



Moneta e Credito

Vol. 79 n. 313 (marzo 2026)

Note bibliografiche

Citera E., Sau L. e Tropeano D. (a cura di) (2025), *Central Banking, Monetary Policy, and the European Central Bank. Coping with the Challenges*, Cheltenham (UK) e Northampton (MA, USA): Edwar Elgar, pp. 209, ISBN: 9781035324262.

Questo recente testo tratta di temi tecnici ma che hanno un forte correlato con aspetti della politica economica e della politica in generale e che potremmo sintetizzare nella domanda: la Banca Centrale Europea (BCE) sarà pronta ad affrontare le prossime crisi finanziarie? Che nuove crisi finanziarie si vadano preparando è ormai opinione alquanto diffusa (*ex multis*: Clark, 2025; Elliott, 2025; Mancini, 2025). Questo tema cruciale viene affrontato nel testo sotto vari punti di vista suddivisi in tre parti concernenti rispettivamente: gli aspetti teorici che hanno guidato l'operato della BCE dalla sua nascita, il tema della finanza sostenibile e del cambiamento climatico e infine il funzionamento e le prospettive di sviluppo del sistema bancario europeo.

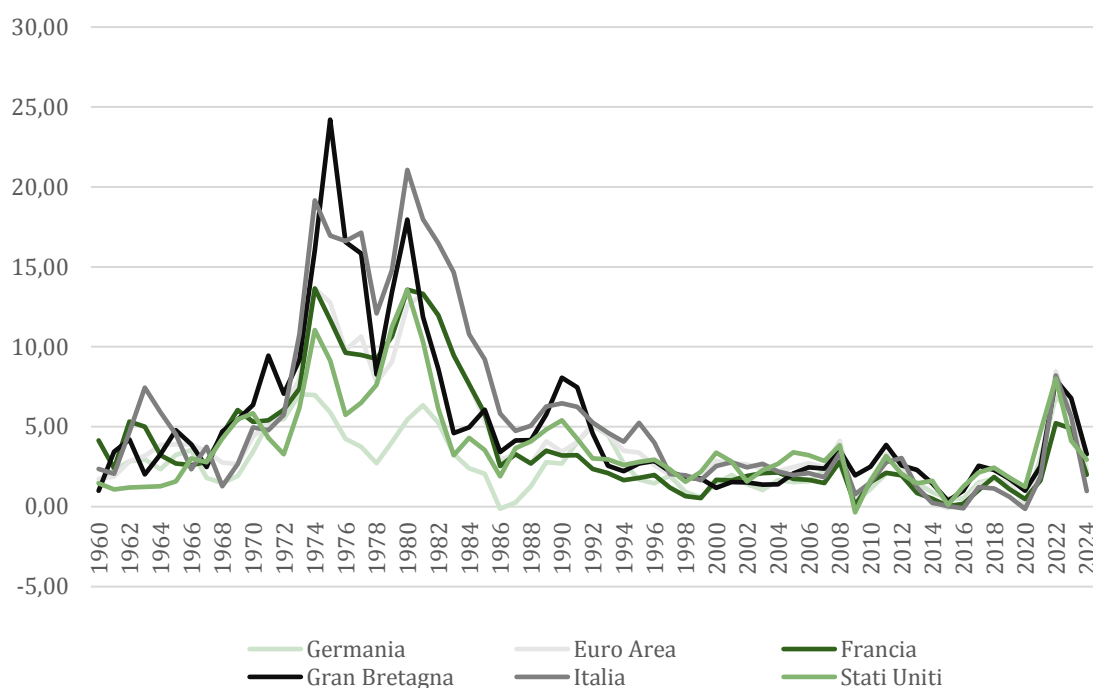
1. Teoria economica e BCE

Nella prefazione che apre il libro i curatori osservano che la BCE ha avuto successo nel contenere l'inflazione, obiettivo che costituisce la sua stessa ragion d'essere in base al Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, che considera la banca centrale l'elemento più importante del *policymaking* europeo: non a caso cita la BCE oltre 120 volte. Ora, sicuramente l'inflazione, dalla nascita dell'euro, è stata contenuta, ad eccezione della fiammata inflazionistica durata alcuni mesi, dopo lo scoppio della guerra in Ucraina (cfr. figura 1).

Tuttavia, come mostra il grafico in figura 1, la disinflazione è cominciata prima della nascita dell'euro e l'andamento dei prezzi è sostanzialmente lo stesso in Gran Bretagna e negli Stati Uniti, senza euro e BCE. Allo stesso tempo, però, un certo effetto si vede. Ad esempio, l'inflazione media negli Stati Uniti nel periodo 1960-2024 è stata del 3,76% contro il 4,32% dei paesi che costituiscono oggi l'eurozona, mentre la media dal 2000 in poi è del 2,3% per quest'ultima e del 2,6% per gli Stati Uniti, invertendo l'andamento precedente. Questo conferma che la BCE ha fatto un buon lavoro sul versante inflazione. Vi è comunque da osservare che la correlazione della dinamica dei prezzi tra eurozona e Stati Uniti, per fare l'esempio più rilevante, si situa attorno all'85-90%, a seconda dei periodi, a dimostrazione del fatto che l'inflazione dipende essenzialmente da dinamiche mondiali, seppure vi sia una certa influenza delle scelte delle singole banche centrali.



Figura 1 – Indice dei prezzi al consumo, periodo 1960-2024



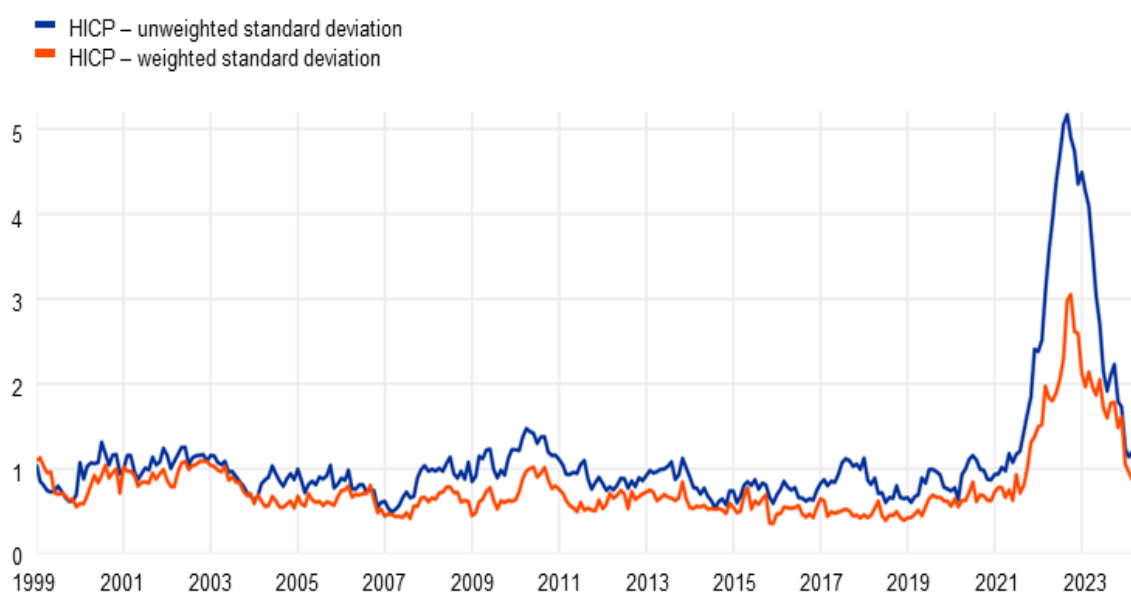
Fonte: World Bank (<https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2024&locations=XC&start=1999>)

A questo confronto internazionale va poi aggiunto uno specifico tema che la BCE deve tener presente, a differenza della Federal Reserve o della Bank of England: la dispersione. La BCE non può, infatti, solo accontentarsi di studiare la media dell'inflazione ma deve analizzarne la distribuzione tra i paesi. Poniamo che l'inflazione media dell'eurozona si situi sul 1% ma come risultato del fatto che in alcuni paesi dell'eurozona vi è deflazione attorno al 5% e negli altri un'inflazione attorno al 5%. Sicuramente questa situazione, che pure vedrebbe un'inflazione media entro il mandato formale della BCE, non ne rispetterebbe le finalità sostanziali. Ora, negli anni prima della nascita dell'euro, la dispersione inflattiva si è ridotta e la convergenza è proseguita anche in seguito (BCE, 2023). Tuttavia, con le crisi del 2007-2008 e del 2011-2012, che determinarono forti divergenze nelle condizioni macroeconomiche degli Stati membri, ma anche come semplice effetto statistico del raddoppio degli Stati che hanno adottato l'euro, si è prodotto un aumento della dispersione che si è aggravata durante la pandemia (Goujard e Beynet, 2022). In seguito, questa dispersione si è protratta per l'effetto della guerra in Ucraina sulle materie prime energetiche, molto differenziato tra i paesi europei, anche se poi è calata rapidamente, come si vede in figura 2 (Allayioti e Beschin, 2024).

Questi eventi hanno confermato che la politica monetaria non può, da sola, rimediare a scelte politiche difformi se non del tutto contrastanti, ad esempio in tema di spesa pubblica (Coutinho e Licchetta, 2024). L'aspetto più connesso ai temi del libro è che il rischio di dispersione dell'inflazione "è principalmente dovuto al deterioramento delle condizioni finanziarie" (Lhuissier et al., 2024) mentre un solido ancoraggio delle aspettative di inflazione in ciascun paese tende a mitigare questo rischio. Per questo la BCE tenta, appunto, di ancorare, attraverso le

proprie decisioni e la *forward guidance* le aspettative di inflazione (Neri et al., 2022; per un giudizio non del tutto positivo sulla *forward guidance* vedi de Haan, 2025). Ciò è però arduo quando la situazione finanziaria, così come lo stato del sistema bancario e gli spread sui titoli pubblici, vanno divergendo. Proprio l'esperienza concreta della BCE sottolinea uno degli aspetti che lega numerosi contributi del libro: non è possibile svolgere un'efficace politica monetaria senza considerare il funzionamento del sistema finanziario e le condizioni macroeconomiche nel loro complesso. Non basta occuparsi della quantità di moneta. L'ortodossia monetarista su cui è stata edificata la politica monetaria di Francoforte (prima e dopo la nascita della BCE) non risponde alle necessità dell'economia europea.

Figura 2 – Deviazioni standard dell'indice dei prezzi al consumo nell'eurozona, periodo 1999-2024



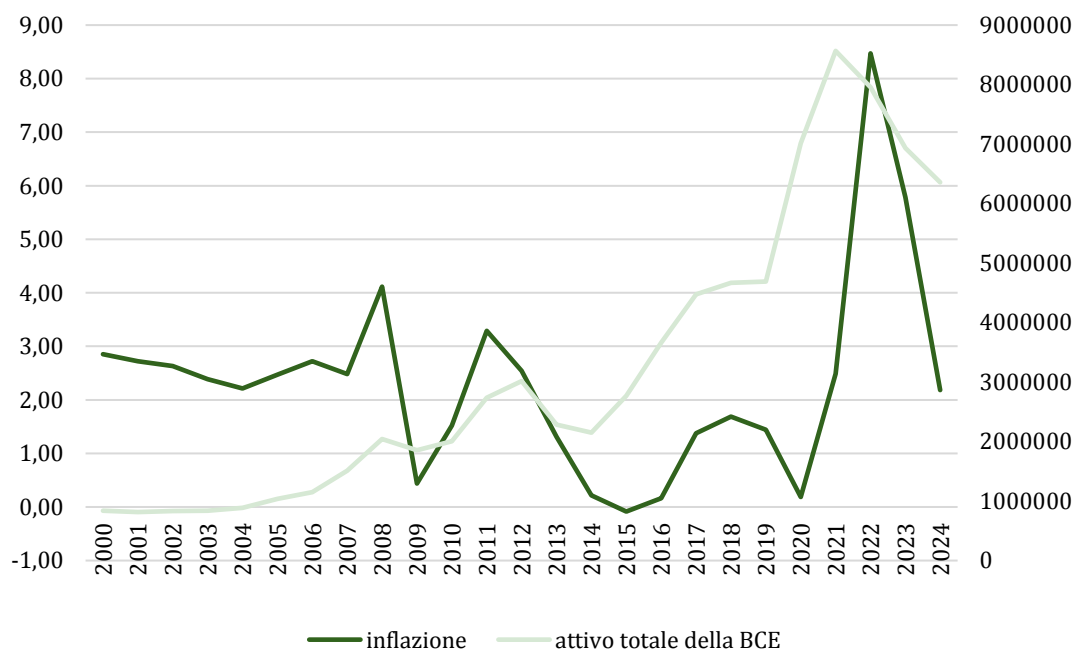
Fonte: Allayioti e Beschin (2024).

I curatori aprono dunque il primo capitolo domandandosi se la BCE è pronta per affrontare future crisi finanziarie. Pur con tutta la competenza e l'esperienza accumulata, la BCE soffre di un "peccato originale", l'idea che basti la stabilità dei prezzi per escludere l'instabilità, che è poi l'applicazione moderna dell'idea di mano invisibile: se lasciati a se stessi, i mercati sono stabili ed efficienti, è sufficiente legare le mani ai governi spendaccioni e ai sindacati massimalisti e ne consegue l'esito migliore possibile, inclusa la stabilità finanziaria. La crisi finanziaria mondiale ha dolorosamente dimostrato che la teoria – e la pratica – del *laissez-faire*, è fallimentare e la stabilità finanziaria va perseguita consapevolmente dal policy-maker. Affidarsi a strumenti quali la Taylor rule non è bastato per impedire lo sviluppo e l'esplosione di bolle creditizie e immobiliari. L'idea era che l'*asset inflation* non fosse un problema, una posizione che la stessa BCE ha poi corretto (Mersch, 2020). I curatori osservano che la nuova strategia introdotta dalla BCE nel 2021 attribuisce maggiore importanza al tema della stabilità finanziaria. Nei drammatici mesi del 2012, quando il destino dell'euro sembrava segnato dall'esplosione dello spread dei titoli dei "PIIGS", la

determinazione della BCE di Draghi garantì che l'instabilità non si tramutasse in *debacle*. Fu un successo, che tuttavia confermò un problema insormontabile dell'eurozona: l'asimmetria tra politica monetaria comune e politica fiscale nazionale. Come osservano i curatori, l'indipendenza della BCE è garantita dai Trattati istitutivi dell'Unione e questo ha dato alla banca centrale la piena libertà d'azione necessaria per salvare l'euro, ma ciò che è mancato è tutto il resto. La Commissione Europea non è paragonabile, per poteri e capacità di spesa, ai governi americano o di altre nazioni e non è stata in grado di evitare l'esplosione delle divergenze tra paesi "core" e "non core" tra paesi esportatori e importatori, e questo non solo durante le crisi del 2007-2008 e del 2011-2012, ma anche quando, con la crisi energetica susseguente allo scoppio della guerra in Ucraina, il diverso mix delle fonti energetiche tra gli Stati membri ha provocato una rapida divergenza nelle condizioni macroeconomiche. La BCE ha fatto la sua parte con le politiche non convenzionali, ristabilendo condizioni stabili nel sistema finanziario, ma in assenza di una politica fiscale unica e attiva, l'eurozona rimane un eterno incompiuto.

Nel capitolo di Bertocco e Kalajic, partendo dall'analisi delle varie versioni di teoria quantitativa della moneta, si critica il monetarismo che è alla base delle concezioni che animano la BCE, l'idea che l'inflazione sia esclusivamente un fenomeno monetario. In base a questa concezione, i prezzi sarebbero dovuti crescere enormemente dopo il 2008, quando i bilanci delle banche centrali esplosero per il moltiplicarsi delle operazioni di *quantitative easing*, come si vede chiaramente in figura 3.

Figura 3 – Attivo totale della BCE e inflazione dell'eurozona, periodo 2000-2024



Fonte: BCE (<https://data.ecb.europa.eu/main-figures/investment-funds/assets-and-liabilities>)

Il grafico in figura 3 mostra che l'inflazione non è cresciuta affatto assieme alla quantità di moneta, anzi questa stava diminuendo quando nel 2022 i prezzi hanno avuto una forte ascesa. Gli autori, oltre alla teoria quantitativa della moneta, rigettano anche la teoria dei *loanable funds* che reputano altrettanto errata e affrontano sotto il profilo della storia del pensiero economico, analizzando il dibattito tra Ohlin e Keynes sul ruolo delle banche, che contrariamente alla visione dei modelli tradizionali, hanno un ruolo attivo nella creazione di moneta. Vi è da dire che dopo la crisi del 2007-2008, la funzione attiva delle banche nella creazione di moneta è stata riconosciuta in diversi lavori, anche di ambito *central banking* (ad es., Mcleay et al., 2014 e Jakab e Kumhof, 2015). Al di là della scarsa pregnanza delle teorie che dovrebbero guidarne l'azione, in realtà la BCE è sempre intervenuta pragmaticamente durante le fasi di più intensa stabilità. Il pragmatismo della BCE non è però sufficiente. Infatti, se la BCE ha avuto successo nell'impedire crolli estesi delle banche europee, la crescita europea rimane anemica, anche per effetto dell'impianto disfunzionale della politica economica. Lo si vede nel confronto con gli Stati Uniti che hanno adottato una politica economica decisamente più espansiva. Se prima della crisi del 2008 l'eurozona aveva recuperato, dopo la crisi l'impianto monetarista della politica economica europea ha pesato significativamente sulla crescita con divergenze tra le due sponde dell'Atlantico ben visibili in figura 4.

Figura 4 – Valore del PIL degli Stati Uniti e dell'eurozona, periodo 2000-2024



Fonte: World Bank (<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=XC>)

Questa differente dinamica mostra il peso che un'errata impostazione della politica economica ha provocato sullo sviluppo dell'eurozona, messo bene in evidenza nel testo.

L'ultimo capitolo di questa prima parte, a cura di Diekmann et al., discute del tema della liquidità nell'eurozona. Gli autori osservano che la BCE, come mezzo basilare per regolare la

liquidità del sistema, ha sempre utilizzato i tassi di policy, il che ha funzionato sino alla doppia crisi mondiale 2008-2009 e 2022-2023, per non parlare della pandemia, quando il rischio di liquidità si fece drammatico e le autorità europee dovettero correre ai ripari. Venne sospeso il patto di stabilità e crescita e si emisero gli eurobond, passi coraggiosi ma che non portarono a un cambiamento dell'impostazione di fondo della politica economica che, passata l'emergenza, tornò al quadro tradizionale austeritario. Gli autori osservano che sarebbe necessario un Euro-Treasury, un'autorità europea in grado di indebitarsi e investire a livello di eurozona se non di Unione Europea. L'idea ha i suoi meriti, ma occorre riconoscere che è alquanto improbabile che veda la luce. Non c'è stato nessun passo nella direzione di una forma europea di politica fiscale, come si è visto in occasione della presentazione del rapporto Draghi. Lo stesso giorno in cui il rapporto venne presentato, l'allora ministro delle finanze tedesco Lindner escluse ogni apertura sul tema degli eurobond (Martuscelli, 2024). A un anno di distanza, il dibattito su questi temi è sì cambiato ma per altre ragioni: l'Europa è mobilitata sul piano degli investimenti bellici e lo spazio per altri investimenti, inclusa la transizione green, è esiguo. Si parla anzi della necessità di tagliare le spese sociali per rafforzare gli asset militari dell'Unione (Ganesh, 2025). Procedendo in direzione di un'Europa militarizzata, anche le funzioni della banca centrale muterebbero, e la BCE diventerebbe solo l'ufficiale pagatore dell'eurozona.

2. La BCE di fronte al cambiamento climatico e alle dinamiche delle banche europee

La seconda parte del libro tratta dei temi del *climate change risk* (CCR). Ora, dopo anni di vivo interesse del sistema bancario internazionale per l'argomento, gli ultimi mesi hanno visto un forte raffreddamento che ha condotto, tra l'altro, allo scioglimento della Net Zero Banking Alliance, dopo che numerosi importanti gruppi bancari internazionali avevano abbandonato l'iniziativa, per compiacere la nuova amministrazione della Casa Bianca (Gayle, 2025). Tuttavia, il tema rimane cruciale e meritoriamente il libro gli dedica una parte rilevante.

Il capitolo di Fontana tratta del *climate change* nella sua relazione con la BCE. Le banche centrali hanno compreso la necessità di occuparsi di questo tema per le sue interazioni con numerosi temi macroeconomici, a partire dalla crescita e dall'inflazione. L'esplosione dei prezzi delle materie prime energetiche nel 2022-2023 è un buon esempio, anche se, in quel caso, la causa immediata è legata a eventi bellici più che al CCR. Al di là dei diktat che arrivano da oltre oceano, quindi, la BCE deve mantenere un ruolo attivo per gli effetti che il CCR ha sulla politica monetaria e sulla stabilità finanziaria. Ad esempio, si moltiplicano gli studi sugli effetti del CCR sui canali di trasmissione della politica economica, attraverso il *repricing* degli asset finanziari e gli effetti ricchezza, e, nel contempo per il calo del valore dei cd *stranded assets* (Fodha et al., 2021). Non si tratta dunque, per le banche centrali, di inseguire una moda, ma di comprendere il funzionamento dell'economia nell'epoca della transizione energetica.

Gallo e Braga, nel loro capitolo, presentano appunto un modello macroeconomico che studia l'interazione della politica monetaria con il CCR per capire come facilitare la crescita degli investimenti green rispetto a quelli brown. L'idea è di favorire, attraverso i tassi, o anche i requisiti prudenziali sul versante della vigilanza bancaria, la crescita della finanza sostenibile. I lavori in sede NGFS (Network for Greening the Financial System, il network delle banche centrali in temi di sostenibilità) sono interessanti a tal proposito, anche se l'utilizzo di strumenti di mercato trova forti limiti per trasformare il panorama finanziario in tempi rapidi. Emerge comunque la necessità, per le banche centrali, di tener conto del CCR per aggiornare i propri modelli econometrici.

Nel terzo capitolo della sezione, Farvaque si domanda se l'indipendenza della banca centrale debba cambiare per affrontare il CCR. La risposta è che non c'è bisogno di cambiare l'assetto istituzionale: l'indipendenza rimane importante per permettere alla banca centrale di perseguire i propri obiettivi. Il tema, se mai, è proprio rifocalizzare il mandato istituzionale della BCE per porre la transizione al centro dell'azione della banca centrale. Sorge però un problema: l'agire della regola di Tinbergen. Se alla BCE (come a un'altra banca centrale) fosse esplicitamente assegnato un ulteriore compito, dovrebbe esserle fornito anche un ulteriore strumento, che si vada ad aggiungere alla manovra dei tassi. Ad oggi, però, nessuna proposta concreta è stata fatta per uno specifico strumento di policy relativo al cambiamento climatico.

Nella terza e ultima parte, il libro si sofferma su diversi temi connessi a cambiamenti ritenuti necessari per il funzionamento del sistema finanziario europeo.

Il capitolo di Rossi parte con un excursus storico sull'originale piano di Keynes esposto a Bretton Woods per una valuta mondiale. L'idea di Keynes su una valuta internazionale, in grado di stimolare la cooperazione internazionale e garantire la stabilità monetaria e finanziaria, era di creare un sistema che stimolasse questa cooperazione fornendo degli incentivi simmetrici ai paesi in deficit e in surplus in modo che vi fosse un interesse comune a cooperare. Come noto, la proposta di Keynes fu emarginata in favore delle proposte statunitensi che ponevano il dollaro al centro del sistema monetario mondiale, posizione che tuttora occupa. Come si vide drammaticamente nel 1971, quando Nixon pose fine al modello originale di Bretton Woods, il sistema non stimolava la cooperazione ma si basava piuttosto sui rapporti di forza tra valute e rispettive economie. Tuttora la relazione tra le valute è imperniata sui rapporti di forza più che sulla cooperazione, sebbene le banche centrali abbiano sempre collaborato, soprattutto nei momenti più difficili delle crisi finanziarie. È sorprendente che anche in Europa, pur con una valuta unica, sia stato strutturato un quadro normativo e di policy che non stimola la cooperazione e il pareggio commerciale e macroeconomico ma tratta in modo asimmetrico surplus e deficit pubblici e commerciali introiettando la preferenza per modelli di sviluppo *export-led*. Ai paesi in surplus non conviene – ed è anche praticamente difficile – espandere la propria economia per ridurre gli sbilanci con paesi in deficit, aggravando così gli squilibri dell'eurozona. È chiaro oggi che questi modelli non funzionano, spingendo a una continua deflazione salariale e a basare lo sviluppo sulla domanda proveniente da altri paesi che dunque dovranno presentare deficit commerciali. Questo svilupperà un inevitabile conflitto tra paesi esportatori e paesi importatori. È successo nell'eurozona tra paesi “*core*” e paesi “*non core*”, causando il crollo dell'economia greca dopo il 2012. Questi crescenti sbilanci, osserva Rossi, si riflettono nelle divergenze crescenti del sistema TARGET 2 (cfr. figura 5).

Una dinamica simile si vede all'opera ora tra Europa e Stati Uniti. Il crescente deficit commerciale americano verso l'UE è stata una delle ragioni del successo elettorale di Trump sia nel 2016 che nel 2024. L'epoca di guerre commerciali in cui siamo entrati rende critico continuare a perseguire un modello di sviluppo *export-led*. Un passo importante per cambiare strategia è costituito, secondo l'autore, dalla trasformazione dell'euro in una valuta comune internazionale, superando il suo attuale status di semplice *single currency* e cambiare di conseguenza anche la relazione tra BCE e singole banche centrali nazionali: la BCE dovrebbe diventare la banca che regola tutte le transazioni degli Stati membri, attualmente invece regolate dalle singole banche centrali. Questo aiuterebbe l'internazionalizzazione della moneta europea. Lo stesso autore è però pessimista sulla possibilità di un simile sviluppo.

Il capitolo di Zolea affronta il tema delle banche pubbliche. Nei decenni precedenti alla crisi del 2007-2008, la proprietà pubblica delle banche e obiettivi pubblici per il credito venivano visti come un incomprensibile residuo di errate concezioni passate. Anche le poche banche pubbliche

rimaste venivano spesso impiegate per favorire la crescita dei settori più aggressivi della finanza. Così le banche semipubbliche statunitensi Fannie Mae e Freddie Mac hanno contribuito in modo determinante a far crescere la bolla dei mutui subprime (Jaffee e Quigley, 2011). Negli ultimi anni, anche sulla scorta della dura lezione delle crisi finanziarie, diversi economisti hanno sottolineato la necessità di un rinnovato ruolo pubblico nel settore bancario, che vada oltre l'elemento emergenziale e di sostegno durante i crolli bancari. L'autore fa l'esempio degli studi della professoressa Mazzucato sullo "stato imprenditore" per evidenziare il mutato contesto in cui si svolge il dibattito sulle banche pubbliche oggi (Mazzucato e Penna, 2016). Un forte peso delle banche pubbliche potrebbe anche rendere l'operato della BCE più efficace. Ad esempio, le manovre di *quantitative easing* sviluppate dalla BCE dopo il 2008 hanno avuto un successo limitato per il rilancio dell'economia perché le banche erano restie a finanziare gli investimenti e quindi la crescita della liquidità si fermava nei bilanci bancari. Allo stesso modo, negli ultimi anni l'aumento dei tassi ha permesso un forte recupero di profittabilità del sistema bancario italiano ed europeo mentre l'economia nel suo complesso ristagnava. Una banca pubblica avrebbe potuto porsi target ambiziosi di investimenti, ad esempio nei settori green, al di là dell'immediato ritorno economico. Per questo l'autore osserva la necessità di attribuire un ruolo importante a banche che non mirino solo ai profitti immediati ma allo sviluppo del paese.

Figura 5 – Saldi trimestrali di TARGET 2 di Italia e Germania, periodo III/2008-I/2025



Fonte: BCE (<https://data.ecb.europa.eu/publications/ecbeurosystem-policy-and-exchange-rates/3030621>)

L'ultimo capitolo, a cura di Reale, parla del tema della frammentazione tra le banche europee, esplosa durante la crisi, che ha anche condotto alla segmentazione dei mercati intercreditizi su linee nazionali, incluso un *home bias* per quanto concerneva prestiti e *collateral* a garanzia degli

stessi. Viene giustamente osservato che prima della crisi il rischio di liquidità era sottostimato. In effetti nel framework regolamentare dell'epoca ("Basilea 2") il rischio di liquidità era sostanzialmente ignorato e il modello di business delle banche incorporava l'idea che la liquidità fosse sempre a disposizione in caso di necessità (Mastromatteo ed Esposito, 2016). Il sistema finanziario era pienamente succube di quello che Keynes definì il "feticcio della liquidità" definendolo la massima più antisociale della finanza ortodossa (Keynes, 1936, cap. 12). Anche in questo caso, la crisi del 2007-2008 ha costretto a correre ai ripari e il rischio di liquidità è tornato al centro della regolamentazione bancaria. Il capitolo osserva anche che questo problema per l'Europa è strutturalmente più critico, poiché a fronte di una banca centrale unica (e oggi anche della vigilanza unica), rimane la realtà di una pluralità di governi, politiche economiche, nazionali.

3. Commenti conclusivi

Questo lavoro è un'importante panoramica sui temi di maggior rilievo per il *central banking* europeo oggi. È però opportuno anche rilevare alcune assenze, per così dire, che avrebbero completato il quadro e che potrebbero trovare spazio in un'edizione ampliata e aggiornata del lavoro stesso.

In primo luogo, è assente nel libro una discussione sulla nuova struttura della supervisione bancaria in Europa. A seguito della doppia crisi 2007-2008 e 2011-2012, il sistema bancario europeo si è trovato in una situazione difficile che ha rimarcato la presenza di una contraddizione nel quadro istituzionale della supervisione bancaria: la politica monetaria, condotta unitariamente dalla BCE, basava il suo successo sull'azione delle banche commerciali operanti negli Stati membri, vigilate invece a livello nazionale in modi alquanto differenziati, dalle banche centrali nazionali o altre autorità. La situazione era fortemente difforme. Alcune banche centrali, come quella italiana, possedevano una lunga tradizione di vigilanza bancaria. In altri paesi la vigilanza era stata affidata ad autorità esterne al perimetro della banca centrale, come la BaFin tedesca, altre banche centrali non avevano mai svolto compiti di supervisione sul sistema bancario. Tutto ciò contribuiva alla divergenza negli effetti della politica monetaria sui singoli Stati membri. Le autorità europee decisero di cambiare radicalmente la situazione con l'istituzione dell'Unione Bancaria e del Meccanismo di vigilanza unico (cfr. Delgado, 2023, per una sintesi sull'origine e le ragioni dell'Unione). Nel giro di pochi mesi tutte le banche europee furono sottoposte alle stesse regole e procedure. La nascita dell'Unione Bancaria, pur non accompagnata da altre riforme, come la fusione dei fondi di tutela dei depositanti e la *capital market union* su cui le istituzioni europee puntano molto (Esposito e Mastromatteo, 2025), ha costituito comunque una trasformazione radicale del quadro regolamentare e operativo del *banking* europeo. Discutendo di stabilità finanziaria sarebbe stato importante introdurre questi temi.

Un secondo aspetto concerne il progetto di euro digitale. Il progetto prevede che la BCE lanci, accanto alle banconote in euro, una forma digitale di euro che costituisca una forma pubblica di valuta digitale accanto e per certi versi contro le criptoattività private, come le *stablecoins*, altamente volatili e speculative. Il progetto è ancora in una fase magmatica (per gli aggiornamenti si veda il sito: <https://www.bancaditalia.it/focus/euro-digitale/come/index.html>). Nella sua forma più ampia, l'euro digitale potrebbe spostare una quota significativa di depositi dalle banche commerciali alla BCE e cambiare radicalmente il complessivo modello di business delle banche europee. Si affianca ad altri progetti di valuta digitale delle banche centrali, in particolare quello cinese, mentre la Federal Reserve è stata bloccata dallo sviluppare un dollaro digitale dalla Casa

Bianca. L'irrompere di questa nuova forma di moneta è comunque un tema di gran rilievo appena sfiorato nei vari capitoli.

Le scelte divergenti sulla valuta digitale tra Stati Uniti ed Europa pongono un terzo aspetto su cui il libro dice poco: la nuova situazione politica internazionale. Il nuovo protezionismo, la seconda guerra fredda, il *reshoring*, il riarmo europeo dipingono un quadro delle relazioni internazionali nuovo e per certi versi inedito. Pongono anche un nuovo rapporto tra governo e banche centrali, particolarmente negli Stati Uniti (Ferguson e Hippold, 2025). In ultima analisi ciò dipende da aspetti oggettivi, come l'enorme crescita del debito pubblico. In particolare, negli Stati Uniti il debito pubblico è passato da 5 a 35 mila miliardi di dollari durante il ventunesimo secolo. Governo federale e Federal Reserve devono dunque collaborare strettamente per gestire il regolare *rollover* di questa massa immensa di debito. Quella che una volta si definiva *fiscal dominance* è tornata per la minaccia costituita dal peso del debito pubblico. L'equivalenza ricardiana acquisisce una nuova natura (Esposito e Mastromatteo, 2019). Lo scontro frontale tra Fed e Trump, al di là delle peculiarità del personaggio, segnala una nuova fase del rapporto tra politica fiscale e politica monetaria in cui diviene cruciale la gestione del debito pubblico; in questo contesto, i tassi, una volta manovrati con l'unico scopo di mantenere la stabilità monetaria, dovranno ora contemperare anche l'esigenza di ridurre il servizio del debito, tornando al problema di Tinbergen di sovraccaricare uno strumento di troppi obiettivi. Si preannuncia un periodo tempestoso per le banche centrali.

Lorenzo Esposito*

Banca d'Italia, Milano, e Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano
email: lorenzo.esposito@unicatt.it

Riferimenti bibliografici

- Allayioti A., Beschin A. (2024), "The Dynamics of Inflation Differentials in the Euro Area", *ECB Economic Bulletin*, n. 5, Francoforte: BCE. Disponibile online.
- BCE – Banca Centrale Europea (2023), "The Dispersion of Inflation across the Euro Area Countries and the US Metropolitan Areas", *ECB Monthly Bulletin*, aprile, Francoforte: BCE. [Disponibile online](#).
- Clark P. (2025), "How the Next Financial Crisis Starts", *Financial Times*, 26 Giugno. [Disponibile online](#).
- Coutinho L., Licchetta, M. (2024), "Inflation Differentials in the Euro Area at the Time of High Energy Prices", *Vox.EU*, 22 febbraio. [Disponibile online](#).
- De Haan J. (2025), "No Way Back? ECB's Forward Guidance and Policy Normalisation", *Politics and Governance*, 13(8953), pp. 1-19.
- Delgado M. (2023), "The Banking Union: What is it and How Does it Benefit Us?", *Banco de Espana*, 11 Novembre. [Disponibile online](#).
- Elliott L. (2025), "The Next Big Financial Crisis May Be Brewing. Warning Signs Are Already There", *The Guardian*, 25 settembre. [Disponibile online](#).
- Esposito L., Mastromatteo G. (2019), "Defaultnomics: Making Sense of the Barro-Ricardo Equivalence in a Financialized World", *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 933, Annandale-on-Hudson, NY. [Disponibile online](#).
- Esposito L., Mastromatteo G. (2025), "Le banche e la finanza nell'Europa del Rapporto Draghi", *Moneta e Credito* 78(310), pp. 121-139. [Disponibile online](#).
- Ferguson R.W., Hippold M. (2025), "The Importance of Fed Independence", *Council of Foreign Relations*, 7 agosto, New York. [Disponibile online](#).
- Fodha M., Kirat, D., Zaki C. (2021), "On Stranded Assets and Climate Risk: Are Financial Markets the Last Resort?," *ERF Working Papers*, n. 1526, Cairo: Economic Research Forum. [Disponibile online](#).
- Ganesh J. (2025), "Europe Must Trim its Welfare State to Build a Warfare State", *Financial Times*, 5 marzo.

* Le opinioni espresse dall'autore sono personali e non impegnano l'Istituto d'appartenenza.

- Gayle D. (2025), "Banking industry's net zero alliance shuts down amid faltering climate commitments", *The Guardian*, 3 ottobre. [Disponibile online.](#)
- Goujard A., Beynet P. (2022), "The Surge in Inflation Dispersion in the Euro Area: Key Drivers and Policy Responses", *Vox.EU*, 12 settembre, [Disponibile online.](#)
- Jaffee D., Quigley J.M. (2011), "The Future of the Government Sponsored Enterprises: the Role for Government in the U.S. Mortgage Market", *NBER Working Paper*, n. 17685, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research. [Disponibile online.](#)
- Jakab Z., Kumhof M. (2015), "Banks Are not Intermediaries of Loanable Funds, and Why This Matters", *Working Paper*, n. 529, London: Bank of England. [Disponibile online.](#)
- Keynes J.M. ([1936] 2018). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Londra: Palgrave Macmillan.
- Lhuissier S., Ortman A., Tripier F. (2024), "The Risk of Inflation Dispersion in the Euro Area", *Working Paper*, n. 954, Paris: Banque de France. [Disponibile online.](#)
- Mancini J. (2025), "Bill Gates Said 'Yes' Another Financial Crisis Like 2008 Is Coming — 'It Is Hard To Say When, But This Is a Certainty'", *Yahoo.Finance*, 6 ottobre. [Disponibile online.](#)
- Martuscelli C. (2024), "Mario Draghi's Plan to Fix a Broken Europe Already Looks Impossible", *Politico.EU*, 9 Settembre. [Disponibile online.](#)
- Mastromatteo G., Esposito L. (2016), "Minsky at Basel: A Global Cap to Build an Effective Postcrisis Banking Supervision Framework", *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 875, Annandale-on-Hudson (NY): Levy Economics Institute. [Disponibile online.](#)
- Mazzucato M., Penna C. (2016), "Beyond Market Failures. The Market creating and shaping Roles of State Investment Banks", *Journal of Economic Policy Reform*, 19(4), pp. 305-326.
- McLeay M., Radia A., Thomas R. (2014), "Money Creation in the Modern Economy", *Quarterly Bulletin*, n. 1, London: Bank of England.
- Mersch Y. (2020), "Asset Price Inflation and Monetary Policy", Lussemburgo: INVESTAS. [Disponibile online.](#)
- Neri S. et al. (2022), "On the Anchoring of Inflation Expectations in the Euro Area", *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 712, Roma: Banca d'Italia. [Disponibile online.](#)