

[Approfondimento] Etica delle banche centrali

Giovanni Battista Pittaluga*

1. Introduzione

Negli anni Settanta del secolo scorso i paesi avanzati furono interessati dalla Grande Inflazione, la più elevata inflazione che essi abbiano conosciuto in tempo di pace. Diverse sono le interpretazioni di questa inflazione. Per alcuni studiosi essa fu causata da uno shock di offerta, in particolare dal significativo aumento del prezzo del petrolio e delle derrate alimentari verificatosi nei primi anni Settanta (tra gli altri Blinder, 1979; Gordon, 1975; Bruno e Sachs, 1985; Blinder e Rudd, 2008). Per altri studiosi, invece, la Grande Inflazione derivò da un eccesso di offerta di moneta a livello mondiale che diede origine ad uno shock di domanda (tra gli altri Barsky e Kilian, 2000). Infine, per un terzo gruppo di studiosi l'elevata inflazione degli anni Settanta è riconducibile ad errori nelle scelte di policy dei policymakers. Tali errori secondo alcuni furono dovuti al fatto che gli uomini di governo e i banchieri centrali nella gestione della politica economica si attenevano alla curva di Phillips tradizionale, ovvero ad una presunta relazione inversa tra aumento del livello dei prezzi e tasso di disoccupazione (Romer e Romer, 2002; Nelson, 2004; Orphanides, 2003). Secondo altri a ragioni prettamente politiche, ovvero alla preferenza data dai politici al mantenimento del pieno impiego piuttosto che al controllo dell'inflazione (Meltzer, 2009).

Qualunque sia la spiegazione che si voglia dare della Grande Inflazione resta il fatto che, come enfatizzato da Friedman (1994; p. 194): "...inflation is always and everywhere a monetary phenomenon...". In effetti, non si può comprendere la Grande Inflazione se si dimentica la ragione per cui essa fu possibile. Tale ragione sta nel cambiamento intervenuto nel sistema monetario internazionale dopo che gli Stati Uniti con l'annuncio di Nixon il 15 agosto 1971 abbandonarono la convertibilità del dollaro in oro. Questo cambiamento ha significato la transizione da sistemi monetari internazionali in cui le monete erano ancorate ad una merce (prima l'argento e poi l'oro) ad un fiat standard ovvero basato sulla moneta carta. In un sistema di quest'ultimo tipo, diversamente da quanto accade in sistemi in cui la quantità di moneta e il suo valore sono in qualche modo ancorati ad una merce, l'elasticità di offerta della moneta è infinita: all'interno di ogni Paese, chi governa può espandere

* **Giovanni Battista Pittaluga**, Professore Emerito di Economia Politica dell'Università di Genova.

ad libitum l'ammontare di moneta. Tale possibilità è stata di fatto sfruttata dalla gran parte dei governi dei paesi avanzati dopo la prima crisi petrolifera, quella del 1973. Ne è derivata in questi paesi una significativa accelerazione della crescita dei prezzi e una pronunciata volatilità dei tassi di cambio. Le condizioni di incertezza associate a questo contesto, oltre che il drammatico peggioramento delle ragioni di scambio, hanno inciso negativamente sulla crescita economica delle economie sviluppate e non solo di quelle. Nel dibattito che è scaturito sulle ragioni del malgoverno della moneta negli anni Settanta la responsabilità principale di quanto accaduto alla dinamica dei prezzi è stata attribuita alle banche centrali.

Nell'ambito di questo dibattito sono rapidamente diventate preminenti due posizioni. Una posizione era rappresentata da coloro che ritenevano queste istituzioni dannose al benessere collettivo e ne auspicavano l'abolizione.

Questa posizione era sostenuta soprattutto dai cosiddetti free bankers, ovvero da quegli studiosi secondo cui la moneta come ogni altro bene doveva essere prodotta in regime concorrenziale. La produzione monopolistica affidata alle banche centrali e controllata dal governo degenerava, infatti, in modo inevitabile, in fasi di sovra-emissione e di inflazione.

La liberalizzazione della produzione della moneta secondo Hayek (1976) e altri free bankers (White, 1995; Glasner, 1989; Dowd, 1992) avrebbe consentito di mantenere il livello dei prezzi stabile nel tempo.

La seconda posizione, meno radicale della precedente, basata sui saggi seminali di Kydland e Prescott (1977) e di Barro e Gordon (1983), muove dall'ipotesi che il fiat standard è soggetto a un problema di incoerenza temporale, è, cioè, ottimale per la banca centrale, una volta dato un annuncio in merito alla stance della politica monetaria, deviare da esso dando corso ad una sorpresa inflazionistica in modo da stimolare nel breve periodo la crescita dell'output e del tasso di occupazione. Il settore privato col tempo grazie all'esperienza adegua le proprie aspettative e non si fa più sorprendere. Anzi si aspetta un dato tasso di inflazione a prescindere dall'effettivo ricorso della banca a sorprese inflazionistiche. Allo scopo di attenuare o annullare questo bias inflazionistico è necessario ricorrere a meccanismi che rendano credibile l'impegno della banca centrale a non ricorrere a sorprese inflazionistiche. È in questa prospettiva che assume rilevanza il principio dell'autonomia della banca centrale dal governo e dalle istituzioni politiche. In un articolo seminale del 1985 Rogoff mostra che il benessere della società aumenta se i poteri monetari sono delegati ad un banchiere centrale "conservatore", ovvero con un'avversione all'inflazione superiore a quella del governo (Rogoff, 1985). È sulla base di questo e altri contributi analitici che insistono sull'opportunità di avere banchieri centrali indipendenti (Walsh, 1995; Persson e Tabellini, 1993) che negli anni Novanta del secolo scorso quasi tutti i paesi avanzati procedono a riforme delle banche centrali. Tali riforme presentano nelle linee di fondo caratteristiche simili, come il divieto alle banche centrali di acquistare titoli pubblici sul mercato primario, l'attribuzione della governance di queste istituzioni, anziché a singoli, a comitati i cui membri hanno tempi di nomina e di scadenza del ruolo scaglionati, e altri meccanismi istituzionali

volti a preservare l'autonomia delle banche centrali dal governo e dalle istituzioni politiche¹.

La concessione dell'indipendenza *de iure* alle banche centrali prevista dalle riforme appena menzionate si è accompagnata alla creazione di meccanismi di monitoring sul loro operato: queste istituzioni, infatti, sono chiamate periodicamente a dar conto agli organi elettivi delle loro scelte dato un certo andamento dell'economia estera e interna. L'acquisizione di ampi margini di autonomia e manovra da parte delle banche centrali pone queste istituzioni di fronte a problemi etici in passato per esse meno rilevanti.

Questo contributo si sofferma su alcuni di questi problemi e cerca di offrire indicazioni sulle risposte che ad essi si possono dare. Nel primo paragrafo si affronta il tema dei margini di compatibilità tra indipendenza delle banche centrali e democrazia. All'esame degli effetti sulla distribuzione di reddito e ricchezza della politica monetaria è dedicato il secondo paragrafo. Mentre nel terzo paragrafo si discute del se e come le banche centrali possano contribuire a misure di contrasto del cambiamento climatico. Nelle Conclusioni, infine, oltre ad offrire una sintesi degli argomenti trattati, si danno alcune indicazioni di policy.

2. L'indipendenza delle banche centrali e i suoi critici

I modelli analitici che sostengono l'opportunità di dare indipendenza *de iure* e *de facto* alle banche centrali sono basati fondamentalmente su due presupposti. Il primo di questi è che l'inflazione si associa ad un'elevata volatilità dei prezzi e ciò si riflette negativamente sull'allocazione delle risorse e sulla crescita. Il secondo presupposto è che la causa ultima dell'inflazione sta in un eccesso di offerta di moneta sollecitato dalla classe politica per coprire disavanzi pubblici e per ampliare il proprio consenso attraverso sorprese inflazionistiche.

I critici dell'indipendenza delle banche centrali contestano principalmente questi due presupposti². In merito al primo di essi sostengono che compito della politica economica, e quindi anche della politica monetaria, è di contrastare non tanto la volatilità dei prezzi, quanto piuttosto la volatilità dell'output e la disoccupazione associata ad essa (tra gli altri Stiglitz, 1998). In realtà, con riferimento all'inflazione pare importante considerare, oltre che la sua rilevanza macroeconomica, le sue implicazioni politiche. Tali implicazioni sono almeno di tre tipi. La prima di esse inerisce al fatto che l'inflazione è una tassa che lo stato riscuote attraverso un semplice atto amministrativo, ovvero senza rispettare un principio cardine della democrazia: "*no taxation without representation*".

¹ L'indipendenza *de iure* è, in genere, il presupposto perché una banca centrale sia indipendente *de facto*. Non è detto, tuttavia, che una banca centrale indipendente *de iure* lo sia anche *de facto*. Sulla relazione tra questi due tipi di indipendenza, sia pure con riferimento alla Federal Reserve, si veda Pittaluga e Seghezza (2024).

² Per una survey delle critiche all'opportunità di attribuire indipendenza alle banche centrali cfr. Summers (2017) e Tucker (2018b).

La seconda implicazione è che, se il governo si finanzia con inflazione, non solo viola il principio appena menzionato, ma determina anche uno spostamento di potere a suo favore e a sfavore del parlamento, in violazione del principio dell'equilibrio dei poteri. Infine, l'inflazione determina una redistribuzione di reddito e ricchezza tra gruppi di interesse diversi. In poche parole, della moneta alcuni gruppi di interesse possono fare un uso politico per consolidare il proprio potere economico e politico a scapito delle minoranze. Si pensi ad una situazione in cui i debitori tramite l'inflazione trasferiscono a proprio favore risorse dei creditori o, viceversa, ad una situazione in cui i creditori attraverso la deflazione impoveriscono i debitori.

Il secondo presupposto degli schemi analitici che sostengono l'opportunità dell'indipendenza della banca centrale è che l'inflazione è l'esito di scelte opportunistiche della classe politica e, quindi, di governo e parlamentari il cui obiettivo è accrescere il proprio consenso.

Tuttavia, secondo molti studiosi sottrarre la gestione della politica monetaria agli organi elettivi per attribuirne la responsabilità ad un ristretto organismo tecnico violerebbe i principi di base della democrazia sotto due profili. In primo luogo, come scrive Stiglitz (1998; p. 16): *"Monetary policy is a key determinant of the economy's macroeconomic performance ... That this key determinant of what happens to society ... should be so removed from control of the democratically elected officials should at least raise questions"*. E, dunque, come si può in una democrazia sottrarre agli organi elettivi scelte che hanno implicazioni sulla crescita, sul tasso di disoccupazione e sulla distribuzione del reddito e della ricchezza?

In secondo luogo, *"...it is really tolerable in a democracy to have so much power concentrated in a body free from any kind of direct, effective political control?"* (Friedman, 1962; p. 227)³. Come si può accettare che in un regime democratico, basato cioè su poteri e contropoteri, sia concesso ad un gruppo ristretto di tecnici di condurre la politica monetaria senza alcuna forma di controllo?

Secondo diversi studiosi il modo di rendere compatibile l'indipendenza delle banche centrali con la democrazia è attribuire a queste istituzioni indipendenza rispetto agli strumenti. In questa prospettiva, come scrive Bernanke (2010; p. 5): *"... the goals of policy should be set by the government, not by the central bank itself, and the central bank must regularly demonstrate that it is appropriately pursuing its mandated goals"*. Sotto questo profilo una banca centrale indipendente può variare gli strumenti monetari a sua disposizione in completa autonomia, pur restando gli obiettivi finali, ad es. il tasso di inflazione ad obiettivo, una responsabilità degli organi elettivi⁴.

Una banca centrale così concepita si dice che è *indipendente rispetto agli strumenti*. Essa si configura come un agente dell'esecutivo e/o del parlamento, cui gli organi elettivi per la complessità della materia hanno delegato la gestione della politica monetaria. Questo rapporto tra banca centrale e organi elettivi è riconducibile ad un

³ Cfr. e ancora sempre Friedman: *"As you can see, I am not in favor of the independence of the Federal Reserve. This is a democracy. And I believe that money is too important to leave [a] central bank, that it is intolerable that a group of non elected people should have the power to create a major inflation or a major recession"* (Friedman, 2014; p. 626).

⁴ Una ancor più dettagliata esposizione di questo punto si trova in Tucker (2018a).

contratto principale-agente ed è alla base dei contributi sui *contratti di performance* (Persson e Tabellini, 1993; Walsh, 1995).

Nel caso dei contratti principale-agente, poiché l'agente ha una funzione di utilità diversa dal principale, quest'ultimo sente il bisogno non solo di verificare se il primo in sede di resocontazione ha eseguito il mandato affidatogli, ma anche di monitorare il modo in cui lo sta perseguendo. Di qui l'esigenza di un'assoluta trasparenza da parte dell'agente.

L'indipendenza rispetto agli strumenti sicuramente attenua o risolve il problema dell'incoerenza temporale: il governo o il parlamento annunciando il target di inflazione, rinuncia al ricorso a sorprese inflazionistiche. Essa, tuttavia, non esclude l'uso politico della moneta da parte degli organi elettivi. Il governo o la maggioranza parlamentare, infatti, potrebbe stabilire un obiettivo d'inflazione (o deflazione) elevato, tale da impoverire i gruppi di interesse ad esso avversi, indebolendo così l'opposizione. Tale rischio può essere eliminato solo attribuendo alla banca *centrale indipendenza rispetto agli obiettivi*, come contemplato nel modello di Rogoff (1985).

Si è detto nel paragrafo precedente che secondo molti studiosi una banca centrale di questo tipo è incompatibile con la democrazia.

Questa diffusa preoccupazione che l'indipendenza rispetto agli obiettivi di una banca centrale sia incompatibile con la democrazia deriva dall'assunto che questa sia riducibile al concetto di rappresentanza. Alternativa a questa concezione della democrazia, tipica del pensiero politico europeo, è quella, tipica dei padri fondatori degli Stati Uniti ed esplicitata con chiarezza nel n. 10 dei Federal Papers, della democrazia come tutela dell'individuo dal Leviatano e dalla dittatura della maggioranza

Se si vuole evitare che uno o più gruppi di interesse facciano un uso politico della moneta è necessario rimuovere la gestione di essa dall'agone politico, come del resto si è fatto per la giustizia. Ciò può avvenire solo conferendo alla banca centrale indipendenza, oltre che rispetto agli strumenti, rispetto agli obiettivi.

Non a caso nel lontano 1824 Ricardo scriveva: "*It is said that Government could not be safely entrusted with the power of issuing paper money, that it would most certainly abuse it...There would, I confess, be great danger of this, if Government – that is to say, the Ministers – were themselves to be entrusted with the power of issuing paper money*" (Ricardo, 1824; p. 506).

Nel caso di una banca centrale indipendente rispetto agli obiettivi i suoi rapporti con gli organi elettivi e i cittadini sono regolati, non da un contratto principale-agente, ma da qualcosa simile ad un mandato fiduciario, il cui oggetto è mantenere stabile il valore della moneta. In questo contratto il mandante è il parlamento (di fatto in sede costituente), il mandatario la banca centrale e il beneficiario la società.

In un contratto di questo tipo la banca centrale non è un'agenzia governativa tra le altre, come nel contratto principale-agente. Essa, analogamente alla magistratura giudiziaria, si configura come un attore politico non eletto. In quanto tale essa, benché non sia tenuta ad essere trasparente nel continuo come devono essere le agenzie governative, è comunque tenuta ad essere accountable, ovvero a resocontare agli organi elettivi se e in che misura l'esito delle sue scelte di policy corrisponde al mandato ricevuto ovvero garantire fiducia nel valore della moneta. Come ogni altro

attore politico essa, inoltre, tende a difendere la sua autonomia grazie al sostegno di constituencies di suo riferimento. Tra queste ultime un ruolo importante riveste l'industria bancaria, strutturalmente avversa all'inflazione data la funzione di trasformazione delle scadenze ad essa connaturata (tra gli altri Posen, 1995).

3. Politica monetaria e distribuzione

Negli ultimi decenni il grado di disuguaglianza è aumentato nelle economie avanzate, sia pure in misura più pronunciata in alcuni paesi, in primis negli Stati Uniti, e in misura meno pronunciata in altri, in particolare nei paesi europei. Vi è ampia condivisione tra gli studiosi che l'accresciuta disuguaglianza all'interno dei paesi avanzati vada ricondotta a cambiamenti strutturali dell'economia dovuti alla globalizzazione, alle innovazioni tecnologiche, all'andamento demografico e ai mutamenti istituzionali intervenuti nel mercato del lavoro.

Tuttavia, la rilevanza del problema in questione ha indotto molti studiosi a chiedersi in che misura all'aumento della disuguaglianza possa aver contribuito, e contribuire, la politica monetaria e quale debba essere il comportamento della banca centrale rispetto alla disuguaglianza distributiva.

In passato, gli studi si sono concentrati esclusivamente sugli effetti di un eccesso (o difetto) di offerta di moneta rispetto alla domanda e, quindi, dell'inflazione (o della deflazione) sulla distribuzione di reddito e ricchezza. Scriveva Keynes nel 1923 nel suo *Tract on Monetary Reform*: *"L'uno e l'altro processo - inflazione e deflazione - hanno prodotto grandi danni. L'uno e l'altro alterano la distribuzione della ricchezza fra le diverse classi sociali: e, sotto questo aspetto, l'inflazione è peggiore. L'uno stimola eccessivamente e l'altro intralcia la produzione della ricchezza; e qui la deflazione è più dannosa"* [Keynes, 2024 (1923); p. 3].

Nei decenni successivi alla Grande inflazione, tuttavia, data la sostanziale stabilità dei prezzi nelle economie avanzate, i processi redistributivi legati a inflazione o deflazione tanto importanti in passato non si sono verificati.

Pertanto, la letteratura si è concentrata sui riflessi sul grado di disuguaglianza delle variazioni del tasso d'interesse di policy. In questi contributi si è abbandonata l'ipotesi di omogeneità degli agenti alla base degli schemi neokeynesiani (RANK – Representative Agent new Keynesian models) per ipotizzare che gli agenti siano eterogenei (HANK – Heterogeneous Agent New Keynesian models) rispetto all'entità e alla struttura della ricchezza e alle forme di reddito percepite⁵.

Tenendo conto dei contributi di Coibion et al. (2017), Auclert (2019) possiamo così sintetizzare i principali canali attraverso cui variazioni del tasso di interesse di policy incidono sulla distribuzione di reddito e ricchezza:

- La *composizione del reddito*: mentre diverse famiglie percepiscono prevalentemente un reddito da lavoro, altre ricevono una rilevante quota del loro reddito da profitti e investimenti finanziari. Se una politica monetaria espansiva determina un aumento dei profitti e dei dividendi superiore a quello dei salari la

⁵ Per una survey di questa letteratura cfr. Colciago et al. (2019) e Seghezza (2025).

diseguaglianza aumenta. Nello stesso tempo, se la disoccupazione affligge principalmente famiglie a basso reddito, una politica monetaria espansiva, nella misura in cui contribuisce a ridurre il tasso di disoccupazione, riduce il grado di diseguaglianza.

- *La composizione del portafoglio*: se le famiglie a basso reddito tendono a detenere relativamente più circolante e depositi e meno titoli a lungo termine e azioni rispetto alle famiglie ad alto reddito, una diminuzione del tasso di interesse di policy tende ad accrescere la diseguaglianza.
- *La redistribuzione dei risparmi*: più bassi tassi di interesse vanno a beneficio dei debitori netti e a scapito dei creditori netti e dunque sotto questo profilo una politica monetaria espansiva riduce il grado di diseguaglianza.
- *L'esposizione al tasso di interesse* di attività e passività finanziarie: diversa, infatti, è la reazione a cambiamenti nel tasso di interesse di policy di strumenti indicizzati o a tasso di interesse fisso.

Dall'esame dei diversi canali di trasmissione degli impulsi monetari via tasso di interesse appena illustrati emerge che gli effetti della politica monetaria sulla distribuzione di reddito e ricchezza sono ambigui, come ambigui sono i risultati delle verifiche in merito ad esse (Colciago et al., 2019; Seghezza, 2025). Tale ambiguità risulta confermata anche con riferimento alle operazioni non convenzionali di politica monetaria. Alcuni studiosi, infatti, sostengono che il ricorso al Quantitative Easing da parte della Fed e delle altre banche centrali dei paesi avanzati, determinando ampi guadagni in conto capitale delle famiglie più ricche, avrebbe contribuito ad accrescere la diseguaglianza⁶.

Queste evidenze sono contrastate da altri studiosi secondo cui il Quantitative Easing ha consentito di contenere nelle economie avanzate gli effetti recessivi delle recenti crisi (da quella dei mutui sub-prime a quella del debito sovrano fino alla crisi pandemica) e i suoi riflessi negativi sul tasso di disoccupazione, contribuendo così a ridurre la diseguaglianza rispetto a quanto sarebbe accaduto altrimenti⁷. Scrive su questo aspetto Bernanke (2015): "Since the financial crisis the Federal Reserve has aggressively used monetary policy, including unconventional policies like quantitative easing, to promote job growth and keep inflation near the Fed's 2 per cent target. Progress has been made, even if has been slower than we would have liked. Unemployment which peaked at 10 per cent in 2009, is now 5,4 per cent and falling, and inflation appears gradually to be moving toward its target".

Al di là di quelle che possono essere le evidenze sugli effetti redistributivi della politica monetaria resta il fatto che tali effetti, anche se ci fossero, nel caso di una banca centrale indipendente, sono effetti non desiderati rispetto all'obiettivo finale di mantenere stabile nel tempo il valore della moneta. In questa prospettiva è del tutto condivisibile la posizione espressa nel 2023 dall'allora governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, secondo cui "... *inequalities must be taken into account by central banks, as they are intrinsically related to inflation and because they affect, and are affected, by monetary policy. Nevertheless, addressing inequalities remains primarily a*

⁶ Cfr. su questo aspetto tra gli altri Montecino e Epstein (2015), Domansky et al. (2016)

⁷ Cfr. per gli Stati Uniti Bernanke (2015) e Lee (2014); per l'Europa cfr. Casiraghi et al. (2018) e Lenza e Slacalek (2018).

responsibility of governments. Only governments possess, in fact, the democratic legitimacy to assess how much redistribution is needed. Only governments can apply the most suitable tools, including taxation, transfers, access to education and the provision of other public services not to mention market regulation”.

4. Banche centrali e cambiamento climatico

Fino a poco tempo fa, il cambiamento climatico non era considerato rilevante per la politica monetaria. Ciò era soprattutto dovuto al diverso orizzonte temporale di riferimento. La politica monetaria era finalizzata a stabilizzare le fluttuazioni del ciclo, ma era disinteressata al trend. Per contro, i cambiamenti climatici riguardavano tendenze di lungo periodo (Brunnermeier e Landau, 2020).

Tuttavia, l'accresciuta frequenza e intensità di eventi climatici disastrosi hanno aumentato la preoccupazione per il verificarsi dei cosiddetti “rischi fisici”, nello stesso tempo le misure poste in atto per contrastare il cambiamento climatico e i loro riflessi sulla struttura economica originano i “rischi di transizione”

I tipi di rischio appena menzionati possono riflettersi sulla trasmissione della politica monetaria e sulla stabilità finanziaria del sistema. Il cambiamento climatico può riflettersi sulla gestione della politica monetaria in tre modi: (Cœuré, 2018).

1. Può infirmare la capacità delle banche centrali di identificare gli shock sull'economia. Ad esempio, negli ultimi anni l'attività economica negli Stati Uniti ha presentato un inusuale rallentamento nell'ultimo trimestre dell'anno. L'impossibilità di cogliere statisticamente una stagionalità di questo fatto ha indotto gli esperti a ricondurlo agli inverni particolarmente freddi verificatisi in questo periodo;
2. La distribuzione temporale degli shocks può diventare sempre più incerta. Se i rischi legati al cambiamento climatico sono ignorati, aumentano i rischi di eventi catastrofici.
3. gli shock possono diventare persistenti. In assenza di una diminuzione della domanda di combustibili le economie possono essere esposte a shock frequenti, analoghi a quelli all'origine della Grande Inflazione, quando le banche centrali furono costrette a elevare il tasso di interesse di policy in misura pronunciata determinando così un drammatico rallentamento della crescita dell'output.

Oltre che riflessi sulla gestione della politica monetaria il cambiamento climatico ha inevitabili riflessi sulla stabilità finanziaria delle economie. I rischi fisici, come sono gli eventi disastrosi, hanno riflessi inevitabili sul valore di determinate attività delle banche il cui valore risulta compromesso da questi eventi. I rischi di transizione, derivanti da misure volte a contrastare il cambiamento climatico, a loro volta incidono in modo diverso sui costi di produzione delle imprese.

In alcuni casi esse possono pregiudicare la solidità economica e finanziaria di determinati tipi di imprese. Si pensi, ad esempio, all'introduzione di una “carbon tax”. Tale tassa determinerà, inevitabilmente, un aumento dei costi di produzione delle imprese che usano intensivamente combustibili fossili, infirmando la loro competitività e potenzialmente la loro redditività. Analogamente, regole che

promuovano la transizione dall'uso di auto a benzina o diesel ad auto elettriche può incidere negativamente sulla economicità di determinati settori produttivi.

Per quanto appena esposto, dato il loro mandato di garantire la stabilità dei prezzi e del sistema finanziario, le banche centrali, non possono non tener conto, nel perseguimento di questo mandato, delle ripercussioni sull'economia del cambiamento climatico e delle misure per contrastarlo.

Si pone tuttavia il problema di come le banche centrali debbano comportarsi. In merito sono emerse quattro diverse posizioni (Oman et al., 2022). La prima di queste posizioni tende ad assimilare i riflessi economici dei cambiamenti climatici a "esternalità negative". In questa prospettiva, le banche centrali non hanno alcun compito nella decarbonizzazione dell'economia, che resta esclusiva responsabilità del governo.

Tale opinione è condivisa da diversi economisti, tra cui Tirole (2019; p. 38), secondo cui l'azione delle banche centrali *"should not be 'polluted' through considerations that can be dealt with [using] other, proper instruments. Otherwise, central banks will soon face calls to correct market outcomes in other areas as well"*. Anche secondo Cochrane (2020; p. 13) le banche centrali dovrebbero focalizzarsi *"on their core narrow mission, and let the other institutions of society address big political causes"*.

Una seconda posizione è quella di chi ritiene che i cambiamenti ambientali manifesteranno i loro effetti in un lungo arco temporale (Carney, 2015)

Tali effetti incideranno inevitabilmente sulla stabilità del sistema finanziario. Le banche centrali, pertanto, proprio dato il loro mandato a tenere conto non solo della presente situazione, ma degli effetti prospettici, non possono non tenere conto del cambiamento climatico. Questa posizione è condivisa dalla maggior parte dei banchieri centrali e ha portato alla costituzione del Network for Greening the Financial System (NGFS, 2019) di cui fanno parte 95 banche centrali e la Banca dei Regolamenti Internazionali.

Una terza posizione, che muove fondamentalmente dal presupposto che i rischi per la stabilità finanziaria del cambiamento climatico dipendono in larga misura dal comportamento delle banche, e sono, quindi, di natura endogena, ritiene che il comportamento delle banche dovrebbe essere pro-attivo. In poche parole, esse dovrebbero attraverso misure monetarie incentivare la transizione all'economia verde. Tali misure potrebbero consistere in forme di *"Green Quantitative Easing"*, di condizioni di rifinanziamento più favorevoli per le banche con un portafoglio orientato alle imprese o a progetti "verdi", ecc. (Dafermos et al., 2018; Couppey-Soubeyran, 2020). In poche parole, si tratterebbe di direzionare l'attivo delle banche verso l'obiettivo della decarbonizzazione attraverso incentivi e restrizioni come accadeva negli anni Settanta sia pure con altri obiettivi.

Infine, una quarta posizione è rappresentata da quanti ritengono che, poiché le conseguenze del cambiamento climatico, al pari delle misure adottate per contrastarlo, sono imprevedibili, le banche centrali sono comunque esposte ai rischi connessi a queste conseguenze, indipendentemente da come esse pensino di prevenirli (Bolton et al., 2020; Svartzman et al., 2021).

Di qui la proposta di uno stretto coordinamento tra politiche monetarie, fiscali e di vigilanza in modo da ridurre il grado di incertezza. Tale proposta secondo alcuni implica un cambiamento profondo del mandato delle banche centrali che non può limitarsi alla stabilizzazione del valore della moneta, ma deve riguardare nuovi ambiti come il cambiamento climatico e la disuguaglianza redistributiva (Gabor, 2020; Van Tilburg e Simic, 2021).

Tuttavia, tenendo conto del mandato delle banche centrali illustrato in precedenza, il loro coinvolgimento in scelte di policy a contrasto del cambiamento climatico ne snaturerebbe la loro funzione fondamentale, ovvero mantenere stabile il valore della moneta nel tempo, coinvolgendo queste istituzioni nell'agone politico e pregiudicandone così la credibilità e infine la stessa indipendenza. Spetta ovviamente alle banche centrali, invece, conformemente al loro mandato, valutare come il cambiamento climatico e le misure di contrasto posano incidere sull'efficacia della trasmissione della politica monetaria e sulla stabilità del sistema bancario e finanziario. Per cui pare condivisibile il punto di vista del Presidente della Federal Reserve Powell, secondo cui:

"...it would be inappropriate for us to use our monetary policy or supervisory tools to promote a greener economy or to achieve other climate-based goals. We are not, and will not be, a "climate policymaker" (Powell, 2023; p. 5).

Conclusioni

Dopo la Grande Inflazione nei paesi avanzati, ma anche nei paesi emergenti e in via di sviluppo, sono state adottate riforme volte a dotare le banche centrali di indipendenza. Tali riforme presentano caratteristiche simili. Esse generalmente attribuiscono alle banche centrali il compito di perseguire la stabilità dei prezzi e prevedono meccanismi istituzionali che dovrebbero mettere in condizioni queste istituzioni di perseguire questo obiettivo. L'intento di queste riforme era quello di porre le banche centrali a garanzia del valore nel tempo della moneta nella forma di moneta-carta, presupposto per una sua diffusa accettazione.

La crisi finanziaria globale ha mostrato che il valore della moneta non è minacciato solo da inflazione o deflazione, ma anche dalla stabilità del sistema bancario e finanziario. Tale constatazione ha di fatto ampliato il mandato delle banche centrali attribuendo ad esse il compito di salvaguardare non solo il potere d'acquisto, ma in senso più lato il valore della moneta. Ciò ha comportato in molti paesi l'estensione delle responsabilità delle banche centrali alla vigilanza sulle banche e all'adozione di politiche macroprudenziali.

L'esercizio dei compiti attribuiti a queste istituzioni, in primis la conduzione della politica monetaria, ha inevitabilmente riflessi sulle variabili micro e macroeconomiche. Di qui l'osservazione di molti studiosi che l'indipendenza delle banche centrali, in particolare l'indipendenza di esse rispetto agli obiettivi finali (ad es. il target di inflazione) è incompatibile con la democrazia. Le decisioni che hanno impatto sulla crescita dell'output, dei prezzi, del tasso di disoccupazione spetterebbero agli organi elettivi in quanto rappresentanti della società.

Tuttavia, quando si considera la democrazia non in termini di rappresentanza, ma di tutela dell'individuo dalla dittatura della maggioranza e del Leviatano, l'indipendenza delle banche centrali, anche rispetto agli obiettivi appare compatibile con un regime democratico.

Essa, infatti, implica la decisione "costituzionale" di sottrarre la gestione della moneta carta dall'agone politico, nella consapevolezza che di essa si può fare un uso che pregiudica l'ordine democratico attraverso scelte di politica monetaria che favoriscono una redistribuzione di risorse a favore dello stato senza il previo consenso del parlamento o a favore dei gruppi di interesse "amici" e a sfavore di quelli "nemici" anche se con il consenso del parlamento.

Una volta precisato il mandato delle banche centrali come istituzioni indipendenti si può rispondere alla domanda se esse debbano e in che modo essere coinvolte in due problemi che affliggono oggi le economie avanzate: la crescente disuguaglianza e il cambiamento climatico.

La risposta a queste domande è che il compito di affrontare questi due problemi è tipicamente politico: esso spetta agli organi elettivi. Alla banca centrale compete, invece, la responsabilità delle politiche redistributive e le conseguenze del cambiamento climatico e delle misure atte a contrastarli non si ripercuotano sul valore attuale e atteso della moneta.

Bibliografia

- Auclert, A. (2019). Monetary policy and the redistribution channel. *American Economic Review*, 109, 2333-2367.
- Barro R.J., & Gordon. D.B. (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 12, 101-121.
- Barsky, R.B., & Kilian, L. (2000). A monetary explanation of the great stagflation of the seventies. *NBER, working paper*, n. 7547.
- Bernanke B.S. (2010). *Central Bank Independence, Transparency and Accountability*, intervento alla Conferenza Internazionale dell' Institute for Monetary and Economic Studies, Tokyo, 26 Maggio 2010.
- Bernanke, B.S. (2015). *Monetary Policy and Inequality*. Brookings blog.
- Blinder, A.S. & Rudd, J.B. (2008). The supply-shock explanation of the great inflation revisited. *NBER, working paper*, n. 14563.
- Blinder, A.S. (1979). *Economic Policy And The Great Stagflation*. Academic Press, New York.
- Bolton, P., Després, M., Pereira da Silva, L., Samama, F., & Svartzman P. (2020). Green Swans: central banks in the age of climate-related risks. *Banque de France Bulletin*. 229.
- Brunnermeier, M.K., & Landau, J.P. (2020). *Central Banks and Climate Change*, VoxEU.org, <https://voxeu.org/article/central-banks-and-climate-change>.
- Bruno, M., & Sachs, J.D. (1985). *Economics of Worldwide Stagflation*. Harvard University Press, Cambridge, MA.

- Carney, M. (2015). *Breaking the Tragedy of the Horizon-Climate Change and Financial Stability*. Lloyd's of London, London.
- Casiraghi, M., Gaiotti, E., Rodano, L., & Secchi, A. (2018). A "reverse Robin Hood"? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households. *Journal of International Money and Finance*, 85, 215-235.
- Cochrane, J. (2020). *Challenges for Central Banks*, Commenti alla Conferenza della BCE su "Monetary Policy: Bridging Science and Practice", Hoover Institution, Stanford University.
- Cœuré, B. (2018). *Monetary Policy and Climate Change*, intervento alla Conferenza su "Scaling up Green Finance: The Role of Central Banks", organizzata dal Network for Greening the Financial System, dalla Deutsche Bundesbank e dal Council on Economic Policies, Berlin, 8 November 2018.
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y., Kueng, L., & Silvia, J. (2017). Innocent bystanders? Monetary policy and inequality. *Journal of Monetary Economics*, 88, 70-89.
- Colciago, A., Samarina, A., & de Haan J. (2019). Central bank policies and income and wealth inequality: a survey. *Journal of Economic Surveys*, 33, 1199-1231.
- Coupey-Soubeyran, J. (2020). *The Role of Monetary Policy in the Ecological Transition: An Overview of Various Greening Options*. Veblen Institute for Economic Reforms, Paris.
- Dafermos, Y., Nikolaidi, M., & Galanis, G. (2018). Climate change, financial stability and monetary policy. *Ecological Economics*, 152, 219-234.
- Domanski, D., Scatigna, M., & Zabai, A. (2016). Wealth inequality and monetary policy, *BIS Quarterly Review*. March, pp. 45-64.
- Dowd, K. (1992). *The experience of free banking*. Routledge, London .
- Friedman, M. (1962). Should there be an independent monetary authority? In Yeager, L.B. (a cura di), *In Search of a Monetary Constitution*. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Friedman, M. (1994). *Money Mischief: Episodes in Monetary History*. Harcourt Brace & Company, New York.
- Friedman, M. (2014). Monetary policy structures. *Cato Journal*, 34, 631-656.
- Gabor, D. (2020). *Revolution without Revolutionaries: Interrogating the Return of Monetary Financing. Transformative Responses to the Crisis*. Heinrich-Böll-Foundation, Berlin.
- Glasner, D. (1989). *Free Banking and Monetary Reform*. Cambridge University Press, Cambridge, MA.
- Gordon, R.J. (1975). Alternative responses of policy to external supply shocks. *Brookings Papers in Economic Activity*, 6, 183-206.
- Hayek, F. (1976). *Denationalisation of Money*. Institute of Economic Affairs, London.
- Keynes, J.M. (1923). *A Tract on Monetary Reform*. Macmillan, London [tr. *La riforma monetaria*. Mondadori, Milano, 2024].
- Kydland, F.E., & Prescott, E.C. (1977) Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85, 473-492.
- Lee, D. (2024). Unconventional monetary policies and inequality. *Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports*, 1108.

- Lenza, M., & Slacalek, J. (2018). *How Does Monetary Policy Affect Income and Wealth Inequality? Evidence From Quantitative Easing in the Euro Area*. ECB working paper, n. 2190.
- Meltzer, A. (2009). *A History of the Federal Reserve*, vol. II, 1970-1986, Chicago, University of Chicago Press.
- Montecino, J.A., & Epstein, G. (2015). *Did Quantitative Easing Increase Income Inequality?* New York, Institute for New Economic Thinking, working papers, n. 28.
- Nelson, E. (2004). The Great Inflation of the Seventies: What Happened?, *Federal Reserve Bank of St. Louis. Working paper series*, n. 2004-001.
- NGFS (2019). *First Comprehensive Report – A Call for Action. Climate Change as a Sort of Financial Risk*. Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System, Paris.
- Oman, W., Salin, M., & Swartzman, R. (2022), Contending views on the role of central banks in the age of climate change: a review of the literature. In Kappes, S., Rochon, L.P., & Vallet, G. (a cura di), *The Future of Central Banking*. Edward Elgar, Cheltenham, UK.
- Orphanides, A. (2003). The quest for prosperity without inflation. *Journal of Monetary Economics*, 50, 633-663.
- Persson, T., & Tabellini, G. (1993). *Designing Institutions for Monetary Stability*. Carnegie Rochester Conference Series On Public Policy. 39, 59-84.
- Pittaluga, G.B., Seghezza, E., & Morelli, P. (2024). The myth of Federal Reserve de facto independence. *Economics and Politics*, 36, 1675-1702.
- Posen, A. (1995). Declarations are not enough: financial sector sources of central bank independence. In Bernanke, B.S., & Rotemberg, J.J. (a cura di), *NBER Macroeconomic Annual 1995, vol. 10*. MIT Press, Cambridge, MA.
- Powell J.H. (2023), *Central Bank Independence and the Mandate. Evolving Views*, Commenti al Symposium su “Central Bank Independence”, Sveriges Riksbank , Stockholm, Sweden, 20 January 2023.
- Ricardo, D. (1824). Plan for the establishment of a national bank. Ristampato in MacCulloch J.R. (ed.), *The Works of David Ricardo - With the Notice of the Life and Writings of the Author*, London, John Murray, 1871.
- Rogoff, K. (1985). The optimal degree of commitment to a monetary target. *Quarterly Journal of Economics*, 100, 121-127.
- Romer, C.D., & Romer, D.H. (2002). The evolution of economic understanding and postwar stabilization policy. *NBER, working papers*, 9274.
- Seghezza, E. (2025), Monetary policy and redistribution. In Jobst, C. e Ugolini, S. (a cura di), *The Routledge Handbook of the History of Central Banking*. Routledge, London (forthcoming).
- Seghezza, E., & Pittaluga, G.B. (2012). How and when exercising financial supervision can enhance central bank's independence. *Rivista Italiana degli Economisti*, 17, 249-272.
- Stiglitz, J. (1998). Central banking in a democratic society. *De Economist*, 146, 199-226.
- Summers, L.H. (2017), *Central Bank Independence*, intervento alla Conferenza della Bank of England su “Independence – 20 Years on”, London, 28 Settembre 2017.

- Tirole, J. (2019). *Institutional and Economic Challenges for Central Banking*, intervento al Convegno della BCE in onore di Benoît Cœuré su “Monetary policy: The challenges ahead” Benoît Cœuré, Frankfurt am Main, 17-18 December 2019, pp. 34--40.
- Tucker, P. (2018a). *Unelected power. The quest for legitimacy in central banking and the regulatory state*. Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Tucker, P. (2018b). Pristine and parsimonious policy: can central banks ever get back to it and why they should try. In Hartman, P., Huang, H., & Schoenmaker, D. (a cura di), *The Changing Role of Central Banking*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Van Tilburg, R., & Sismic A. (2021). Climate change and the ECB mandate. *Legally Green, policy paper*, July 2021.
- Visco I. (2023), *Inflation, Monetary Policy and Inequalities. Some Thoughts*, intervento alla Conferenza su “Central banks, financial markets and inequality”, Naples, 31 March 2023.
- Walsh, C. (1995). Optimal contracts for central bankers. *American Economic Review*, 45, 677-688.
- White, L. H. (1995). *Free Banking in Britain*. Institute of Economic Affairs, London.