora i cittadini puniranno chiunque (governo o bc) realizzi inflazione inattesa. I cittadini conoscono l'insostenibilità della relazione di breve periodo tra π e U e che il suo utilizzo porterà, alla fine della fiera, un tasso di disoccupazione attesa invariato ma un'inflazione elevata. Allora perché utilizzarla? Perché il policymaker dovrebbe farci affidamento? Anche rimuovendo l'ipotesi di aspettative razionali (immaginando aspettative adattive, e quindi la possibilità di sfruttare il trade-off di breve periodo di Phillips) i cittadini non possono accettare che si aiuti l'occupazione un paio di anni attraverso l'inflazione, se successivamente quei benefici si trasformeranno o in livelli occupazionali precedenti con inflazione persistentemente più alta o inflazione al livello precedente con un periodo più o meno breve di recessione e occupazione inferiore a quella d'equilibrio (vedi periodo Volcker in U.S.A.)¹⁸.

Quindi, assumendo la goal independence della bc, assumendo come vero il trade-off di breve periodo tra inflazione-disoccupazione e garantendo ai cittadini la possibilità di punire il policy maker che "forza" la crescita facendo poi patire ai cittadini un periodo "costoso" di aggiustamento e riposizionamento sulla curva di Phillips di lungo periodo, allora non vi è alcuna ragione per cui il manovratore della politica monetaria, che sia il governo o la banca centrale indipendente, utilizzi tale relazione.

Ricapitolando: la curva di Phillips esiste e tutti ne sono a conoscenza; e tutti conoscono anche i costi presenti e futuri da sopportare qualora questa relazione venga utilizzata; quindi i cittadini puniscono chi la utilizza.

Nella letteratura economica non sembrano esserci dei lavori che dimostrino la superiorità del modello istituzionale dell'indipendenza. Si perviene alla stessa conclusione anche nel saggio di Gianfreda¹⁹, che analizza alcuni risultati della letteratura monetaria che fanno dell'ipotesi di banca centrale indipendente la soluzione al c.d. bias inflazionistico della politica discrezionale.

I risultati a cui Gianfreda perviene sono i seguenti: "i modelli elaborati o hanno ipotizzato l'indipendenza di obiettivi, senza però garantire risultati certi in termini di riduzione o eliminazione del bias inflazionistico, in quanto tali risultati sono legati a soluzioni non esogene, o hanno ipotizzato, esplicitamente o implicitamente, assenza di goal independence".

Che sia la bc o il parlamento a fissare i target non inficia il problema del bias-inflazionistico. Anzi, se i target gli sceglie la bc dobbiamo risolvere il problema del raccordo democratico tra società e vertici della bc, sia che si adotti un commitment basato su una regola semplice sia su una regola complessa, nei termini discussi prima. *La sola indipendenza d'obiettivi non elimina il bias-inflazionistico e al contempo fa emergere quello del raccordo democratico.*

¹⁸ SLOMAN, JOHN, *Economics*, Prentice Hall, 1997, pp. 640-645

¹⁹ GIANFREDA, G., JANSON, N., SALIN, P., *Mercato o politica monetaria?*, Luiss University Press, 2004

della moneta: come i produttori di un bene sono proprietari del marchio e possono processare i contraffattori, coloro che gestiscono un sistema monetario hanno un diritto sull'uso del marchio della loro moneta, anche se hanno ottenuto questo controllo con l'uso della forza. Quindi, se non si può chiedere alle autorità monetarie di raggiungere un certo tasso d'inflazione, si può invece chiedere di limitare la crescita della quantità di moneta o ancora di dare una garanzia del prezzo della moneta in termini di altri beni".

Provando a dirlo con altre parole, il tasso d'inflazione è soggetto ad una serie molto estesa di determinanti. Certamente nel medio periodo l'inflazione è ampiamente correlata con la quantità di moneta, ma se si pone l'inflazione come obiettivo, conseguentemente la banca centrale non potrà utilizzare delle regole per gli strumenti (tasso d'interesse nominale e quantità di moneta). Se fosse la quantità di moneta a determinare l'inflazione nel medio periodo, allora basterebbe una regola di espansione monetaria. Dato che nessuna banca centrale vincola il raggiungimento dell'obiettivo di medio periodo ad una regola a la Friedman, questo deve far pensare che in realtà l'inflazione di medio periodo ha altre con-cause. Logicamente segue che la creazione di moneta è gestita con una regola complessa che tiene conto di diversi shock e di previsioni su diversi fattori, di modo che una regola complessa finisce per assomigliare ad una politica discrezionale.

Lo stesso ragionamento naturalmente vale quando l'obiettivo inflazionistico vuole essere raggiunto con una regola di prezzo, cioè manovrando il tasso d'interesse nominale. Anche in questo caso, se la correlazione fosse accettabilmente stabile si conoscerebbe e si applicherebbe una regola chiara. Invece si fanno valutazioni, previsioni, stime e la politica finisce col diventare al limite discrezionale e non comprensibile per il cittadino medio. Facciamo un esempio: Clarida&Galí&Gertler in un loro celeberrimo contributo del 1999²¹ (*The science of monetary policy: a new keynesian perspective*) determinano la regola sul tasso d'interesse che la bc dovrebbe seguire. L'idea è che la bc fissa il tasso nominale per il periodo t, dopo aver osservato la realizzazione dello shock, con l'obiettivo di impattare sulle aspettative dell'inflazione per il periodo successivo, dato il ritardo che esiste nei meccanismi di trasmissione, e sull'output-gap del periodo corrente attraverso il tasso d'interesse reale in t. L'inflazione del periodo corrente non è ancora stata osservata, il che accadrà solo a fine periodo. C'è anche l'ipotesi reale della persistenza. Il risultato è questo:

$$i_t = \left\{ 1 + \frac{\lambda[1 - f(\alpha, \lambda, \beta, \phi)]}{\phi \alpha f(\alpha, \lambda, \beta, \phi)[1 - \beta f(\alpha, \lambda, \beta, \phi)]} \right\} (E_t \pi_{t+1} - \pi^*) + \frac{\theta}{\phi} \left[\frac{\lambda}{\alpha + \lambda^2 \sigma_\eta^2} E_{t-1} \pi_t + (\alpha + \lambda^2) \frac{\sigma_\varepsilon^2}{\phi} r_t \right] + \frac{1}{\phi} g_t$$

con $r_t = i_t - E_t \pi_{t+1}$ e $f(\alpha, \lambda, \beta, \phi)$ una funzione cubica dipendente dai parametri tra parentesi²². La regola sull'obiettivo è semplice, ma quella sullo strumento è quanto meno complessa, se non del tutto discrezionale date le stime dei parametri, le aspettative, i ritardi, la persistenza, la valutazione dello shock. Certamente una regola siffatta non potrebbe essere soggetta a controlli

²¹ CLARIDA R., GALÍ J., GERTLER M., *The science of monetary policy: a new keynesian perspective*, The American Economic Review, Dicembre 1999, vol. 37, no. 4, pp 1661-1707

²² La simbologia differisce da quella usata in questo lavoro

da parte del delegante, costringendolo a verificare l'operato della bc attraverso il raggiungimento degli obiettivi commissionatele.

Fissando una regola sul tasso d'inflazione, i problemi e i costi legati alla discrezionalità non sono scomparsi ma semplicemente traslati: erano usciti dalla porta (gli obiettivi) e sono rientrati dalla finestra (gli strumenti).

Data l'imperfetta conoscenza dell'economia, delle relazioni economiche, l'obiettivo sul tasso d'inflazione si accompagna ad una politica discrezionale sugli strumenti. Nella migliore delle ipotesi, la regola è complessa nella misura in cui non è più alla portata di tutto il pubblico. Questo genera incertezza, volatilità e rischio, senza la sicurezza (derivante dallo stesso uso discrezionale degli strumenti) di ottenere un certo tasso d'inflazione. Si badi che questo ragionamento vale sia con una cifra precisa che con un intorno di valori poiché la discrezionalità resta. Anzi, fissando un intorno di valori si ammette ancor più chiaramente che lo strumento è impreciso e il risultato soggetto a concause non controllabili.

L'ambiente economico oltre a essere influenzato dall'incertezza sul tasso d'inflazione (si può essere più o meno confidenti, ma non certi) viene reso ancor più incerto dall'uso discrezionale degli strumenti.

Quindi, indipendenza di strumenti può essere abbinata sia alla presenza che all'assenza di un obiettivo su una variabile "non di proprietà" della banca centrale (cioè diverso dal tasso di crescita della moneta o dal tasso d'interesse nominale). Se l'obiettivo (il tasso d'inflazione) esiste, l'indipendenza di strumenti equivale a regole complesse o al limite discrezionali; in mancanza di obiettivo, la banca centrale può fare ciò che vuole, ma non avendo un'ancora alla quale agganciare la sua politica, dovrà logicamente darsi una regola.

Viene da sé che aver garantita l'indipendenza di strumenti è la necessità minima per una banca centrale che voglia avere ragion d'esistere. D'altra parte questa necessità non apporta nessun guadagno in termini d'efficienza nel raggiungimento del tasso d'inflazione obiettivo. La efficienza degli strumenti non è funzione dell'indipendenza ma piuttosto della scelta tra un utilizzo discrezionale o con regola. Ma si può parlare d'indipendenza se la regola viene fissata al di fuori della banca centrale? Non sono di questo avviso. In questa sede, per indipendenza di strumenti si deve quindi intendere la possibilità per la bc di decidere se muoverli discrezionalmente o con regola: è la possibilità di scelta che rende effettiva l'indipendenza.

Attraverso l'indipendenza operativa la bc assume il diritto di utilizzare gli strumenti di politica monetaria in maniera non sindacabile da parte del potere politico. Gli strumenti sono il tasso d'interesse e l'offerta di moneta. Una volta definiti i target – indipendentemente da chi li fissa – la bc diventa un organo tecnico e la possibilità di usare liberamente gli strumenti è condizione necessaria per il raggiungimento degli obiettivi.

L'utilizzo degli strumenti deve essere necessariamente discrezionale²³. Se così non fosse, se cioè vi fosse una regola sul tasso d'interesse o sull'offerta di moneta o su entrambi, ciò starebbe ad indicare che esiste una correlazione stabile e deterministica tra queste variabili ed il tasso d'inflazione. Nella realtà, non una sola bc ha una regola sugli strumenti, indicando implicitamente che il loro utilizzo deve essere discrezionale per raggiungere il target inflattivo, così da rispondere alle diverse e mutevoli condizioni dell'economia.

La necessità di abbandonare l'equilibrio discrezionale nella fissazione dei target per approdare ad un equilibrio con regola, deriva dall'idea che attraverso la regola il tasso d'inflazione è più basso, e soprattutto meno volatile. Immaginando di fissare una regola sugli strumenti, dati gli shock a cui è soggetta una moderna economia di mercato, il tasso d'inflazione non sarebbe sotto controllo in ogni periodo (la riprova è in quello che dicevamo prima: nessuna bc ha una regola trasparente e semplice sugli strumenti). Quindi, per tenere una regola sul tasso d'inflazione, tenerlo cioè sotto controllo, gli strumenti devono essere usati in maniera discrezionale per adattarsi alle mutevoli e imprevedibili condizioni di mercato.

Provando a utilizzare altre parole, il tasso d'interesse costituisce la strategia, mentre gli strumenti sono la tattica; i secondi devono essere dinamici e mutevoli per assecondare il perseguimento della strategia. "Indipendenza operativa" riassume quindi la necessità per l'organo tecnico di raggiungere l'obiettivo con la massima sicurezza che, data l'imperfetta correlazione tra obiettivi e strumenti, è rappresentata da un utilizzo discrezionale dei secondi.

Se si conferisce ad una bc l'obiettivo della stabilità dei prezzi, l'indipendenza operativa è condizione necessaria, ma nel senso che questa li utilizzerà in maniera discrezionale, senza la possibilità che i cittadini possano capirla e conoscerla fino in fondo. Il problema è rilevante se si pensa quanto peso oggi rivesta per una famiglia, indebitata o no, i sentieri dei tassi d'interesse bancari e finanziari in genere, funzioni del tasso nominale della bc e della moneta in circolazione. L'incertezza su questi strumenti si riversa nei problemi economici delle famiglie, sotto la veste di condizioni monetarie incerte e cangianti.

Senza un obiettivo sulle variabili "da promessa", ad una bc non può essere permessa la discrezionalità negli strumenti, ma dovrà seguire una regola (semplice). Si avrà indipendenza qualora la bc possa determinare questa regola in maniera indipendente dal potere politico, come riflesso della caratteristica pressoché esclusivamente tecnica della scelta economica.

Nel quadro del mandato per il conseguimento di obiettivi "politici" (inflazione e disoccupazione), la bc deve essere dotata d'indipendenza operativa, ma a fronte di questa concessione (che immette instabilità nell'economia) deve essere resa responsabile per il raggiungimento (quantomeno l'avvicinamento) dell'obiettivo della stabilità dei prezzi. Se questa condizione non è verificata, allora indipendenza significa "assenza di controllo", "assenza di responsabilità"; indipendenza si trasforma quindi in "impunità". Il buon senso aiuta ad escludere questo caso come praticabile.

²³ Nel senso più generale di "non prevedibile"

1.6 Conclusioni

Arrivati a questo punto, “l’indipendenza della banca centrale” che aiuta a mantenere la stabilità dei prezzi sembra essere solamente quella operativa: deve manovrare liberamente gli strumenti a sua disposizione per raggiungere gli obiettivi presenti nel contratto di delega con i rappresentanti del popolo. È sufficiente? Sì, per ora.

La moneta, nelle nostre economie, è di due tipi: legale e fiduciaria. Entrambe sono emesse a debito. La prima è di proprietà della banca centrale che ne controlla l’offerta e il prezzo. La seconda è moneta credito-debito, creata dal circuito bancario. La seconda è circa nove volte la prima. Ma allora, come fa la bc a controllare la moneta creata dalle banche? Attraverso tre meccanismi: i coefficienti patrimoniali, la riserva obbligatoria e il tasso d’interesse sulle operazioni di rifinanziamento al settore bancario. Attraverso i coefficienti patrimoniali (le regole di Basilea) i bilanci delle banche sono limitati in rapporto al proprio capitale di rischio; attraverso la riserva obbligatoria si innesca un perenne deficit di liquidità, per cui le banche sono costrette a partecipare alle aste sulle operazioni di rifinanziamento, con l’offerta di moneta decisa dalla bc; il tasso d’interesse su queste operazioni si trasmette ai contratti di credito-debito dell’economia attraverso il meccanismo di trasmissione per l’appunto bancario. L’idea è che se le banche prendono a prestito dalla bc ad un tasso molto elevato, essendo quello il tasso minimo praticabile, dovranno successivamente fare prestiti alla clientela con un interesse maggiore poiché il prezzo-costo del denaro alla fonte è aumentato. Se i tassi aumentano, ci saranno meno richieste di finanziamento e quindi minor creazione di moneta bancaria.

Una volta che la bc ha il pieno controllo di questi strumenti, può gestire l’ammontare di denaro in circolazione e quindi controllare l’inflazione.

Il presupposto perché si avveri quanto spiegato sopra è solo uno: la bc deve essere l’unica a gestire l’offerta di moneta, e lo Stato deve rispettare questo principio. Per prima cosa, non deve stampare e immettere moneta di sua proprietà; in secondo luogo, deve rispettare il c.d. budget intertemporale, ossia la bc non deve essere costretta ad acquistare i titoli del debito pubblico per l’ammontare non collocato presso i privati. Spiegheremo questa “indipendenza” nel prossimo capitolo.

CAPITOLO 2: Dominanza della politica monetaria

Abbiamo concluso il capitolo precedente con l'idea che la bc, l'istituto di politica monetaria, può controllare l'evoluzione del livello dei prezzi attraverso l'indipendenza operativa, ossia con la piena libertà di determinare il prezzo e la quantità di moneta legale e di inficiare il prezzo e la quantità di moneta bancaria. Gli strumenti necessari per conseguire questo risultato sono il controllo dell'offerta di base monetaria e del tasso d'interesse a breve. Da questi ambiti lo Stato, che determina la politica fiscale, deve essere estraneo. Nella letteratura queste relazioni tra Stato e bc vengono indicate attraverso i loro alter ego economici: rispettivamente politica fiscale e politica monetaria. È attraverso l'analisi delle relazioni che intercorrono tra le autorità a cui queste politiche vengono affidate che è possibile cogliere chi, nella pratica, ha la possibilità di mantenere la stabilità dei prezzi. Questo capitolo deve far luce sul reale motivo per cui la bc, attraverso l'indipendenza operativa dal potere politico, è in grado di preservare la stabilità dei prezzi.

2.1 Stato, politica fiscale e monetaria

La politica fiscale è nelle mani del governo, il quale utilizza il denaro a sua disposizione per comprare beni e servizi nell'ottica di un interesse collettivo. Pagare dei cittadini perché questi facciano rispettare le leggi su cui si fonda il patto sociale dovrebbe essere il compito precipuo dello Stato: la polizia, la magistratura, gli operatori sanitari, gli educatori, sono figure che presiedono una funzione che i cittadini hanno deciso di affidare allo Stato in quanto tutore di aspetti di pubblica utilità. Lo Stato ha bisogno di soldi per espletare queste funzioni, e le risorse sono tre: le tasse, il debito pubblico, la stampa di moneta. Con le prime due, la moneta in circolazione non aumenta in quanto vi è solamente un passaggio di potere d'acquisto tra un operatore economico ed un altro; con la stampa, invece, la moneta in circolazione aumenta e cresce il potere d'acquisto di un operatore, lo Stato, con la proporzionale riduzione del potere d'acquisto di chi non può stampare moneta, attraverso il fenomeno dell'inflazione causato dall'accresciuta quantità di moneta.

Quando in una economia esiste un solo soggetto, o una sola categoria di soggetti, capace di generare ex-novo potere d'acquisto, si dice che ha un "monopolio legale nella creazione di denaro": lo Stato ha il monopolio legale nella creazione di moneta legale, il settore bancario quello nella creazione di moneta bancaria. Va precisato che quest'ultimo è vincolato nella dimensione dalla quantità di moneta legale esistente.

In linea di principio, lo Stato potrebbe non tassare i suoi cittadini ma affidarsi totalmente alla stampa di moneta ogni qual volta si trovi di fronte a spese necessarie per la collettività. La sottrazione di potere d'acquisto, perpetrata attraverso l'uso di denaro "fresco", sarebbe il costo che i cittadini sopporterebbero a fronte dei servizi che lo Stato è in grado di offrire. La sottrazione del potere d'acquisto è anche detta inflazione: se improvvisamente la moneta in circolazione aumenta, mi aspetto che i prezzi, in un periodo più o meno breve, aumentino a loro volta determinando in questo modo una erosione del potere d'acquisto di chi conserva inalterata la

propria ricchezza monetaria; attraverso questa inflazione, però, i cittadini possono beneficiare di servizi di pubblica utilità come polizia, magistratura, scuola e sanità.

Nella realtà, nessuna economia sviluppata utilizza esclusivamente il signoraggio per fornire i servizi sociali: tasse e debiti sono di gran lunga di ammontare maggiore. Nel corso degli anni, lo Stato ha scisso la funzione fiscale da quella monetaria, lasciando la prima in mano al governo e la seconda all'istituto di emissione, responsabile della stampa e dell'emissione di denaro, sottraendo questo potere ai diretti rappresentanti del popolo. Pur con questa separazione, il ruolo della politica fiscale rispetto a quella monetaria non è necessariamente subordinato, tant'è che esistono due tipi di relazioni: dominanza della politica fiscale su quella monetaria, o viceversa. A seconda del regime utilizzato, la stabilità dei prezzi è responsabilità di una istituzione economica piuttosto che un'altra. Per capire la relazione tra livello dei prezzi e dominanza, dobbiamo aiutarci con delle equazioni da cui osservare il diverso comportamento dell'offerta di moneta, e quindi dei prezzi, nei diversi regimi di dominanza.

Questo capitolo deve rispondere a una serie di domande: come si crea inflazione? Come può crearla il governo? E come può la bc? Perché, per tenere sotto controllo l'inflazione, il potere politico deve delegare la politica monetaria ad un istituto dotato d'indipendenza operativa? L'ipotesi che facciamo è che esista nel medio-lungo periodo una relazione causale unidirezionale tra offerta di moneta e livello generale dei prezzi. Non esiste nel breve perché l'inflazione soggiace a diverse componenti estemporanee; unidirezionale, perché non crediamo che prima aumentino i prezzi e poi si adegui l'offerta di moneta, bensì il livello generale dei prezzi è funzione di quanta moneta c'è in circolazione, dato che i prezzi sono il risultato di uno scambio di potere d'acquisto esistente o che certamente esisterà.

2.2 Il vincolo di spesa dello Stato

Le politiche fiscali e monetaria sono legate dal vincolo di bilancio che fronteggia il potere politico. Seguiremo l'analisi condotta da Walsh²⁴ per renderci conto di chi effettivamente controlla l'offerta di moneta e il tasso d'interesse, determinanti della quantità totale di potere d'acquisto.

La politica fiscale fronteggia in ogni periodo questo vincolo:

$$G_t + (1 + i_{t-1})B_{t-1}^T = T_t + B_t^T + RCB_t \quad (8)$$

A sinistra abbiamo le spese del governo, date dalla spesa per l'acquisto di beni e servizi G_t più il rimborso del debito pregresso B_{t-1}^T (l'apice T denota il debito totale, assumendo che abbia maturità pari ad un unico periodo); a destra abbiamo le fonti di finanziamento: le tasse T_t , l'emissione di nuovo debito B_t^T , trasferimenti dalla bc RCB_t . Questi trasferimenti rivestono un

²⁴ WALSH C., *Monetary theory and policy*, MIT Press, 2003, capitol 4

ruolo importante ma fumoso nella nostra analisi. Lo stesso Walsh non ne dà una definizione, ma utilizza solamente un esempio per dare un'idea di cosa possano rappresentare: gli interessi maturati dalla bc sul portafoglio di debito governativo. In linea di principio, questi trasferimenti rappresentano tutti i profitti dell'istituto di emissione.

La politica monetaria si trova di fronte un altro vincolo:

$$B_t^M + RCB_t = (1 + i_{t-1})B_{t-1}^M + (H_t - H_{t-1})$$

A sinistra vi sono le uscite che sopporta la bc, l'acquisto di debito governativo B_t^M e i trasferimenti al tesoro dei profitti RCB_t ; l'espressione a destra dell'uguale riassume gli approvvigionamenti: la bc intasca gli interessi e il capitale sul debito governativo acquistato nel periodo precedente $(1 + i_{t-1})B_{t-1}^M$ e dispone di denaro attraverso la stampa di nuove banconote che portano la base monetaria, nel passivo della bc, da H_{t-1} a H_t . L'ultimo termine rappresenta ciò che determina il signoraggio: la bc si dota di potere d'acquisto stampando moneta. Con questo potere d'acquisto acquista, per l'appunto, titoli di debito pubblico e trasferisce ricchezza al governo.

Uniamo ora i due vincoli di modo da scrivere il vincolo che fronteggia lo Stato, definendo la differenza tra B^T e B^M come l'ammontare di debito pubblico collocato sul mercato B :

$$G_t + (1 + i_{t-1})B_{t-1} = T_t + B_t + (H_t - H_{t-1})$$

Come osserva Walsh, senza restrizioni sull'abilità del governo a collocare il debito o a sfruttare la creazione di moneta, non esistono vincoli di alcun genere nella scelta di spese e tasse. Nel consolidare i vincoli si fa una ipotesi implicita: la bc rimette tutti i suoi profitti al governo. In questo modo otteniamo un vincolo indicante che lo Stato immette nell'economia valori monetari pari ai servizi e beni acquistati più il rimborso del debito contratto nel periodo precedente; sottrae dall'economia risorse pari alle tasse e al debito sottoscritto, e in più crea risorse (che poi immette attraverso spese e rimborsi) pari alla stampa di nuova moneta. Se lo stato non stampasse moneta, il gioco sarebbe a somma 0: ciò che immetto nell'economia è ciò che sottraggo. In questo modo lo Stato non può creare inflazione generalizzata. Nel caso in cui un'autorità stampi nuova moneta, l'offerta di moneta cresce e con questa il livello generale dei prezzi. Teoricamente potremmo avere un bilancio siffatto:

$$G_t - T_t = H_t - H_{t-1}$$

Questa equazione va letta così: lo Stato si stampa i soldi di cui ha bisogno. Il problema è che i bisogni di uno Stato si identificano in quelli della sua classe politica, e a questo punto l'inflazione potrebbe essere realmente senza controllo; a meno che non si vincoli la politica a seguire una regola di crescita monetaria a la Friedman.

La soluzione invece adottata nel nostro mondo imperfetto, fatta di politici con una indole sociale imperfetta, è simile a quella adottata da Ulisse per non seguire il richiamo delle sirene (la stampa di moneta) che lo avrebbe condotto sugli scogli (inflazione a doppia cifra con pericolo di

iperinflazione): il governo si è legato all'albero maestro lasciando la navigazione a dei sordi marinai (delegando la gestione della creazione di moneta alla bc) che sono immuni dalle tentazioni delle sirene.

L'ipotesi necessaria perché l'inflazione resti scevra da interessi politici è che lo Stato, inteso come potere politico, si comporti come qualsiasi altro soggetto economico che non sia la bc: non deve poter creare moneta. Lo Stato deve rispettare come tutti un vincolo di bilancio e deve ripagare i debiti facendo affidamento solamente su riduzione di spesa e/o aumento di tasse; non deve pensare di coprire le proprie spese semplicemente stampando moneta, poiché in tal caso il governo farà sempre più debiti senza preoccuparsi della copertura finanziaria, la bc sarà costretta a stampare moneta per finanziare i debiti statali e non potrà più controllare l'inflazione. L'offerta di moneta sarebbe così determinata dalla stampa di moneta necessaria per non fare fallire lo Stato spendaccione. Se il governo, così come gli individui, è limitato nella sua capacità di prendere a prestito e stampare moneta, allora questo vincolo ne limita le scelte.

Da questo punto di vista, il problema sull'incoerenza temporale dei piani economici viene risolto sottraendo allo stato la stampa di moneta e quindi la possibilità di fare inflazione inattesa. Se la bc controlla l'offerta di moneta, l'inflazione deve essere per forza sotto controllo²⁵, altrimenti significherebbe che l'inflazione non è determinata dalla moneta in circolazione. Poiché il livello generale dei prezzi (valore nominale) è determinato dalla moneta in circolazione (variabile nominale), se sottraiamo al governo qualsiasi influenza sulla creazione di potere d'acquisto, non può certamente influenzare l'inflazione²⁶.

Dobbiamo quindi concentrarci sul vincolo realmente esistente nelle nostre economie:

$$G_t + (1 + i_{t-1})B_{t-1} = T_t + B_t + (H_t - H_{t-1})$$

con una precisazione per quanto riguarda il termine relativo al signoraggio. Immaginiamo di trovarci nel caso più semplice ma comunque presente nella realtà: il caso in cui la bc non possa acquistare direttamente i titoli del debito pubblico. In tal caso, il vincolo della bc si modifica in questo modo:

$$RCB_t = H_t - H_{t-1}$$

Da questa identità sembrerebbe che la bc, con un passivo iniziale H_{t-1} di ad esempio 100, portandolo in t a 150, debba trasferire al governo tutta la moneta creata per un potere d'acquisto nominale pari a 50. Dal punto di vista del governo è come se la bc si comportasse come una tipografia che decide autonomamente quanti biglietti stampare, dandoli poi gratuitamente al governo che li utilizza per le spese. Nella realtà, il governo non ottiene $H_t - H_{t-1}$ gratuitamente. La bc retrocede al governo solamente gli utili derivanti dal prestito della moneta stampata, e quindi sarebbe più corretto scrivere la relazione nel modo seguente:

²⁵ Assumendo l'esistenza di un target a cui è ancorata.

²⁶ Un modo potrebbe essere quello di aumentare la velocità di circolazione, ma questo è abbastanza difficile e richiede comunque periodi lunghi ed un cambio nelle abitudini di tutti gli agenti economici.

$$G_t + (1+i_{t-1})B_{t-1} = T_t + B_t + i_t(H_t - H_{t-1})$$

Il governo, per le sue spese, può affidarsi alle tasse, alle nuove emissioni di debito, e all'utile che la bc ottiene dall'interesse che si fa corrispondere prestando la moneta. Siccome la letteratura ha affrontato il problema del budget governativo senza tener conto di questa evoluzione "contabile", io mi accoderò alle precedenti trattazioni per modellare il vincolo intertemporale delle risorse, e da lì accorgerci del differente impatto sul controllo dell'offerta di moneta, e quindi dell'inflazione, che hanno i differenti regimi di coordinamento tra politica fiscale e monetaria.

2.3 Il concetto di dominanza di una politica sull'altra

Una assunzione già fatta, che qui vogliamo ricordare, è che esiste un collegamento tra base monetaria e inflazione almeno nel medio-lungo periodo. Questa assunzione è realistica poiché, attraverso la base monetaria e il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale e i coefficienti patrimoniali, è possibile controllare anche l'ammontare di moneta bancaria e quindi l'aggregato M4.

Riprendiamo l'equazione (8)

$$G_t + (1+i_{t-1})B_{t-1} = T_t + B_t + (H_t - H_{t-1})$$

e chiamando $S_t = H_t - H_{t-1}$ e sommando i vincoli dei periodi futuri otteniamo il vincolo intertemporale:

$$(1+i)B_{t-1} + \sum_{n=0}^{\infty} \frac{G_{t+n}}{(1+i)^n} = \sum_{n=0}^{\infty} \frac{T_{t+n}}{(1+i)^n} + \sum_{n=0}^{\infty} \frac{S_{t+n}}{(1+i)^n} + \lim_{n \rightarrow \infty} \frac{B_{t+n}}{(1+i)^n} \quad (9)$$

Si è assunto costante il tasso d'interesse. I piani governativi di spesa soddisfano il requisito di equilibrio di bilancio intertemporale (la c.d. *no Ponzi condition*) se l'ultimo termine uguaglia zero:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{B_{t+n}}{(1+i)^n} = 0$$

In questo caso, il lato destro della (9) diventa il valore attuale scontato di tutti i ricavi presenti e futuri da tasse e signoraggio, ed è uguale al lato sinistro, cioè il valore attuale scontato di tutte le spese presenti e future più l'attuale debito da rimborsare. In altre parole, il governo deve pianificare un sufficiente incremento di ricavi per ripagare il debito esistente e finanziare le spese sociali. Definendo il deficit primario come

$$\Delta = G - T - S$$

L'equilibrio di bilancio intertemporale implica che

$$(1+i)B_{t-1} = -\sum_{n=0}^{\infty} \frac{\Delta_{t+n}}{(1+i)^n}$$

Quindi, se il governo ha un debito pregresso ($B_{t-1} > 0$), il valore attuale del deficit primario deve

essere negativo $\left(\sum_{n=0}^{\infty} \frac{T_{t+n}}{(1+i)^n} + \sum_{n=0}^{\infty} \frac{S_{t+n}}{(1+i)^n} > \sum_{n=0}^{\infty} \frac{G_{t+n}}{(1+i)^n} \right)$.

Per spiegare il collegamento tra inflazione e coordinamento tra autorità di politica economica, riportiamo (con alcune modifiche sintattiche) l'introduzione di Sargent&Wallace 1981²⁷. "L'abilità nel controllare l'inflazione permanentemente dipende dal modo in cui si coordinano la politica monetaria e fiscale. Esistono due forme polari di coordinamento: una in cui la politica monetaria domina la politica fiscale e una in cui è la politica fiscale a dominare la monetaria.

Nel primo caso, l'autorità monetaria determina in modo indipendente l'ammontare di ricavi che fornisce all'autorità fiscale attraverso il signoraggio $\sum_{n=0}^{\infty} \frac{S_{t+n}}{(1+i)^n}$; quest'ultima fronteggia un vincolo

imposto dalla domanda per i titoli di debito, poiché deve fissare il suo budget di modo che i deficit possano essere finanziati da una combinazione di signoraggio scelto dall'autorità monetaria e le obbligazioni vendute al pubblico. In questo schema, l'autorità monetaria può permanentemente controllare l'inflazione poiché è completamente libera di scegliere il sentiero per la base monetaria e per il tasso d'interesse.

Nel secondo caso, l'autorità fiscale fissa indipendentemente il suo budget $\sum_{n=0}^{\infty} \frac{G_{t+n}}{(1+i)^n} - \sum_{n=0}^{\infty} \frac{T_{t+n}}{(1+i)^n}$,

annunciando tutti i deficit e i surplus correnti e futuri, determinando quindi l'ammontare di risorse che devono essere ottenute e create attraverso, rispettivamente, la vendita dei bond e il signoraggio. Con questo tipo di coordinamento, l'autorità monetaria fronteggia il vincolo imposto dalla domanda di bond governativi, per cui dovrà finanziare col signoraggio ogni discrepanza tra le risorse richieste dall'autorità fiscale e l'ammontare di bond che può essere venduta al pubblico. Se i deficit dell'autorità fiscale non possono essere finanziati solamente dalla vendita di nuovi bond, allora l'autorità monetaria è costretta a creare moneta e tollerare inflazione addizionale." Avendo assunto la *no Ponzi condition*, dobbiamo considerare solamente il signoraggio e non anche la vendita di nuovi bond, dato che il loro rimborso dovrà essere comunque finanziato dal sentiero di deficit e surplus o dal signoraggio.

Nel pianificare le scelte economiche lo Stato può manovrare tre variabili: G, T, S . Attraverso l'indipendenza operativa il governo è costretto a considerare S come esogena, determinata dalla bc, e deve assolvere i suoi compiti G potendo manovrare nelle diverse circostanze solamente lo strumento T . L'ammontare di moneta determina anche l'ammontare di tasse che il governo può

²⁷ SARGENT T., WALLACE N., *Some unpleasant monetarist arithmetic*, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, vol. 5, pp. 1-17, 1981

richiedere e quindi la sua dimensione operativa. Se la bc determina la quantità di moneta e il governo non può aumentarla, allora la bc sarà in grado di controllare l'inflazione poiché il governo deve sottostare al vincolo relativo alla quantità di moneta immessa dalla bc.

Quando nel primo capitolo abbiamo parlato in maniera generica di "indipendenza operativa", è nell'accezione datane in questi paragrafi che va letta: indipendenza operativa significa dominanza della politica monetaria, piena libertà (indipendenza dal governo) nell'utilizzare gli strumenti che determinano l'offerta di moneta, tra cui i ricavi da signoraggio (il sentiero per la base monetaria) e quindi le risorse a disposizione dell'autorità fiscale. In questo senso, e solo in questo, "l'indipendenza della bc permette la stabilità dei prezzi", cioè il controllo dell'inflazione.

Difatti, nel concludere il loro articolo, Sargent&Wallace scrivono: *"se l'autorità monetaria, nel gioco di politica economica, muove per prima scegliendo il sentiero per l'offerta di moneta, in questo modo forza l'autorità fiscale a scegliere una sequenza di deficit di bilancio consistente con i ricavi da signoraggio imposti dalla banca centrale. Questa forma di vincolo monetario permanente è un meccanismo che effettivamente impone una disciplina fiscale"*.

Vedremo nell'ultimo capitolo che la dominanza monetaria è la forma di coordinamento adottata nell'Eurozona, e questo permette alla BCE di rendere credibile l'impegno a raggiungere un predeterminato tasso d'inflazione, cosa che altrimenti le sarebbe impossibile.

A questo proposito, alcuni economisti hanno prodotto "La teoria del signoraggio ottimo"²⁸, in cui non valutano l'inflazione come una variabile economica da poter considerare a prescindere dal vincolo di bilancio del governo. In questa teoria, emerge il ruolo dell'inflazione come tassa al pari di tutte le altre, cioè manovrabile dal governo per minimizzare la perdita sociale sotto il vincolo delle spese necessarie. Il problema economico, in questo caso, non prevede la minimizzazione della funzione di perdita sotto il vincolo della curva di Phillips bensì sotto il vincolo di bilancio governativo, e l'inflazione diventa uno strumento. Negli studi economici che stiamo qui seguendo, l'inflazione è un obiettivo preordinato alla funzione sociale dello Stato. Nella teoria del signoraggio ottimo l'inflazione è invece subordinata alle funzioni dello Stato. Nell'opera citata di Mankiw troviamo il pensiero di Tobin: *l'abilità di un governo di finanziare le spese stampando moneta è il "signoraggio" associato con il suo monopolio della sovranità monetaria. ... La distorsione provocata dalla tassa dell'inflazione è la deviazione di risorse o la perdita d'utilità associata alla scarsità di moneta. ... Il problema è ottimizzare la scelta delle tasse, data la "necessità" delle spese del governo. Questa formulazione collega correttamente l'offerta di moneta al budget governativo.*

Alcuni economisti evidenziano la *necessità delle spese* del governo, altri la *necessità della stabilità dei prezzi* a prescindere dalla necessità delle spese di governo. Ci occupiamo della seconda interpretazione poiché nei fatti è quella che regna sovrana, benché non sia stata dimostrata la sua superiorità.

²⁸ MANKIW, GREGORY, *The optimal collection of seignorage: theory and evidence*, NBER, Working Paper 2270, Maggio 1987

2.4 La relazione tra indipendenza e dominanza

Nella pratica la regola necessaria per garantire alla bc la possibilità di controllare l'inflazione è non essere costretta ad acquistare le emissioni di debito statale. Il fatto che possa decidere liberamente di acquistarne o meno non è importante; ciò che conta è determinare in maniera indipendente la quantità di moneta. Se, una volta determinata la moneta in circolazione, la bc vuole comprare debiti statali, questo non sottrae il governo dal rispettare il vincolo intertemporale di bilancio caratterizzato dall'indisponibilità di determinare i ricavi da signoraggio; quel debito andrà rimborsato facendo leva sulla combinazione di spese e tasse che garantisce l'equilibrio finanziario con le decisioni indipendenti della bc in merito alla creazione di moneta. È fondamentale a questo punto precisare che il debito statale può diventare un attivo per la bc in due modi: può acquistare parte di una emissione (mercato primario), oppure può ricevere questi titoli dalle banche che li danno in garanzia per prendere in prestito moneta fresca di stampa (mercato secondario). Il risultato non cambia, in quanto il processo chiave che genera l'espansione dell'offerta è l'espansione dell'attivo (e corrispondentemente del passivo, sotto la voce circolante). L'impossibilità di controllare l'offerta di moneta si realizzerebbe anche se la bc fosse obbligata dal settore bancario ad acquistare un qual si voglia titolo di debito. Quindi, l'importante è l'assenza di obbligo ad acquistare titoli, i.e. assenza di obbligo ad espandere l'offerta di moneta.

È certamente preferibile, per rinforzare questo regime monetario, che la bc acquisti i bond statali solo dal mercato secondario, ponendo così tra sé e il governo la dimensione finanziaria del mercato che valuta una emissione obbligazionaria governativa secondo regole squisitamente finanziarie. In questa situazione, la dominanza della politica monetaria è massima poiché nel decidere l'ammontare di moneta in circolazione, determina le risorse monetarie nell'economia e quindi la possibilità per un governo di collocare titoli di debito con cui finanziare le proprie spese. Relegando lo Stato nel ruolo di un qualunque soggetto economico che deve essere nel tempo in equilibrio finanziario, l'istituto di politica economica può controllare l'inflazione senza grandi difficoltà, almeno nel medio-lungo periodo, dove la relazione tra quantità di moneta e livello dei prezzi è molto forte. Le aspettative sull'inflazione sono importanti nel determinare l'inflazione reale, ma solo nel breve periodo; esisterà sempre un vincolo reale al livello dei prezzi, dato proprio dalla quantità di moneta effettivamente in circolazione; posso avere le aspettative più inflazionarie possibili, ma se la quantità di moneta in circolazione non aumenta (e la velocità fa altrettanto per vincoli tecnologici) le mie aspettative non potranno mai realizzarsi nel medio-lungo periodo se l'istituto di emissione non lo permette.

Risulta ora più agevole comprendere le norme di cui è stata dotata la BCE, e che abbiamo presentato nell'introduzione, con lo scopo di capirne il senso economico. La parte determinante, che qui riprendiamo è:

In più, il Sistema europeo non garantisce alcun prestito agli apparati comunitari o alle entità dei governi nazionali. Questi schermi lo proteggono ancora di più dall'interferenza politica.

È in queste due frasi che si cristallizza l'indipendenza necessaria alla bc per il mantenimento della stabilità dei prezzi. La seconda lascia intendere che la prima è condizione solamente aggiuntiva in un'ottica che prevede una tensione verso l'assenza di qual si voglia interferenza politica. La realtà, come ho cercato di dimostrare, è ben diversa: il vincolo sui prestiti rappresenta la condizione necessaria, accompagnata dalla indipendenza operativa. Le due condizioni, congiuntamente, sembrano necessarie e sufficienti.

Alla luce di questa osservazione, dobbiamo ritornare sul concetto di indipendenza degli obiettivi per capire come si inserisce in questo quadro teorico e quanto è determinante l'organo che sceglie il tasso d'inflazione²⁹; se cioè il potere politico, scegliendo il sentiero dell'inflazione, può rendere le condizioni suddette non più sufficienti. Senza utilizzare strumenti di analisi matematica, ma squisitamente logica, il ragionamento da fare è il seguente. Ipotizziamo che la bc preferisse una inflazione al 2%, il governo invece comanda una inflazione al 5%. La bc stampa allora più moneta. La quantità di moneta nell'economia aumenta. Il governo allora decide di aumentare le spese utilizzando i ricavi da signoraggio: riesce cioè ad influenzare S che credeva endogena.

Se la bc opera solamente una riduzione dei tassi invece di aumentare l'offerta di moneta, la quantità di moneta aumenterà ugualmente ma non ci saranno ricavi aggiuntivi da signoraggio poiché, per lo stesso ammontare di moneta stampata, questa viene prestata alle banche ad un prezzo minore, riducendo così gli utili della bc e conseguentemente i trasferimenti al governo.

Riassumendo: se la bc utilizza esclusivamente il prezzo della moneta come strumento, il risultato è ambiguo perché dipende dall'elasticità della domanda di moneta delle banche rispetto al tasso d'interesse, variabile che determina gli utili della bc e quindi i ricavi del governo; se la bc utilizza la quantità, allora la base per i profitti aumenta e la retrocessione degli utili al governo è maggiore. Nella realtà le bc utilizzano entrambi gli strumenti; questo solleva un problema di analisi pratica poiché non possiamo stabilire a priori se un tasso d'inflazione più elevato porta ricavi da signoraggio più elevati. Noi però stiamo conducendo un'analisi teorica e necessitiamo quindi di assunzioni. Seguendo i modelli con maggior consenso, assumeremo che nel lungo periodo il tasso d'interesse sia costante e che quindi la determinante ultima della quantità di moneta sia la base monetaria (i.e. la moneta emessa dalla bc). Nel lungo periodo, quindi, un aumento persistente dell'inflazione deve essere il risultato di un accrescimento della base monetaria, e conseguentemente dei ricavi da signoraggio.

Abbiamo argomentato come il governo, attraverso la fissazione del sentiero del tasso d'inflazione³⁰, può influenzare i ricavi da signoraggio ed "evadere" il vincolo intertemporale, sottraendo alla bc de facto il controllo dell'offerta di moneta.

²⁹ L'argomento meriterebbe un approfondimento da un punto di vista politico, democratico: è giusto che il tasso d'inflazione, cioè una tassa imposta sulla collettività, venga deciso dal parlamento, cioè l'organo democratico per eccellenza nelle democrazie contemporanee, oppure possa essere scelto da un organo indipendente dal potere politico, e quindi parzialmente monco del concetto di rappresentanza democratica?

³⁰ In questo caso ritroviamo il problema irrisolto dell'inconsistenza temporale, solo che lo stiamo affrontando da un diverso punto di vista: nel primo capitolo il governo voleva utilizzare l'inflazione per stimolare il mercato nel

Teorema: una bc con indipendenza operativa e dominanza monetaria³¹ non può salvaguardare la stabilità dei prezzi se a fissarla è il potere politico, se cioè manca di goal independence.

Intuitivamente sembra ovvio. Meno ovvio è il ragionamento: la maggior inflazione permette al governo di spendere di più utilizzando il signoraggio per le spese sociali solamente qualora i ricavi da signoraggio vengano trasferiti al governo in maniera più o meno determinabile. Senza i trasferimenti il governo non avrebbe nessun vantaggio finanziario da una maggiore inflazione attesa³². L'inflazione inattesa non vi sarebbe poiché l'indipendenza operativa e un meccanismo di punizione adeguato costringerebbero la bc a raggiungere gli obiettivi annunciati dal governo, senza grosse sorprese per il pubblico. Se eliminiamo i trasferimenti della bc al governo, chi fissa il tasso d'inflazione è irrilevante. In presenza di trasferimenti il governo fronteggia un incentivo a fissare un tasso d'inflazione più elevato.

In presenza di trasferimenti determinabili, la goal independence è necessaria assieme alla dominanza della politica monetaria. L'indipendenza operativa sarebbe un risultato pratico più che teorico. Senza i trasferimenti determinabili, l'indipendenza operativa e la dominanza monetaria sono necessarie e sufficienti, poiché il governo non ha l'incentivo a fissare un tasso d'inflazione elevato in quanto non ne beneficerebbe.

A questo punto dobbiamo capire come si inseriscono in questo quadro altre due forme d'indipendenza: finanziaria e amministrativa. L'indipendenza finanziaria è rilevante poiché in questa fattispecie va ricompresa la determinazione dei trasferimenti che, per l'analisi appena svolta, determina l'irrilevanza o meno dell'indipendenza nella fissazione dell'inflazione obiettivo e dei conseguenti ricavi da signoraggio. L'indipendenza amministrativa, così come la finanziaria, nell'ottica dei costituenti della BCE riveste un ruolo importante nel rafforzare e mantenere le altre forme d'indipendenza. Questo si deduce da quanto riportato nell'introduzione dove si legge:

...né la BCE, né le banche centrali nazionali nel Sistema europeo, né alcun membro dei loro apparati decisionali può cercare o prendere istruzioni da altri gruppi. I consigli e le istituzioni comunitarie e i governi degli Stati membri sono obbligati a rispettare questo principio e non devono cercare di influenzare i membri dei corpi decisionali della BCE o del SEBC. ... I membri dei corpi decisionali della BCE hanno contratti a lunga scadenza e possono essere licenziati solamente a seguito di rilevanti cattive condotte o di inabilità nel compimento dei loro doveri. La BCE ha un suo proprio budget, indipendente da quello della Comunità europea. Ciò mantiene separata l'amministrazione della BCE dagli interessi finanziari della Comunità.

combattere la disoccupazione; in questo capitolo il governo vuole utilizzare l'inflazione per avere più possibilità di qual si voglia spesa sociale, tra cui la riduzione della disoccupazione o delle sue conseguenze.

³¹ Dominanza monetaria va intesa come l'obbligo per il governo di rispettare il vincolo finanziario delle risorse affidandosi esclusivamente al mercato per il collocamento delle obbligazioni.

³² Con una inflazione maggiore il valore attuale del debito pubblico diminuisce, ma parimenti diminuiscono anche gli altri valori del vincolo intertemporale. Per essere più chiari, quello che guadagno dall'inflazione sul rimborso del debito lo perdo in valore nominale sulle spese che aumentano.

CAPITOLO 3: Indipendenza finanziaria e amministrativa, l'esempio della Banca d'Italia

Questo capitolo vuole offrire una veloce rappresentazione di altre due forme d'indipendenza che si incontrano nella pratica ma non nella letteratura. Parliamo dell'indipendenza finanziaria e amministrativa: queste forme d'indipendenza vanno analizzate in quanto realizzazione di quella separazione formale tra potere politico e bc che tutela e garantisce quella sostanziale, trattata nei precedenti capitoli. Dato il loro carattere più legale che economico, più pratico che teorico, nell'analizzarli preferiamo utilizzare di volta in volta l'esempio di come si realizzano con la Banca d'Italia. Se nei precedenti capitoli potevamo servirci di modelli ed equazioni, l'esame dell'indipendenza finanziaria e amministrativa è legato allo studio delle relazioni giuridiche tra potere politico e bc, intesa come ente pubblico o società di capitali. In questo allontanamento dai modelli astratti e avvicinamento a situazioni pratiche risiede la scelta di accompagnare la comprensione di tali indipendenze attraverso l'esempio di un caso pratico, che non deve soffrire di un giudizio positivo o negativo, ma solamente fare da guida in un campo che potrebbe rivelarsi troppo ampio per gli scopi di questa tesi, ossia capire se e in che modo l'indipendenza finanziaria e amministrativa servono per raggiungere e mantenere la stabilità dei prezzi. La risposta potrebbe essere già stata data, ossia sono utili nel momento in cui realizzano le condizioni per assicurare l'indipendenza sostanziale, quella cioè di obiettivi e di strumenti, basate sulla dominanza monetaria.

3.1 Indipendenza finanziaria

Come abbiamo spiegato nel secondo capitolo, qualora il governo possa scegliere l'ammontare di ricavi da signoraggio S , l'indipendenza operativa e la dominanza monetaria non sarebbero sufficienti alla bc per controllare il tasso d'inflazione. Al di là di chi determini S , l'ipotesi con cui abbiamo lavorato prescrive che questi ricavi vengano retrocessi al governo. La bc deve essere, pur nella sua indipendenza, un organo statale in quanto fornisce un bene (il denaro) e un servizio (il controllo dell'inflazione) di pubblica utilità. Conseguentemente e teoricamente, il capitale deve essere pubblico, la proprietà cioè deve essere dello Stato, in quanto l'istituto ha il monopolio legale dell'emissione di moneta legale a cui corrispondono dei profitti; questi profitti vengono definiti comunemente "reddito da signoraggio".

Quando la moneta aveva un valore intrinseco, funzione del fatto che era costituito da un metallo con valore proprio, il reddito da signoraggio era definito come la differenza tra valore nominale attribuito alla moneta e valore intrinseco. Oggi la moneta non ha valore intrinseco, poiché è semplicemente un pezzo di carta, ma ha un costo di stampa. In analogia con le monete metalliche, il reddito da signoraggio oggi dovrebbe essere pari alla differenza tra valore nominale e costo di stampa, praticamente irrisorio. Il reddito da signoraggio corrisponde alla sottrazione di potere

d'acquisto del pubblico da parte di chi esercita il potere d'emissione. Vediamo perché attraverso un esempio tratto da *Euroschivi*³³.

“Immaginiamo di essere i cento abitanti di un'isola, e che ciascuno di noi abbia 1.000 Denari. Quindi la massa monetaria M0 è 100.000 e ciascuno di noi ha un potere d'acquisto sui beni esistenti sull'isola pari a 1/100 di essi. Io però sono il re e detengo il potere di emissione monetaria. Con tale potere emetto 10.000 denari, che tengo a mia disposizione. La massa monetaria è aumentata del 10%, è 110.000 denari. Non ho creato alcun bene, il valore dei beni esistenti sull'isola è immutato, ma io ora posso comperare, con i soldi a mia disposizione, non più solo l'1% ma l'11%. Corrispondentemente voi altri avete sempre in tasca ciascuno 1.000 denari, che ora non sono più l'1% della massa monetaria, ma lo 0,9%. Quindi non comprano più l'1% del valore dei beni dell'isola, ma lo 0,9%. Ciascuno di voi ha perso il 10% del suo potere d'acquisto. Me lo sono preso io. È come se avessi raccolto una tassa indiretta sui vostri capitali liquidi”.

Chiunque stampi moneta, ad un costo praticamente pari a zero, e la utilizzi poi al suo valore nominale, si impossessa di parte del potere d'acquisto dei cittadini dello Stato che utilizzano quella stessa moneta per i loro scambi. Chi deve impossessarsi del reddito da signoraggio? Ovviamente i cittadini, ovviamente nei panni dello Stato. Se è la bc a stampare moneta a costo zero e a prestarla poi all'economia al valore nominale, questa deve retrocedere i profitti allo Stato. Il meccanismo più semplice è che lo Stato sottoscriva il capitale della bc, così che gli utili realizzati dalla stampa e dal successivo prestito della moneta (cioè il potere d'acquisto sottratto) vengano distribuiti, sottoforma di dividendi, al legittimo proprietario: i cittadini.

Questo ragionamento è valido in qualsiasi forma d'indipendenza, sotto qualsiasi forma di dominanza: è semplicemente buon senso. L'emissione di moneta genera inflazione; l'inflazione sottrae potere d'acquisto dai possessori di denaro e lo trasferisce a chi lo emette; l'inflazione è una tassa; le tasse devono servire per le spese dello Stato; lo Stato deve impadronirsi del potere d'acquisto sottratto ai propri cittadini e utilizzarlo presso di loro. In definitiva, è questa la funzione unica del potere di emettere moneta. I cittadini da una parte sostengono il costo della riduzione del potere d'acquisto, ma dall'altra compensano con i guadagni in potere d'acquisto da parte dello Stato, cioè la loro organizzazione amministrativa. Per questa ragione, indipendenza finanziaria può assumere qualsiasi significato meno quello di “sottrazione dei proventi da signoraggio”.

Può sembrare che ci stiamo allontanando da considerazioni economiche, invece non è così. La ragione economica della retrocessione di tutti gli utili dell'istituto di emissione nelle casse dello Stato è semplice: lo Stato è un soggetto razionale che fa gli interessi dei propri cittadini; potrebbe stamparsi autonomamente la moneta di cui ha bisogno, invece lascia la stampa e la determinazione del money supply ad un organo tecnico; ma andrebbe contro i suoi interessi se, oltre a rinunciare a stamparsi la moneta da sé, rinunciasse anche ai profitti che gli spettano in quanto legittimato dalla sovranità popolare.

³³ DELLA LUNA, MARCO e MICLAVEZ, ANTONIO, *Euroschivi*, Arianna Editrice, 2007, p. 133

L'indipendenza finanziaria attiene quindi ad una sfera "amministrativa", nel senso che i soldi di cui ha bisogno la bc per funzionare possono essere presi direttamente dai profitti che andrebbero retrocessi allo Stato, incorporati cioè nel conto economico e portati a riduzione dell'utile. Si può discutere se gli stipendi debbano essere fissati internamente alla bc o da una legge dello Stato, ma questa fattispecie a nostro avviso rientra nel concetto di amministrazione e non in quello di indipendenza finanziaria: trattasi da ricomprendere o meno costi di funzionamento sul bilancio dello Stato ovvero in quello della bc, in qualità di autorità indipendente. Questo problema può incidere sulla possibilità che a spese di funzionamento gonfiate corrispondano minori introiti per lo Stato, ma questa interpretazione del concetto d'indipendenza finanziaria si distacca dalle determinanti dell'inflazione: attiene solamente alla misura dei guadagni che lo Stato è in grado di estrarre dalla sua bc. Quindi, l'indipendenza finanziaria non attiene all'inflazione poiché non incide sulla indipendenza operativa, bensì ai profitti che tale denaro creato genera. Non è una forma d'indipendenza necessaria.

Si potrebbe obiettare che qualora gli stipendi del Governatore e dei componenti del Consiglio che prendono le decisioni di politica monetaria fossero decisi dal parlamento, si lascerebbe i primi alle dipendenze del secondo, così da creare un canale attraverso il quale il potere politico possa incidere sulla politica monetaria. L'osservazione da fare per neutralizzare questo ragionamento è banale: il parlamento potrebbe sempre, con una legge, asservire la bc ai suoi scopi. Che i vertici della bc abbiano o meno la goal independence non conta, dato che questa fattispecie dipende sempre da una legge del parlamento. Se il parlamento ha a cuore la stabilità dei prezzi, la avrà a prescindere da queste contingenze. I vertici della bc devono solamente raggiungere un obiettivo inflazionistico, e lo dovranno fare a prescindere da chi gli fissa lo stipendio. A meno che risultino immuni da qualsivoglia responsabilità per il mancato raggiungimento dei propri obiettivi. Ma come già scritto, questa circostanza va scartata all'atto pratico per chiare ragioni di legittimità democratica.

La proprietà della bc deve essere dello Stato, così che i cittadini possano beneficiare dei ricavi sulla stampa della propria moneta. Se non fosse lo Stato il proprietario della bc, sarebbero allora soggetti privati. Sarebbero allora questi soggetti a dover retrocedere i redditi allo Stato. Ma perché lo Stato lascerebbe che fossero dei privati a possedere la sua bc? Lo capiremo meglio dopo aver analizzato anche l'indipendenza amministrativa.

3.1.1 Il bilancio della Bdl

Ora però analizziamo lo statuto della Banca d'Italia, reperibile sul suo sito, in merito al capitale e alla retrocessione degli utili, e il bilancio del 2008, così da "vedere" quanto finora discusso.

Il reddito da signoraggio nel bilancio 2008 è stato di 217 milioni di euro. Si legge: *La voce "rendite da partecipazioni" aumenta di 204 milioni (da 13 a 217) e comprende esclusivamente la quota spettante alla Banca d'Italia del reddito da signoraggio della BCE sulle banconote. Nel 2008, il reddito da signoraggio della BCE (pari a 2.230 milioni) è stato in parte trattenuto dalla BCE stessa*

per l'alimentazione di un fondo diretto a fronteggiare i rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro; la restante parte (1.206 milioni di cui 217 riferibili all'Istituto) è stata distribuita alle BCN dell'Eurosistema sotto forma di acconto sul dividendo. Quindi, in linea di principio, lo Stato dovrebbe avere a disposizione 217 milioni di euro.

Ma il bilancio di una bc è composito e soggetto alle risultanze del reddito monetario, ossia la differenza tra i ricavi sull'attivo e i costi sul passivo. Nel caso italiano, il reddito monetario è pari al reddito annuo che essa ottiene da specifiche attività (cosiddette earmarkable) detenute in contropartita delle passività di riferimento (liability base)³⁴. Leggiamo nel bilancio della BdI: *Il risultato del 2008, negativo per 715 milioni, comprende: il risultato della redistribuzione del reddito monetario, positivo per l'Istituto, pari a 316 milioni; l'accantonamento per 1.031 milioni della quota di pertinenza della Banca d'Italia, a fronte dei rischi di controparte derivanti da operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema.*

Il reddito da signoraggio è ricompreso nella voce "altre rendite nette" della figura 3.1. Sul conto economico si scaricano anche "Costi operativi e altre spese", che abbattano l'utile lordo pari comunque a 679 milioni, ben maggiore del solo reddito da signoraggio. Lo Stato si appropria di questa somma prima attraverso le tasse, 328 milioni, e successivamente con l'eventuale distribuzione dell'utile netto, pari a 175 milioni.

³⁴ La liability base di ciascuna BCN è costituita da: banconote in circolazione; passività verso istituzioni creditizie relative a operazioni di politica monetaria denominate in euro; passività (nette) intra Eurosistema risultanti dalle transazioni TARGET; passività (nette) intra Eurosistema derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema. Gli interessi corrisposti sulle passività incluse nella liability base vengono dedotti dal reddito monetario da accentrare. Gli attivi earmarkable di ciascuna BCN sono costituiti da: rifinanziamento a istituzioni creditizie dell'area dell'euro per operazioni di politica monetaria; crediti intra Eurosistema equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE; crediti intra Eurosistema (netti) risultanti dalle transazioni TARGET; crediti intra Eurosistema (netti) derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema; un determinato ammontare di oro e crediti in oro proporzionato alla quota di partecipazione al capitale della BCE. L'oro è considerato infruttifero. Qualora l'ammontare degli attivi earmarkable ecceda o sia inferiore alla liability base, la differenza è compensata applicando alla stessa l'ultimo tasso marginale applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Il reddito monetario complessivamente accentrato dall'Eurosistema viene redistribuito a ciascuna BCN in base alla rispettiva quota di partecipazione al capitale della BCE.

Sintesi delle risultanze di bilancio - Schema riclassificato (1) (milioni di euro)				
VOCI	Aggregati patrimoniali	Conto economico		
		Interessi e dividendi	Risultati realizzati e svalutazioni	Altre componenti reddituali	Contributo al risultato d'esercizio
ESERCIZIO 2008				
Oro	48.995			
Posizione in valuta estera	32.410	729	-863	-134
Portafoglio attività finanziarie	88.793	3.857	-454	3.403
Rifinanziamento a istituzioni creditizie	50.344	803		803
Creditivi netti intra Eurosystema	17.357	1.494		1.494
Banconote in circolazione	-126.159			
Depositi per riserva obbligatoria	-28.435	-935		-935
Depositi della Pubblica amministrazione	-19.413	-1.061		-1.061
Conti di rivalutazione	-33.880			
Capitale, riserve, fondi e accantonamenti	-34.964			
<i>Altre rendite nette</i>		-22		393
<i>Costi operativi e altre spese</i>				-2.049
<i>Accantonamento a fronte dei rischi di controparte derivanti da operazioni di politica monetaria</i>				-1.031
<i>Proventi e oneri straordinari</i>				-61
<i>Attribuzione riserve statutarie (art. 40 Statuto)</i>		-478	335	-143
Formazione del RISULTATO LORDO		4.387	-982	679
<i>Accantonamento al fondo rischi generali</i>				-176
<i>Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive</i>				-328
Formazione dell'UTILE NETTO		4.387	-982	175

Figura 3.1

La distribuzione dell'utile netto è disciplinata dall'art. 39 che recita: "Il Consiglio superiore determina gli accantonamenti al fondo di riserva ordinaria, fino a concorrenza del 20% degli utili netti conseguiti nell'esercizio. Ai partecipanti sono distribuiti dividendi per un importo fino al 6% del capitale. Col residuo, su proposta del Consiglio superiore, possono essere costituiti eventuali fondi speciali e riserve straordinarie mediante utilizzo di un importo non superiore al 20% degli utili netti complessivi e può essere distribuito ai partecipanti, ad integrazione del dividendo, un ulteriore importo non eccedente il 4% del capitale. La restante somma è devoluta allo Stato".

La prima cosa che va notata è la seguente: lo Stato non è l'unico partecipante al capitale. All'art. 3 si legge che "il capitale è di 156.000 euro ed è suddiviso in quote di partecipazione nominative di 0,52 euro ciascuna", per un totale di 300.000 quote. Il capitale della Bdl vale pressappoco quanto un monolocale in una grande città. È altresì stabilito che la cessione di quote del capitale avviene solo previo consenso del Consiglio Superiore e su proposta del Direttorio "nel rispetto dell'autonomia e dell'indipendenza dell'istituto e di una equilibrata distribuzione". Vediamo allora chi sono gli azionisti della Bdl dalla figura 3.2.

Lo Stato è presente nel capitale solamente attraverso due istituti pubblici, l'INAIL e l'INPS, per un totale del 5,7% delle quote e il 7,8% nei diritti di voto. Gli altri partecipanti al capitale sono banche, assicurazioni, casse di risparmio. Questo non è necessariamente in antitesi con la necessità che sia lo Stato a dover accaparrarsi gli utili della sua bc. Difatti, l'art.39 è molto chiaro quando disciplina che, di ciò che residua dopo l'accantonamento dei fondi necessari per accrescere le riserve, allo

Stato spetta quasi per intero la parte rimanente, visto che il 10% distribuibile ai soci privati è calcolato sull'irrisorio valore, rispetto alla dimensione degli utili, del capitale sociale. L'art. 40 però consiglia di verificare anche quanto e in che modo vengono distribuiti i redditi derivanti dall'investimento delle riserve, dato che dovrebbero essere pur sempre ad appannaggio dello Stato, in quanto per la loro formazione sono stati sottratti redditi spettanti allo Stato. Dalla figura 3.3 si può apprezzare l'enorme differenza tra il valore del capitale sociale e delle riserve.

Tavola 22.31

Quote di partecipazione al capitale								
DETENTORI	A fine 2008				A fine 2007			
	Enti	Quote (1)	%	Voti	Enti	Quote (1)	%	Voti
Con diritto di voto	58	299.934	100	539	60	299.934	100	582
<i>S.p.A. esercenti attività bancaria ivi comprese quelle ex art. 1 D.lgs. 20.11.90, n. 356</i>	51	253.434	84	418	53	253.434	84	461
<i>Istituti di previdenza</i>	1	15.000	5	34	1	15.000	5	34
<i>Istituti di assicurazione</i>	6	31.500	11	87	6	31.500	11	87
Senza diritto di voto	6	66	..	..	6	66	..	..
<i>S.p.A. esercenti attività bancaria ivi comprese quelle ex art. 1 D.lgs. 20.11.90, n. 356</i>	6	66	..	..	6	66	..	..
Totale	64	300.000	100	539	66	300.000	100	582

(1) il valore nominale della singola quota è di euro 0,52.

Figura 3.2

Tavola 22.29

Capitale e riserve (voce 15)				
<i>(migliaia di euro)</i>				
VOCI	31.12.2008	31.12.2007 (1)	Variazioni	
15.1 Capitale sociale	156	156	-	
15.2 Riserve statutarie (art. 39 Statuto)	11.882.707	11.757.789	124.918	
ordinaria	5.859.575	5.827.829	31.746	
straordinaria	6.023.132	5.929.960	93.172	
15.3 Altre riserve	7.739.511	7.737.846	1.665	
per rivalutazione monetaria <i>ex lege</i> 19.3.1983, n. 72	694.502	694.502	-	
per rivalutazione <i>ex lege</i> 29.12.1990, n. 408	683.274	683.274	-	
per rivalutazione <i>ex lege</i> 30.12.1991, n. 413	16.943	16.943	-	
per rivalutazione <i>ex lege</i> 21.11.2000, n. 342	896.577	896.577	-	
per rivalutazione <i>ex lege</i> 23.12.2005, n. 266	1.521.240	1.519.575	1.665	
fondo speciale rinnovamento immobilizzazioni materiali	1.805.044	1.805.044	-	
avanzo di confluenza UIC <i>ex lege</i> 21.11.2007, n. 231	2.121.931	2.121.931	-	
Totale	19.622.374	19.495.791	126.583	

(1) I dati relativi al 2007 includono, per finalità comparative, i saldi dell'UIC (tav. 22.7).

Figura 3.3

L'art. 40 aggiunge e precisa: "Le riserve sono impiegate nei modi e nelle forme stabilite dal Consiglio superiore. I frutti relativi agli investimenti delle riserve sono destinati in aumento delle medesime. Dai frutti annualmente percepiti sugli investimenti delle riserve, può essere, su

proposta del Consiglio superiore e con l'approvazione dell'assemblea ordinaria, prelevata e distribuita ai partecipanti, in aggiunta a quanto previsto dall'art. 39, una somma non superiore al 4% dell'importo delle riserve medesime, quali risultano dal bilancio dell'esercizio precedente". In questo caso si parla di partecipanti. Vediamo allora quanto e a chi effettivamente la Bdl ha distribuito i suoi profitti dalla figura seguente:

PROPOSTE DEL CON SIGLIO SUPE RIORE

In applicazione degli articoli 38 e 39 dello Statuto il Consiglio superiore, udito il favorevole riferimento del Collegio sindacale, propone che l'utile netto di euro 175.211.691 conseguito nell'esercizio 2008 venga così ripartito:

euro

– alla Riserva ordinaria, nella misura del 20 per cento	35.042.338
– ai Partecipanti, in ragione del 6 per cento del capitale	9.360
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 20 per cento	35.042.338
– ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, a integrazione del dividendo	6.240
– allo Stato, la restante somma di	105.111.415
Totale	175.211.691

A norma dell'art. 40 dello Statuto, il Consiglio superiore propone, inoltre, la distribuzione ai Partecipanti – a valere sul fruttato delle riserve ordinaria e straordinaria – di un ulteriore importo di 58.788.000 euro, pari allo 0,50 per cento (come nell'esercizio precedente) dell'ammontare complessivo delle riserve al 31 dicembre 2007.

Pertanto ai Partecipanti verrebbe corrisposto l'importo complessivo di euro 58.803.600 pari a 196,012 euro per ogni quota di partecipazione.

Figura 3.4

Dell'utile netto, ai soci privati, va pressappoco lo 0,9%; alle riserve spetta il 40%, il massimo possibile; lo Stato ottiene il 60% all'incirca, pari a 105 milioni, che sommati alle tasse percepite sull'utile lordo, diventano 433 milioni: il doppio rispetto al reddito da signoraggio. Il fatto che gli azionisti della Bdl siano entità private non danneggia lo Stato. Ai partecipanti però, viene distribuito il fruttato delle riserve, quelle costituite con il 40% di utili sottratti allo Stato. L'ammontare delle riserve viaggia intorno ai 20 miliardi di euro, tant'è che ai soci privati spettano 58 milioni, sottratti allo Stato (al di là della piccola partecipazione di INAIL e INPS). Naturalmente 58 milioni non chiudono una legge finanziaria dello Stato italiano.

L'indipendenza finanziaria relativa ai profitti da signoraggio merita due considerazioni. La prima è che lo Stato ha ottenuto più di quanto gli sarebbe spettato sull'emissione di banconote, e quindi la proprietà privata della bc non ha influito negativamente, anzi. La seconda, valutando i profitti complessivi, è che lo Stato ottiene comunque meno di quello che gli spetterebbe considerato che l'operato della bc è ottenuto per delega, e che quindi la sovranità monetaria su tutti i profitti dell'istituto di emissione sono dello Stato; questa seconda considerazione dipende dalla circostanza che le proprietà della bc è privata. Comunque sia, capitale pubblico o capitale privato

non influisce sulla impossibilità per lo Stato di determinare i ricavi da signoraggio, poiché l'indipendenza operativa può esistere in entrambi i casi. Lo Stato non può creare inflazione inattesa poiché il target, quant'anche lo fissasse lui, arrivando così a determinare S , sarebbe conosciuto dal pubblico. Questa interpretazione dell'indipendenza finanziaria non sembra essere una condizione necessaria per il conseguimento e il mantenimento della stabilità dei prezzi.

Per quanto riguarda l'indipendenza finanziaria relativa ai costi di gestione, come già accennato, sono dell'idea che anch'essa non impatti sulla stabilità dei prezzi. Alti costi di gestione sottraggono profitti allo Stato, chiunque li determini, ma anche ai soci privati, poiché l'accantonamento a riserva si riduce in ragione del fatto che diminuisce l'utile netto. La spinta all'efficienza della bc viene salvaguardata in entrambi i casi. La scelta di quanta moneta stampare non attiene certo alle dimensioni dell'apparato amministrativo, ma soggiace a logiche di politica monetaria. Per questa ragione, non riteniamo significativa l'indipendenza della bc nella determinazione del budget.

3.2 Indipendenza amministrativa

Come può incidere l'indipendenza amministrativa sulla stabilità dei prezzi? Perché sottrarre l'amministrazione della bc al potere politico? La risposta va trovata esaminando i compiti e la governance della bc, per capire in che modo lo Stato potrebbe distorcere l'indipendenza operativa e/o d'obiettivi dell'istituto. L'analisi ha come scopo quindi quello di valutare se le precedenti forme d'indipendenza perdono valore fattuale in mancanza di quella amministrativa.

Osserviamo innanzitutto che l'indipendenza amministrativa, così come per le altre forme d'indipendenza, è lo Stato a garantirla attraverso una previsione normativa. Non è quindi possibile attribuirle la funzione di tutela dalle ingerenze dello Stato o dalla sottrazione all'istituto delle altre forme d'indipendenza: la sua necessità va ricercata nella complementarità economica con esse.

Facciamo un esempio. Se il parlamento affida alla bc il compito di determinare il tasso di sconto ufficiale, a questi non serve di poter manovrare le decisioni del board dell'istituto perché potrebbe sottrargli questo compito con una legge. Naturalmente, le difficoltà di questo gesto aumentano con l'aumentare della rigidità della fonte normativa in cui questa previsione è inserita: sarà molto più semplice qualora alla bc sia delegato per legge ordinaria piuttosto che per legge costituzionale. Per cogliere l'importanza di questa differenza, si può fare riferimento al modello della Lohmann esposto nel capitolo primo. Il termine "c" assolveva questo compito: quanto più era grande, tanto più sarebbe stato costoso per il potere politico sostituirsi alla bc.

Questo aspetto è stato quindi già trattato, seppur non in questi termini. Come risultato, qui valuteremo l'indipendenza amministrativa senza tener conto della rigidità normativa con cui viene predisposta. A nostro avviso il modo migliore per esaminarla è andare per gradi. La prima cosa da fare è capire chi "comanda" in una bc aiutandoci, come prima, con l'esame dello statuto della Bdl.

3.2.1 La governance della Bdl

L'art. 5, nel Titolo II dedicato alla "Amministrazione della Banca", elenca gli organi centrali dell'istituto: Assemblea dei partecipanti, Consiglio superiore, collegio sindacale, Direttorio, Governatore, Direttore generale e Vice direttori generali.

Abbiamo già incontrato gli azionisti della Bdl, che formano l'assemblea dei partecipanti. Questi eleggono 13 consiglieri che assieme al Governatore formano il Consiglio Superiore. È questo l'organo più importante dell'istituto poiché:

- nomina il Direttore generale e i Vice direttori generali, su proposta del Governatore, approvati con decreto del Presidente della Repubblica promosso dal Presidente del Consiglio dei ministri di concerto col Ministro dell'economia e delle finanze, sentito il Consiglio dei ministri
- è preposto all'amministrazione generale nonché alla vigilanza sull'andamento della gestione e il controllo interno della Banca
- delibera i dividendi da corrispondere ai partecipanti
- approva il bilancio annuale di previsione di spesa
- emana i regolamenti interni all'Istituto
- determina la pianta organica del personale, nomina gli impiegati e adotta i provvedimenti per la cessazione del servizio dei medesimi
- acconsente al trasferimento delle quote di capitale
- determina le norme e le condizioni per le operazioni della Banca
- delibera su tutte le altre materie concernenti l'amministrazione generale della Banca che, non demandate all'Assemblea dei partecipanti, il Governatore ritenga di sottoporli

Il Governatore è nominato, il suo mandato è rinnovato e revocato, con decreto del Presidente della Repubblica, su proposta del Presidente del Consiglio dei ministri, previa deliberazione del Consiglio dei ministri, sentito il parere del Consiglio superiore della Banca d'Italia. E se il parere fosse negativo, il Governo potrebbe procedere alla delibera? Possiamo dedurre che formalmente il Governatore è scelto dal potere politico attraverso la delibera del Consiglio dei ministri, ma nella sostanza è il parere del Consiglio superiore che ha un peso rilevante. Prima di tutto perché il parere è obbligatorio, e poi perché è deliberato a maggioranza qualificata dei 2/3, proporzione che si riserva alla nomina di cariche quali il Presidente della Repubblica, con lo scopo di scegliere una persona ben voluta che rappresenti gli interessi condivisi di una larga maggioranza. Perché altrimenti sarebbero necessari questi vincoli sul parere del Consiglio superiore, se non perché estremamente rilevante? Se non fosse così rilevante il suo parere, ne si potrebbe alleggerire la forma.

Il Governatore dispone, sentito il Direttorio (composto da Governatore, Direttore generale e tre Vice direttori generali), le nomine, le promozioni, le assegnazioni, i trasferimenti e gli incarichi del personale di grado superiore e nomina i direttori nelle sedi e nelle succursali. Al Governatore spetta la c.d. norma di chiusura: gli è rimesso tutto quanto nella legge e nello statuto non è espressamente riservato al Consiglio superiore o al Direttorio.

Il Direttore generale ha la competenza per gli atti di ordinaria amministrazione ed attua le deliberazioni del Consiglio superiore. Dispone, sentito il Direttorio, le promozioni, le assegnazioni, i trasferimenti e gli incarichi del personale quando ciò non sia di competenza del Governatore³⁵. I Vice direttori generali coadiuvano il Direttore generale nell'esercizio delle sue attribuzioni.

Il Collegio sindacale è composto da cinque membri effettivi, tra cui il Presidente; i membri supplenti sono due. Il Collegio svolge funzioni di controllo sull'amministrazione della Banca per l'osservanza della legge, dello statuto, del regolamento generale. Esercita il controllo contabile, esamina il bilancio d'esercizio ed esprime il proprio parere sulla distribuzione del dividendo annuale. La loro nomina e il loro compenso è prerogativa dell'Assemblea.

L'indipendenza dallo Stato è quasi totale: al di là del Direttore generale e dei Vice direttori sulla cui nomina pesa la volontà del Ministro dell'Economia, che però hanno funzioni meramente esecutive, non c'è traccia dello Stato, prendendo per buona l'interpretazione che vede vincolante il parere del Consiglio superiore nella nomina del Governatore.

L'assemblea dei partecipanti è quasi nella sua totalità formato da soci privati, banche e assicurazioni, che (art. 7 e 15) deliberano sull'approvazione del bilancio, sul riparto degli utili e l'assegnazione dei frutti delle riserve; nomina 13 dei 14 consiglieri superiori (il 14° è il Governatore); nomina i sindaci e il Presidente del Collegio sindacale; determina i compensi spettanti ai consiglieri superiori, ai sindaci, ai reggenti delle sedi e ai consiglieri delle succursali. Il concetto d'indipendenza amministrativa risulta quindi fuorviante. In realtà si tratta di dipendenza dal sistema finanziario, che elegge e remunera gli organi principali e che pure ha piena influenza sulla nomina del Governatore. Lo Stato non ha potere e non ha peso, a meno che non decida di modificare lo statuto. L'art. 1 è molto chiaro al riguardo: nell'esercizio delle proprie funzioni, la Banca d'Italia e i componenti dei suoi organi operano con autonomia e indipendenza nel rispetto del principio di trasparenza, e non possono sollecitare o accettare istruzioni da altri soggetti pubblici e privati. Il punto è che letto così è fuorviante, sembra che la Bdl si rapporti alla società come la magistratura, invece è amministrata e dipendente dal sistema finanziario, cioè soggetti privati che in linea di principio hanno interessi privati.

Perché l'interesse generale dello Stato non è compatibile con l'esercizio delle funzioni della banca centrale? Perché è preferibile che a muovere la banca centrale sia l'interesse privato del sistema finanziario? E perché non anche quello del sistema industriale o dei lavoratori? Se il quadro funzionale è ben definito, se il banchiere ha un obiettivo inflazionistico o il parlamento gli rende note le sue preferenze, l'operato della banca centrale non è compromesso da chi la guida e la amministra. L'interesse di uno piuttosto che di un altro è irrilevante qualora lo Stato determini un assetto istituzionale adeguato al raggiungimento degli obiettivi desiderati.

Diverso è il caso in cui alla banca centrale è lasciata piena discrezionalità nella scelta degli obiettivi, il caso della goal independence per intenderci. In questa fattispecie, l'interesse particolare che

³⁵ Si noti che non è ricompresa la nomina del personale, che resta al Governatore per i gradi superiori e al Consiglio superiore per gli impiegati

dalla base promana fino ai vertice dell'istituto è estremamente rilevante, poiché incide sugli scopi delle politiche monetarie messe in atto. In presenza di goal independence c'è bisogno che lo Stato plasmi l'istituto con l'interesse generale che deve contraddistinguerlo, interesse che deve risaltare per garantire l'istituto da qualsiasi sospetto di utilizzo improprio degli strumenti. Nessuno deve poter pensare che la decisione di alzare i tassi possa essere presa nell'interesse del sistema finanziario e non in quello dell'intera struttura economica del paese, rappresentato per l'appunto dall'interesse generale garantito dallo Stato³⁶.

Si rinviene quindi una incompatibilità tra l'indipendenza di obiettivi (l'indipendenza operativa è solo uno strumento la cui valutazione è fatta in base agli obiettivi a cui è subordinata) e l'indipendenza amministrativa. Una non può coesistere con l'altra, in base al metro di giudizio che risalta la trasparenza dell'operato e la garanzia di imparzialità nella condotta della politica monetaria. Così come si vuole sottrarre l'istituto d'emissione alle pressioni politiche, altrettanto bisognerebbe fare con le pressioni di altri centri d'interesse, come quello finanziario. Dovrebbe essere garantito una sorta di corporativismo tra i diversi soggetti economici portatori di diversi interessi, e il luogo deputato a questo scopo è il parlamento, e questa considerazione dovrebbe riflettersi in una sottrazione dell'istituto di emissione da interessi particolari qualora alla bc sia garantita la goal independence.

3.3 I risultati teorici sulle indipendenze della banca centrale

Il potere politico delega la politica monetaria all'istituto di emissione con l'intento di eliminare l'inflation-bias. Dando alla banca centrale il compito di raggiungere un prefissato tasso d'inflazione, il parlamento non può sorprendere gli agenti economici con l'inflazione inattesa; rende così credibile il target inflattivo.

L'inflation-bias è sconveniente poiché si registra un tasso d'inflazione d'equilibrio più elevato senza alcuno stimolo alla occupazione. In realtà il potere politico potrebbe fare proprio questo risultato rendendo superflua la delega della politica monetaria, almeno per quanto riguarda il problema dell'inflation-bias.

L'indipendenza della bc, di qualunque forma, non può quindi trovare fondamento nel problema della superflua e temporalmente inconsistente sorpresa inflazionistica.

Il tasso d'inflazione resta comunque una variabile importante nella conduzione della politica fiscale attraverso il vincolo di bilancio intertemporale. L'indipendenza della bc nella definizione (indipendenza d'obiettivi) e nella conduzione (indipendenza operativa) della politica monetaria ha lo scopo di evitare che le scelte fiscali determinino un tasso d'inflazione molto elevato.

Per conseguire questo risultato è necessario adottare il regime della dominanza della politica monetaria sulla politica fiscale, ottenendo così che lo Stato incorpori i vincoli finanziari di un

³⁶ DELLA LUNA, MARCO e GALLONI, NINO, *La moneta copernicana*, Nexus Edizioni, 2008, pp. 203-208

qualsiasi altro soggetto economico, vincolato nella propria dimensione dalla massa monetaria e dai principi finanziari d'indebitamento sostenibile.

In un siffatto regime la bc, nella piena disponibilità di scegliere il tasso d'inflazione e di utilizzare in modo pressoché discrezionale gli strumenti che le permettono di raggiungerlo, ha la indipendenza necessaria per mantenere la stabilità dei prezzi.

Il corollario a questo teorema prevede che allo Stato sia impedito determinare i trasferimenti da reddito da signoraggio dovuti da parte della bc, risultando del tutto irrilevante l'indipendenza dal budget statale.

A mio giudizio, in questo quadro non dovrebbe essere garantita l'indipendenza amministrativa dalla politica dato che un'amministrazione indipendente dall'interesse politico deve risultare dipendente da altre forme d'interesse. La politica è solo uno dei tanti centri d'interesse che possono plasmare la notevole indipendenza della bc, ma ha l'indubbio vantaggio di essere quello più vicino alle preferenze dei cittadini, quantomeno in linea di principio. La trasparenza dell'operato e la terzietà nella condotta della politica monetaria sono necessarie in considerazione dei poteri di cui gode la bc. Per le stesse ragioni deve esistere una proporzionata responsabilità nel conseguimento dell'obiettivo.

Con i risultati raggiunti ci accingiamo a fare un'analisi, stavolta critica, dell'indipendenza garantita alla Banca Centrale Europea.

Capitolo 4: L'indipendenza della BCE

La BCE è stata dotata del più alto grado d'indipendenza tra le maggiori banche centrali del mondo, in quanto riproduzione abbastanza fedele del modello Bundesbank. Nel rintracciare la normativa di riferimento che garantisce l'indipendenza, ci soffermeremo sulle condizioni fattuali che ne condizionano l'operato, ne evidenzieremo le contraddizioni e punti di forza e debolezza come emersi dall'analisi teorica anche preordinata a questo scopo. Cercheremo soprattutto di valutare le forme d'indipendenza non necessarie al mantenimento della stabilità dei prezzi.

4.1 Indipendenza d'obiettivi

La BCE fa parte del Sistema europeo di banche centrali comprendente tutte le bc degli Stati che compongono l'Unione europea. L'Eurosistema è un sottoinsieme formato dagli Stati che adottano l'euro. Nel trattato che istituisce l'Unione, gli Stati aderenti demandano la politica e la sovranità monetaria alla BCE. Il mandato prevede che la BCE conduca la sua attività per un unico obiettivo: la stabilità dei prezzi per mantenere elevato il potere d'acquisto dell'euro. Una volta messo al sicuro questo traguardo, la BCE può rivolgere l'attenzione agli altri obiettivi dell'Unione. La BCE gode di goal independence nel senso che l'obiettivo esplicito sul tasso d'inflazione non è scelto dalla politica ma è nella piena disponibilità della banca che può definirlo come meglio crede.

Art. 105 del trattato: "L'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2". Gli obiettivi dell'articolo 2 che possono interessare la politica monetaria sono: un progresso economico e sociale, un elevato livello d'occupazione, uno sviluppo equilibrato e sostenibile, il rafforzamento della coesione economica e sociale.

La BCE ha definito e tradotto l'espressione "stabilità dei prezzi": un incremento annuale nell'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (IAPC) per l'area euro al di sotto ma vicino al 2% nel medio periodo. È singolare che i sacerdoti di una scienza che si affida quasi del tutto all'analisi matematica definiscano il target in maniera non traducibile algebricamente. L'espressione meno errata tra le tante è $\pi^* = 2\%$. Il medio periodo non può essere definito in maniera scientifica ma per convenzione rappresenta un lustro³⁷.

Quindi, la BCE deve raggiungere l'obiettivo monetario e solo successivamente preoccuparsi di quelli "fiscali" che sono nella responsabilità delle istituzioni politiche. Tra gli obiettivi fiscali è ricompreso anche il livello occupazionale, in subordine perciò al livello inflazionistico. Il trattato

³⁷ O più precisamente: un tempo inferiore ma vicino ai cinque anni!

non prefigura nessuna inflazione obiettivo, nessun obiettivo esplicito per le variabili fiscali, e non sembra consentire alla BCE l'uso dell'inflazione come cuscinetto per gli shock reali. Lo schema gerarchico è un indizio per ritenere che la politica monetaria sia regolata tramite inflation-target. Più precisamente ci troviamo di fronte ad un "costant inflation-target". La politica affida esplicitamente il mandato inflazionistico lasciando determinare alla banca in maniera autonoma il valore percentuale, ma non sappiamo se esista un obiettivo implicito per la disoccupazione e conseguentemente se gli shock che affliggono questa variabile entrino nella funzione di costo sociale che la banca minimizza, a meno che non abbiano un effetto indiretto sull'inflazione. La BCE ovviamente non risponde per gli effetti che le sue manovre hanno sulla disoccupazione o sull'assorbimento degli shock e tale deresponsabilizzazione automaticamente incentiva la BCE a minimizzare una funzione di perdita con un unico argomento, l'inflazione.

Nell'analisi matematica del primo capitolo, la gerarchia negli obiettivi, con assenza di responsabilità per i secondi, è rappresentabile come il banchiere conservatore di Rogoff con peso d estremamente elevato, praticamente infinito:

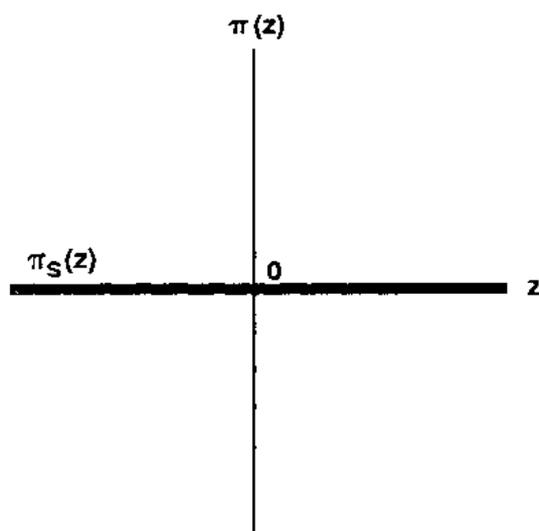
$$L_t = a(U_t - U^*)^2 + (b + d)(\pi_t - \pi^*)^2$$

con

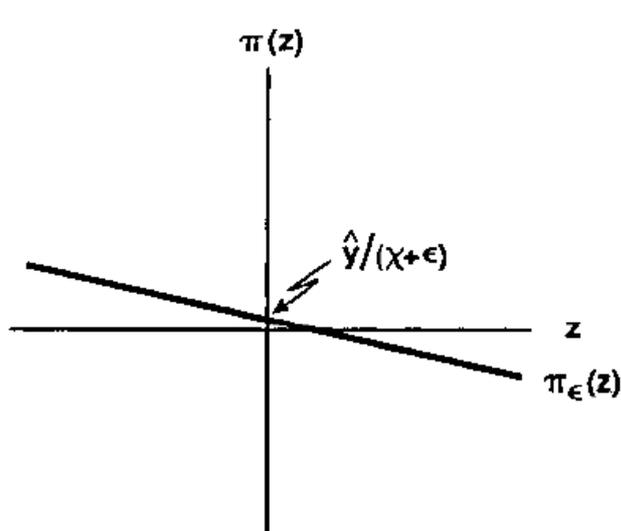
$$\pi_t^{Rogoff} = \pi^* + \frac{a\alpha}{b+d}(U^n - U^*) + \frac{a\alpha}{a\alpha^2 + b + d}\varepsilon_t$$

$$U_t^{Rogoff} = U^n + \frac{b+c}{a\alpha^2 + b + d}\varepsilon_t$$

il che conduce ad una funzione stabilizzatrice della politica monetaria estremamente ridotta, cioè lo shock si scarica sull'occupazione. Aggiungiamo anche il parametro c della Lohmann, indicante il costo per rinegoziare il mandato, funzione, lo ricordiamo, tra le altre cose della rigidità della fonte normativa in cui il mandato è inserito: nel caso della BCE è un trattato sovranazionale la cui modifica deve prevedere l'accordo unanime dei firmatari. Ciò rende il valore del parametro talmente elevato che trattarlo come infinito non ci sembra lontano dalla realtà. Ci troviamo allora nel caso di $c = \infty$ e $d = \infty$ che conducono ad un totale impegno a seguire una regola semplice che conduce al tasso d'inflazione target, senza o con poco riguardo per la stabilizzazione, situazione aggravata dal fenomeno reale della persistenza.



Regime con regola semplice ($\pi^=2\%$)*



Regime con banchiere conservatore e indipendente (Rogoff)

Un banchiere eccessivamente conservatore equivale ad una regola semplice. Il problema del banchiere eccessivamente conservatore e indipendente è sostanzialmente quello di dimenticarsi la funzione stabilizzatrice che può avere la politica monetaria nel breve-medio periodo, attento com'è a non discostarsi troppo dal valore obiettivo. Diverso sarebbe il caso di un inflation target con un range di confidenza senza una media statica da rispettare: l'intervallo di confidenza potrebbe essere utilizzato per eventuali prolungati soccorsi all'economia reale.

Come si è potuto apprezzare, la BCE gode della goal independence nell'ambito dell'astratto e generale mandato sulla stabilità dei prezzi. Questa prerogativa è necessaria qualora si verificano contemporaneamente altre due condizioni: l'indipendenza operativa e la dominanza della politica monetaria.

4.2 Indipendenza operativa

L'indipendenza operativa consiste nella possibilità di manovrare in maniera discrezionale, per la stabilità dei prezzi, l'offerta di moneta e il costo del denaro. Lo statuto della banca, riprendendo le disposizioni del trattato, garantisce piena disponibilità di questi strumenti alla BCE. Si legge all'art. 16 che "il Consiglio direttivo ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote all'interno della comunità". L'art. 18 dà facoltà alla BCE di "operare sui mercati finanziari comprando e vendendo a titolo definitivo (a pronti e a termine), ovvero con operazioni di pronto contro termine, prestando o ricevendo in prestito crediti e strumenti negoziabili, in valute sia comunitarie che di altri paesi, nonché metalli preziosi; effettuare operazioni di credito con istituti creditizi ed altri operatori di mercato, erogando i prestiti sulla base di adeguate garanzie". In questa previsione è contenuta la possibilità di manovrare i tassi d'interesse a breve.

La norma di chiusura per l'indipendenza operativa è l'art. 20 "Altri strumenti di controllo monetario". Si legge: "il Consiglio direttivo può decidere, a maggioranza dei due terzi dei votanti, sull'utilizzo di altri metodi operativi di controllo monetario che esso ritenga appropriato, nel rispetto di quanto disposto dall'articolo 2".

Per passare a parlare della dominanza monetaria va osservato l'opposto trattamento che viene riservato agli Stati in tema di prestiti, rispetto agli "istituti creditizi ed altri operatori di mercato". La BCE è prestatrice di ultima istanza solamente per i soggetti finanziari privati, allo Stato questo privilegio è stato tolto proprio per garantire la dominanza monetaria.

4.3 Dominanza della politica monetaria e Patto di Stabilità e di Crescita

Con riguardo alle operazioni con enti pubblici, l'art. 21 dello Statuto ripropone fedelmente l'art. 101 del trattato: "è vietata la concessione di *scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia* da parte della BCE o da parte delle banche centrali nazionali, a istituzioni o agli organi della Comunità, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di settore pubblico o ad imprese pubbliche degli Stati membri, così come *l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito* da parte della BCE o delle banche centrali nazionali".

Con questa previsione l'indipendenza garantita alla BCE è massima: ha tutti gli strumenti per raggiungere il tasso d'inflazione da lei stessa scelto senza la minima possibilità per lo Stato di incidere sulla massa monetaria (la dimensione dell'economia che tollera l'emissione di obbligazioni) e sulla politica monetaria in generale. Nonostante questo, c'è un'altra previsione del trattato che interessa moltissimo la BCE: l'art.104, il Patto di Stabilità e di Crescita. Lo si desume, prima che economicamente, dalle parole che il presidente della BCE, Trichet, dedica alla situazione finanziaria degli Stati, alla loro conduzione della politica fiscale.

4/02/2010: "La BCE sarà inflessibile nel pretendere dai singoli governi il rispetto del Patto di stabilità, il pilastro su cui si fonda l'Unione economica e monetaria. Il rispetto totale del Patto è vitale perché *alti livelli dei debiti pesano sulla politica monetaria* dell'area dell'euro. La priorità deve essere posta su un taglio della spesa pubblica". A proposito del momento delicato che sta attraversando la Grecia, Trichet valuta come positive misure di: congelamento dei salari, taglio delle pensioni, nuove tasse: "un passo nella giusta direzione". Ammonisce il governo a rispettare gli impegni presi.

5/11/2009: "Il taglio delle tasse dovrebbe essere realizzato nel medio periodo, quando i paesi avranno raggiunto un sufficiente spazio di manovra nel bilancio pubblico. Se il rapido e consistente aumento degli squilibri nei conti pubblici non sarà corretto da una chiara e credibile exit-strategy, potrebbe minare la fiducia nella *sostenibilità dei conti pubblici* e nella ripresa economica. La crescita dei deficit potrebbe far cambiare rapidamente la fiducia nei mercati e portare a una situazione meno favorevole sui tassi d'interesse nel medio-lungo periodo. L'effetto sarebbe negativo sul flusso degli investimenti privati e rallentare la crescita".

9/7/2008: “La priorità, in questo momento, deve essere quella di rispettare il Patto di Stabilità e di Crescita”.

Da queste dichiarazioni ufficiali si capisce quanto a cuore stia alla BCE il rispetto del Patto nell’ambito del mandato sulla stabilità dei prezzi. Il Patto si sostanzia nell’articolo 104 del trattato (non dello statuto della BCE) e prescrive che gli Stati membri non incorrano in disavanzi eccessivi, tradotti in cifre dal protocollo allegato n. 20: 3% per il rapporto fra disavanzo pubblico e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato; 60% per il rapporto fra il debito pubblico e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato. Eppure nella nostra analisi teorica sulle prerogative di una bc per il controllo dell’inflazione, di questi valori non v’è traccia. Eppure preoccupano molto il presidente della BCE.

Ripercorriamo brevemente la storia del Patto³⁸. L’iniziativa venne presa dalla Germania nel 1995 e il Patto fu deciso nel giugno del 1997 dal Consiglio europeo. Per il rapporto deficit/Pil prevalse la “regola aurea” tedesca che prevede l’investimento pubblico al 3% del Pil e, siccome si dovrebbe fare deficit solo per investimenti produttivi, si fissò che il deficit di bilancio non dovesse superare il 3% del Pil. Per introdurre la disciplina fiscale in via permanente si pensò bene di fissare un tetto anche al debito e si scelse il 60% del Pil per due ragioni: era la media in quel momento del debito dei membri e ed era compatibile con il rapporto deficit/Pil al 3%. L’indisciplina fiscale impatta sull’inflazione solo se la bc è successivamente obbligata a stampare moneta per coprire i disavanzi; ma la teoria monetarista confuta questa conclusione se la bc è indipendente in un regime di dominanza monetaria, che è quello vigente nell’Eurosistema. Perché alla BCE interessa il Patto? Riprendiamo il vincolo di bilancio dello Stato utilizzato nel secondo capitolo e capiamo cosa significa che quei valori sono tra loro compatibili.

$$G_t + (1 + i_{t-1})B_{t-1} = T_t + B_t + (H_t - H_{t-1})$$

Riscriviamolo come

$$G_t - T_t + i_{t-1}B_{t-1} - (H_t - H_{t-1}) = B_t - B_{t-1}$$

Il termine a sinistra dell’uguale corrisponde al deficit D_t . Dividiamo questi valori per il prodotto interno lordo ai valori di mercato $P_t Y_t$ e indichiamo i valori così ottenuti con le lettere minuscole.

$$d_t = b_t - \frac{b_{t-1}}{(1 + \mu_t + \pi_t)}$$

dove con μ indichiamo la crescita reale. Per mantenere costante il rapporto debito/Pil è necessario avere $b_t = b_{t-1}$. Immaginando di muoverci su un sentiero d’equilibrio, cioè nel medio-lungo periodo, possiamo scrivere la relazione d’equilibrio contabile tra d e b :

$$d = \frac{\mu + \pi}{1 + \mu + \pi} b$$

³⁸ BALDWIN R., WYPLOSZ C., *L’economia dell’Unione europea*, Ulrico Hoepli Editore, 2005, pp. 402-406 e 442

Per valori del 3% e del 60%, otteniamo una percentuale per i tassi di crescita in media pari a

$$\mu + \pi = \frac{d}{b-d} = \frac{3\%}{57\%} = 5,26\%$$

cioè un tasso di crescita reale del 3,26% stando all'obiettivo inflazionistico scelto dalla BCE. Per poter mantenere nel tempo l'inflazione al 2%, il disavanzo deficit/Pil al 3% e debito/Pil al 60%, a regime lo Stato deve crescere ad un tasso reale del 3,26%. È il risultato di un'identità contabile da verificare nel tempo, sono i valori a cui l'economia deve convergere per mantenersi in equilibrio, quattro variabili che devono muoversi in sincrono per evitare squilibri prolungati nelle finanze di uno Stato. Riscriviamola lasciando la sola crescita reale a sinistra dell'uguale:

$$\mu = \frac{d}{b-d} - \pi \quad (10)$$

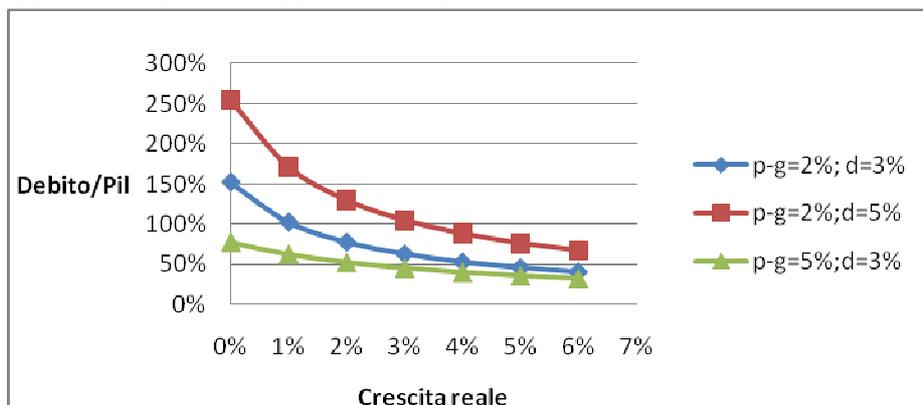
Il primo valore a destra dell'uguale attiene totalmente alla politica fiscale mentre il secondo, l'inflazione, è di competenza della politica monetaria. Non bisogna lasciarsi trarre in inganno dalla magia delle equazioni: la (10) non significa che per certi valori di d , b e π l'economia crescerà ad un tasso reale determinato. La variabile μ è anzi l'unica delle quattro che non può essere fissata in maniera irrevocabile, dipende da condizioni ambientali ed economiche variegata e imprevedibili che sfuggono al controllo pieno delle autorità economiche. Il tasso di crescita reale è l'unico parametro veramente libero: la crescita reale può essere stimolata o rallentata, ma non determinata. Le altre variabili sì. E di fatto sono state determinate in maniera pressoché irrevocabile ai valori percentuali già utilizzati. Ma in questo modo è come se si chiedesse alla crescita reale di aggiustarsi per far rispettare il vincolo di bilancio costruito sulle altre variabili, piuttosto che far aggiustare una delle tre per permettere allo Stato di sopravvivere a periodi di bassa crescita, considerando anche che non v'è nessun motivo di ritenere che il valore medio della crescita reale nell'area dell'euro debba essere il 3.26%. Ciò che l'equazione spiega è che il vincolo di bilancio dello Stato è sostenibile solo se i valori dei parametri si aggiustano in modo tale da verificare l'espressione.

Di seguito sono riportati i valori che dovrebbero assumere le variabili in equilibrio sotto diversi scenari. Per ogni scenario la crescita reale è messa in relazione ad una variabile controllabile dalla politica, mantenendo le altre vincolate. Sul grafico corrispondente sono disegnate anche le curve relative ad un aumento o una diminuzione del valore di una variabile determinata. Ad esempio, si fissa l'inflazione al 2% e il rapporto deficit/Pil al 3% e si calcola qual è il valore d'equilibrio del rapporto debito/Pil per diversi tassi di crescita reale.

Primo scenario: π e d vincolati

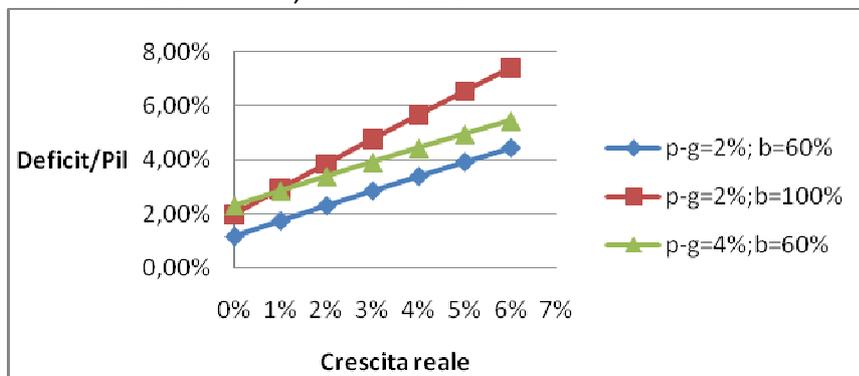
μ	π	d	b
0%	2%	3%	153%
1%	2%	3%	103%
2%	2%	3%	78%
3%	2%	3%	63%

4%	2%	3%	53%
5%	2%	3%	46%
6%	2%	3%	41%



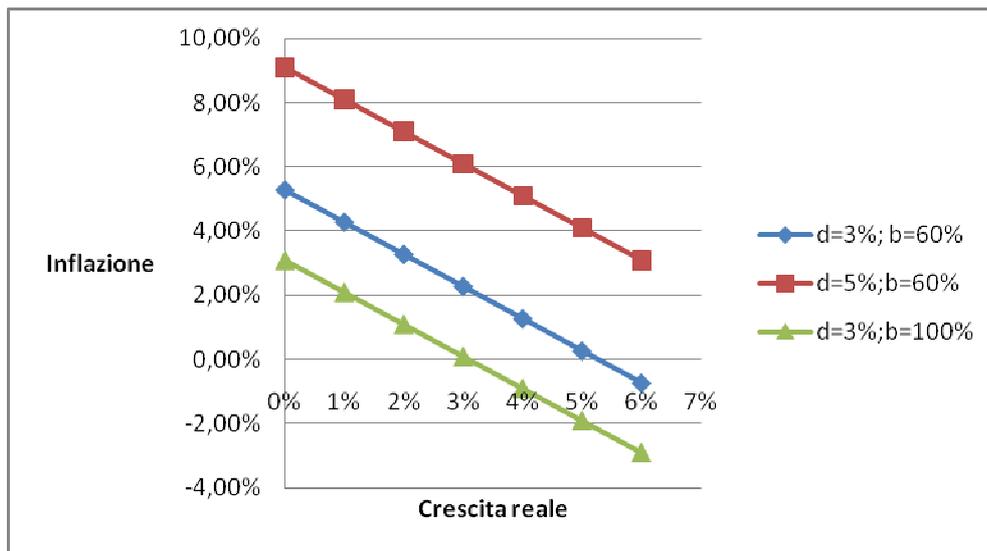
Secondo scenario: π e b vincolati

μ	π	d	b
0%	2%	1,18%	60%
1%	2%	1,75%	60%
2%	2%	2,31%	60%
3%	2%	2,86%	60%
4%	2%	3,40%	60%
5%	2%	3,93%	60%
6%	2%	4,44%	60%



Terzo scenario: d e b vincolati

μ	π	d	b
0%	5,26%	3%	60%
1%	4,26%	3%	60%
2%	3,26%	3%	60%
3%	2,26%	3%	60%
4%	1,26%	3%	60%
5%	0,26%	3%	60%
6%	-0,74%	3%	60%



Stilizziamo alcune evidenze per il mantenimento dell'equilibrio contabile, della sostenibilità finanziaria, di uno Stato:

- più bassa è la crescita reale, più alto deve essere il rapporto debito/Pil
- più bassa è la crescita reale, più basso deve essere il rapporto deficit/Pil
- più bassa la crescita reale, più alta l'inflazione
- a parità di crescita reale, un rapporto deficit/Pil elevato deve essere accompagnato da un più elevato rapporto debito/Pil
- a parità di crescita reale, maggiore inflazione consente un rapporto deficit/Pil più elevato e un più basso rapporto debito/Pil

Fin tanto che la crescita reale è superiore al valore di 3,26%, lo Stato riesce a risanare le proprie finanze e può sostenere percentuali sull'indebitamento più basse di quelle fissate dal Patto, cioè i valori tendono a convergere su livelli accettabilmente bassi. Quando però la crescita risulta inferiore per un tempo prolungato, per non far fallire lo Stato è necessario dare la possibilità ai parametri di convergere a valori sostenibili. La delega della sovranità monetaria non consente di manovrare l'inflazione, ma l'aggiunta del Patto di Stabilità sottrae anche margini di manovra alla politica fiscale. Difatti, in tempo di bassa crescita, volendo rispettare il vincolo finanziario, lo Stato può decidere di aumentare il rapporto debito/Pil o, se non può farlo come vorrebbe o non può farlo affatto, ridurre il rapporto deficit/Pil, che in periodo di bassa crescita equivale alla rinuncia del ruolo propedeutico e stimolante dello Stato, riducendo le possibilità di ripresa. Con tali vincoli, dei seri shock reali non se ne occupa nessuno: né la politica monetaria né la politica fiscale.

In sostanza, il Patto è utile e sostenibile se in un periodo medio lungo la crescita reale è uguale o superiore al valore di 3,26%. Altrimenti conduce al dissesto finanziario dello Stato riducendone la capacità di assolvere le sue funzioni sociali e al limite al fallimento. In una ottica di breve periodo il discorso è differente poiché viene a mancare l'ipotesi di trovarci in equilibrio, che è giustappunto quella che ci vincola a trattare il problema per tempi medio lunghi.

In periodo prolungato di crisi o bassa crescita (tre anni? cinque?), con l'inflazione al 2% e il deficit/Pil da rispettare al 3%, si realizza un incremento del valore d'equilibrio del rapporto debito/Pil, e quindi un progressivo e fisiologico avvicinamento ad esso. Tentare di arrestare un sentiero che porta all'equilibrio significa permettere che il vincolo si soddisfi attraverso altre strade: l'inflazione o il deficit/Pil. Incidere sulla crescita reale è compito più arduo e non ottenibile in maniera puntuale così come invece viene chiesto il rispetto dei vincoli del Patto. Se vogliamo che uno Stato possa incamminarsi sul sentiero dell'equilibrio finanziario, rispettando sempre il principio che debba finanziarsi sul mercato, dobbiamo lasciare una variabile tra π , d e b libera di aggiustarsi, pena il default per insostenibilità del vincolo finanziario a causa di prolungata bassa crescita. Siamo oltre la dominanza monetaria che lascia la determinazione del deficit e del debito al meccanismo di mercato, sotto l'unico vincolo che sia la BCE a determinare il sentiero dell'inflazione. E risulta paradossale come questa stortura sia applicata al soggetto economico più singolare e necessario di tutti: lo Stato.

La nobile motivazione del Patto è garantire la sostenibilità finanziaria agli Stati. Ma questo risultato lo si raggiunge ugualmente lasciando che il mercato, limitato dall'espansione monetaria della BCE, limiti a sua volta gli Stati al rispetto del proprio vincolo di bilancio intertemporale, in maniera compatibile ai due vincoli indiscutibili dell'inflazione e della crescita reale. Paradossalmente i vincoli del Patto possono accentuare e peggiorare l'instabilità delle finanze dello Stato, già comprese dal tasso d'inflazione definito, dal vincolo all'indebitamento determinato dalla dimensione del mercato implicito al regime della dominanza monetaria, dalle evoluzioni non deterministiche della crescita reale.

Sembra quindi evidente che esista una incompatibilità tra la rinuncia alla determinazione della politica monetaria e il Patto di Stabilità e Crescita. Con il Patto si sottrae allo Stato anche la piena disponibilità della politica fiscale, già vincolata dai meccanismi di mercato indotti dal regime della dominanza monetaria. Va inoltre notato come, se da un lato è fatto esplicito divieto ai politici di sollecitare o dare istruzioni ai membri della BCE sulla condotta della politica monetaria, dall'altro la BCE esterna preoccupazioni e rivolge moniti agli Stati in merito alla loro politica fiscale. La dominanza economica della politica monetaria su quella fiscale si trasforma in Europa in dominanza istituzionale della BCE sugli Stati, configurando l'indipendenza di cui la prima gode come gerarchica e non paritaria, in materia di politica economica.

4.4 Indipendenza finanziaria

Il budget della Bce è totalmente distaccato da quello degli altri organi comunitari: non vi è nessun trasferimento di risorse, in senso biunivoco. La BCE determina autoreferenzialmente i costi di gestione che copre con i proventi delle operazioni di politica monetaria. In pratica si autofinanzia. L'indipendenza finanziaria, così come analizzata nel terzo capitolo, si riferisce però non alla redazione del budget bensì al trasferimento dei proventi da signoraggio in primis, e successivamente da reddito monetario, allo Stato, ovviamente decurtati dei costi di gestione. Nel caso europeo, in assenza di una organizzazione centrale assimilabile allo Stato, il meccanismo è

intermediato dalle bc nazionali che iscrivono nei loro bilanci il reddito monetario ad ognuna spettante, in ragione delle quote di distribuzione delle banconote e di partecipazione al capitale³⁹. Le bc nazionali sono le uniche azioniste della BCE, e saranno le singole legislazioni nazionali a disciplinare i trasferimenti degli utili conseguiti.

Per capire se il reddito monetario vada interamente agli Stati, come dovrebbe essere, od anche a soggetti privati, bisognerebbe studiare gli statuti di ogni bc nazionale. Questo esula dai nostri obiettivi, poiché non ci interessa quantificare la sottrazione di risorse ai danni dei cittadini europei dell'Eurosistema; la legislazione europea trasferisce il problema dal livello comunitario a quello statale: viene qui applicato il principio di sussidiarietà. Ciò che conta è che lo statuto della BCE prescriva il trasferimento del reddito monetario, corredato dal reddito da signoraggio, agli Stati attraverso le bc nazionali.

Andrebbe notato che proprietarie di quote del capitale sono anche banche centrali di Stati che non hanno adottato l'euro. Ci riferiamo alle banche centrali di: Bulgaria, Repubblica Ceca, Gran Bretagna, Svezia, Danimarca, Estonia, Lituania, Lettonia, Polonia, Romania, Ungheria. Si potrebbe pensare che in qualità di partecipanti al capitale ricevano il reddito monetario che non le spetta. In realtà lo statuto della BCE è molto chiaro al riguardo e all'art. 43 specifica che, negli articoli riguardanti la distribuzione dei proventi ai partecipanti, le BCN degli stati con deroga (che non adottano l'euro) sono tagliate fuori.

La BCE gode d'indipendenza finanziaria relativa sia al budget che all'ammontare di signoraggio, di modo da ottemperare alla necessità che gli Stati non inficino il tasso d'inflazione attraverso i trasferimenti da signoraggio.

4.5 Indipendenza amministrativa

Nel terzo capitolo avevamo consigliato l'incompatibilità tra l'indipendenza d'obiettivi e quella amministrativa, portando come argomento la possibilità tutt'altro remota che l'amministrazione di una bc, se dipendente da soggetti diversi dallo Stato, potrebbe scegliere l'obiettivo non già in relazione ai bisogni dello Stato ma a quelli dei soggetti da cui dipende. Ciò potrebbe avvenire non solo con riguardo alla scelta del target, ma anche e soprattutto all'utilizzo discrezionale degli strumenti. In sostanza, potrebbe emergere un conflitto d'interessi: prevenirlo significa evitarlo.

Il diritto a tradurre il mandato generale della stabilità dei prezzi in un valore puntuale è prerogativa del Consiglio direttivo della BCE, l'equivalente italiano del Consiglio superiore. Per la precisione, il mandato è affidato al SEBC, di cui fa parte la BCE. Ma l'art. 8 dello statuto li

³⁹ Statuto del SEBC e della BCE, art. 28.2 : le banche centrali nazionali sono le sole sottoscrittrici e detentrici del capitale della BCE.

Statuto del SEBC e della BCE, art. 32.5: la somma dei redditi monetari delle banche centrali nazionali viene ripartita tra le stesse in proporzione alle quote versate di capitale della BCE.

Decisione BCE/2005/11, art. 2: il reddito della BCE derivante dalle banconote in euro in circolazione è integralmente dovuto alle BCN nello stesso anno finanziario in cui matura ed è distribuito alle stesse in proporzione delle rispettive quote versate nel capitale sottoscritto della BCE.

sovrappone stabilendo che “il SEBC è governato dagli organi decisionali della BCE”. Il SEBC e la BCE si inpersonificano nello stesso organo decisionale risultando amministrativamente indistinguibili.

L’art. 9.3 ci dice a quali organi abbiamo delegato la sovranità monetaria, cioè gli organi decisionali della BCE: il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo. Analizzandone le funzioni, le responsabilità e le nomine dovremmo essere abili nel determinare il grado d’indipendenza amministrativa e quindi l’interesse di chi promana da questi organi, questione tanto più rilevante quante più forme d’indipendenza vengono garantite; e la BCE se le vede garantite praticamente tutte.

Il Consiglio direttivo (artt. 10 e 12) definisce la politica monetaria, adotta gli indirizzi e prende le decisioni necessarie ad assicurare l’assolvimento dei compiti affidati al SEBC, formula la politica monetaria della Comunità ivi comprese, a seconda dei casi, le decisioni relative agli obiettivi monetari intermedi, ai tassi di interesse guida e all’offerta di riserve nel SEBC e stabilisce i necessari indirizzi per la loro attuazione. Comprende i membri del Comitato esecutivo nonché i governatori delle BCN. Ogni membro ha diritto a un voto: 6 per il Comitato, 15 per i Governatori⁴⁰. Le decisioni sono prese a maggioranza semplice; in caso di parità prevale il voto del presidente.

Il Comitato esecutivo (artt. 11 e 12) attua la politica monetaria secondo le decisioni e gli indirizzi stabiliti dal Consiglio direttivo, impartendo le necessarie istruzioni alle banche centrali nazionali. Al Comitato esecutivo possono inoltre essere delegati taluni poteri quando lo decide il Consiglio direttivo. È responsabile degli affari correnti della BCE. Comprende il presidente, il vicepresidente e quattro membri, nominati tra persone di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario, di comune accordo dai governi degli Stati membri su raccomandazione del Consiglio (europeo) previa consultazione del Parlamento europeo e del Consiglio direttivo.

Mentre per l’organo esecutivo vi è una esplicita e normata concordanza col potere politico, per l’organo decisionale non esiste un criterio univoco, ma la nomina dei governatori è rimessa, come per il signoraggio, alle normative nazionali che possono prevedere diverse soluzioni. Ancora una volta, per i criteri di nomina dell’organo decisionale dovremmo analizzare le singole procedure per capire quanto influisce il potere politico nella nomina dei Governatori che rappresentano più dei due terzi del Consiglio direttivo. Al di là delle procedure, la normativa comunitaria prevede un solco invalicabile tra potere politico e potere monetario: ci riferiamo all’art. 108 del trattato ripreso fedelmente dall’art. 7 dello statuto, l’unico intitolato “Indipendenza”, che recita: “Nell’esercizio dei poteri e nell’assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dal presente trattato e dallo statuto del SEBC, né la BCE né una banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni o dagli organi comunitari, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni e gli organi comunitari nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare d’influenzare i membri degli organi decisionali della BCE o delle banche centrali nazionali nell’assolvimento dei loro compiti”. Per quanto a prima vista questa norma sembra del tutto coerente con il fine di mantenere la stabilità dei prezzi, dopo quanto detto a proposito del

⁴⁰ Quando le BCN dell’Eurosistema saranno più di 15 è previsto un sistema di rotazione.

conflitto d'interessi che può emergere a seguito di una estromissione dello Stato dalle decisioni di politica monetaria, la suddetta norma viola il principio di raccordo democratico alla luce delle seguenti considerazioni: il tasso d'inflazione è scelto dal Consiglio direttivo, l'uso discrezionale degli strumenti è ad appannaggio del Consiglio direttivo, le riunioni del consiglio hanno carattere di riservatezza, non è prevista nessuna punizione nel caso in cui la BCE non raggiunga i propri obiettivi. Vale la pena di soffermarci sulle ultime due fattispecie.

4.5.1 Trasparenza

La riservatezza delle riunioni è disciplinata all'art. 10.5. È aggiunto che "il Consiglio può decidere di rendere pubblico il risultato delle proprie deliberazioni": non il contenuto, il verbale, della riunione ma solamente la decisione finale e trattasi di facoltà, non di obbligo. Di corredo, alla BCE si applica il protocollo n. 36 sui privilegi e sulle immunità delle Comunità europee (1965) in cui si legge, all'art. 2, che "gli archivi delle Comunità sono inviolabili". A questa previsione si somma quella dell'art. 38 dello statuto in materia di "Segreto professionale" che si rivolge ai membri degli organi decisionali e al personale della BCE e delle banche centrali nazionali, anche dopo aver cessato le proprie funzioni, per le informazioni coperte dall'obbligo del segreto professionale e di riservatezza. Non riscontriamo in queste previsioni il principio di trasparenza. Le uniche, pallide, forme di trasparenza sono la conferenza stampa che il presidente tiene a conclusione delle riunioni e la relazione annuale sulle attività del SEBC e sulla politica monetaria che "la BCE trasmette al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione, nonché al Consiglio europeo"⁴¹. Il modo in cui la BCE prevede di spiegare le sue decisioni politiche è attraverso la pubblicazione del Bollettino Mensile, uno strumento eccessivamente tecnico che dipinge la situazione economica e finanziaria dell'Eurosistema ma non relaziona esplicitamente i dati con le decisioni di politica economica, il lettore deve essere capace d'interpretarlo.

La giustificazione che viene data per il segreto delle riunioni è⁴²: la riservatezza delle decisioni di voto protegge l'indipendenza dei membri del Consiglio; la pubblicazione dei voti individuali potrebbe guidare a pressioni e speculazioni circa i motivi che stanno dietro le decisioni dei membri individuali del Consiglio; c'è il rischio che i rispettivi governatori delle BCN possano essere percepiti come "rappresentanti nazionali". A tal riguardo vanno fatte alcune considerazioni. Primo, il voto nelle democrazie è segreto poiché protegge un diritto soggettivo, mentre il voto sulla politica monetaria non ha questo carattere. Secondo, in questo modo l'art. 7 dello statuto sulle pressioni politiche si traduce in una norma di principio senza ricaduta giudiziale, dato che portare le prove di pressioni non è semplice, e per questo il voto è mantenuto segreto; ma allora il solo fatto che un governatore venga eletto con il concorso del potere politico rende precaria l'attuazione dell'art. 7. Terzo, proprio la trasparenza dei dibattiti e dei voti sottrae il governatore dalla qualifica di "rappresentante nazionale". Per questi motivi, le tesi a difesa della riservatezza non sono

⁴¹ Articolo 15 dello statuto

⁴² The European Central Bank. History, role and function. Hanspeter Scheller, 2006, p. 129

accoglibili: rappresenta pertanto una mancanza di raccordo democratico e non una tecnica d'indipendenza.

4.5.2 Responsabilità

In merito alle sanzioni nell'eventualità che la BCE non raggiunga gli obiettivi prefissatesi, l'esame di questa materia potrebbe essere molto vasto e sicuramente sarebbe incompleto. Faremo quindi solo dei piccoli accenni in merito alla sua propedeuticità. Avevo scritto nel primo capitolo, trattando di indipendenza operativa e d'obiettivi che: "Nel quadro del mandato per il conseguimento di obiettivi "politici" (inflazione e disoccupazione), la bc deve essere dotata d'indipendenza operativa, ma a fronte di questa concessione (che immette instabilità nell'economia) deve essere resa responsabile per il raggiungimento (quantomeno l'avvicinamento) dell'obiettivo della stabilità dei prezzi. Se questa condizione non è verificata, allora indipendenza significa "assenza di controllo", "assenza di responsabilità"; indipendenza si trasforma quindi in "impunità". Il buon senso aiuta ad escludere questo caso come praticabile".

In Europa alcune leggi economiche hanno avuto la meglio sul buon senso. Vediamo come riusciamo ad asserire che non c'è responsabilità e controllo sugli organi decisionali e successivamente i motivi a supporto di questa situazione.

L'art. 12 dello statuto, "Responsabilità degli organi decisionali", in realtà non prevede alcuna responsabilità, si limita a fare ad una specifica delle funzioni. La norma che spiega in quali casi i governatori possono essere rimossi dal loro incarico è l'art. 14.2 che al secondo comma stabilisce: "Gli statuti delle banche centrali nazionali devono prevedere in particolare che la durata del mandato del governatore della banca centrale nazionale non sia inferiore a cinque anni. Un governatore può essere sollevato dall'incarico solo se non soddisfa più alle condizioni richieste per l'espletamento delle sue funzioni o si è reso colpevole di gravi mancanze. Una decisione in questo senso può essere portata dinanzi alla Corte di giustizia dal governatore interessato o dal consiglio direttivo, per violazione del trattato o di qualsiasi regola di diritto relativa all'applicazione del medesimo".

Analizziamo: la facoltà di nominare il governatore spetta agli organi politici nazionali e di conseguenza anche la possibilità di sollevarlo dall'incarico, e non è quindi competenza di alcun organo comunitario. In questo senso, un fallimento della politica monetaria e un cambio dei vertici non attiene al Parlamento europeo o al Consiglio o alla Commissione ma deve essere trattato singolarmente in ogni Stato; gli Stati però non possono far riferimento al fallimento della politica monetaria, poiché la norma parla di "soddisfare le condizioni per l'espletamento delle sue funzioni" o "gravi mancanze": non vengono specificate quali dovrebbero essere le condizioni idonee al suo ruolo e la consistenza di queste mancanze; come risultato della segretezza del voto, la gravi mancanze non possono riguardare il mandato della politica monetaria. L'art. 14 è l'unica previsione in materia di responsabilità e a nostro avviso risulta inadeguata e poco specificata.

Il contratto che lega la BCE agli Stati è assimilabile a quello di mandato generale senza rappresentanza, in cui il mandatario si obbliga a compiere uno o più atti giuridici per conto del mandante per la gestione della totalità degli interessi o relativi ad una certa parte degli stessi (la politica monetaria), agendo in nome proprio e acquistandone i diritti ed assumendone gli obblighi derivanti dagli atti compiuti con i terzi. Gli obblighi del mandatario si sostanziano nell'eseguire il mandato con la diligenza del buon padre di famiglia e nel rendere conto al mandante del suo operato (obbligo di rendiconto). Il mandato può estinguersi per i seguenti motivi: scadenza del termine o compimento dell'affare; morte, interdizione o inabilitazione del mandante o del mandatario; revoca da parte del mandante. L'unica causa d'estinzione applicabile al mandato sulla politica monetaria è la revoca, ma questa comporta la modifica di un trattato sovranazionale e richiede il consenso unanime di tutti gli Stati firmatari.

Da queste precisazioni si evince che i membri del Consiglio direttivo godono di una sostanziale impunità per i risultati di politica monetaria. E questo, affiancandosi alla indipendenza amministrativa, la aggrava fino a distorcerla, espandendo il concetto di indipendenza della bc in maniera più estesa di quanto necessario.

L'unico ambito in cui esiste un regime di responsabilità è delineato dall'art. 35.2 dello statuto che rimanda all'art. 288 del trattato: "In materia di responsabilità extra-contrattuale, la BCE deve risarcire, conformemente ai principi generali comuni ai diritti degli Stati membri, i danni cagionati da sé o dai suoi agenti nell'esercizio delle loro funzioni". Ma la responsabilità extracontrattuale non è applicabile al mandato sulla stabilità dei prezzi.

Ma quali sono le ragioni che hanno spinto ad una totale mancanza di responsabilità? La risposta ci è offerta in un documento ufficiale della BCE⁴³. Trattasi della natura specifica della politica monetaria: "Lo sfasamento temporale nella trasmissione della politica monetaria fa sì che quest'ultima possa incidere sul livello dei prezzi soltanto a medio termine. La banca centrale non può pertanto compensare, nel breve periodo, shock impreveduti al livello dei prezzi (ad esempio provocati dalle variazioni dei prezzi delle materie prime). Inoltre, data l'incertezza che circonda il meccanismo di trasmissione e poiché l'adeguatezza della risposta di politica monetaria dipende dalla natura, durata e dimensione degli shock economici, non pare corretto specificare un orizzonte temporale fisso su cui valutare la politica monetaria. Di conseguenza, per misurare i risultati conseguiti da una banca centrale è sempre necessario effettuare una valutazione equilibrata e differenziata. Il ricorso a meccanismi sanzionatori formali sarebbe troppo aggressivo e potrebbe impedire alla banca centrale di assolvere il proprio mandato in maniera appropriata. La verifica costante delle azioni di una banca centrale indipendente da parte del parlamento e del pubblico in generale sembrerebbe il metodo più indicato per assicurare l'assolvimento dell'obbligo di responsabilità".

Ad avviso della BCE, non pare corretto specificare un orizzonte temporale fisso su cui fare la valutazione. Su *come* andrebbe fatta, l'ultima frase indica la verifica costante delle azioni. Ma una azione può essere giudicata in base a due principi: il fine teorico ovvero il risultato pratico. Il fine

⁴³ The European Central Bank. History, role and function. Hanspeter Scheller, 2006, p. 130

teorico non può essere un metro di giudizio perché è celato nella segretezza delle riunioni; il risultato pratico è, per stessa ammissione della BCE, inadatto dato il carattere della politica monetaria. Ritengo quindi che la struttura regolamentare della BCE non assolve all'obbligo di responsabilità.

4.6 Conclusioni

La BCE è stata dotata del minimo necessario per renderle possibile il mantenimento della stabilità dei prezzi: non può fare prestiti alle amministrazioni statali di qualunque livello; controlla liberamente la quantità di denaro legale e il suo costo; sceglie autonomamente il tasso d'inflazione obiettivo; lo Stato non ha voce in capitolo sui trasferimenti; non è tenuta a preoccuparsi di assorbire gli shock reali. L'inflazione è praticamente inavvicinabile dalla politica che si è vincolata al mandato della stabilità dei prezzi.

La politica potrebbe comunque determinare π attraverso la nomina dei Governatori, essendo loro a scegliere π^* . Il problema è risolvibile in due modi: il più semplice, trasparente, democratico e meno sconveniente è far fissare il target direttamente dall'organo politico; oppure dovrebbe essere qualche altro interesse a prevalere. La soluzione europea è stata quella di garantire per i Governatori la segretezza delle riunioni e la sostanziale irrevocabilità della nomina, lasciando che si sentano protetti nello scegliere il target più adatto, a loro avviso, al mantenimento della stabilità dei prezzi. L'interesse che prevale è quello dei Governatori stessi.

Quindi, anziché fare scegliere il tasso d'inflazione al potere politico, si è preferito farlo scegliere dall'assemblea dei Governatori, teoricamente protetti dalle pressioni politiche.

L'assenza di armonia in questa impalcatura normativa emerge dall'assenza di responsabilità per il raggiungimento del target. La totale estromissione dello Stato nella definizione e conduzione della politica monetaria dovrebbe bilanciarsi con una previsione chiara in tema di responsabilità. La politica deve poter valutare l'operato dei Governatori in termini di risultati, tanto più che hanno tutte le forme d'indipendenza di cui necessitano. A mio avviso, il richiamo alla peculiarità della politica monetaria non basta per giustificare la somma di indipendenza, poca trasparenza e assenza di responsabilità.

La politica monetaria europea, oltre ad aver perso l'armonia giuridica, trascura anche l'equilibrio economico quando vincola la sopravvivenza degli Stati ad una crescita reale almeno del 3,26%. L'assenza totale di coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale, dovuta alla rigida fissazione del tasso d'inflazione e dei parametri del Patto, peraltro non necessari, genera una incompatibilità tra l'indipendenza della politica monetaria e i vincoli alla politica fiscale.

Per queste ragioni, sono dell'avviso che:

- andrebbe inserita nella regolamentazione una verifica degli obiettivi raggiunti con l'esplicita valutazione della politica monetaria da parte di un organo politico

- vada riscritto il Patto di Stabilità e di Crescita rendendolo contingente alla situazione economica o, in alternativa, vada sottratta alla BCE la goal independence a vantaggio della politica fiscale.

Bibliografia

Letteratura economica

- ALESINA A., SUMMERS L., *Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence*, Journal of Money, Credit and Banking, vol. 25. n. 2, Maggio 1993, pp. 151-162
- ALESINA A., GATTI R., *Independent central banks: low inflation at no costs?*, The American Economic Review, Maggio 1995, vol. 85, no. 2, pp 196-200
- ATTALI JACQUES, *La crisi, e poi?*, Fazzi Editore, 2009
- BALDWIN R., WYPLOSZ C., *L'economia dell'Unione europea*, Ulrico Hoepli Editore, 2005
- BARRO R., GORDON D., *A positive theory of monetary policy in a natural rate model*, The Journal of Political Economy, vol. 91, n. 4, Agosto 1983, pp. 589-610
- BERGER H., DE HAAN J., EIJFFINGER S., *Central bank independence: an update of theory and evidence*, CESifo, Working Papers n. 255, Febbraio 2000
- CANZONERI MATTHEW B., *Monetary policy games and the role of private information*, The American Economic Review, Dicembre 1985, vol. 75, no. 2, pp 1056-1070
- CANZONIERI M., GRILLI V., MASSON P., *Establishing a central bank: issues in Europe and lessons from the US*, Cambridge University Press, 1992
- CLARIDA R., GALI' J., GERTLER M., *The science of monetary policy: a new keynesian perspective*, The American Economic Review, Dicembre 1999, vol. 37, no. 4, pp 1661-1707
- DELLA LUNA MARCO e GALLONI NINO, *La moneta copernicana*, Nexus Edizioni, 2008
- DELLA LUNA MARCO e MICLAVEZ ANTONIO, *Euroschiavi*, Arianna Editrice, 2007
- DELLA POSTA POMPEO, *Teoria economica e istituzioni: le fondamenta teoriche del Sistema monetario europeo e dell'euro*, Convegno dell'Aispe, 2004
- DEMERTZIS M., HALLETT A., VIEGI N., *An independent central bank faced with elected governments*, European Journal of Political Economy, vol. 20, 2004
- EIJFFINGER S., SCHALING E., HOEBERICHTS M., *Central bank independence: a sensitivity analysis*,
- FISCHER STANLEY, *Long-term contracts, rational expectations, and the optimal money supply rule*, The Journal of Political Economy, vol. 85, n. 1, Febbraio 1977, pp. 191-205
- FISCHER S., MODIGLIANI F., *Towards an understanding of the real effects and costs of inflation*, Review of World Economics, vol. 114, n. 4, Dicembre 1978, pp. 810-833
- GIANFREDA G., JANSON N., SALIN P., *Mercato o politica monetaria?*, Luiss University Press, 2004

- GUARINO GIUSEPPE, *Eurosistema*, Giuffrè Editore, 2006
- KIDLAND F., PRESCOTT E., *Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans*, Journal of Political Economics, vol. 85, pp 473-491, 1977
- LOHMANN SUSANNE, *Optimal commitment in monetary policy: credibility versus flexibility*, The American Economic Review, Marzo 1992, vol. 82, n. 1, pp 273-286
- LIJPHART AREND, *Le democrazie contemporanee*, Il Mulino, 1999
- LIPPI F., *On central banking independence and the stability of policy targets*, Scandinavian Journal of Economics, vol. 100, n. 2, pp. 495-512, 1998
- MANKIW GREGORY, *The optimal collection of seignorage: theory and evidence*, NBER, Working Paper 2270, Maggio 1987
- McCALLUM BENNETT T., *Two fallacies concerning the central-bank independence*, The American Economic Review, Maggio 1995, pp. 207-211
- McCALLUM BENNETT T., *Inflation Targeting in Canada, New Zeland, Sweden, The United Kingdom, and in general*, NBER, Working Paper 5579, Maggio 1996
- McCALLUM BENNETT T., *Crucial issues concerning the central bank independence*, Journal of Monetary Economics, vol. 39, pp. 99-112, 1997
- MISKIN FREDERIC, *Central bank commitment and communication*, Speech at the Princeton University Center for Economic Policy Studies Dinner, New York, New York, Aprile 2008
- MUSCATELLI A., *Political consensus, uncertain preferences and central bank independence*, Oxford Economic Papers, vol. 50. n. 3, Luglio 1998
- PHELPS EDMUND, *Disinflation without recession: adaptive guidepost and monetary policy*, Review of World Economics, vol. 114, n. 4, Dicembre 1978, pp. 783-809
- ROGOFF KENNETH, *The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target*, The Quarterly Journal of Economics, vol.100, n. 4, Novembre 1985, pp.1169-1189
- SARGENT T., WALLACE N., *Some unpleasant monetarist arithmetic*, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, vol. 5, pp. 1-17, 1981
- SARGENT T., WALLACE N., *Rational expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule*, The Journal of Political Economy, vol. 83, n. 2, Aprile 1975, pp. 241-254
- SAVONA PAOLO, *Politica economica e new economy*, McGraw-Hill, 2002
- SLOMAN JOHN, *Economics*, Prentice Hall, 1997

SVENSSON L., *Optimal inflation targets, "conservative" central banks, and linear inflation contracts*, The American Economic Review, vol. 87, n. 1, Marzo 1997, pp.98-114

WALSH C., *Monetary theory and policy*, MIT Press, 2003

Pubblicazioni della BCE

Price stability: why is it important for you? Teachers' booklet, European Central Bank 2007

The liquidity management of ECB, Monthly bulletin, May 2002, pp. 41-53

The European Central Bank. History, role and function. Hanspeter Scheller, 2006, pp. 123-142

Leggi e regolamenti

Regolamento n. 63/2002 della Banca Centrale Europea relativo alle statistiche sui tassi d'interesse, Gazzetta ufficiale delle comunità europee, 2002

Decisione BCE/2001/15 relativa all'emissione di banconote in euro, Gazzetta ufficiale delle comunità europee, 2001

Decisione BCE/2001/16 relativa alla distribuzione del reddito monetario delle BCN, Gazzetta ufficiale delle comunità europee, 2001

Decisione BCE/2004/12 che adotta il regolamento interno del Consiglio generale delle BCE, Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 2004

Decisione BCE/2005/11 relativa alla distribuzione del reddito della BCE derivante dalle banconote, Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 2005

Trattato sull'Unione Europea, 92/C 191/01, Gazzetta ufficiale delle comunità europee, 2001

Trattato di Nizza, 2001/C 80/01, Gazzetta ufficiale delle comunità europee, 2001

Versioni consolidate del Trattato sull'Unione europea e del trattato che istituisce la Comunità europea, Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 2006

Trattato di Lisbona, 2007/C 306/01, Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 2007

Protocollo (n.20) sulla procedura dei disavanzi eccessivi, allegato al trattato che istituisce la Comunità europea, Gazzetta ufficiale delle comunità europee, 1992

Protocollo (n. 18) sullo statuto del Sistema europeo di banche centrali e della BCE, allegato al trattato che istituisce la Comunità europea, aggiornato al 2003

Protocollo (n. 36) sui privilegi e sulle immunità delle Comunità europee (1965), allegato ai trattati che istituiscono la Comunità europea e la Comunità europea dell'energia atomica, Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, 2006

Siti consultati

www.repubblica.it

www.bancaditalia.it

www.ecb.int