IANUS
Diritto e Finanza
UNIVERSITÀ DI SIENA 1240
Quaderni
https://www.rivistaianus.it
ISSN: 1974-9805
Quaderni - 2020

GLI INTERVENTI DELLE BANCHE CENTRALI SUL MERCATO. DALLA REGOLAZIONE AL GOVERNO DELL'ECONOMIA

Tamara Favaro

GLI INTERVENTI DELLE BANCHE CENTRALI SUL MERCATO. DALLA REGOLAZIONE AL GOVERNO DELL'ECONOMIA

Tamara Favaro

Assegnista di ricerca in Diritto dell'economia,
Università degli Studi di Pisa

«*La legge patisce tante eccezioni che diventa eccezione essa stessa*»
(I. SVEVO, *Commedie*, Mondadori, 1960, p. 59)

1. Il nuovo ruolo della Banca Centrale europea nella gestione della politica monetaria. Un possibile ripensamento del modello di regolazione meramente economica?

I problemi connessi alla natura indipendente e neutrale della Banca Centrale Europea[1] sono oggetto di un annoso dibattito dottrinale[2], che ha assunto nuovo

[1] Per un approfondimento in dottrina, si rinvia in particolare alle opere di M. PELLEGRINI, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, Bari, Cacucci, 2003; S. ANTONIAZZI, *La Banca Centrale Europea, tra Politica Monetaria e Vigilanza Bancaria*, Torino, Giappichelli, 2013; C. BUZZACCHI, (a cura di), *La Banca centrale europea: il custode della costituzione economica*, Milano, Giuffrè, 2017; ID., *Risparmio, Credito e Moneta tra art. 47 Cost. e funzioni della Banca Centrale Europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della Repubblica e ordinamento dell'Unione*, in *Costituzionalismo.it*, fasc. 2, 2016, p. 39 ss.; F. MATTASSOGLIO, *La Banca Centrale Europea come una Penelope schizofrenica?* in G. COCCO, S. LA PORTA (a cura di), *Il pendolo delle autonomie, tra aspirazioni federalistiche e tentazioni di semplificazione. Scritti in onore di Anna Marzanati*, Torino, Giappichelli, 2018, pp. 181-194; ID., *Dalla Banca d'Italia alla Banca Centrale Europea: come sono cambiate le modalità di finanziamento del debito*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, fasc. 5, 2016, pp. 1145-1182; F. ZATTI, *Il controllo della BCE sulle economie nazionali*, in M. CAFAGNO, F. MANGANARO (a cura di), *L'intervento pubblico nell'economia - Studi a 150 anni dall'unificazione amministrativa italiana*, a cura di L. Ferrara e D. Soracœ, vol. V, Firenze, Firenze University Press, 2016, pp. 487-598; F. BELLI, V. SANTORO (a cura di), *La Banca centrale europea*, Milano, Giuffrè, 2003; A. MALATESTA, *La Banca centrale europea. Gli aspetti istituzionali della Banca centrale della Comunità europea*, Milano, Giuffrè, 2003; O. ROSELLI (a cura di), *Europa e banche centrali*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2004; D. HOWARTH, P. LOEDEL, *The European Central Bank: The New European Leviathan?*, New York, Palgrave Macmillan, 2005; C. ZILIOLI, M. SELMAYR, *La Banca Centrale Europea*, Milano, Giuffrè, 2007.

[2] V., *ex multis*, S. CASSESE, *L'autonomia delle banche centrali*, in *È ancora attuale la legge bancaria del 1936?*, Roma, 1987, 83 ss.; C. GOODHART, *L'evoluzione delle banche centrali*, Laterza, Roma-Bari, 1989; D. MASCIANDARO, S. RISTUCCIA (a cura di), *L'autonomia delle banche centrali*, Milano, Edizioni di Comunità, 1998; A. PREDIERI, *Il potere della Banca centrale: isola o modello?*, Firenze, Passigli, 1996;

rilevo anche in tempi recentissimi a seguito di alcuni approdi giurisprudenziali[3]. Particolare oggetto di indagine è il nodo, tuttora irrisolto, della natura tecnica o anche politica del ruolo attualmente esercitato dalla BCE, mediante l'utilizzo di strumenti di politica monetaria non convenzionale quale forma di gestione di situazioni emergenziali. In massima sintesi, tradizionalmente questo dibattito è finalizzato a rivendicare una sorta di "legittimazione democratica" in capo alla Banca Centrale Europea. Più in generale, il fine è quello di verificare se vi sia l'effettiva possibilità di ricondurre l'adozione di politiche non convenzionali al mandato formalmente attribuito alla stessa o se invece essa invada le competenze appartenenti agli organi politici dei singoli Stati membri.

Pur partendo dal medesimo problema, diverso è lo scopo che orienta il presente contributo: l'obiettivo è infatti quello di interpretare il nuovo ruolo assunto dalla Banca Centrale Europea alla luce della recente crisi nell'ottica della tradizionale relazione tra mercato e istituzioni.

Come noto, fin dalla sua istituzione con il Trattato di Maastricht, il mandato primario attribuito alla BCE consiste nel mantenimento della stabilità dei prezzi, al fine di contenere il tasso di inflazione. Pertanto, volendo applicare le categorie dogmatiche tipiche del diritto pubblico dell'economia, forse non è azzardato ritenere che, nel perseguimento della politica monetaria, l'Autorità appaia connotata da una funzione di regolazione squisitamente economica[4]: esercita

---

C. GOODHART, *The Constitutional Position of a Independent Central Bank*, in *Government and Opposition*, vol. XXXVII, fasc. 2, 2002, pp. 190 ss.; G. CAMA, G.B. PITTALUGA, *Indipendenza delle banche centrali e democrazia*, Milano, Hoepli, 2004; AA.VV., *Banche centrali e principio democratico*, *Quaderni del dottorato di ricerca in diritto ed economia*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2007; F. MOROSINI, *Banche centrali e questione democratica*, Pisa, ETS, 2014; P. CIOCCA, *La banca che ci manca. Le banche centrali, l'Europa, l'instabilità del capitalismo*, Roma, Donzelli, 2014; O. CHESSA, *La costituzione della moneta. Concorrenza, indipendenza della banca centrale, pareggio di bilancio*, Napoli, Jovene, pp. 265 ss.

[3] V. *infra* par. 2.

[4] È noto come la nozione di "regolazione" sia tuttora notevolmente discussa in dottrina a livello nazionale ed europeo, in particolare per ciò che attiene l'ambito di delimitazione della materia rispetto al diritto pubblico dell'economia. In massima sintesi, la disciplina dell'economia viene attuata attraverso l'elaborazione e l'attuazione di politiche pubbliche di natura fiscale, di spesa, di sostegno e incentivo ai diversi settori dell'economia: per mezzo di essa le istituzioni pubbliche mirano a influenzare l'andamento del mercato, e talora anche a sostituirlo con altre forme di organizzazione economica, in vista del raggiungimento di determinati obiettivi. La regolazione ha carattere "condizionale", nel senso che "consiste di prescrizioni non direttive, ma ipotetiche, dal verificarsi delle quali le norme o la regolazione stessa fa discendere conseguenze che sono predeterminate" (Cassese, 2002). Si distingue in regolazione sociale ed economica: la prima prevede interventi diretti a orientare il funzionamento dei mercati, in relazione alla rilevanza dei beni e dei servizi prodotti e scambiati per la realizzazione di interessi pubblici di per sé estranei al mercato; la seconda considera invece come interesse generale da perseguire proprio il corretto funzionamento del mercato: M. BOMBARDELLI, *Le relazioni tra istituzioni pubbliche e mercati*, in ID. (a cura di), *L'intervento amministrativo sui mercati*, Torino, Giappichelli, 2019, pp. 10 ss. Per un approfondimento sul tema, si rinvia in particolare a N. RANGONE, *Regolazione*, in S. CASSESE (a cura di), *Dizionario di diritto pubblico*, vol. V, Milano, Giuffrè, 2006, pp. 5057 ss.; assume una posizione parzialmente diversa A. ZITO, *Mercati (Regolazione dei)*, in *Enciclopedia del Diritto*, Annali III, Milano, Giuffrè, 2010, pp. 805 ss.; M. SEPE, *I Mercati*, Bari, Cacucci, 2003; M. PELLEGRINI, *Corso di diritto pubblico*

infatti un'attività di conformazione del mercato secondo regole di natura condizionale, è sottoposta al sindacato giurisdizionale della Corte di Giustizia e può considerarsi una c.d. "*single mission authority*", nel senso che non deve ponderare l'interesse pubblico ad esso affidato con altri interessi pubblici secondari[5]. In effetti, a conferma di tale tesi sembra di potersi citare una recente letteratura economica[6] che ha evidenziato come la Banca Centrale Europea, con le sue misure di politica monetaria, operi in un caso di "fallimento del mercato" che caratterizza la stabilità monetaria e si ripropone di intervenire sui comportamenti dei soggetti operanti nei mercati finanziari, regolando il livello dei prezzi.

È noto infatti come essa agisca secondo regole di natura economica ed incarni la tipica concezione dell'economia monetarista[7]; inoltre, come evidenziato anche di recente dalla dottrina amministrativistica[8], nella sua intrinseca natura di Autorità indipendente essa manifesta in maniera emblematica tutta la sfiducia nell'adeguatezza dell'intervento pubblico nell'economia, cui si contrappone la fede nel mercato e nella sua efficienza[9].

In tal senso, la Banca Centrale Europea si sviluppa in contrapposizione al precedente modello keynesiano, ove la politica monetaria era invece considerata quale parte delle più complessive strategie di politica economica e, dunque, dotata di rilevante connotazione politica, dovendo per l'appunto contemperare finalità ed interessi pubblici diversi ed in parte confliggenti. In questo precedente modello, che ha caratterizzato l'economia quantomeno fino agli anni sessanta del secolo scorso, vi era un forte e connaturale «collegamento tra politica e moneta»[10]: le decisioni di politica monetaria dovevano infatti saper mediare tra interessi in conflitto, per cui le scelte relative alla sua definizione erano rimesse a organi democraticamente eletti, lasciando in sostanza alle banche centrali il mero «potere

---

dell'economia, Milano, Wolters Kluwer, 2016; A. TUCCI, *Il diritto dell'economia nella prospettiva storico-istituzionale*, in *Amministrazione in Cammino*, 2016; V. inoltre S. BREYER, *Regulation and its Reform*, Cambridge, Harvard University Press, 1982; J. TAPIA, D. MANTZARI, *The Regulation/Competition Interaction*, in D. GERARDIN, I. LIANOS (a cura di), *Research Handbook on European Competition Law*, 2014, disponibile all'indirizzo: *http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2044722* [ultimo accesso: 20 febbraio 2020]; A. POLICE, *Tutela della concorrenza e pubblici poteri. Profili di diritto amministrativo nella disciplina antitrust*, Torino, Giappichelli, 2007, pp. 245 ss.; E. BRUTI LIBERATI, *La regolazione pro-concorrenziale dei servizi pubblici a rete*, Milano, Giuffrè, 2006.

[5] Cfr. in particolare S. CASSESE, *Dalle regole del gioco al gioco con le regole*, in *Mercato Concorrenza Regole*, fasc. 2, 2002, pp. 265-276.

[6] Sul punto, cfr. V. VISCO, *Note sulla regolamentazione dei mercati finanziari*, relazione tenuta presso la Scuola Superiore della Magistratura, Milano, 3 marzo 2016, disponibile all'indirizzo: *https://www.nens.it/archivio/documenti/note-sulla-regolamentazione-dei-mercati-finanziari* [ultimo accesso: 15 giugno 2020].

[7] Cfr. in particolare M. FRIEDMAN, *Metodo, consumo e moneta*, Bologna, Il Mulino, 1996.

[8] E.B. LIBERATI, *La regolazione indipendente dei mercati. Tecnica, Politica, Democrazia*, Torino, Giappichelli, 2019, che dedica autonomo

[9] Cfr. F. MERUSI, *Democrazia e autorità indipendenti*, Bologna, Il Mulino, 2000, pp. 9 ss.

[10] M. PELLEGRINI, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, *op. cit.*, p. 19.

di decidere autonomamente le *misure tecniche*[11] più idonee a realizzare tali obiettivi»[12].

In effetti, il ruolo delle banche centrali si è evoluto nel tempo in maniera speculare rispetto al "ritiro" dello Stato dall'economia, divenendo emblematico del prevalere delle forze del mercato sulle istituzioni politicamente rappresentative. Si fa forza l'idea secondo cui la politica monetaria debba essere sottratta alla discrezionalità dei governi per essere affidata in via esclusiva a banche centrali indipendenti, incaricate in via principale di garantire la stabilità dei prezzi sulla base di criteri tecnici, senza tener conto delle considerazioni politiche contingenti.

Eppure, nell'attuale contesto storico, si suole ritenere che si assista ad un massiccio ritorno delle politiche pubbliche e alla sempre più matura consapevolezza per cui il dato economico è inseparabile da quello politico, anche con riferimento alla politica monetaria: quale è allora l'attuale «forma di interazione tra potere politico e potere monetario»[13]? In particolare, può ritenersi che evolva anche il ruolo della Banca Centrale Europea, assumendo una maggiore "politicizzazione" rispetto a quella attribuitale dai Trattati europei, essendo chiamata a svolgere funzioni che vadano oltre la mera integrazione economica e così finalmente ripristinando anche a livello transnazionale il connaturale nesso tra politica e moneta?

2. Banca Centrale Europea e misure di politica monetaria non convenzionale per fronteggiare la crisi in atto

Come anticipato, per cercare di rispondere a questa domanda appare opportuno far riferimento al crescente ricorso alla politica monetaria non convenzionale da parte della BCE. Infatti, nella perdurante incompletezza del disegno europeo, caratterizzato non solo dalla sostanziale assenza di un'unione fiscale e politica ma ancor prima dall'incompiutezza dell'Unione Economica e Monetaria, la Banca Centrale Europea è stata costretta a porre in essere «azioni straordinarie»[14]. In particolare, essa è ricorsa in maniera cospicua alla politica monetaria non convenzionale (c.d. *non standard measures*), inaugurata a seguito della crisi finanziaria del 2007[15], mettendo in atto una serie di interventi urgenti e

[11] Corsivo aggiunto.

[12] C. PANICO, M.O. RIZZA, *Fondamenti dell'indipendenza della banca centrale in una società democratica*, in AA.VV., *Banche centrali e principio democratico*, *Quaderni del dottorato di ricerca in diritto ed economia*, *op. cit.*, p. 49.

[13] F. CAPRIGLIONE, voce *Moneta*, in *Enc. dir., Aggiornamento*, III, Milano, 1999, p. 747.

[14] Il riferimento è alla nota affermazione con cui la presidente della BCE ha presentato il piano straordinario "*Pandemic Emergency Purchase Programme*" (meglio definito *infra*): «Tempi straordinari richiedono azioni straordinarie. Il nostro impegno per l'euro non ha limiti. Siamo determinati a sfruttare l'intero potenziale dei nostri strumenti, nell'ambito del nostro mandato».

[15] Inoltre, ha adottato misure di vigilanza prudenziale, qui non oggetto di approfondimento.

fuori dal comune al fine di fronteggiare l'emergenza. Così, oltre a mantenere i tassi d'interesse invariati[16], la BCE ha deciso di intervenire con massicce misure di *Quantitative Easing*[17], potenziando temporaneamente il programma di acquisto di *bond* europei (c.d. *Asset Purchase Programme - APP*)[18] avviato nel 2014 al fine di sostenere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e fornire l'importo di adattamento politico necessario per garantire la stabilità dei prezzi, incrementandolo di 120 miliardi di euro netti sino a fine anno[19]. Inoltre, ha stabilito di condurre ulteriori operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (c.d. *Long Term Refinancing Operations - LTRO*)[20], introducendo al contempo condizioni più favorevoli per le c.d. "operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine" (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations - TLTRO III*)[21], atte a stimolare i prestiti bancari all'economia reale e in generale migliorare la trasmissione della politica monetaria[22]. Ancora, sempre nell'ambito delle proprie misure di politica monetaria non convenzionale, la BCE ha istituito sette nuovi interventi di supporto alla liquidità, ovvero le c.d. "operazioni di rifinanziamento

[16] Nello specifico, il tasso principale resta fermo a zero, quello sui depositi a -0,50% e quello sui prestiti marginali allo 0,25%.

[17] C.d. "allentamento quantitativo", che consiste sostanzialmente in una strategia della Banca Centrale destinata all'acquisto massiccio di azioni e titoli di stato, con lo scopo di produrre maggiore circolazione di liquidità e riduzione dei tassi di interesse, facilitando così l'accesso al credito. Avviato per la prima volta in Europa nel 2015 come misura straordinaria e temporanea con una scadenza iniziale prevista per settembre 2016, il *Quantitative Easing* è stato continuamente oggetto di proroga.

[18] In particolare, nell'ambito dell'*Asset Purchase Programme* l'Eurosistema conduce quattro programmi di acquisto di titoli pubblici e privati, che hanno per oggetto: obbligazioni bancarie garantite (*Covered Bond Purchase Programme - CBPP3*), titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari (*Asset-Backed Securities Purchase Programme - ABSPP*), titoli emessi da governi, agenzie pubbliche e istituzioni internazionali situate nell'area dell'euro (*Public Sector Purchase Programme - PSPP*, per cui v. *infra* nel presente paragrafo), e obbligazioni del settore privato (*Corporate Sector Purchase Programme - CSPP*). Con riferimento a queste ultime, il 18 marzo 2020 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di estendere la gamma di attività idonee ai documenti commerciali non finanziari. In generale, questi programmi mirano ad incrementare l'offerta monetaria, a sostenere i consumi e la spesa per gli investimenti nell'area euro nonché a raggiungere un obiettivo di inflazione vicino al 2%.

[19] Che vanno ad aggiungersi ai 20 miliardi di euro mensili previsti dal programma corrente. Si segnala che tra marzo e maggio 2020 l'Eurosistema ha effettuato acquisti netti per 127,8 miliardi di EUR nell'ambito del c.d. *APP*.

[20] Fino al 24 giugno 2020.

[21] Che saranno applicate dal 24 giugno 2020 al 23 giugno 2021. In particolare, il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni *TLTRO III* nel periodo da giugno 2020 a giugno 2021 a 50 punti base al di sotto del tasso di interesse medio di deposito prevalente nello stesso periodo. In particolare, tali misure sono volte a sostenere i prestiti bancari nei confronti delle persone maggiormente colpite dalla diffusione del coronavirus, *in primis* le piccole e medie imprese.

[22] Per un approfondimento sul punto, si rinvia alla decisione (UE) 2020/407 della Banca Centrale Europea del 16 marzo 2020, che modifica la decisione (UE) 2019/1311 su una terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (BCE/2020/13).

a più lungo termine per l'emergenza pandemica" (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations - PELTRO*)[23], con lo scopo di preservare il normale funzionamento dei mercati finanziari ed evitare una crisi del credito nell'Eurozona determinata dal coronavirus.

Particolarmente significativa è anche la creazione di un nuovo Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme - PEPP*)[24], rivolto ai titoli del settore sia pubblico che privato, cui è stata attribuita una dotazione finanziaria complessiva di 1.350 miliardi di euro[25] per allentare l'orientamento complessivo della politica monetaria e per contrastare i gravi rischi a cui il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e le prospettive per l'area dell'euro sono esposti a causa della pandemia di coronavirus[26]. In effetti, questo nuovo programma appare ancor più radicale delle tanto discusse operazioni monetarie definitive per i Paesi in difficoltà (*Outright Monetary Transactions - OMT*) e del programma di acquisti di titoli pubblici sui mercati secondari (*Public Sector asset Purchase Programme - PSPP*), che sono stati recentemente oggetto di sindacato da parte della Corte di Giustizia dell'Unione europea[27] e su cui è significativamente intervenuta la *Bundesverfassungsgericht*

[23] Avviate nel maggio 2020, tali operazioni avranno scadenze scaglionate tra luglio e settembre 2021, in linea con la durata delle misure di allentamento dei criteri di idoneità applicabili alle garanzie.

[24] Istituito con decisione (UE) 2020/440 della Banca Centrale Europea del 24 marzo 2020 su un programma temporaneo di acquisto per l'emergenza pandemica (BCE/2020/17).

[25] In un primo momento, erano stati attribuiti 750 miliardi di euro. Successivamente, con decisione del 4 giugno 2020 la BCE ha previsto altri 600 miliardi di euro nell'ambito del c.d. *PEPP*.

[26] Per una più approfondita ricostruzione delle molteplici misure poste in essere dalla Banca Centrale Europea al fine di contrastare gli effetti prodotti sull'economia dal Covid-19, si rinvia in particolar modo a G. CLAEYS, *The European Central Bank in the COVID-19 crisis: Whatever it takes, within its mandate*, *Policy Contribution n. 9/2020*, Bruegel, disponibile all'indirizzo: *https://www.bruegel.org/2020/05/the-european-central-bank-in-the-covid-19-crisis-whatever-it-takes-within-its-mandate/*[ultimo accesso: 10 giugno 2020].

[27] Ci si riferisce in particolar modo alla sentenza della Corte di giustizia del 16 giugno 2015 sul caso *Peter Gauweiler et al. c. Deutscher Bundestag* (Causa C-62/14), in merito alla validità delle decisioni del Consiglio direttivo della Banca centrale europea del 6 settembre 2012, relative ad una serie di caratteristiche tecniche concernenti le *Outright Monetary Transactions* dell'Eurosistema sui mercati secondari del debito sovrano e sull'interpretazione degli artt. 119 TFUE, 123 TFUE e 127 TFUE, nonché degli articoli da 17 a 24 del Protocollo (n. 4) sullo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, e alla successiva sentenza della Corte (Grande Sezione) del 11 dicembre 2018 sul caso *Weiss* (causa C-493/17), volta a sindacare la validità del programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondario (*PSPP*). In entrambi i casi, la Corte di Giustizia ha riconosciuto la legittimità dell'operato della Banca Centrale Europea. Per un commento in dottrina, cfr. in particolare L. DANIELE, P. SIMONE, R. CISOTTA (a cura di), *Democracy in the EMU in the Aftermath of the Crisis*, Cham, Springer, 2017, con particolare riferimento ai contributi di Susanna Cafaro, Fabio Bassan e Giulio Peroni. Cfr. anche M. BONINI, *La Banca Centrale Europea tra forma di governo parlamentare, democrazia "à la UE" e "costituzionalismi intrecciati"*, in *Rivista AIC*, fasc. 4, 2016, pp. 1-39; R. IBRIDO, *Il controllo democratico della politica monetaria: equilibri costituzionali e integrazione europea dopo le sentenze OMT*, in *Federalismi*, fasc. 5, 2017, pp. 1-29; F.

tedesca[28] proprio all'indomani dell'adozione delle nuove misure di *Quantitative Easing* volte a fronteggiare la crisi sanitaria in atto.

3. Criticità relative agli interventi della Banca Centrale Europea

In effetti, alcuna dottrina[29] ha già contestato la legittimità del nuovo Programma di acquisto per l'emergenza pandemica, a causa della sua enorme

---

MUNARI, *Da Pringle a Gauweiler: i tormentati anni dell'Unione monetaria e i loro effetti sull'ordinamento giuridico europeo*, in *Il Diritto dell'Unione europea*, fasc. 4, 2015, pp. 723-755.

[28] Ovvero, l'organo di giustizia costituzionale della Repubblica Federale di Germania. Il riferimento è all'ormai nota sentenza del 5 maggio 2020 che, in parte contraddicendo nel merito la sentenza della Corte di Giustizia sul caso *Weiss*, peraltro pronunciata su rinvio pregiudiziale della stessa *Bundesverfassungsgericht*, ha posto nuovamente in dubbio la legittimità dei programmi di *Quantitative Easing* adottati nell'ambito del programma *PSPP*. In massima sintesi, la Banca Centrale Europea avrebbe confuso la politica monetaria, competenza esclusiva dell'Unione, con la politica economica, rimessa agli Stati membri e di cui l'Unione assicura tutt'al più il coordinamento dettandone gli indirizzi di massima. In particolare, essa non avrebbe tenuto in debito conto una serie di effetti distorsivi provocati dalla sua politica monetaria non convenzionale sull'economia reale, necessariamente implicati dalla natura dell'intervento: infatti, non avrebbe sufficientemente considerato gli effetti di politica economica e sociale del programma sul debito pubblico, sul risparmio personale, sui regimi pensionistici e previdenziali, sui prezzi degli immobili e sul mantenimento di imprese economicamente non redditizie (v. par. 139 della sentenza in parola). Inoltre, la Corte di Giustizia nella pronuncia *Weiss* non avrebbe sufficientemente vagliato il rispetto del principio di proporzionalità, imposto dai trattati alla BCE. Per un primo commento in dottrina, si rinvia in particolare a J. ZILLER, *L'insopportabile pesantezza del giudice costituzionale tedesco*, in *I post di AISDUE*, vol. II, fasc. 1, 2020, pp. 1-13; G. TESAURO, P. DE PASQUALE, *La BCE e la Corte di giustizia sul banco degli accusati del Tribunale costituzionale tedesco*, in *Il diritto dell'Unione europea - Osservatorio europeo*, maggio 2020, pp. 1-22, disponibile al *link*: *http://www.dirittounioneeuropea.eu/Tool/Evidenza/Single/view_html?id_evidenza=1000* [ultimo accesso: 10 giugno 2020]; D.U. GALETTA, *Karlsruhe über alles? Il ragionamento sul principio di proporzionalità nella pronunzia del 5 maggio 2020 del BVerfG tedesco e le sue conseguenze*, in *Federalismi*, fasc. 14, 2020, pp. 166-178; L.F. PACE, *Il BVerG e la sentenza sul programma PSPP: "c'è della logica in questa follia"? Il prevedibile "rientro" della "crisi istituzionale" annunciata nella sentenza (provvisoria) del 5 maggio 2020*, in *Federalismi*, fasc. 16, 2020, pp. 299-309; B. CARAVITA, M. CONDINANZI, A. MORRONE, A.M. POGGI, *Da Karlsruhe una decisione poco meditata in una fase politica che avrebbe meritato maggiore ponderazione - Editoriale*, fasc. 14, 2020, pp. ix-xiv; A. CIANCIO, *The 5 May 2020 Bundesverfassungsgericht's Decision on the ECB's public sector purchase program: an attempt to "break the toy" or a new starting point for the Eurozone?*, in *Federalismi*, fasc. 16, 2020, pp. 36-47; M. CLARICH, *La Consulta tedesca e il problema della legittimazione democratica dell'UE*, in *Milano Finanza*, 8 maggio 2020; F. BASSAN, *Il primato del diritto tedesco*, in *Dirittobancario.it*, 7 maggio 2020; S. LOMBARDO, *Quantitative Easing: la sentenza della Corte Costituzionale tedesca*, in *Dirittobancario.it*, 6 maggio 2020.

[29] Cfr. in particolare M. VAN DER SLUIS, *Analysis: "Fighting the fallout: the ECB adopts a purchase programme in response to the coronavirus"*, 24 marzo 2020, disponibile all'indirizzo: *https://eulawlive.com/analysis-fighting-the-fallout-the-ecb-adopts-a-purchase-programme-in-response-to-the-coronavirus-by-marijn-van-der-sluis/* [ultimo accesso: 10 giugno 2020].

flessibilità[30], della pressoché totale assenza di forme di condizionalità[31] e dell'apparente rimozione dei limiti per emissione e per emittente che avevano invece caratterizzato i precedenti programmi[32], sebbene la Banca Centrale Europea abbia giustificato tali innovazioni sulla base delle caratteristiche peculiari che connotano l'attuale crisi rispetto alla precedente[33].

Tuttavia, ci sembra che, nell'ipotesi (alla luce dei precedenti, invero assai probabile) in cui tale programma fosse utilizzato dalla Corte Costituzionale tedesca quale nuovo pretesto per sottoporre a sindacato giurisdizionale le misure di *Quantitative Easing* adottate dalla BCE, la Corte di Giustizia si pronuncerebbe, ancora una volta, nel senso della sua ammissibilità, essendo coerente rispetto agli obiettivi perseguiti e dei mezzi utilizzati per il loro raggiungimento[34]. Infatti, riprendendo le argomentazioni addotte dalla Corte di Giustizia nella sentenza *Gauweiler*[35], se è pur vero che «il SEBC non può validamente acquistare titoli di Stato sui mercati secondari in presenza di condizioni che conferiscano, in pratica, al suo intervento un effetto equivalente a quello dell'acquisto diretto di titoli del debito pubblico presso le autorità e gli organismi pubblici degli Stati membri, rimettendo così in discussione l'efficacia del divieto enunciato all'articolo 123,

[30] Infatti, ai sensi dell'art. 5, c. 2, della decisione (UE) 2020/440, saranno permesse «fluttuazioni nella distribuzione dei flussi di acquisto nel tempo, fra classi di asset e giurisdizioni».

[31] M. VAN DER SLUIS, *Analysis: "Fighting the fallout: the ECB adopts a purchase programme in response to the coronavirus"*, cit., osserva a tal proposito che «(…) *the accusation is easily made that PEPP is OMT, just without the conditionality*».

[32] Ovvero, il limite del 33% per i titoli di Stato e del 50% per gli emittenti sovranazionali che finora ha vincolato gli acquisti da parte della BCE.

[33] Particolarmente significativo a tal proposito appare il Considerando n. 4 della decisione (UE) 2020/440 della Banca Centrale Europea, con cui si riconosce che «(…) Il *PEPP* è istituito per rispondere a una crisi economica specifica, straordinaria e acuta che potrebbe compromettere l'obiettivo della stabilità dei prezzi e il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. A causa di tali circostanze eccezionali, in rapida evoluzione e caratterizzate da incertezza, il *PEPP* richiede un elevato grado di flessibilità nella sua pianificazione e attuazione rispetto al *PAA* e i suoi obiettivi di politica monetaria non sono identici a quelli del *PAA*». Ancora, al Considerando n. 5 si spiega che «(…) Un approccio flessibile alla composizione degli acquisti nell'ambito del *PEPP* è purtuttavia essenziale per impedire che le attuali dislocazioni della curva dei rendimenti dei titoli sovrani aggregata dell'area dell'euro si traducano in ulteriori distorsioni nella curva dei rendimenti privi di rischio dell'area dell'euro, assicurando altresì nel contempo che l'orientamento complessivo del programma comprenda tutte le giurisdizioni dell'area dell'euro. Per rafforzare ulteriormente la flessibilità del *PEPP*, i titoli di debito negoziabili del settore pubblico con scadenze più brevi di quelli acquistati nell'ambito del *PSPP* saranno acquistati anche nell'ambito del *PEPP*».

[34] Infatti, come chiarito dalla sentenza *Gauwelier* al punto 42, «è importante rilevare che il Trattato FUE non contiene alcuna definizione precisa della politica monetaria, ma definisce al tempo stesso gli obiettivi di tale politica e i mezzi di cui dispone il SEBC per attuarla (v., in tal senso, sentenza *Pringle*, C-370/12, EU:C:2012:756, punto 53)».

[35] Meglio definita *supra*, nota 27.

paragrafo 1, TFUE[36]»[37], d'altro canto la rimozione dei limiti per emissione e per emittente da parte del nuovo Programma di acquisto per l'emergenza pandemica non sembra per ciò solo idonea «a sottrarre gli Stati membri di cui trattasi all'incitamento a condurre una sana politica di bilancio»[38], e questo proprio a causa della natura peculiare che connota l'attuale crisi rispetto alle precedenti[39].

A ben vedere, e a prescindere dalle considerazioni di stampo squisitamente costituzionalistico[40], il dibattito sull'effettiva competenza della Banca Centrale Europea in materia di politica monetaria non convenzionale - ormai tranquillamente riconosciuta non solo dalla giurisprudenza[41], ma anche dalla dottrina maggioritaria[42] -, se unito alla crescente adozione di tali misure da parte dell'Autorità monetaria come modalità di intervento essenziale nella gestione della crisi, denuncia, con limpida chiarezza, l'attualità dei pericoli derivanti dalla decisione di «ingabbiare l'unica istituzione in grado di essere lungimirante (…) nella prigione d'oro di un'autonomia ad una sola dimensione, quella del mantenimento della stabilità dei prezzi»[43].

Le recenti crisi hanno infatti chiaramente dimostrato la natura di «Banca centrale imperfetta»[44] della BCE, essendo la stessa priva della funzione di prestatore di ultima istanza che è invece «consustanziale alla sua funzione, e non può che essere nelle mani di chi crea base monetaria, dato l'indissolubile legame

---

[36] Il quale, come noto, impone il divieto di finanziamento monetario degli Stati membri della zona euro, prevedendo che «Sono vietati la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri (…), a istituzioni, organi od organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali».

[37] V. punto 97 della sentenza in parola.

[38] V. punto 109 ss.

[39] In senso conforme e per ulteriori argomentazioni a favore della legittimità del PEPP, si rinvia in particolar modo a S. GRUND, *Legal, compliant and suitable: The ECB's Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*, *Working Paper* del 25 marzo 2020 pubblicato dal *Jacques Delors Centre* e disponibile all'indirizzo:
http://aei.pitt.edu/102668/1/20200325_PEPP_GrundII.pdf [ultimo accesso: 10 giugno 2020].

[40] Per un approfondimento in materia, si rinvia alla dottrina richiamata *supra*, nota 28.

[41] V. *supra*, nota 27.

[42] Cfr., *ex multis*, F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione Europea. Le ragioni di un difficile incontro*, Padova, Cedam, 2015, pp. 121 ss.; M. SEPE, *A crisis, Public Policies, Banking Governance, Expectations & Rule reforms: when will the horse go back to drink?*, in *Law and Economics Yearly Review*, fasc. 1, 2014, pp. 210 ss. e in particolare pp. 221 ss. (disponibile anche in italiano: ID., *Crisi, politiche pubbliche, governance bancaria, aspettative e riforma delle regole: quando il cavallo tornerà a bere?*, in M. CARTA (a cura di), *Quale futuro per l'Europa tra crisi, rilancio ed utopia*, Soveria Mannelli, Rubettino, 2016, pp. 183-200).

[43] G. NARDOZZI, *Sul mito dell'autonomia della banca centrale*, in ID. (a cura di), *Il ruolo della banca centrale nella recente evoluzione dell'economia italiana*, Milano, Franco Angeli, 1993, p. 92, richiamato da A. ANTONUCCI, *Il credito di ultima istanza nell'età dell'euro*, Bari, Cacucci, 2003, pp. 91-92.

[44] Il riferimento è a F. MERUSI, *Il sogno di Diocleziano. Il diritto nelle crisi economiche*, Torino, Giappichelli, 2013, p. 102.

tra impiego degli strumenti ed effetti che essi svolgono sulla quantità di moneta in circolazione»[45]. Proprio a causa dell'incompletezza dei poteri conferiteli, la Banca Centrale Europea si trova costretta a porre in essere strumenti creativi di politica non convenzionale. Questi, uniti alla crescente contrapposizione politica tra Stati del Nord e del Sud Europa - di cui la recente crisi ha fornito una prova evidente, basti pensare alla reviviscenza delle istanze protezioniste e all'aspro dibattito politico europeo sulla creazione dei c.d. *coronabond* o *eurobond* nel momento in cui urgeva invece fornire una risposta immediata all'emergenza[46] -, rende manifesta la fragilità del compromesso su cui si basa la cessione di sovranità monetaria da parte dei singoli Stati membri, che ha imposto alla Banca Centrale Europea di interpretare estensivamente l'ambito delle funzioni ad essa assegnate dai Trattati.

Sembra dunque giunto il momento di operare un esplicito allargamento dei poteri ad essa attribuiti, fino a ricomprendere in via diretta[47] anche quello di "prestatore di ultima istanza", alla luce della sempre crescente interdipendenza[48] tra politica monetaria, vigilanza e stabilità finanziaria[49], riconoscendo alla Banca Centrale Europea una maggiore possibilità di intervento nell'economia reale.

4. Forme innovative di intervento delle Banche Centrali nell'economia reale

In particolare, inizia ad essere sempre più discusso l'utilizzo, da parte delle Banche Centrali, di strumenti del tutto innovativi; inoltre, alcune teorie economiche che, fino a poco tempo fa, venivano considerate del tutto inconsistenti da parte della letteratura prevalente, assumono ora un nuovo vigore.

---

[45] A. ANTONUCCI, *Il credito di ultima istanza nell'età dell'euro*, *op. cit.*, pp. 23-24.

[46] A ben vedere, già la precedente crisi aveva evidenziato tali problematiche. Appare infatti incredibilmente attuale quanto osservato da F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione Europea. Le ragioni di un difficile incontro*, *op. cit.*, a p. 45: «L'Unione ha mostrato il suo vero volto, autodenunciando la sua configurazione di mero aggregato di Paesi tra loro diversi e, comunque, poco disposti a recedere da posizioni individualistiche (che dovrebbero, tra l'altro, comportare la rinuncia a possibili profitti rivenienti dalle altrui avversità). Sono emerse le contraddizioni di una forzata combinazione tra la "moneta unica" (con le sue logiche di rigore e *austerity*) e l'intesa economica che connota il "mercato comune" (qualificato da *aperture* prevalentemente operative, più che ideologiche). Da qui il venir meno di una visione prospettica e l'insorgere di perplessità talora sfociate nella perdita della *speranza* di poter continuare a credere nel "sogno europeo"».

[47] In effetti, già oggi, sul piano sostanziale, l'intervento della BCE finisce per assumere «una valenza non dissimile da quella a fondamento del credito di ultima istanza»: F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione Europea. Le ragioni di un difficile incontro*, *op. cit.*, p. 121.

[48] Il riferimento è al c.d. "Teorema dell'interdipendenza", di cui dà conto esaustivamente M. GOLDMANN, *Adjudicating Economics? Central Bank Independence and the Appropriate Standard of Judicial Review*, in *German Law Journal*, vol. XV, fasc. 2, 2014, pp. 265-280 e in particolare p. 271.

[49] Infatti, come osservato da A. ANTONUCCI, *Il credito di ultima istanza nell'età dell'euro*, *op. cit.*, p. 15, il credito di ultima istanza ha un'intrinseca «natura plurale», essendo «strumento che nasce e matura in una terra di mezzo fra politica monetaria e vigilanza».

È il caso ad esempio della c.d. teoria del c.d. *helicopter money*[50], che consiste in una sorta di finanziamento diretto dei cittadini da parte della banca centrale ed è sostanzialmente volta a fornire uno stimolo monetario di ultima istanza all'economia reale. Questa forma di intervento trova oggi il sostegno di alcuni autorevoli economisti[51] ed è attualmente considerata dalla Banca Centrale degli Stati Uniti (ovvero, la *FED*) tra le modalità di intervento per affrontare la crisi generata dal Covid-19. Fin dal primo dibattito in seno al Congresso degli Stati Uniti sulle misure da porre in essere per fronteggiare la pandemia, si è discussa la creazione di un dollaro digitale - inquadrabile all'interno delle c.d. Valute Digitali della Banca Centrale (*Central Bank Digital Currency - CBDC*)[52] - che fosse regolato dalla *Federal Reserve* e finalizzato a fornire un finanziamento rapido e diretto alle famiglie statunitensi[53]. Ancora più significativa in tal senso è la circostanza per cui, a pandemia ormai dilagata, la *People's Bank of China*, la Banca Centrale francese e la *Bank of England* hanno avviato alcune sperimentazioni riguardanti la nuova valuta, mentre un recente studio della *Bank for International Settlements*[54] incoraggia l'emissione delle *Central Bank Digital Currency*, anche alla luce dei rischi di propagazione del virus connessi alla circolazione dei contanti.

---

[50] Trattasi di uno strumento di politica monetaria non convenzionale, elaborato nel 1969 dal Premio Nobel per l'economia Milton Friedman, che configura una misura sostanzialmente di *quantitative easing* nelle situazioni in cui l'economia si trova in una c.d. "trappola della liquidità". Anche in questo caso, ci si riferisce ad un tipo di strategia volta a fornire uno stimolo monetario di ultima istanza.

[51] Per un approfondimento sul punto, si rinvia a P. DE GRAUWE, *The Need for Monetary Financing of Corona Budget Deficits*, in *Intereconomics - Review of European Economic Policy*, vol. LV, fasc. 3, 2020, pp. 133-134; D. MASCIANDARO, *COVID-19 Helicopter Money, Monetary Policy and Central Bank Independence: Economics and Politics*, *Bocconi University Working Paper n. 137*, 2020, disponibile su *SSRN* al *link*: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3583466* [ultimo accesso: 10 giugno 2020]; A. CUKIERMAN, *Covid 19: Helicopter Money & the Fiscal Monetary Nexus*, *CEPR Discussion Paper n. 14734*, maggio 2020, disponibile su *SSRN* al *link*: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3603965* [ultimo accesso: 10 giugno 2020]; B.S. BERNANKE, *The New Tools of Monetary Policy*, in *American Economic Review*, vol. CX, fasc. 4, 2020, pp. 943-983; T.J. CARTER, R.R. MENDES, *The Power of Helicopter Money Revisited: A New Keynesian Perspective*, *Discussion Paper* n. 1 del 2020, pp. 1-28, pubblicato dalla *Bank of Canada* e disponibile all'indirizzo: *https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2020/02/sdp2020-1.pdf* [ultimo accesso: 10 giugno 2020]; M. MINENNA, *Perché l'idea dell'«Helicopter Money» è sempre meno estrema*, in *Il Sole 24ore*, 16 settembre 2019 (ma l'idea è stata sostenuta dallo stesso A. anche in alcune recenti dichiarazioni).

[52] Per un approfondimento sul punto, sia concesso il rinvio a T. FAVARO, *La valuta digitale della Banca Centrale tra funzione monetaria e tutela del risparmio*, *in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, fasc. 2, 2020, pp. 330-364. Cfr. anche G. BOSI, *Taking CBDC Seriously*, in *Banca Impresa Società*, fasc. 1, 2020, pp. 67-92.

[53] La possibile emissione di *Central Bank Digital Currency* era stata prevista anche in diverse proposte legislative precedenti al c.d. *CARES ACT* (*The Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act*), poi definitivamente approvato il 27 marzo 2020 quale "pacchetto emergenziale" per fronteggiare la pandemia.

[54] V. lo studio pubblicato da R. AUER, G. CORNELLI, J. FROST, *Covid-19, cash, and the future of payments*, 3 aprile 2020.

Al di là della concreta opportunità insita nell'adozione o comunque nella sperimentazione di strumenti di tal guisa, appare evidente che, come sostenuto anche da autorevole dottrina italiana nel proporre ulteriori strumenti innovativi[55], «per contrastare l'effetto domino sull'economia reale del coronavirus non sono sufficienti e neppure appropriati gli strumenti monetari e finanziari messi in campo per disinnescare la crisi finanziaria del 2009. (…) Bisogna far fronte con urgenza ad una crisi che si è generata nell'economia reale per impedire che avvitandosi in una spirale economica recessiva determini la caduta verticale delle attività economiche, dei redditi da lavoro, dell'occupazione e del PIL con tutto quello che questa caduta comporterebbe anche sulla finanza pubblica»[56].

Se queste sono alcune delle misure attualmente auspicate quale forma di intervento maggiormente diretto da parte della Banca Centrale nell'economia reale, vi sono anche alcuni interventi già concretamente in atto che manifestano tale tendenza.

L'esempio più evidente è forse rappresentato, ancora una volta, dalla *FED*. Infatti, se è vero che la *Federal Reserve* è abituata ormai da anni a sostenere l'economia reale[57], è anche vero che attualmente la sua azione è ben più espansiva rispetto al passato. Si noti infatti che, per la prima volta, la *FED* sta erogando prestiti direttamente alle autorità municipali attraverso lo strumento della c.d. *Municipal Liquidity Facility*[58], approvato il 9 aprile scorso e modificato in senso

[55] Si fa riferimento in particolare a G. Di Gaspare, *Coronavirus, come la BCE può trasferire subito la liquidità necessaria all'economia reale*, in *Amministrazione in Cammino*, 17 marzo 2020, p. 1. L'Autore suggerisce in particolare due strumenti. Con riferimento al primo, la BCE dovrebbe accettare come garanzia titoli derivanti dalla cartolarizzazione delle sofferenze bancarie per crediti all'economia reale (ovvero, i c.d. *Non Performing Loans*); il secondo strumento è invece costituito dall'«apertura di un canale di credito tramite le banche le quali "scontino" con liquidità messa a disposizione della BCE, titoli di imposta, cioè il debito verso il fisco delle imprese nei settori in crisi». I due strumenti sono meglio approfonditi in G. Di Gaspare, S. Crosetti, *Covid-19: come trasferire liquidità alle imprese con due strumenti innovativi in linea con le misure non convenzionali della BCE*, in *Amministrazione in Cammino*, 3 giugno 2020, pp. 1-10.

[56] G. Di Gaspare, *Coronavirus, come la BCE può trasferire subito la liquidità necessaria all'economia reale*, cit., p. 2. Significativamente, l'A. osserva come, nonostante i circa 10.000 miliardi di euro «immessi dalla BCE nell'Eurosistema dal 2012 ad oggi, acquistando titoli di agenzia e del debito pubblico, ben poca di questa potenziale alluvione monetaria si è in effetti riversata nell'economia reale». Il rischio di una mancata trasmissione all'economia reale è evidenziato anche da M. Sepe, *A crisis, Public Policies, Banking Governance, Expectations & Rule reforms: when will the horse go back to drink?*, cit., p. 228, ove si osserva come «*a coordinated and coherent combination of public policies, albeit an essential condition for overcoming the crisis, could not be pointed out as enough where the drive belts and, in particular, the banking system (which in Europe intermediate still 80% of capital), will not transfer the incentives put in place by public policies properly and efficiently to businesses and households*».

[57] Per un approfondimento sul punto, cfr. G. Di Gaspare, S. Crosetti, *Covid-19: come trasferire liquidità alle imprese con due strumenti innovativi in linea con le misure non convenzionali della BCE*, cit., p. 2.

[58] Per maggiori informazioni si rimanda al sito ufficiale della *FED* di New York e alle *FAQ* ivi pubblicate: *https://www.newyorkfed.org/markets/municipal-liquidity-facility/municipal-liquidity-facility-faq* [ultimo accesso: 10 giugno 2020].

estensivo con decisioni successive. Si tratta di una sorta di «*Quantitative easing* di comunità»[59] che non ha precedenti nella storia.

Più in generale, la Banca Centrale sostiene direttamente l'economia reale erogando credito anche a istituzioni non finanziarie: a seguito dell'approvazione del *CARES ACT*[60], in risposta alla diffusione del Covid-19, ha infatti istituito 14 strutture *ad hoc* atte ad erogare prestiti a società (finanziarie e non), a banche centrali straniere e a governi statali e locali[61], ponendo dubbi sulla compatibilità di tali misure rispetto al *Federal Reserve Act* e al *Gold Reserve Act*.

Insomma, essa esercita sempre più attività che nulla hanno a che vedere con le responsabilità proprie di una Banca centrale, essendo totalmente avulse dalle tipiche funzioni monetarie. In particolare, è stato recentemente osservato[62] come la *FED* sembra assumere sempre più la natura di «Autorità nazionale di investimento», necessariamente politica e non neutrale, il che ha portato alcuna dottrina[63] a proporre l'istituzione di una nuova agenzia governativa, sulla falsariga della ormai dismessa *Reconstruction Finance Corporation*[64] che operava nel periodo della Grande Depressione come strumento di politica industriale a livello nazionale, e ciò al fine di restituire alla *FED* il proprio ruolo.

Pertanto, dal quadro qui succintamente esposto appare evidente che la politica monetaria non convenzionale è divenuta ormai una radicata prassi delle banche centrali a livello globale, assumendo forme sempre più innovative. Ma ancor prima, emerge una crescente tendenza al finanziamento della spesa pubblica da parte della Banca Centrale, che, nella storia italiana, riecheggia il rapporto tra Banca d'Italia e Ministero del Tesoro prima del "divorzio storico" avvenuto nel 1981[65] e che appare quale "spia" di un progressivo condizionamento reciproco tra

---

[59] Così definito da R.C. HOCKETT, C*ommunity QE2: New Key Provisions and an Updated 'Game Plan' for State and Municipal Action*, 3 maggio 2020, attualmente disponibile su *SSRN*: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3589851* [ultimo accesso: 10 giugno 2020].

[60] Già richiamato *supra*, nota 53. Si rinvia in particolar modo alla Sezione 4003(*b*).

[61] Il riferimento è a H.S. SCOTT, *An Essay on the Fed and the U.S. Treasury: Lender of Last Resort and Fiscal Policy*, 27 maggio 2020, attualmente disponibile su *SSRN* al *link*: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3607192* [ultimo accesso: 10 giugno 2020].

[62] R.C. HOCKETT, *Spread the Fed. Distributed Central Banking in Pandemic and Beyond,* maggio 2020, *passim*, disponibile all'indirizzo: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3597724* [ultimo accesso: 10 giugno 2020].

[63] Cfr. S.T. OMAROVA, *Why We Need a National Investment Authority*, 1 aprile 2020, disponibile su *SSRN* al *link*: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3566462* [ultimo accesso: 10 giugno 2020]; R.C. HOCKETT, S.T. OMAROVA, *Private Wealth and Public Goods: A Case for a National Investment Authority*, in *The Journal of Corporation Law*, fasc. 43, 2018, pp. 437 ss.

[64] Si tratta di un'agenzia federale volta all'erogazione di credito ed istituita negli Stati Uniti al fine di ridurre al minimo gli effetti della Grande Depressione nei primi anni Trenta. Nel corso degli anni ha finanziato attività agricole, commerciali e industriali erogando loro miliardi di dollari in prestiti, fino a quando non è stata sciolta nel 1957. Appare significativo evidenziare come essa abbia svolto un ruolo significativo nel finanziamento di programmi del *New Deal.*

[65] Per un approfondimento della nota vicenda nazionale, si rinvia in particolar modo a F. MERUSI, *Per uno studio sui poteri della banca centrale nel governo della moneta*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1972, pp. 1425 ss. Cfr. anche F. ZATTI, *Il ruolo della Banca d'Italia tra Sebc, Bce ed*

Governi nazionali (se non addirittura locali, come sembra dimostrare il caso della *Municipal Liquidity Facility*) e Banche Centrali, che, nell'ottica della concorrenza a livello globale tra queste ultime, sembra suggerire un possibile scardinamento del dogma dell'indipendenza anche con riferimento alla BCE.

5. Un possibile ritorno alla "politica" da parte della Banca Centrale?

La pandemia ha dimostrato le vulnerabilità intrinseche al processo di globalizzazione. Sebbene sia ancora presto per trarre un giudizio conclusivo, la virulenza della crisi sembra aver determinato il ritorno alla politica, all'interventismo pubblico; più in particolare ha reso manifeste tutte le fragilità insite in un'Unione europea ancora incompleta, mentre gli Stati membri hanno iniziato a rivendicare la propria sovranità, che si riflette in un maggiore interventismo nel mercato.

L'attuale crisi costituisce dunque l'occasione per un generale ripensamento del ruolo della BCE[66], che si è dimostrata essenziale non solo alla sopravvivenza dell'Unione monetaria, ma anche al processo di integrazione politica europea. Al contempo ed *ex adverso*, se è vero che storicamente l'evoluzione della natura indipendente della Banca Centrale è avvenuta in maniera parallela rispetto al ritiro dello Stato dall'economia, proprio il crescente utilizzo da parte della Banca Centrale Europea di strumenti di politica monetaria non convenzionale sembra manifestare la volontà di un ritorno ad un più incisivo intervento pubblico nel mercato.

Si fa sempre più attuale il tema della c.d. «politicizzazione della Banca Centrale Europea»[67], reso evidente dall'utilizzo degli strumenti non

---

istituzioni politiche nazionali, in O. ROSELLI (a cura di), *Europa e Banche centrali*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2004, pp. 196-197, che ricorda come «Nell'evoluzione storica della Banca d'Italia si è passati da un assetto istituzionale 'orientato al Tesoro' ad uno 'orientato alla banca centrale'. In questo processo evolutivo si possono individuare schematicamente sei periodi significativi, scanditi dalle riforme della posizione della Banca d'Italia nei confronti del Tesoro, alle modalità del suo finanziamento: 1) la fase dell'accondiscendenza monetaria (…); 2) la fase del processo di c.d. divorzio della Banca d'Italia dal Tesoro (dal 1981 in poi); 3) la fase dell'autonomia apparente, caratterizzata da un graduale ritorno agli strumenti indiretti di politica monetaria; 4) la fase del riconoscimento normativo dell'indipendenza e dell'autonomia della Banca d'Italia dal Tesoro (Trattato di Maastricht, 1992-1998); 5) la fase di transizione finale verso l'Unione monetaria europea (1999-2002); 6) la fase dell'appartenenza al Sebc».

[66] Per un approfondimento sul nuovo ruolo che connota la Banca Centrale Europea fin dalla crisi del 2007, si rinvia in particolare a F. CAPRIGLIONE, *Mercato regole democrazia - L'UEM tra euro-scetticismo e identità nazionali*, Torino, Utet Giuridica, 2012, con particolare riferimento al Cap. III (pp. 71 ss.).

[67] Cfr. *ex multis* P.D. TORTOLA, *The Politicization of the European Central Bank: What Is It, and How to Study It?*, in *Journal of Common Market Studies*, vol. LVIII, fasc. 3, 2020, pp. 501-513. Con riferimento alla dottrina italiana, di recente cfr. E.B. LIBERATI, *La regolazione indipendente dei mercati. Tecnica, Politica, Democrazia*, *op. cit.*, pp. 137 ss.

convenzionali al fine di risolvere i problemi legati all'emergenza, non unicamente nel mercato finanziario ma più in generale nel settore pubblico. Come si è già rilevato, nella perdurante assenza di un'unione politica e fiscale, la BCE ha dovuto porre in essere nuove misure per tentare di arginare gli effetti dirompenti della crisi. In particolare, essa è stata chiamata a garantire la sopravvivenza della moneta unica prima ancora della regolare gestione della politica monetaria, così perseguendo obiettivi assai più ambiziosi rispetto al corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione monetaria. Se ciò è vero, ritornando alla questione posta *supra*, par. 1, diventa assolutamente attuale l'esigenza di riconoscere in capo ad essa la possibilità di svolgere funzioni che vadano oltre la mera integrazione economica, così finalmente ripristinando anche a livello transnazionale il connaturale nesso tra politica e moneta. Bisognerebbe allora prendere atto anche a livello istituzionale della circostanza per cui la più profonda *raison d'etre* della Banca Centrale Europea è proprio questa: essa è anzitutto un *mezzo*, prima ancora che un fine, volto a «contribuire al consolidamento ed all'estensione del processo di unificazione (politica) europea»[68].

È per tale motivo che, nel contesto attuale e più in generale nelle situazioni di dissesto che imperversano l'economia, il mandato della BCE in materia di "stabilità dei prezzi" viene interpretato in maniera estensiva dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea, quale salvaguardia della moneta unica: ciò sebbene l'art. 282 del TFUE, nel circoscrivere la sua funzione alla conduzione della politica monetaria dell'Unione, parrebbe opporsi ad un sindacato giurisdizionale debole nel confronti della BCE, mentre l'art. 5 del Trattato sull'Unione europea, nel sancire il principio di sussidiarietà e proporzionalità, sembrerebbe imporre un'interpretazione restrittiva dei Trattati stessi[69].

Ancora una volta, la crisi sembra averci colto del tutto impreparati, sia sul piano giuridico che economico. Si è rivelata essa stessa occasione per porre in essere una tumultuosa *débâcle* tra gli organi politici, mentre sarebbe stato necessario avere a disposizione un armamentario giuridico già ben definito per intervenire quanto prima a dar sollievo all'economia. Questo anche perché, come ha reso evidente la costante proroga delle misure di politica monetaria non convenzionale poste in essere dalla crisi del 2008[70], tali strumenti hanno in realtà una natura solo formalmente temporanea. A ciò si aggiunge la circostanza, resa palese dall'attuale crisi, per cui vi è il rischio di una sovrapposizione di funzioni tra la BCE e il MES, il quale, costituendo un'organizzazione intergovernativa, è invece pienamente giustificato ad occuparsi delle questioni in materia di politica economica[71].

---

[68] O. ROSSELLI, *Profili costituzionali dell'integrazione monetaria europea*, in ID. (a cura di) *Europa e Banche centrali*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2004, p. 18.

[69] Cfr. M. CLARICH, *La Consulta tedesca e il problema della legittimazione democratica dell'UE*, cit.

[70] V. *supra*, nota 17.

[71] Possono a tal proposito richiamarsi i punti n. 56 e 57 della già richiamata sentenza *Pringle*, ove si definisce l'obiettivo del MES come quello di salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo

In effetti, è la nuova dinamica di interventismo pubblico nel mercato a imporre un effettivo riconoscimento normativo dell'innovativo ruolo della Banca Centrale Europea, che nel lungo periodo appare difficilmente giustificabile per mera via interpretativa. Il caso in esame sembra rappresentare un esempio concreto della "porosità del diritto"[72], modellato non più sulla legge, ma su un mercato dai confini incerti, messo alla prova dalle più recenti crisi.

In via più generale, il riconoscimento di questo nuovo ruolo corrisponde al necessario recupero di una posizione di primazia, da parte del diritto[73] e della politica[74], nei confronti dell'economia. È stato infatti già evidenziato[75] come il processo politico sia stato «messo "a "rimorchio" della forza propulsiva dell'economia", finendo col perdere la prerogativa, sua propria, di tracciare (quanto meno) il percorso che si deve seguire (…)», dando così vita ad una «"crisi esistenziale" del processo politico sotteso al progetto di integrazione»[76].

Allora, se l'intento è effettivamente quello di trasformare la Banca Centrale Europea da mera autorità indipendente di regolazione[77], intesa quale organismo tecnico sottratto al circuito della rappresentanza democratica, a vera protagonista del processo di integrazione politica europea, appare necessario garantire alla stessa un più diretto potere di intervento - e, dunque, di governo - dell'economia, ridefinendo in maniera espressa il suo mandato.

Ovviamente è ancora presto per comprendere come la dinamica Stato/Mercato verrà concretamente impattata dalla pandemia. Ad ogni modo, qualora le attuali avvisaglie di un maggior interventismo pubblico nell'economia trovino effettivamente conferma, sarà anche il rapporto tra Stati membri e Istituzioni europee a necessitare di una compiuta ed espressa rimodulazione. Senza contare che la scelta, operata dal Trattato di Maastricht, di attribuire alla BCE il fine primario del mantenimento della stabilità dei prezzi, è figlia di quella visione ordoliberale[78] che viene oggi messa in discussione: un radicale

---

complesso. Inoltre, viene chiarito come «esso si distingue chiaramente dall'obiettivo di mantenere la stabilità dei prezzi, che costituisce l'obiettivo principale della politica monetaria dell'Unione» e che «la concessione di un'assistenza finanziaria ad uno Stato membro non rientra manifestamente nella sfera di politica monetaria»: proprio sulla base di questa interpretazione restrittiva la Corte tedesca ha criticato il programma OMT.

[72] A.L. SIBONY, *La porosité du droit: à propos du relations du droit avec d'autres disciplines*, in *Revue de la Faculté de droit de l'Université de Liege*, fasc. 2, 2010, pp. 271-278.

[73] Sul punto, il riferimento è a N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, Laterza, 2003, pp. 10 ss.

[74] Cfr. F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione Europea. Le ragioni di un difficile incontro*, *op. cit.*, p. 27, ove si evidenzia la necessità che «la politica identifichi un *prius* rispetto all'economia».

[75] *Ivi*, p. 39.

[76] *Ivi*, p. 40.

[77] Per un approfondimento sul punto, cfr. S. ANTONIAZZI, *La Banca Centrale Europea, tra Politica Monetaria e Vigilanza Bancaria*, *op. cit.*, *passim*; E.B. LIBERATI, *La regolazione indipendente dei mercati. Tecnica, Politica, Democrazia*, *op. cit.*, 2019, pp. 137 ss.

[78] Cfr. L.F. PACE, *Il principio dell'indipendenza della banca centrale e la stabilità dei prezzi come obiettivo*

ripensamento dei modelli dogmatici di riferimento necessiterebbe allora di essere recepito e cristallizzato all'interno del Trattato di Lisbona. Pertanto, se nell'istituzione della Banca Centrale Europea si è presa a riferimento la *Bundesbank* tedesca[79] che, per note ragioni storiche, fin dalla sua istituzione incarnava il principio d'indipendenza e di stabilità dei prezzi, nel contesto attuale il modello di Banca Centrale auspicato è maggiormente assimilabile a quello che ha caratterizzato la Banca Centrale italiana in epoca precedente allo storico "divorzio" rispetto al Ministero del Tesoro. Si assiste dunque ad una sostanziale "riscoperta" della politica della monetizzazione, la quale, se confermata, dovrebbe concretizzarsi anzitutto nel riconoscimento in capo alla BCE di quella funzione di credito di ultima istanza che è ormai da tempo auspicata dalla dottrina giuridica maggioritaria nonché da parte della letteratura economica[80].

Ad ogni buon conto, questa sorta di "ritorno al passato" potrebbe a sua volta assumere delle connotazioni del tutto nuove, realizzando finalmente un compiuto «collegamento etico»[81] tra politica monetaria ed economica. A tal proposito, si consideri quanto segue. Come noto, l'attuale formulazione dell'art. 127 del TFUE permette sì al Sistema europeo di banche centrali di sostenere le politiche economiche generali nell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione definiti nell'articolo 3 del Trattato sull'Unione europea[82], ma solo «fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi».

Pertanto, si ritiene che la Banca Centrale Europea, nei propri margini di sostegno alle politiche economiche generali nell'Unione, sia vincolata ad un principio di «*market neutrality*» derivante dall'unico vero fine che può legittimamente orientare il suo agire, ovvero l'obiettivo di stabilità dei prezzi[83].

---

della politica monetaria: quale influenza dell'ordoliberalismo in Germania e nell'Unione Europea? in *Moneta e Credito*, vol. LXXII, fasc. 288, 2019, pp. 349-364; F. ZATTI, *Il controllo della BCE sulle economie nazionali*, cit.

[79] V., *ex multis*, M. PELLEGRINI, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, *op. cit.* p. 74.

[80] V. *supra*, par. 2.

[81] Il riferimento è a M. SEPE, *Impresa e finanza tra Etica e profitto*, in F. CAPRIGLIONE, A. ANTONUCCI (a cura di), *Finanza, Impresa e nuovo Umanesimo*, Bari, Cacucci, 2007, p. 49.

[82] A sua volta, l'art. 3, par. 3 del TUE prevede che «L'Unione instaura un mercato interno. Si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente. Essa promuove il progresso scientifico e tecnologico».

[83] Per un approfondimento sul punto, v. in particolare M. MINENNA, *Ambiente e Finanza, la svolta green delle banche centrali*, in *Il Sole 24ore*, 23 dicembre 2019. Si tenga inoltre presente che il Presidente della Banca Centrale Europea Christine Lagarde, nel corso di un'audizione al Parlamento europeo svoltasi nel febbraio 2020, ha chiarito che gli obiettivi sottesi al c.d. *Green Deal* e più in generale riconducibili alla sostenibilità ambientale non diventeranno nuovi obiettivi della BCE: il mandato dell'Istituzione è e resterà quello di garantire la stabilità dei prezzi, e la sostenibilità viene tenuta in considerazione dalla stessa solo nelle decisioni di politica monetaria volte ad assicurare una corretta valutazione dell'inflazione.

Allora, l'espresso riconoscimento di una *valenza politica* e non più meramente economica delle scelte che la stessa può porre in essere, conferirebbe alla BCE anche una piena legittimazione a intervenire *direttamente* a sostegno delle politiche europee, non limitandosi a sollecitare i governi nazionali e le singole banche[84] (come accade oggi)[85] a favorire la finanza sostenibile per realizzare la trasformazione digitale e la transizione energetica[86] quali obiettivi primari della ripartenza dell'economia europea, ma operando essa stessa in tal senso, anche nell'esercizio delle sue tradizionali attività di politica monetaria. In tale contesto, la già richiamata necessità di dar vita ad un compiuto «collegamento etico» tra politica monetaria ed economica offrirebbe non solo nuovi strumenti di intervento alla BCE, ma imporrebbe alla stessa una nuova forma di responsabilità nel conseguimento degli obiettivi primari dell'Unione.

In conclusione, se la crisi finanziaria ha determinato in capo alla Banca Centrale Europea la creazione di nuovi oneri di supervisione, l'attuale crisi, originata da uno *shock* di natura reale, potrebbe comportare la previsione di nuove competenze da esercitarsi direttamente nell'economia reale.

(08-07-2020)

[84] Si pensi a tal proposito alla Consultazione pubblica recentemente avviata dalla BCE nella sua attività di supervisione bancaria sul progetto di guida sui rischi climatici e ambientali. Per un approfondimento sul punto, si rinvia all'indirizzo: *https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/html/climate-related_risks.it.html* [ultimo accesso: 10 giugno 2020].

[85] Appaiono a tal proposito significative le parole dalla Presidente della BCE rilasciate nel corso di un'intervista del 13 giugno 2020: «La politica monetaria da sola non basta per far fronte alle domande più profonde su come sarà l'economia in futuro. L'esperienza storica suggerisce che i grandi cambiamenti economici come quello che stiamo attraversando oggi richiedono un'azione del governo per favorire il cambiamento e facilitare il ritorno alla normalità».

[86] Per un approfondimento in materia, sia consentito il rinvio a T. FAVARO, *Regolare la «transizione energetica»: Stato, Mercato, Innovazione*, Padova, Cedam, 2020.