

Alberto Oddenino

**Il QE della Banca Centrale
Europea fra politica monetaria,
politica economica
e dinamiche dei mercati
finanziari internazionali**

1. INTRODUZIONE

L'azione attuale della Banca Centrale Europea (BCE) volta a contrastare la crisi dell'Eurozona ricorrendo a strumenti definiti «non convenzionali», quali in particolare il programma cosiddetto di *quantitative easing* (QE), porta a interrogarsi sul rapporto fra tali interventi, e il ruolo che con essi la BCE assume, e le dinamiche dei mercati finanziari internazionali.

Giova ricordare come la forte spinta verso la finanziarizzazione dell'economia che caratterizza ormai detti mercati abbia determinato un regime duale in cui le tradizionali prerogative dello stato sovrano, in termini di controllo sulla quantità di moneta emessa e circolante, sono state affiancate e depotenziate dal potere della moneta «privata» internazionale, compendiate anche la massa sempre crescente dei prodotti derivati, il che rende difficile se non impossibile determinare la stessa quantità di strumenti monetari circolanti a livello mondiale (Panizza 2014)¹.

Parimenti significativo è richiamare come sia questo il contesto che ha condotto alla crisi finanziaria globale del 2008, dalla quale è imprescindibile muovere se si vuole dare la giusta interpretazione alle crisi che ne sono seguite e ai rimedi che si sono posti in essere. Tale crisi sistemica, determinata come noto dallo scoppio della cosiddetta «bolla» immobiliare e dalla conseguente e diffusa insolvenza in relazione ai cosiddetti mutui *subprime*, ha mostrato in modo esemplare la potenzialità di contagio dell'economia reale ad opera della finanza creativa. Ne è derivata, accanto al collasso di alcune grosse istituzioni finanziarie, una drammatica contrazione del credito che si è, in ultima analisi, riverberata sul benessere e sul potere di spesa di milioni di cittadini e consumatori.

A tal proposito occorre poi ricordare come la via di salvezza per numerosi istituti di credito, e con essi per il sistema bancario internazionale nel suo complesso, sia stata proprio la reviviscenza delle prerogative sovrane degli stati, che con mirati e incisivi interventi hanno preso su di sé gran parte del debito privato accumulato per evitare che il tracollo

¹ È evidente infatti come la liberalizzazione dei movimenti di capitale, coniugata con la deregolamentazione dei mercati finanziari, abbia rinfocolato la mai sopita spinta per l'innovazione degli strumenti finanziari, articolati in sempre più complessi modelli «derivati» che alimentano veri e propri mercati paralleli rispetto a quelli valutari, implicando un poco controllabile aumento della massa dei mezzi di pagamento circolanti.

del sistema bancario e creditizio conducesse a una crisi economica sistemica e irreversibile, dagli effetti devastanti². Emerge chiaramente pertanto il nesso con quella che altro non è se non l'onda lunga di questo processo, ossia lo spostamento della crisi sistemica sul debito sovrano degli stati, con particolare riferimento agli stati dell'Eurozona, che già risultavano decisamente esposti alla speculazione in ragione della costruzione asimmetrica di moneta senza stato che essi hanno ritenuto di perseguire.

Non può sfuggire la portata paradossale di questo capovolgimento: gli stessi mercati finanziari che hanno beneficiato della ritrovata fiducia, determinatasi grazie al salvataggio statale delle banche, avvenuto in forza dell'incremento dell'indebitamento pubblico quale residua prerogativa sovrana, hanno innescato una spirale di sfiducia e speculazione in danno proprio del debito sovrano, ritenuto eccessivo e «insostenibile» secondo le logiche del mercato, il cui giudizio si pretende sempre virtuoso.

In tale contesto, soggetti privati come le agenzie di *rating* si sono trovate investite di un incisivo quanto discutibile ruolo di custodia dell'ortodossia dei bilanci statali, capovolgendo il tradizionale nesso di controllo fra pubblico e privato e ponendo, una volta di più e con drammatica attualità, il problema della obliterazione della sovranità statale e la questione della legittimazione dei controllori che sfuggono essi stessi a efficaci controlli (Adinolfi 2013, 55).

Si tratta di una lezione troppo recente per essere dimenticata a cuor leggero, e deve essere impiegata per valutare anche i risvolti più attuali della crisi e le modalità con cui essa viene affrontata (Ruffert 2011, Tuori 2012): il che assume connotazioni di particolare significato in relazione agli interventi non convenzionali che la BCE compie attualmente sui mercati secondari e alle modalità con cui essi sono concretamente realizzati³.

Prima di analizzare specificamente questi profili appare utile richiamare qualche elemento istituzionale sui poteri della BCE, che appaiono determinanti rispetto alle scelte di intervento poste in essere dall'istituzione di Francoforte. Sebbene sia necessario prescindere da un'analisi sistematica delle misure anticrisi, che si innesterebbe su un dibattito già ampio e maturo, anche rispetto al tema della tutela del principio democratico nell'UE⁴, tale ultimo profilo – nella misura in cui si trova riflesso nella distinzione fra politica monetaria e politica economica, costituendo una sorta di filo rosso di ogni considerazione rispetto alle decisioni che possono impattare la politica economica in senso redistributivo – sarà richiamato in sede di conclusioni.

² Si tratta di una dinamica di salvataggio che si è agevolmente coperta con la retorica del *too big to fail*, riferita a grandi gruppi bancari.

³ Si tratta delle cosiddette *Outright Monetary Transactions* (OMT) di cui può ritenersi espressione anche il recente piano di *Quantitative Easing*, ossia l'*Expanded Asset Purchase Programme for asset-backed securities (ABSPP) and covered bonds (CBPP3)* annunciato dalla BCE con conferenza stampa del 22 gennaio 2015. Le misure saranno analizzate nel paragrafo 4.

⁴ Nell'economia del presente contributo non è possibile soffermarsi su questi profili. Si rinvia ai contributi citati in bibliografia e in particolare a Viterbo e Cisotta 2010, Ruotolo 2012, Crum 2013, Donati 2013, Maurer 2013, Chiti e Teixeira 2013.

2. L'AZIONE DELLA BCE NEL QUADRO NORMATIVO DELL'UE

La BCE si staglia con precisi obiettivi istituzionali nel sistema dell'UE. Come è noto, con l'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, l'art. 13 TUE individua nella BCE una istituzione dell'Unione, elemento identificativo che mancava nel quadro previgente.

A sancirne, e in certo modo a costituzionalizzarne, l'indipendenza e l'autonomia, finalizzate al perseguimento dei suoi obiettivi, ossia la stabilità dei prezzi e dunque il governo dell'inflazione, sono invece gli articoli del TFUE relativi alla politica economica e monetaria insieme agli artt. 282-284 TFUE e al Protocollo sullo statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) e della Banca Centrale Europea (Peroni 2012, Zilioli 2013)⁵.

Dal combinato disposto di queste norme si evince come la politica monetaria unica perseguita dalla BCE debba avere l'obiettivo principale di mantenere la stabilità dei prezzi. Accanto a ciò, compare l'obiettivo di sostenere le politiche economiche generali nell'Unione, sulla base di principi guida quali i prezzi stabili, le finanze pubbliche e le condizioni monetarie sane nonché una bilancia dei pagamenti sostenibile.

La stabilità dei prezzi è pertanto predeterminata come fondamentale obiettivo della politica monetaria dell'Eurozona e ciò costituisce un dato imprescindibile e un indubbio limite rispetto alla possibilità della BCE di profilare o determinare autonomamente i propri obiettivi. D'altronde, è sempre il diritto primario a saldare tale obiettivo con gli obiettivi generali dell'UE. L'art. 127 TFUE recita infatti che «[...] Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione definiti nell'articolo 3 del Trattato sull'Unione europea». Giova qui ricordare che, fra gli obiettivi dell'Unione enunciati nell'art. 3 TUE, spiccano, per rilevanza rispetto alla presente ricostruzione, quelli posti al par. 3, che recita: «[L]’Unione [...] [s]i 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» (corsivo aggiunto).

La stabilità dei prezzi è oggi interpretata come aumento moderato dei medesimi, ossia come inflazione programmata e controllata intorno al 2 per cento: si tratta dunque di una potenziale modesta apertura, rispetto al passato, nel senso dell'allentamento dei vincoli alla politica monetaria⁶.

⁵ Si vedano gli artt. 127-133 del TFUE, costituenti il capo sulla politica monetaria che deve essere letto in connessione con il capo sulla politica economica (artt. 120-126 TFUE). Si vedano altresì gli artt. 282-284 TFUE nonché il Trattato adottato a Maastricht il 7 febbraio 1992. In particolare, l'art. 282 al comma 3 recita: «La Banca Centrale Europea ha personalità giuridica. Ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione dell'euro. È indipendente nell'esercizio dei suoi poteri e nella gestione delle sue finanze. Le istituzioni, organi e organismi dell'Unione e i governi degli Stati membri rispettano tale indipendenza».

⁶ Giova ricordare come invece l'art. 2 del TCE previgente contenesse un riferimento alla crescita «non-inflazionistica», che era preferito a un richiamo alla crescita economica equilibrata e con stabilità dei prezzi. Questa differenza appare significativa rispetto agli obiettivi perseguiti con il QE, che è orientato in certa misura a indurre un pur controllato tasso di inflazione. Si deve anche ricordare come l'art. 3(3) del progetto di Trattato istitutivo di una Costituzione per l'Europa non annoverasse la stabilità dei prezzi fra gli obiettivi dell'Unione, riferendosi piuttosto allo «[...] sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita econo-

In coerenza con questa impostazione, volta a smarcare il più possibile la politica monetaria e il suo obiettivo di stabilità dei prezzi dalle scelte di politica economica, che restano nazionali ancorché fortemente raccordate a livello di UE, il plesso di norme poste dagli artt. 123-125 TFUE profila un sistema in cui le scelte di politica economica degli stati, e in particolare quelle relative all'indebitamento, sono sottratte al campo di azione diretta della BCE. Si tratta di norme con cui non solo si fa divieto alla BCE di finanziare direttamente i debiti pubblici dei Paesi membri (art. 125), ma con cui si vincola il finanziamento del debito pubblico alle logiche e al controllo dei mercati finanziari (art. 123), limitando anche la possibilità di un ricorso «privilegiato» alle istituzioni finanziarie attraverso i cosiddetti vincoli di portafoglio, ossia misure amministrative volte a obbligare le banche a investire una certa percentuale del proprio portafoglio in titoli del debito pubblico (D'Acunto 2014, 1322). Un plesso di regole che si raccorda assai bene con quanto previsto dall'art. 126 in tema di dovere di evitare disavanzi pubblici eccessivi (Peroni 2012).

Rispetto ai poteri di azione della BCE assume particolare rilievo il Protocollo 4 al TFUE, e specialmente, fra le disposizioni del Capo IV dedicato alle funzioni monetarie e alle operazioni del SEBC, l'art. 18, che consente la piena operatività della BCE sui mercati finanziari⁷.

mica equilibrata, un'economia sociale di mercato fortemente competitiva che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente» (corsivo aggiunto). Inutile sottolineare come ciò implicasse un mutamento di paradigma ben più marcato. Non a caso, l'opinione della BCE sul progetto era stata assai critica. In essa, al par. 8, si legge: «L'articolo I-3, paragrafo 3, del progetto recita "L'Unione si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata [...]". L'articolo 2 del trattato CE attribuisce alla comunità il compito di promuovere "una crescita non inflazionistica" e l'articolo 4, paragrafo 3, annovera tra i "principi direttivi" per le azioni della comunità e degli Stati membri quello di "prezzi stabili". La BCE si rammarica che un tale esplicito richiamo alla stabilità dei prezzi non sia contenuto nell'articolo I-3 relativo agli obiettivi dell'Unione. La stabilità dei prezzi produce fiducia nel valore dell'euro nel lungo periodo e si traduce in tassi di interesse a lungo termine bassi e stabili, che a loro volta stimolano maggiori investimenti e, in ultima analisi, crescita ed occupazione. La stabilità dei prezzi evita altresì una redistribuzione ad hoc di ricchezza, dovuta all'aumento dei prezzi. Pertanto, la BCE gradirebbe che il progetto di costituzione continuasse a riconoscere al principio direttivo della stabilità dei prezzi l'attuale posizione di rilievo in apertura del trattato CE e suggerisce che venga introdotto nell'articolo I-3, paragrafo 3, del progetto di costituzione un riferimento alla "crescita non inflazionistica" come segue: "L'Unione si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa basato su una crescita economica equilibrata e non inflazionistica [...]". In alternativa, si potrebbe considerare di inserire un riferimento alla stabilità dei prezzi». La versione introdotta dal Trattato di Lisbona sembra quindi aver colto in pieno tale sollecitazione.

⁷ Si debbono citare, in proposito, l'art. 17 che recita: «Al fine di svolgere le loro operazioni, la BCE e le banche centrali nazionali possono aprire conti intestati a enti creditizi, organismi pubblici e altri operatori del mercato e accettare come garanzia attività, ivi compresi i titoli scritturali»; l'art. 18(1) che recita: «Al fine di perseguire gli obiettivi del SEBC e di assolvere i propri compiti, la BCE e le banche centrali nazionali hanno la facoltà di: – operare sui mercati finanziari comprando e vendendo a titolo definitivo (a pronti e a termine), ovvero con operazioni di pronti contro termine, prestando o ricevendo in prestito crediti e strumenti negoziabili, in euro o in altre valute, nonché metalli preziosi, – effettuare operazioni di credito con istituti creditizi ed altri operatori di mercato, erogando i prestiti sulla base di adeguate garanzie»; l'art. 19(1) che recita: «[...] la BCE, nel perseguimento degli obiettivi della politica monetaria, ha il potere di obbligare gli enti creditizi insediati negli Stati membri a detenere riserve minime in conti presso la BCE e le banche centrali nazionali. [...] In caso di inosservanza, la BCE ha la facoltà di imporre interessi a titolo di penalità e altre sanzioni di analogo effetto»; e l'art. 20(1) che recita: «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».

Il quadro che si delinea è assolutamente precipuo se comparato a quello proprio di altre banche centrali, e segnatamente della Federal Reserve statunitense. In particolare, emerge la non idoneità della BCE ad assolvere alla funzione di prestatore di ultima istanza, per quanto specificamente attiene al debito contratto dagli stati. Parimenti, emerge il chiaro disegno di sottoporre le scelte di *moral hazard* degli stati, che si traducono in lassismo fiscale, sovraindebitamento e indisciplina dei bilanci, al giudizio insindacabile dei mercati, che si assumono aprioristicamente come virtuosi: il che, se si comprende come epifania del credo ordoliberalistico particolarmente caro al modello tedesco, appare per lo meno critico se si considera alla luce di quanto evidenziato nell'introduzione rispetto alla matrice finanziaria privata della stessa crisi del debito pubblico.

D'altra parte, detta precipuità non fa che ricalcare l'unicità della costruzione europea, e soprattutto della costruzione dell'euro quale moneta senza stato. La BCE, in conseguenza di questo, si trova in una condizione di «doppia indipendenza», che si realizza da un lato rispetto agli Stati membri, dall'altro rispetto alle istituzioni dell'UE. Non può negarsi come tale rafforzata indipendenza abbia determinato una notevole forza espansiva dell'azione della BCE, volta a colmare lo spazio di debolezza politica che ha segnato fin dall'inizio la creazione dell'euro.

Ciò conduce a interrogarsi ancora una volta sulla separazione fra politica economica e politica monetaria che, pur chiaramente distinte da un punto di vista normativo, e teorico, presentano intersezioni e raccordi resi particolarmente evidenti dall'azione della stessa BCE.

3. LA PROBLEMATICA DISTINZIONE FRA POLITICA ECONOMICA E MONETARIA

La delega della politica monetaria alle banche centrali nasce dall'esigenza di disgiungere le competenze in materia di spesa pubblica, volta a sostenere la politica economica e a investire la scelta politica, da quelle di politica monetaria: due facce della stessa medaglia che, pur sorgendo dalla comune matrice della sovranità, risultano pericolose se riunite sotto la stessa egida, per il possibile arbitrio del detentore della sovranità monetaria, che sia anche decisore ultimo delle politiche di spesa, nel determinare la quantità di moneta circolante. Tale prerogativa risulta infatti assai delicata e richiede un esercizio circospetto poiché determina spinte inflazionistiche. Le quali discendono dal semplice fatto che a fronte di una economia reale, che funge o dovrebbe fungere da sostrato al valore della moneta e che si mantiene tendenzialmente costante nel tempo, l'aumento della moneta circolante si traduce tendenzialmente in una perdita di valore della medesima⁸.

Tutto ciò, poi, se è vero ed evidente in un sistema chiuso nel quale sfera della sovranità monetaria e sfera del mercato coincidono e non hanno relazioni con l'esterno, diviene ancor più vero, e delicato, in un sistema aperto di economia globalizzata in cui si rimarca la

⁸ Deve infatti essere notato che in un sistema a corso forzoso vige il principio del cosiddetto valore di mercato della moneta. In esso il valore, non essendo più intrinseco come nella moneta merce, viene indotto dal mercato cui la moneta si riferisce: è un meccanismo di rispecchiamento nel quale il valore della moneta è determinato da questa corrispondenza e diviene decisiva la quantità di moneta posta in circolazione.

competizione costante fra economie e monete differenti, che ricompongono le proprie dinamiche nei tassi di cambio e che evidenziano il valore della stabilità monetaria come necessario perno del sistema (Viterbo 2012, Lastra 2006 e 2015).

Di qui emergono le spinte per sottrarre la politica monetaria alle pressioni contingenti della politica. L'attribuzione alla moneta del corso forzoso rafforza infatti fino all'inverosimile il potere del detentore di tale politica di divenire creatore di moneta⁹ (Comba 2007, 33). È tale circostanza a indicare l'opportunità di una scissione fra soggetto deputato alle scelte di politica economica, di cui si riconosce il valore politico, e la gestione della moneta, che si pretenderebbe «sterilizzata» rispetto alle logiche della politica basate sul principio del consenso maggioritario.

La delega da parte dello stato alle banche centrali dell'esercizio di una rilevante fetta della propria sovranità monetaria è il prodotto di una simile scissione. Così come lo è la predicata autonomia e indipendenza delle banche centrali rispetto ai poteri dello stato. Il che conduce a una sostanziale (e in certi casi anche formale) costituzionalizzazione del valore della stabilità monetaria e con esso del ruolo, quasi sacrale, delle banche centrali quali custodi della «costituzione monetaria». In questo senso, vi è chi ha pertinentemente parlato della stabilità monetaria come di una *Grundnorm* della costituzione economica, volta a sottrarre la moneta alla visione corta della politica e del consenso (Predieri 1996, Morosini 2014, 29 e seguenti).

La *Grundnorm* della moneta unica europea, come si è visto, è la scelta della stabilità: una scelta «politica» che dà corpo a una filosofia monetaria che risulta fortemente ricalcata sui precetti, di ascendenza nord europea, che colorano eticamente il concetto di debito. È evidente che un simile orientamento ha ragioni profonde e in certa misura comprensibili. Nel momento in cui la moneta unica nasce senza stato, essa si presenta come intrinsecamente «debole». Tutto quanto è stato menzionato rispetto all'evoluzione verso il corso forzoso e al valore di mercato della moneta spiega assai bene come i padri della moneta unica abbiano inteso renderla sana e capace di sopravvivere mettendola al riparo dall'azzardo morale del debito: ciò si è tradotto nella circostanza, innegabile perché oggettiva, per cui lo Statuto della BCE risulta fortemente ispirato a quello della Bundesbank del 1957 (Zilioli e Selmayr 2007).

Peraltro, vi è un secondo aspetto di tale *Grundnorm* che viene solitamente poco evidenziato: è la sottrazione dal campo di azione della BCE dei profili di politica economica attinenti all'indebitamento degli stati, sul postulato che la migliore garanzia per evitare il *moral hazard* del debito pubblico sia quella di attribuire ai mercati il ruolo di arbitro rispetto alle decisioni di politica economica degli stati. Ciò, come si è evidenziato nella nota vicenda dello *spread* fra titoli pubblici dei paesi dell'Europa mediterranea e *Bund* tedeschi, finisce per creare non solo una forte tensione concorrenziale fra paesi dell'Eurozona, ma anche forti tensioni speculative che i mercati non sono in grado di contenere e che impattano sulla stessa logica di solidarietà fra Stati membri che risulta nondimeno, almeno formalmente, come pilastro dell'integrazione europea contemporanea.

⁹ Nel periodo della moneta merce, essa non si caratterizza in senso pubblicistico, se non per la eventuale garanzia del contenuto aureo. Anche il periodo della moneta simbolo che si lega al cosiddetto corso fiduciario partecipa di una logica analoga, perché la moneta simbolo ancora postula la convertibilità con un bene di valore sottostante.

In questo quadro di azione della BCE il rapporto fra politica economica e politica monetaria risulta fortemente sbilanciato a favore della seconda. Questo non tanto per un dato formale, se è vero che le istanze favorevoli alla crescita economica sono pur presenti nella lettera del sistema, come si è visto in relazione all'art. 127 TFUE; ma per un dato sostanziale e identitario, visto che la BCE ha finito per riconoscersi in un modello ben preciso e sulla base di esso ha esercitato la propria discrezionalità nell'individuare la graduazione degli obiettivi di cui è investita, ritenendo per lungo tempo il primo e principale, relativo alla stabilità dei prezzi, come potenzialmente del tutto assorbente rispetto agli altri (Barbier 2012)¹⁰.

È quest'ultima circostanza a fornire una chiave di lettura indispensabile per interpretare il ruolo della BCE nelle dinamiche che i mercati finanziari internazionali oggi etero-impongono alle diverse sfere di sovranità monetaria. Se è vero infatti, come si è visto, che la delega della politica monetaria a opera delle sovranità statali si attenua fino a scomparire, e ciò determina una tendenziale assolutizzazione degli imperativi monetari, la circostanza si realizza nel postulato che il terreno di confronto delle politiche monetarie debba sempre essere il mercato, caratterizzato da affermate, più che dimostrate, virtù autoregolatrici. Il ruolo recentemente ricoperto dalla BCE in relazione alla crisi economico-finanziaria, di cui si dirà al paragrafo successivo, non fa che avvalorare detta ricostruzione.

4. LE OUTRIGHT MONETARY TRANSACTIONS E IL QUANTITATIVE EASING

Quanto precede consente di gettare una luce interpretativa su quella che è definita come fase «interventista» della BCE e su come essa si stia realizzando.

Dal tessuto normativo che si è sopra riportato emerge chiaramente che la BCE non ha il potere di agire come prestatore di ultima istanza; si tratta di un limite genetico che, come visto, discende dal combinato disposto degli artt. 123, 124 e 125 TFUE. Da ciò discende la scelta di ricorrere a misure «non convenzionali» (*Outright Monetary Transactions* – OMT) da ricondursi ai poteri che la BCE trae dall'art. 18 del Protocollo 4, e volte a un acquisto di titoli di debito pubblico non già in sede di collocamento, ossia nei mercati primari, ma invece sui mercati secondari, sul presupposto che in questo modo siano rispettate le dinamiche di questi ultimi anche e soprattutto in relazione alla formazione del prezzo di transazione.

Tale programma evidenzia una volta di più l'ibridazione fra politica economica e monetaria di cui si è detto e contiene elementi di condizionalità esplicita¹¹, che sono stati

¹⁰ Si deve notare come la fissazione nella stabilità dei prezzi dell'obiettivo essenziale dell'azione della BCE segni una grande differenza rispetto alla Federal Reserve statunitense (Fed), chiamata ad assicurare la stabilità nel lungo periodo dei tassi di interesse e l'occupazione. Si tratta di una filosofia profondamente differente, di matrice monetarista, che, come si è detto, deve molto al modello della Bundesbank tedesca. Ciò si traduce anche in una ben caratterizzata visione della competitività da parte della BCE, tutta orientata a valorizzare una politica dell'offerta e a indurre riforme strutturali negli Stati membri, con particolare riferimento alla flessibilità del mercato del lavoro e al controllo dei salari.

¹¹ Si tratta di misure attinenti alla cosiddetta trasmissione della politica monetaria, per la quale la BCE ha definito precise modalità. Si veda ECB Press Release, *Technical Features of Outright Monetary Transactions*, 6 settembre 2012, http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html, in cui si evi-

oggetto di aspre critiche e di un noto e discusso rinvio pregiudiziale a opera della Corte Costituzionale tedesca (Cafaro 2015, Miglio 2014)¹². Loro presupposto è infatti il rispetto di rigorose ed efficaci condizioni connesse al programma EFSF/MES di cui tali misure realizzano pertanto sostanziale complemento. La vicenda, anche giurisdizionale, relativa alle OMT ha quindi evidenziato rilevanti resistenze, in particolare da parte dell'ordinamento tedesco, ad accettare l'interventismo della BCE, con strumenti in certa misura ibridi, a cavallo fra la politica economica e monetaria.

Non a caso il programma OMT è stato per così dire congelato da parte della BCE e non ha trovato pratica applicazione. Ciò che è avvenuto in tempi ancora più recenti è stato un ripensamento e una ripermutazione del programma, nell'intento di una sua neutralizzazione soprattutto rispetto alla capacità di incidere selettivamente sui titoli di debito pubblico, in coerenza con le prescrizioni di condizionalità che in certo modo ne costituivano presupposto.

Ciò che oggi viene riproposto come *quantitative easing* appare quindi una versione neutralizzata e depotenziata, non suscettibile di sollevare riserve da parte degli stati – come in particolare la Germania – ansiosi di evitare che le dinamiche dei mercati possano essere influenzate se non addirittura sovvertite¹³.

Il QE si presenta formalmente come misura monetaria coerente con l'obiettivo generale di stabilità dei prezzi e con l'induzione di un tasso di inflazione controllato che sia prossimo ma non superiore al 2 per cento¹⁴. Pur essendo tale elemento chiaramente orientato a finalità di crescita, occorre notare che nessun riferimento diretto viene fatto alla crescita o all'occupazione, che pure, come si è visto, rientrerebbero nel novero degli obiettivi, per lo meno mediati, dell'attività della BCE. Il che conferma una volta di più la scelta di autolimitazione della BCE rispetto all'opzione di professare e perseguire visioni e politiche macroeconomiche esplicite.

Accanto a ciò emerge un'ampia discrezionalità della BCE quanto alla durata del programma, prevista, ma non tassativamente, fino al settembre 2016. Tale discrezionalità emerge anche in relazione alla scelta se rendere temporanee o definitive le misure: nel primo caso, che pare quello verso cui la BCE è orientata, raggiunta la scadenza dei titoli

denzia che «L'efficacia delle OMT è connessa alla debita e tempestiva adozione da parte dei paesi di provvedimenti macroeconomici, strutturali, di bilancio e finanziari per ripristinare e preservare le variabili macroeconomiche fondamentali. La conduzione di ODM da parte dell'Eurosistema nel mercato delle obbligazioni sovrane di un paese si basa quindi sull'osservanza degli impegni e delle scadenze assunti da quest'ultimo ai sensi del quadro per la *governance* economica vigente nell'area dell'euro».

¹² Causa C-62/14, *Gauweiler et alii. c. Deutscher Bundestag*. La decisione è pendente ma sono invece state pubblicate le Conclusioni dell'avvocato generale Cruz Villalón, che, nel pronunciarsi a favore della compatibilità delle misure con il diritto dell'UE, ha sottolineato molto chiaramente come il confine tra misure di politica monetaria e di politica economica non possa essere tracciato in maniera netta e come le prime abbiano certamente un impatto sulla politica economica e facciano parte di essa, pur riconoscendo come la distinzione tra i due ambiti, per quanto sfuggente, rivesta notevole importanza ai fini della ripartizione di competenze (sia orizzontale, tra istituzioni, che verticale, tra Stati e Unione Europea) prevista dai Trattati (si veda il par. 129 delle Conclusioni).

¹³ Cfr. Decisione (UE) della BCE 2015/10 del 4 marzo 2015. Pare importante ricordare che l'elemento della condizionalità non scompare del tutto, se è vero che l'art. 3.2, lett. d), stabilisce che «In the event of a review of an ongoing financial assistance programme, eligibility for PSPP purchases shall be suspended and shall resume only in the event of a positive outcome of the review».

¹⁴ Si veda *ECB announces expanded asset purchase programme – Press Release*, 22 gennaio 2015.

l'acquisto non verrebbe reiterato e dunque il beneficio in termini di alleggerimento dei bilanci nazionali verrebbe meno, e con esso molta della eventuale efficacia del meccanismo.

Dove invece la discrezionalità appare limitata è nella scelta dei titoli da fare oggetto di intervento. È esplicitato infatti un vincolo di *rating* (che deve essere di «*investment grade*») che, oltre a introdurre elementi di condizionalità implicita, riporta discutibilmente in auge il potere delle agenzie di *rating*¹⁵. È previsto poi un contingentamento dei titoli acquisendi in senso proporzionale alle quote di partecipazione degli stati alla BCE stessa. Quest'ultimo requisito mette al sicuro il meccanismo da possibili critiche rispetto a larvati intenti redistributivi: esso determina l'impossibilità di scelte selettive e sancisce una proporzionalità che, con esito in certa misura paradossale, farà godere del meccanismo maggiormente gli stati grandi e potenti rispetto agli stati piccoli.

Altro aspetto critico è la previsione relativa all'allocazione del rischio rispetto al *default* dello stato emittente, che è posto per parte preponderante (80 per cento) a carico delle banche centrali nazionali di ciascun paese. Una palese negazione di ogni logica di solidarietà, che ancora una volta rappresenta la fedele adesione alle istanze dei paesi più forti, che da sempre osteggiano qualsivoglia forma, diretta o indiretta e potenziale, di condivisione del debito. Una scelta che rischia tra l'altro di condurre a una «ri-nazionalizzazione» delle politiche monetarie tale da portare a un'ulteriore frammentazione e balcanizzazione dell'unione monetaria, con grave detrimento della coesione fra Stati membri.

Come è stato osservato, il QE sarà probabilmente inefficace per ragioni differenti, che traggono fondamento dal cosiddetto paradosso della liquidità di keynesiana memoria, secondo cui non è scontato né probabile che gli operatori finanziari attraverso i quali la liquidità è veicolata verso il sistema non trattengano la medesima per perseguire autonome politiche speculative, senza beneficio per il sistema complessivamente inteso né in termini di accesso alla liquidità né in termini di riduzione dei tassi (D'Acunto 2015)¹⁶.

Peraltro la modalità con cui il QE è stato concepito ed è attuato ben rappresenta la difficoltà della BCE a liberarsi di un'impostazione monetarista scevra di ogni visione macroeconomica e del persistente postulato che la salvaguardia delle logiche e delle dinamiche dei mercati sia la strada maestra per perseguire la stabilità monetaria.

Su questi profili, e su quanto essi incidano sulla difficile ricerca di un nuovo paradigma di azione della BCE, occorre concentrarsi per alcune brevi considerazioni finali.

5. CONCLUSIONI: LA SFIDA DELLA RICERCA DI UN NUOVO PARADIGMA DI AZIONE

Come è stato evidenziato, la BCE si staglia in potente isolamento rispetto alle altre istituzioni dell'UE e in relazione agli Stati dell'Eurozona, e questa è stata concepita come la migliore garanzia del suo efficace ruolo di guardiano della stabilità dei prezzi. Tuttavia, que-

¹⁵ Si veda il *Technical Annex* all'annuncio del programma del 22 gennaio 2015, con particolare riferimento al punto 1 che richiama i criteri di eleggibilità di cui alle Linee Guida ECB/2011/14, nonché ai criteri aggiuntivi di cui ai punti 2-4.

¹⁶ Si tratta, al di là di ogni analisi tecnica che esula dall'economia del presente lavoro, di una considerazione anche semplicemente intuitiva rispetto alla complessità della catena di trasmissione della politica monetaria attraverso intermediari privati e alla alta probabilità che tale catena si spezzi in qualche suo punto.

sto quadro, apparentemente rassicurante perché basato sulla «doppia indipendenza» della BCE, deve essere completato esplicitandone due premesse che talora restano inesprese.

La prima è la scelta della BCE di non svolgere l'usuale compito delle banche centrali consistente nel fungere da prestatore di ultima istanza verso lo stato che ha ad esse delegato la politica monetaria. Il che peraltro nulla toglie all'attitudine della BCE, evidenziatasi in relazione ai programmi di OMT e di QE, ad agire sostanzialmente quale prestatore di ultima istanza, attraverso i mercati finanziari, del sistema bancario privato¹⁷.

La seconda è la necessaria delega ai mercati del ruolo di arbitri rispetto al debito sovrano degli stati dell'Eurozona. In questo secondo senso, la BCE ha necessariamente un atteggiamento fiducioso rispetto ai mercati ed è mansueta rispetto al loro ruolo, che essa postula come sempre virtuoso, perché tale ruolo è in ultima analisi concepito come necessario al funzionamento delle norme dei trattati su politica monetaria e politica economica.

Quanto si è ricordato nell'introduzione rispetto alle radici della crisi fa sorgere dubbi legittimi rispetto a questa «apertura di credito» illimitata rispetto ai mercati finanziari. La loro netta prevalenza si regge su un dualismo monetario che vede contrapposta alla moneta pubblica statale la ben più forte e tentacolare moneta privata internazionale, che le stesse banche private sono oggi in certa misura in grado di «creare» (Comba 2007, 20 e seguenti).

Ciò che appare più discutibile, a questo proposito, è che per adottare una politica monetaria espansiva volta a favorire la ripresa delle economie dell'Eurozona la BCE debba necessariamente affidarsi, come meccanismo di trasmissione, ai mercati speculativi e al reticolo del sistema bancario privato, rischiando quello che si è visto come il «paradosso della liquidità», ossia il fatto che la quantità di moneta introdotta nel sistema finisca per favorire i soggetti speculatori e non arrivi al tessuto produttivo delle economie né ad avere un impatto socialmente apprezzabile. Lo stesso ruolo della BCE come soggetto potenzialmente «speculatore», con una operatività non troppo dissimile a quella di certi *hedge funds*, non è esente da critiche e segna una delicata tendenza all'ibridazione, nel campo monetario, fra la sfera pubblica e la sfera privata.

Non è un caso che anche il recente piano di *quantitative easing*, rientrando nel novero delle OMT, sia stato in concreto costruito e sia oggi applicato con caratteristiche che lo rendono assolutamente rispettoso delle istanze dei mercati internazionali, i quali ne risultano beneficiati in termini di liquidità aggiuntiva, liberamente destinabile a pratiche speculative, e che si trovano fortemente saldate con quelle delle economie forti dell'Eurozona, che hanno potuto dettare le condizioni degli interventi depurandoli da qualunque intento redistributivo e rendendoli probabilmente incapaci di imprimere una modificazione duratura dello *status quo*.

È riguardo a questi profili che appare legittimo sollevare questioni di democraticità e di legittimità dell'azione della BCE e del suo modo di interpretare il ruolo di banca centra-

¹⁷ È evidente che le OMT e il QE sono concepiti come surrogato rispetto alla possibilità per la BCE di agire come prestatore di ultima istanza. Tuttavia questa scelta, che appare priva di alternative alla luce di una lettura stretta del disposto normativo, si regge sull'idea che tutti gli interventi non convenzionali di trasmissione della politica monetaria da parte della BCE siano necessariamente veicolati attraverso i mercati finanziari, in cui avviene la collocazione secondaria dei titoli di debito pubblico, che non possono essere acquisiti sul mercato primario.

le dell'euro: essa è infatti sino a oggi apparsa tanto rigida rispetto alle istanze della sfera pubblica, e delle sue esigenze redistributive, quanto flessibile e soccorrevole rispetto alle istanze della sfera privata (Cafaro 2013, Bilancia 2012, contra Orphanides 2014).

La ricerca di un nuovo paradigma di azione della BCE passa pertanto necessariamente attraverso un affrancamento dai due postulati che si sono ricordati. Il che significa emancipazione dal credo monetarista e capacità di cogliere sfide che abbiano anche un portato redistributivo, come si è tentato, ancorché flebilmente, con il programma OMT del 2012 e come si è invece rinunciato a fare con il programma QE in corso.

Certamente una simile evoluzione del ruolo della BCE abbisogna di molto coraggio, poiché sembra richiedere riforme, o strappi, istituzionali, non ultimo quello relativo alla *no bail out clause*, che a oggi sono difficili da immaginare.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Adinolfi G. (2013), *La sovranità economica tra meccanismi istituzionali di controllo e agenzie private*, in S.M. Carbone (a cura di), *L'Unione europea a vent'anni da Maastricht (Atti del XVII Convegno della SIDI – Società Italiana di Diritto Internazionale)*, Napoli, Editoriale Scientifica, pp. 65-103
- Barbier C. (2012), *La prise d'autorité de la Banque centrale européenne et les dangers démocratiques de la nouvelle gouvernance économique dans l'Union européenne*, in de Witte, Héritier e Trechsel, pp. 212-241
- Bilancia P. (2012), *La nuova governance dell'eurozona: alla ricerca del demos*, in F. Angelini e M. Benvenuti (a cura di), *Il diritto costituzionale alla prova della crisi economica*, Napoli, Editoriale Scientifica
- Cafaro S. (2013), *L'azione della BCE nella crisi dell'area dell'euro alla luce del diritto dell'Unione europea*, in G. Adinolfi e M. Vellano (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici*, Torino, Giappichelli
- (2015), *Della legittimità del programma OMT della BCE, per ora... ovvero: le conclusioni dell'avvocato generale Cruz Villalón nel caso Gauweiler et alii c. Deutscher Bundestag*, 18 gennaio, <http://www.sidi-isil.org/sidiblog/>
- Chiti E. e Teixeira P.G. (2013), *The Constitutional Implications of the European Responses to the Financial and Public Debt Crisis*, «Common Market Law Review», 50, pp. 683-708
- Comba A. (2007), *Lezioni di diritto internazionale monetario*, Torino, Giappichelli
- Crum B. (2013), *Saving the Euro at the Cost of Democracy?*, «Journal of Common Market Studies», 51, 4, pp. 614-630
- D'Acunto S. (2014), *Artt. 123, 124 e 125 TFUE*, in A. Tizzano (a cura di), *Trattati dell'Unione europea. Commentario*, Milano, Giuffrè
- (2015), *Vorrei ma è vietato. Note sul «quantitative easing»*, 29 gennaio, <http://www.sidi-isil.org/sidiblog/>
- de Witte B., Héritier A. e Trechsel A.H. (2012, a cura di), *The Euro Crisis and the State of European Democracy*, <http://www.eui.eu/Projects/EUDO/Publications/eBookonTheEuroCrisisandtheStateofEuropeanDemocracy.aspx>

- Donati F. (2013), *Crisi dell'euro, governance economica e democrazia nell'Unione europea*, «Il diritto dell'Unione europea», 18, 2, pp. 337-361
- (2014), *Commento all'art. 9 TUE, Commento all'art. 10 TUE e Commento all'art. 11 TUE*, in A. Tizzano (a cura di), *Trattati dell'Unione europea. Commentario*, Milano, Giuffrè
- Lastra R.M. (2006), *Legal Foundations of International Monetary Stability*, Oxford, Oxford University Press
- (2015), *International Financial and Monetary Law*, Oxford, Oxford University Press
- Leino P. e Salminen J. (2013), *Should the Economic and Monetary Union Be Democratic After All? Some Reflections on the Current Crisis*, «German Law Journal», 7, pp. 844-868, <http://www.germanlawjournal.com/index.php?pageID=11&artID=1532>
- Maurer A. (2013), *From EMU to DEMU: The Democratic Legitimacy of the EU and the European Parliament*, IAI Working Paper n. 1311, <http://www.iai.it/content.asp?langid=2&contentid=892>
- Miglio A. (2014), *Il primo rinvio pregiudiziale del Tribunale costituzionale federale tedesco: dialogo o conflitto?*, «Osservatorio costituzionale AIC (Associazione italiana dei costituzionalisti)», settembre, pp. 1-15
- Morosini F. (2014), *Banche Centrali e questione democratica. Il caso della Banca Centrale Europea (BCE)*, Firenze, Edizioni ETS
- Nikolaïdis K. (2012), *The Idea of European Democracy*, in J. Dickson e P. Eleftheriadis (a cura di), *Philosophical Foundations of European Union Law*, Oxford, Oxford University Press
- Orphanides A. (2014), *Are Rules and Boundaries Sufficient to Limit Harmful Central Bank Discretion? Lessons from Europe*, MIT Sloan School Working Paper n. 5114-14
- Panizza R. (2014), *Quantità smisurate di denaro non regolamentato e instabilità crescente dei mercati finanziari*, «La comunità internazionale», pp. 507-536
- Peroni G. (2012), *La crisi dell'euro: limiti e rimedi dell'Unione economica e monetaria*, Milano, Giuffrè
- Poiars Maduro M., de Witte B. e Kumm M. (2012, a cura di), *The Democratic Governance of the Euro*, RSCAS Policy Paper 2012/08, <http://cadmus.eui.eu/handle/1814/23981>
- Predieri A. (1996), *Il potere della Banca centrale: isola o modello*, Firenze, Passigli
- Ruffert M. (2011), *The European Debt Crisis and European Union Law*, «Common Market Law Review», 48, pp. 1777-1806
- Ruotolo G.M. (2012), *La costituzione economica dell'Unione europea al tempo della crisi globale*, «Studi sull'integrazione europea», VII, 2-3, pp. 433-461
- Tomkin J. (2013), *Contradiction, Circumvention and Conceptual Gymnastics: The Impact of the Adoption of the ESM Treaty on the State of European Democracy*, «German Law Journal», 14, pp. 169-190, <http://www.germanlawjournal.com/index.php?pageID=11&artID=1500>
- Tuori K. (2012), *The European Financial Crisis – Constitutional Aspects and Implications*, EUI Working Paper
- Viterbo A. (2012), *International Economic Law and Monetary Measures*, Cheltenham, Elgar
- Viterbo A. e Cisotta R. (2010), *La crisi della Grecia, l'attacco speculativo all'euro e le risposte dell'Unione europea*, «Il diritto dell'Unione europea», n. 4, pp. 961-994
- (2012), *La crisi del debito sovrano e gli interventi dell'UE: dai primi strumenti finanziari al fiscal compact*, «Il diritto dell'Unione europea», n. 2, pp. 325-368

Alberto Oddenino

Il QE della BCE fra politica monetaria, politica
economica e dinamiche dei mercati finanziari

Zilioli C. (2013), *La Banca Centrale Europea vent'anni dopo: nuove funzioni, nuovi poteri*, in S.M. Carbone (a cura di), *L'Unione europea a vent'anni da Maastricht (Atti del XVII Convegno della SIDI – Società Italiana di Diritto Internazionale)*, Napoli, Editoriale Scientifica, pp. 55-64

Zilioli C. e Selmayr M. (2007), *La Banca centrale europea*, Milano, Giuffrè