

***DIPARTIMENTO: Economia e Direzione di Impresa
CATTEDRA: Storia della finanza e dei sistemi finanziari***

***La Banca centrale europea e la Riserva Federale americana:
un confronto tra gli interventi convenzionali e non
convenzionali di politica monetaria.***

RELATORE

Prof. Giuseppe Di Taranto

Laura Fedele

Matr. 638371

CORRELATORE

Prof. Ernesto Monti

2012/2013

Indice

Introduzione

Capitolo 1 – La Banca Centrale Europea

1. Nascita ed evoluzione della Banca centrale europea
 - 1.1 Il bisogno di un equilibrio economico-monetario
 - 1.2 L'eccessiva circolazione di dollari in Europa e la crisi di Bretton Woods
 - 1.3 Verso un'unione monetaria e una banca centrale unica
 - 1.4 Il Sistema Monetario Europeo
 - 1.5 Il Piano Delors concepisce la Banca centrale europea
 - 1.6 Il Trattato Maastricht
 - 1.7 Le tre fasi dell'Unione Economica Monetaria
2. L'indipendenza della Banca Centrale Europea
 - 2.1 Un fine vincolante, gli strumenti discrezionali
 - 2.2 Indipendenza non significa isolamento
3. La struttura della Banca Centrale Europea
 - 3.1 Il SEBC e l'Eurosistema
 - 3.2 La Banca Centrale Europea e le Banche Centrali Nazionali
 - 3.3 Processo decisionale dell'Eurosistema e della BCE
 - 3.4 Accentramento delle decisioni, decentramento delle attività di analisi e dell'operazioni
4. Gli obiettivi della BCE
 - 4.1 Un Sistema di obiettivi
 - 4.2. La scelta degli obiettivi
 - 4.3 La stabilità dei prezzi
 - 4.4 I costi dell'inflazione

Capitolo 2 – Federal Reserve System

1. Nascita ed evoluzione istituzionale
 - 1.1 Il dibattito sull'istituzione di una banca federale
 - 1.2 La costituzione e le competenze della federazione in materia monetaria e bancaria
 - 1.3 Il sistema bancario e la ratifica della Costituzione
 - 1.4 La First and Second bank of the United State: banche private nell'interesse pubblico
 - 1.5 La nascita della First bank of the United States e il dibattito tra federalisti e antifederalisti
 - 1.6 La Second bank of the United States
 - 1.7 Il tentativo di istituire la terza banca nazionale
 - 1.8 L'età del Free Banking
 - 1.9 La creazione del Federal Reserve System
 - 1.10 Le riforme degli anni '30

1.11 Il *Glass- Steagall Act* e il *Banking Act*: dalla creazione del FOMC ai giorni nostri

2. Indipendenza della Fed

- 2.1 Quanto è indipendente la Federal Reserve?
- 2.2 Il concetto di indipendenza nel sistema americano
- 2.3 La relatività storica del concetto di indipendenza
- 2.4 Analisi comparata di indipendenza tra FED e BCE

3. Struttura del Federal Reserve System

- 3.1 Organizzazione e funzioni
- 3.2 Le Commercial Banks
- 3.3 Le Federal Reserve Banks
- 3.4 Il Board of Governors
- 3.5 Il Federal Open Market Committee e le Commissioni Consultive
- 3.6 La Banca Centrale Europea e il Federal Reserve System: due sistemi federali a confronto

4 Obiettivi della Federal Reserve

- 4.1 La Stabilità dei prezzi e gli altri obiettivi
- 4.2 Un confronto con gli obiettivi della Bce

Capitolo 3 – Interventi di politica monetaria a confronto

1. La politica monetaria della Federal Reserve

- 1.1 Le Funzioni della Banca centrale americana: l'attenzione al Pil reale
- 1.2 Le politiche per controllare il credito
- 1.3 Gli strumenti di politica monetaria

2. La politica monetaria della BCE

- 2.1 Le strategie di politica monetaria della Bce
- 2.2 Gli strumenti di politica monetaria
- 2.3 La BCE all'opera: in che modo la politica monetaria europea si è differenziata da quella americana.

3. La crisi: dalle politiche convenzionali a quelle non convenzionali

- 3.1 La politica della Fed durante la crisi dei mutui subprime
- 3.2 La Fed e il fallimento di Lehman Brothers
- 3.3 La risposta della Bce e della Fed alla crisi del 2007: il Quantitative easing

Conclusioni

Introduzione

La Banca centrale è la principale autorità monetaria di una nazione, un'istituzione di primaria importanza in tutti i Paesi economicamente sviluppati. Il compito principale, ma non unico, di una banca centrale è gestire la politica monetaria di un Paese, ossia intraprendere le opportune azioni di controllo dell'offerta di moneta per influenzare il sistema economico e raggiungere un preciso obiettivo macroeconomico.

La politica monetaria è una scoperta relativamente recente, quasi casuale. Negli statuti delle banche centrali più antiche non si trova traccia della politica monetaria, intesa come regolazione dei tassi di interesse e/o della quantità di moneta per raggiungere obiettivi economici.

In essi si parlava di emissione di banconote, di operazioni sui mercati finanziari, di sconto in favore delle banche, non di politica monetaria. La scoperta che nell'attività della banca centrale, soprattutto dopo lo sganciamento delle monete dall'oro, c'è una componente discrezionale importante da meritare la qualifica di "politica" è avvenuta a partire dal sistema dei pagamenti. L'affermarsi della banca centrale come banca delle banche, le cui passività servono a regolare debiti e crediti tra le banche commerciali, è stata la condizione per capire che la banca centrale può influire sull'andamento dell'economia. Le passività della banca centrale sono un fattore indispensabile per le operazioni delle banche e dell'intero sistema finanziario, che influenzano l'attività economica complessiva. Il funzionamento di trasmissione dell'azione della banca centrale sulle decisioni di famiglie e delle imprese può essere analizzato con efficacia attraverso gli effetti sui tassi di interesse.

La liberalizzazione degli scambi ha ormai da tempo condizionato la libertà dei paesi nella gestione della politica monetaria. La tendenza dei paesi a fissare i tassi di interesse a un livello non coerente con quelli prevalenti all'estero genera i flussi di capitali che alterano il suo tasso di cambio e le stesse condizioni monetarie, fino a rendere vana la politica monetaria prescelta. Emerge, pertanto, una sistematica contraddizione fra libertà degli scambi, sovranità monetaria nazionale e stabilità dei tassi di cambio.

L'ipotesi che una politica monetaria possa essere indipendente, e cioè sovrana, è sbagliata. Le scelte della Banca centrale europea non sono libere da quelle della Banca centrale americana, la Federal Reserve, e lo sono ancora meno quelle dei Paesi emergenti, in particolar modo quelli che fanno parte di "dollarolandia", l'aria monetaria che gira attorno alla valuta Usa. Risulta, pertanto, evidente che l'attesa di un rialzo dei tassi di interesse Usa, che ormai sembra

avvicinarsi, scateni tensioni anche in India, Indonesia o in Brasile. Ciò significa che prima o poi il dollaro salirà e che i Paesi di tutto il mondo dovranno impegnarsi per mantenere il proprio cambio con il proprio modello di sviluppo e di politica monetaria.

Questa situazione diventa particolarmente complicata per quei paesi i cui conti con l'estero non sono ottimali e necessitano di risorse internazionali per finanziare i disavanzi, mandando, così all'esterno segnali di debolezza, di rischio e di bisogno.

Questa inevitabile connessione tra le decisioni dell'istituto che regola le operazioni di politica monetaria nel

nostro continente, la Banca centrale europea, e le decisioni monetarie del sistema federale americano creano un interessante un parallelismo tra due istituti nati in epoche e contesti differenti.

Il presente elaborato, dopo aver inquadrato il contesto storico in cui sono nate e cresciute la Banca centrale europea e la Banca centrale americana, si concentrerà sugli effetti della rispettive politiche monetarie, nonché su un confronto tra i principali interventi in vista delle diverse realtà in cui versano le economie dei due paesi.

La funzioni che la Bce e la Fed svolgono nei rispettivi mercati finanziari e nell'economia globale ha le sue ragioni innanzitutto nel modo in cui tali organizzazioni funzionano e, in secondo luogo, tale funzionamento è influenzato dalla diversa condizione di indipendenza, rispetto ad altri poteri, in primis a quello politico, in cui operano questi due istituti.

Il lavoro si apre, pertanto, con un capitolo dedicato interamente alla Banca centrale europea, analizzandone la nascita, l'evoluzione, l'indipendenza, la struttura e gli obiettivi. Il Secondo capitolo, riprenderà parallelamente la struttura di quello precedente, ma avrà come oggetto l'istituto centrale americano.

Il 1° gennaio 1999 inizia la terza fase dell'UEM con la quale viene introdotto l'euro come moneta unica e si ha il trasferimento delle competenze di politica monetaria alla Banca centrale europea. E' il momento principale dell'integrazione economica europea e della creazione dell'Unione Europea, che era già stato previsto dal Rapporto Delors del 1989 e decretato nel 1993 dal Trattato di Maastricht. La circolazione della moneta unica ha inizio dal 2002, ma già dal 1999 i Paesi sono vincolati al rispetto di determinati tassi di conversione delle monete nazionali. Dal 1999 fino all'entrata in vigore del trattato di Maastricht, i paesi designati ad adottare l'euro perseguono una convergenza nella politica economica, basata sul rispetto di requisiti quali la stabilità dei prezzi, solidità della finanza pubblica, tassi di cambio stabili e tassi di interesse a medio-lungo termine bassi e stabili.

Il primo tra questi requisiti, la stabilità dei prezzi, è proprio l'obiettivo primario della politica monetaria della BCE. Nel corso degli ultimi decenni, d'altro canto, anche i governi di altri Paesi, sempre più consapevoli del costo sociale ed economico dell'inflazione, si sono concentrati sul mantenimento della stabilità dei prezzi come obiettivo della politica monetaria, definita come inflazione bassa e stabile.

Il mandato della BCE che fissa la priorità dell'obiettivo della stabilità dei prezzi e prevede la possibilità di perseguire altri obiettivi, che non siano in conflitto con la stabilità, è un mandato gerarchico, differenziandosi così da quello seguito dalla Banca centrale americana.

Gli Stati Uniti giunsero in ritardo rispetto a molti dei paesi sviluppati che avevano da lungo tempo istituito la propria banca centrale; nonostante avessero sperimentato varie volte delle banche centrali nella loro storia ne crearono una definitiva solo nel 1913 quando il Congresso istituì il *Federal Reserve System*.

Gli Stati Uniti furono in ritardo nel controllo del proprio sistema monetario sia per la mancanza di fiducia nelle autorità centrali, che ha sempre caratterizzato la politica e la cultura statunitensi; sia per le notevoli dimensioni e l'estrema varietà del paese, nonché per la paura che una banca centrale potente potesse essere dominata dagli interessi di una regione a scapito delle altre.

Tali caratteristiche spiegano perché la banca centrale statunitense sia formalmente così diversa dalle banche centrali europee prima dell'avvento dell'unione monetaria europea. Una differenza principale è espressa dal nome stesso dell'istituzione, *Federal Reserve System*, che non include la parola centrale o banca, e non allude quindi esplicitamente a un potere centralizzato.

Un'altra differenza consiste nel modo in cui il sistema è organizzato: invece di avere un'unica banca centrale, gli Stati Uniti sono suddivisi in 12 diverse regioni, ognuna servita dalla propria Federal Reserve Bank.

A differenza delle altre banche centrali, inoltre, la Fed, ha un mandato duale per raggiungere due obiettivi di uguale importanza: la stabilità dei prezzi e la massima occupazione. Questo è quanto previsto sulla carta, ma in realtà, le due banche centrali sono molto più vicine di quanto si possa pensare.

Gli obiettivi che si pongono i due istituti centrali, in particolare la stabilità dei prezzi, acquistano validità per la condizione di indipendenza in cui si trovano, per statuto, le due banche centrali. Un soggetto completamente autonomo e indipendente dalle influenze esterne, soprattutto politiche, è nello stato migliore per operare ai fini del controllo dei prezzi.

Certamente più di quanto non possa avvenire per l'autorità di governo, per esempio, che deve perseguire per forza gli obiettivi di politica economica e che difficilmente darà priorità alla stabilità dei prezzi.

Su queste basi si realizzano le politiche monetaria dei due istituti, che saranno analizzate nel terzo capitolo dell'elaborato, attraverso un'analisi del passaggio dagli interventi convenzionali a quelli non convenzionali necessari in tempo di crisi.

La Fed è da sempre preoccupata di mantenere il sistema economico perfettamente al livello del prodotto potenziale in quanto le deviazioni in entrambe le direzioni sono molto costose per il sistema economico. Il Trattato di Maastricht, invece, sancisce la primarietà dell'obiettivo della stabilità dei prezzi.

Nonostante la differenza, almeno cartacea, degli obiettivi, i principali strumenti necessari, non soltanto per combattere le pressioni inflazionistiche, ma, più in generale, per raggiungere gli obiettivi del controllo del credito sono essenzialmente gli stessi: la politica delle riserve obbligatorie di liquidità, la politica dello sconto, la politica del mercato aperto, il rifinanziamento marginale.

Le azioni di politica monetaria dei due istituti, quindi, si realizzano e hanno la loro influenza sull'economia, attraverso due canali: quello dei tassi di interesse e quello delle riserve bancarie che, a loro volta, influenzano l'offerta di credito. Ci sono dei casi, d'altronde, in cui i canali dei tassi e del credito non hanno più rilievo e la politica convenzionale della banca centrale inizia a perdere la sua efficacia.

La crisi economica e la mancanza di fiducia spingono gli investitori a detenere liquidità e a non comprare titoli a scadenza medio-lunga. In questa situazione, l'abbassamento del tasso di riferimento non avrà alcun risultato e le banche centrali tendono ad adottare politiche non convenzionali. Tra queste, quella che maggiormente risalta, anche perché attualmente utilizzata, è il cosiddetto *Quantitative Easing*.

Si tratta di una creazione massiccia di liquidità che viene fatta con lo scopo di immettere liquidità nel mercato, per esempio attraverso acquisto di Titoli di Stato da parte delle banche centrali, nella speranza che le banche utilizzino le loro scorte monetarie in eccesso.

Osserveremo come hanno reagito i due istituti di fronte alla crisi finanziaria globale, partita con il mercato dei mutui subprime e aggravatasi con il fallimento della banca americana Lehman Brothers. Nell'agosto 2007, di fronte ad un clima di reciproca diffidenza tra le banche che ha gravemente compromesso le condizioni del credito interbancario e, di conseguenza, il funzionamento del mercato monetario dell'area dell'euro, la BCE è intervenuta immettendo

liquidità overnight nei mercati monetari interbancari mediante una serie di operazioni di regolazione puntuale (fine tuning) ed erogando liquidità aggiuntiva tramite le operazioni convenzionali. Nel dicembre 2007 la BCE, in collaborazione con il Federal Reserve System, ha iniziato a offrire finanziamento in dollari alle banche dell'area dell'euro, per combattere la carenza di liquidità in tale valuta.

Quando nel 2010 e il 2012 i mercati finanziari e in particolare quelli dei titoli di Stato hanno subito una grave crisi, In conformità al Trattato, che vieta l'acquisto diretto dagli Stati, sono stati ammessi solo acquisti nel mercato secondario (a prezzi di mercato). In quell'occasione la BCE ha deciso di realizzare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a 36 mesi, ha ampliato la disponibilità di garanzie e ha annunciato l'eventuale conduzione di operazioni definitive monetarie, ODM, interventi condotti nei mercati secondari dei titoli di Stato per far fronte alle gravi distorsioni ivi presenti, che derivano in particolare dai timori infondati degli investitori sulla reversibilità dell'euro.

La crisi finanziaria iniziata nel 2007 ha spinto, quindi, la BCE ad adottare politiche monetaria capaci di stimolare le economia. cosa che ha fatto anche la Fed americana, che ha introdotto strumenti di politica monetaria non convenzionali. Il più importante è stato il Quantitative Easing 1 (QE1), dichiarato il 18 Marzo 2009, che consisteva nell'immissione di liquidità attraverso l'acquisto di 1.200 miliardi di dollari di agency mortgage-backed securities e di 100 miliardi di dollari di agency debt. Era previsto, inoltre, l'acquisto di 300 miliardi di dollari di titoli di stato a lungo termine entro i successivi 6 mesi. Dopo un anno e mezzo dall'intervento del QE1, la Fed ha proceduto ad acquistare altri 600 miliardi di dollari di titoli di stato entro la fine del Giugno 2011, attraverso operazioni per 8 mesi dell'ammontare di 75 miliardi di dollari. Il nuovo utilizzo di strumenti non convenzionali fu chiamato Quantitative Easing 2 e fu necessario per la continua ed altissima disoccupazione e la paura di deflazione creatasi in questi anni a livello mondiale.

Non potendo aggiustare al ribasso i tassi sotto il suo controllo, la Fed ha mantenuto il tasso sui Fed funds ad un livello tra tra 0 e 0,25% per un lungo periodo di tempo e ha effettuato nuovi acquisti su larga scala di titoli a lunga scadenza. Bernanke, subito dopo l'annuncio dell'operazione, dichiarò che il QE2 avrebbe avuto lo stesso risultato di una riduzione del tasso sui Fed funds di 75 bps.

Lo scopo delle misure adottate negli Stati Uniti prima e seguite a rallentatore dalla Banca centrale europea è stato, quindi, all'inizio quello di allontanare l'economia americana da una vera e propria "Grande Recessione", e poi di abbassare i tassi reali a lungo termine per

innestare la crescita. Si tratta di un obiettivo ancora ben lontano a causa delle continue difficoltà in cui si trovano i consumatori americani, troppo indebitati e poco positivi sulla crescita futura.

Capitolo 1 – La Banca Centrale Europea

1. Nascita ed evoluzione della Banca centrale europea

1.1 Il bisogno di un equilibrio economico-monetario

La nascita di una banca centrale in Europa ha designato uno step fondamentale per la realizzazione di un'area a valuta unica.

Nella seconda metà degli anni gli ormai mutati rapporti nella parità tra oro e argento, dovuti principalmente alle continue oscillazioni della produzione e, conseguentemente, dei prezzi relativi furono la causa di non poche difficoltà nello sviluppo dei rapporti commerciali. La necessità di rafforzare il sistema monetario spinse nel dicembre del 1865 alcuni paesi europei, tra i quali Italia, Francia, Svizzera e Belgio, a formare un'unione monetaria che impegnava tutti i paesi partecipanti ad accettare le monete d'oro e d'argento emesse da ciascuno di essi. Il fine ultimo dell'intesa era quello di potenziare il sistema bimetallico attraverso regole comuni sulla coniazione delle monete d'oro e d'argento, avendo le stesse un rapporto tra loro di 1 a 1,50. Pochi anni dopo aderirono all'accordo anche gli Stati Pontifici, la Romania, la Grecia, Venezuela, Colombia e Cile.

Non furono pochi, d'altro canto, i fattori che impedirono lo sviluppo dell'Unione: "la mancanza di un'unione doganale, la guerra del 1870 fra Francia e Germania, l'utilizzo da parte di questa ultima del sistema monometallico aureo."¹

Il mancato successo costituì la base per la costituzione di un nuovo sistema monometallico basato sulla circolazione dell'oro, il *gold standard*, adottato per la prima volta in Gran Bretagna nel 1816. Pochi mesi dopo anche Germania, Russia e America ancorarono le loro monete al prezioso metallo. Si fissava l'unità monetaria e si determinava il contenuto in oro, si parlava della cd "parità monetaria". Una lira valeva 0,04677 grammi di oro.

D'altro canto, quella che era la caratteristica portante del sistema monometallico, si rilevò anche il suo grande limite. Il rigido legame con l'oro, rendeva il sistema poco

¹ Morselli A., *Nascita ed evoluzione della Banca centrale europea. Aspetti istituzionali, economici e monetari*, Città Aperta, 2009

flessibile e incapace di superare i gravi disordini economici e monetari derivanti dalla prima guerra mondiale, spingendo i paesi dell'Unione ad adottare un sistema "monetario cartaceo a base inconvertibile". " I biglietti non sono convertibili in oro, laddove la massa monetaria viene stabilita quantitativamente dall'autorità statale, indipendentemente dalle riserve auree possedute." ²

Nello stesso tempo, iniziò a diffondersi una rilevante ostilità nei confronti del sistema dei cambi flessibili che negli anni Trenta era stato la principale causa di politiche capaci di incrementare la produzione e l'occupazione di una nazione a spese di un'altra. La diretta conseguenza fu una crescente ostilità nazionale nella zona Europa. Diventava , quindi, fondamentale mantenersi all'interno di un regime di cambi fissi.

Era prioritario individuare una soluzione ai problemi monetari internazionali che scaturirono dalla seconda guerra mondiale. Bisognava sopprimere i deficit di bilancio. Le risorse necessarie a tal fine, d'altro canto, avrebbero spinto molte nazioni a frenare gli acquisti dall'estero in modo da ripristinare l'equilibrio nella bilancia dei pagamenti. Il rischio era quello di creare un circolo vizioso di limitazioni al commercio internazionale, contrario all'urgenza di eliminare gli ostacoli alle transazioni finanziarie.

"Diventava, quindi, fondamentale un sistema cooperativo per risanare le condizioni di equilibrio tra le economie nazionali." ³

Nasceva, così, nel 1944, a Bretton Woods, un accordo tra le nazioni avente il fine di regolare l'organizzazione monetaria internazionale. L'idea di fondo era che per realizzare una stabilità monetaria di lunga durata, era necessaria un' efficiente cooperazione internazionale e che, quindi, ogni paese doveva accettare delle restrizioni alla propria sovranità.

Uno dei principali aspetti di Bretton Woods era la possibilità di riportare in equilibrio le bilance dei pagamenti attraverso un meccanismo di pagamenti multilaterale. Per la realizzazione di tale sistema furono istituiti il Fondo Monetario Internazionale e la Banca internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo, poi ribattezzata Banca Mondiale.

" Il meccanismo dei pagamenti multilaterale prevedeva che ogni paese aderente agli Accordi di Bretton Woods doveva dichiarare una parità iniziale della propria moneta

² Morselli A., *Nascita ed evoluzione della Banca centrale europea. Aspetti istituzionali, economici e monetari*, Città Aperta, 2009

³ Eichengreen B. (1998), p. 130-138; Harrod R.F. (1965); Gardner R.N. (1980)

rispetto al dollaro e impegnarsi a mantenerla entro i limiti di oscillazione in più o meno dell'1 per cento. Era necessaria, invece, l'autorizzazione del FMI, lì dove fosse previsto correggere squilibri fondamentali che avrebbero comportato variazioni superiori al 10 per cento della parità iniziale.”⁴

Pertanto, nelle operazioni di cambio i corsi non dovevano superare lo scarto del 1 per cento nei confronti del dollaro rispetto alla parità ufficiale e le autorità monetarie dovevano intervenire attraverso operazioni di acquisto o vendita di valuta, per evitare che il cambio superasse i limiti fissati.

Inoltre i paesi aderenti all'accordo dovevano versare al fondo contributi proporzionali alla loro quota di commercio estero sul totale mondiale. Lo scopo era quello di creare una riserva internazionale di riserve liquide usufruibile dai singoli Stati membri per eliminare gli squilibri nella bilancia dei pagamenti.

L'elemento chiave del sistema di Bretton Woods era che il dollaro rappresentava la misura di riferimento di tutti gli scambi internazionali e che la Federal Reserve diventava una “banca di emissione” responsabile della liquidità dell'economia mondiale. Ogni paese doveva esporre la parità della propria moneta rispetto al dollaro, gli Usa si erano impegnati a cambiare i dollari in oro al prezzo di 35 dollari per oncia di 31, 1048 grammi di metallo fino.⁵ Le banche centrali di vari paesi, inoltre, avevano la facoltà di chiedere la conversazione in oro dei dollari posseduti.

Questo fu possibile fino a quanto gli Usa avrebbero mantenuto una posizione dominante nel commercio internazionale, posseduto circa il 70 per cento delle riserve auree del mondo e, soprattutto, non si fosse avvantaggiata ingiustamente del beneficio concesso alla sua moneta. Ma il corso della storia andò diversamente e alle emissioni di dollari della Fed non corrispondeva un'uguale crescita delle riserve auree. Questo portò il governo americano ad abusare del beneficio concesso finanziando la sua spesa pubblica.

Nonostante la fine della convertibilità, il dollaro continuò ad avere un ruolo dominante nel mondo, dovuto alla consapevolezza che una moneta vale non per la sua convertibilità in oro, ma per il suo potere di acquisto e il suo grado di accettabilità negli scambi, dato che il commercio internazionale necessitava di mezzi di pagamento.

⁴ Morselli A., *Nascita ed evoluzione della Banca centrale europea. Aspetti istituzionali, economici e monetari*, Città Aperta, 2009

⁵ Questo era il prezzo ufficiale dell'oro stabilito dal Presidente Roosevelt nel 1934 e rimasto tale fino al 1972

“ Il dollaro continuò a svolgere un ruolo dominante nel mondo, anche dopo la fine della convertibilità.”⁶

1.2 L'eccessiva circolazione di dollari in Europa e la crisi di Bretton Woods.

L'industria europea e giapponese fu pesantemente deteriorata dalla seconda guerra mondiale. Gli Stati Uniti, unica economia che uscì avvantaggiata dal conflitto, realizzarono alcuni programmi di aiuti all'Europa. Tra questi, il più incisivo fu il piano Marshall che prevedeva di inviare dollari ai paesi europei per l'acquisto di generi alimentari e impianti industriali dagli Stati Uniti. In questo modo i dollari sarebbero tornati nel paese domestico. Lo scopo del piano era, dunque quello di ripristinare l'equilibrio nella bilancia dei pagamenti dei paesi europei, che, a causa dell'aumento delle importazioni rispetto all'esportazioni, era in deficit.

La situazione cambiò agli inizi degli anni settanta, quando i paesi europei e il Giappone intrapresero la strada verso il recupero e incrementarono le esportazioni sia negli Usa che in altri paesi del mondo. Nello stesso tempo le esportazioni americane rallentarono e le uscite aumentarono a causa in particolare della guerra in Vietnam. La diretta conseguenza fu un decremento nel surplus della bilancia commerciale e un sensibile aumento del deficit della bilancia dei pagamenti. Ne conseguì una spesa consistente di oro e dollari e le riserve auree americane scesero da 25 miliardi di dollari nel 1949 a circa 15 miliardi nel 1964 e la quantità di dollari in circolazione superava le riserve auree.

Tutto questo significava enormi difficoltà per gli Usa di convertire in oro i dollari collocati presso le banche centrali degli altri paesi.

Dalla metà degli anni sessanta, vi era una sovrabbondanza di dollari presso le banche centrali europee e giapponesi. “La sempre più stretta integrazione economica tra i differenti paesi e l'intensificarsi degli scambi commerciali, costringevano i vari paesi a concludere le transazioni finanziarie in dollari, moneta considerata più stabile e, come tale, meritevole di maggior fiducia.”⁷

⁶ Triffin R., *Europe and the Money Muddle*, 1957; Foreman Pack J., *Storia dell'economia internazionale dal 1850 a oggi*, 1999

⁷ Gova J. (1983), p.28

Alla fine degli anni Novanta la continua crescita dei depositi in dollari in Europa insieme al deficit della bilancia dei pagamenti statunitense fecero sì che vi fossero più dollari in circolazione al di fuori degli Usa che all'interno di Fox Know, sede delle riserve statunitensi.

“L'inconvertibilità del dollaro in oro fu annunciata nel 1971, anno in cui in cui all'estero si contavano 53,3 miliardi di dollari, mentre le riserve auree degli Usa ammontavano a meno di 10 miliardi.”⁸ Il sistema di Bretton Woods era giunto alla fine e sorgeva il bisogno di una nuova organizzazione istituzionale per garantire la stabilità monetaria europea.

1.3 Verso un'unione monetaria e una banca centrale unica

La volontà di garantire una stabilità monetaria europea si stava concretizzando in un progetto che avrebbe portato alla creazione della Bce e alla sostituzione delle monete nazionali con l'euro.

La prima proposta a tale progetto partì dai sei stati fondatori della comunità europea: Germania, Francia, Belgio, Paesi Bassi, Lussemburgo, Italia. Nel giugno del 1970, il primo ministro del Lussemburgo, Pierre Werner, guidò un gruppo di studiosi all'elaborazione di un piano per realizzare un'unione monetaria e un sistema comunitario di banche centrali. Non veniva pianificata né la creazione di una banca centrale unica né la politica monetaria che sarebbe stata adottata. L'accordo si concentrò principalmente sulla stabilizzazione dei cambi tra le monete partecipanti.

Nasceva così cd. Piano Werner⁹, che prevedeva la realizzazione di due fasi.

La prima fase sarebbe stata caratterizzata da un forte coordinamento delle politiche economiche, di bilancio e fiscali, dalla liberalizzazione dei movimenti di capitali e da una politica comune in materia di moneta e credito. La seconda fase prevedeva, invece, un ulteriore rafforzamento dei legami monetari tra i paesi intracomunitari.

Questa suddivisione alla base del piano Werner esprimeva, in realtà, le diverse posizioni di due gruppi di studiosi circa l'unificazione monetaria europea. I cd

⁸ Eichengreen B, Implications of the Great Depression for the Development of the International Monetary System, 1998, pp.174-181; Gauthier A. (1998), pp- 86-88;

⁹ Rapporto al Consiglio e alla Commissione sulla realizzazione per fasi dell'Unione economica e monetaria nella Comunità, << Rapporto Werner >>, in Bollettino delle Comunità Europee, 11, supplemento, 8 ottobre 1970.

“monetaristi” premevano per “l’ istituzione di vincoli comuni alle politiche monetarie degli stati partecipanti e alla libertà di fissare i tassi di cambio delle loro valute.”¹⁰ Tali vincoli monetari avrebbero poi automaticamente spinto i governi ad accordare le loro politiche economiche intraprendendo un percorso che avrebbe portato all’integrazione economica e politica degli stati membri della comunità.

Diversa era la posizione degli “economisti” che pensavano si dovesse “procedere prima all’armonizzazione delle politiche economiche degli stati membri e alla riduzione delle maggiori divergenze, soprattutto in termini di inflazione, come prerequisito per creare un’unione monetaria segnata da cambi fissi tra le monete in cui le sovranità monetarie degli stati sarebbero risultate limitate.”¹¹

Il rapporto di Werner, da un punto di vista istituzionale, quindi, non prevedeva l’istituzione di una banca centrale europea, ma la costituzione di due organi comunitari: un centro per l’elaborazione della politica economica e un sistema comunitario di banche centrali come quello della Federal Reserve degli Stati Uniti.

Seppur, dopo la crisi di Bretton Woods, il piano Werner sembrava essere l’unica possibilità al riaffermarsi di un sistema di cambi fluttuanti, non furono pochi i fattori che ne impedirono la realizzazione. Tra questi ebbero un peso rilevante politiche economiche e monetarie degli stati membri della comunità europea a seguito della fine del sistema di Bretton Woods, il primo shock petrolifero del 1974, l’introduzione in molti paesi di controlli sui movimenti di capitali, le ampie variazioni di cambi e i divari nei tassi di inflazione.

“Anche se il Piano non si realizzò, gettò le basi per i successivi progressi che portarono, dopo circa vent’anni, alla creazione di un’unione monetaria in Europa.”¹²

Uno dei principali di questi progressi fu l’introduzione di un meccanismo di stabilizzazione dei cambi intraeuropei avente lo scopo di ridurre le variazioni dei tassi di cambio delle monete dei principali paesi europei quali Germania, Belgio, Francia, Paesi Bassi, Norvegia, Danimarca, Regno Unito e Italia. Nel marzo 1972 prese vita il cd l “serpente monetario”, un sistema a cambi semifissi che prevedeva la fluttuazione delle monete dei paesi aderenti entro una banda di oscillazione del 2,25 per cento

¹⁰ Morselli A., *Nascita ed evoluzione della Bce*, 2009

¹¹ Tenaglia Ambrosini M.G., *La moneta e l’Europa. Da Bretton Woods a Maastricht e oltre*, Giappichelli, Torino

¹² Papadia F., Santini C., *La Banca centrale europea*, Il Mulino, 2011, pp.12-14

attorno alla parità dichiarata. Il serpente, da canto suo, era ancorato al dollaro rispetto al quale oscillava entro una banda del 2,25 per cento (cd "tunnel del dollaro").

Anche il serpente, però, non ebbe vita lunga e a causa delle diverse tensioni monetarie che affliggevano la CEE e , a partire dal 1973, fu abbandonato da alcuni paesi comunitari come la Gran Bretagna, l'Irlanda e l'Italia. Tuttavia, grazie all'adesione dei paesi restanti, esso sopravvisse fino al marzo del 1979.

A metà degli anni settanta il processo di integrazione aveva perso slancio a causa delle risposte politiche divergenti agli shock economici di quel periodo. Il "serpente" divenne un meccanismo di cambio tra il marco tedesco, le valute del Benelux e la corona danese. Le altre valute comunitarie restarono al di fuori del sistema per tutta la sua esistenza o gran parte di tale durata.

1.4 Il Sistema Monetario Europeo

Nel marzo del 1979, per iniziativa della Germania federale e della Francia, entrò in funzione il progetto del Sistema Monetario Europeo (SME) che costituì il secondo più importante tentativo della stabilizzazione dei cambi.¹³

Gli accordi di Brema prevedevano essenzialmente le seguenti disposizioni:

- I cambi potevano oscillare entro una banda prefissata del 2,25 per cento per le monete forti e del 6 per cento per le monete deboli, fra cui vi era la lira italiana.
- La creazione di un Fondo Monetario Europeo, dove confluivano riserve pari al 20 per cento delle riserve delle singole basi centrali
- Il coordinamento delle politiche economiche e monetarie dei paesi membri, per garantire una maggiore stabilità sia all'interno che all'esterno dell'area dello SME.

Lo SME favorì l'evoluzione verso l'integrazione monetaria europea. Rispetto al "serpente", gran parte delle valute comunitarie furono mantenute in un sistema di tassi di cambio unico (con eccezione della sterlina britannica che partecipò per un anno scarso). D'altro canto, alcuni elementi dello SME ricordavano quelli del

¹³ Falcone F., L'euro e le implicazioni di politica economica nell'Unione monetaria europea, 1997, pp. 366-400

“serpente”; tra questi, il fatto che lo SME prevedeva una griglia di parità fisse ma aggiustabili tra le monete dei paesi partecipanti.

Vi fu, però, un'importante novità che caratterizzò il nuovo sistema in maniera rilevante: l'introduzione dell'Unità di conto europea (ECU).

L' European Currency Unit era una moneta basata sulla media ponderata delle valute dello SME. Ad ogni moneta era attribuita una quota che rifletteva l'importanza economica dei singoli paesi. L'ECU costituiva, inoltre, l'unità di conto per la determinazione delle parità centrali, sulla cui base si stabilivano i cambi delle singole valute rispetto a tutte le altre.

A tal fine, l'ECU svolgeva funzioni di non poca importanza, tra cui: “denominatore comune per la determinazione dei tassi di cambio delle monete nazionali, indicatore delle divergenze dei tassi di cambio della parità iniziale, riferimento per determinare l'entità degli interventi delle banche centrali per riequilibrare il cambio, moneta di conto per i regolamenti dei rapporti di debito e credito fra le banche centrali.”¹⁴

Nel sistema previgente, quindi, le oscillazioni riguardavano un'unica moneta, il dollaro, nello SME erano riferite a un paniere di tutte le monete europee (ECU). Ne seguiva che la parità di ogni moneta era, dunque, espressa in ECU e da questa derivavano le parità bilaterali fra ciascuna coppia di monete.”Se un ECU valeva rispettivamente 1900 lire e 1,9 marchi, il cambio lire- marco era pari a 1000 (dato che 1,9 marchi = 1900 lire)”.¹⁵

Nel momento in cui il cambio si spingeva oltre tali limiti di oscillazione le banche centrali dovevano intervenire in maniera correttiva, comprando le monete che perdevano valore e vendendo le monete che lo acquisivano. In questo modo il tasso di cambio rimaneva entro le parità prefissate. Alcune monete venivano svalutate, altre rivalutate, comportando una continua modificazione della composizione dell'ECU.

Sorgeva, però, il problema, dovuto principalmente all'inflazione interna, di alcune monete che non riuscivano a stabilire un rapporto stabile con lo SME.

Lo SME, dal 1990, iniziava a mostrare i primi segnali di crisi. Il primo di questi segnali fu l'aumento dei deficit nelle bilance dei pagamenti di gran parte dei paesi aderenti allo SME, dovuto principalmente agli alti tassi tedeschi. “L'aumento dei tassi, dovuto per

¹⁴ Morselli A., Nascita ed evoluzione della Banca centrale europea. Aspetti istituzionali, economici e monetari, Città Aperta, 2009

¹⁵ Morselli A., Nascita ed evoluzione della Banca centrale europea. Aspetti istituzionali, economici e monetari, Città Aperta, 2009

coprire i costi del processo di riunificazione, comporto l'apprezzamento del marco tedesco a discapito delle altre valute europee.”¹⁶

Un altro fattore di crisi il fatto che nel settembre 1992, la sterlina inglese e la lira uscirono dal meccanismo SME. In tal modo i capitali che erano stati dirottati verso i paesi con tassi di interesse più elevati, nella previsione di un loro decremento a seguito dell'avvio dell'unione monetaria, uscirono velocemente da questi paesi.

Il sistema monetario esopeo viene completamente distrutto nell'agosto del 1993, con l'ampliamento, per le monete rimaste nel sistema, della banda di oscillazione dal 2,25 per cento al 15 per cento. Lo SME si trasformava in un sistema di cambi quasi flessibili.

1.5 Il Piano Delors concepisce la Banca centrale europea

A seguito della crisi del Sistema Monetario Europeo, fortemente avvertita era l'esigenza di creare un'unione economica e monetaria. Fondamentale per il raggiungimento di questo obiettivo, fu la il comitato Delors, presieduto dall'allora presidente della Commissione Europea, Jacques Delors, riunitosi ben otto volte tra il 1988 e il 1989 per redigere un rapporto che illustrava tutti i fondamenti che avrebbero determinato l'unione economica e monetaria. Il Comitato era costituito dai governatori delle banche centrali degli stati membri della comunità europea, da un rappresentante della commissione della comunità e tre esperti indipendenti. Il piano Delors si caratterizzava per una novità assoluta: la previsione di una Banca centrale europea responsabile di una politica monetaria comune e dell'emissione di una divisa europea unica. Si ponevano le basi, dunque, per una totale centralizzazione dell'autorità monetaria, in uno scenario che vedeva le banche centrali nazionali come filiali della Banca centrale europea, esattamente come accadeva nel Usa con il sistema della Federal Reserve.

La relazione Delors fu approvata nel giugno del 1989 dal Consiglio Europeo che organizzò una riunione per discutere gli emendamenti del Trattato di Roma, necessari per dar via all'Unione economica e monetaria. Intanto, il Comitato dei Governatori presentò alla Conferenza intergovernativa per l'Unione economica e monetaria un

¹⁶ Tsoylkalis L., The European Agenda: Issues of Globalization, Equity and Legitimacy, 2008, pp. 187- 208

primo disegno dello statuto della Banca centrale europea, che fu approvato, definendo in tal modo l'assetto definitivo della nuova istituzione.

L'avvio dell'Unione monetaria, fu, inoltre, facilitato dalla costituzione di un ente provvisorio, l'Istituto monetario europeo (IME) avente il compito di coordinare le politiche macroeconomiche e monetarie. La volontà dell'IME era espressa attraverso un consiglio composto da un presidente e dai Governatori delle banche centrali degli stati membri. Le riunioni del consiglio erano previste almeno dieci volte l'anno e le sue deliberazioni erano riservate.

Il Presidente era nominato di comune accordo dal Consiglio Europeo, composto dai Capi di Stato e di Governo, per un periodo di tre anni, su avviso del Consiglio dell'ime, previa consultazione del Parlamento Europeo. Egli era responsabile della gestione quotidiana dell'istituto e aveva la rappresentanza dello stesso.

La funzione principale dell'IME era quella di facilitare il passaggio alla terza fase dell'unione economica e monetaria nel 1 gennaio del 1999. In quella data l'IME avrebbe sospeso le sue funzioni, per dare spazio al Sistema Europeo di banche centrali (SEBC). D'altro canto l'IME non spariva di scena: le veniva assegnato il compito di coordinare le politiche monetarie dei paesi membri al fine di garantire la stabilità dei prezzi, conformemente agli obiettivi e ai principi fissati per il SEBC dall'art. 2 dello Statuto di quest'ultimo.

Diversi furono, quindi, i ruoli dell'IME: la supervisionare che i disavanzi pubblici e dei debiti pubblici degli stati membri non superassero rispettivamente il 3 per cento e il 60 per cento del Pil; il controllo della convergenza dei Paesi Membri ai valori obiettivi, l'identificazione dei paesi deroganti temporaneamente illegittimi a prender parte dell'unione monetaria, l'affinamento dei rapporti tra le banche centrali e la banca europea sia per quanto riguarda la definizione delle caratteristiche minime comuni nei sistemi di pagamento nazionale e sia per la sorveglianza cooperativa del sistema di pagamento.

Per quanto riguarda il coordinamento delle politiche monetarie dei paesi membri, l'IME doveva procedere a regolari consultazioni sull'andamento del mercato dei cambi e del tasso di interesse. Infine, era previsto che l'istituto esprimesse pareri sugli interventi di politica monetaria condotta dai paesi membri, e svolgere attività di consulenza su tematiche riguardanti la stabilità degli istituti finanziari.

Il Rapporto Delors raccomandava di articolare la realizzazione dell'Unione economica e monetaria in tre fasi distinte ma progressive. I negoziati si conclusero con il Trattato sull'Unione europea, il Trattato di Maastricht, firmato a Maastricht il 7 febbraio 1992, che istituì l'Unione europea e modificò i trattati alla base delle Comunità europee.

1.6 Trattato Maastricht

Il 7 febbraio del 1992 viene firmato il Trattato di Maastricht, che entrerà in vigore nel gennaio del 1999.

Erano tre i principali obiettivi che si proponeva il trattato: la realizzazione dell'Unione Monetaria, la nascita della Banca centrale europea (BCE) e il Sistema delle banche centrali europee (SEBC). "Era, inoltre, prevista la creazione di una moneta unica, l'euro, per tutti paesi comunitari e la gestione della politica monetaria unica da parte della Banca centrale europea."¹⁷

Alla base delle decisioni prese a Maastricht vi era la consapevolezza che un mercato comune non poteva configurarsi senza un sistema economico unitario; "fin quando stati della Comunità europea avrebbero avuto ciascuno una propria moneta e politiche monetarie diverse, con differenti tassi di inflazione, sarebbero esistite continue fluttuazioni dei cambi, svalutazioni competitive e rivalutazioni, variazioni competitive nei tassi di interesse, spostamenti speculativi di capitali e ogni altro elemento che causava instabilità nel mercato delle merci, dei servizi e dei capitali."¹⁸

L'eliminazione del mercato dei cambi, prima fondamentale conseguenza della realizzazione di una moneta unica, avrebbe, quindi, consentito importanti vantaggi. Si assisteva a un progressivo venir meno delle distorsioni dei prezzi dovute alle fluttuazione dei cambi, delle rendite finanziarie dovute ai differenziali dei tassi di interesse, delle distorsioni nell'allocazione delle risorse dovuta alle politiche competitive dei tassi di interesse praticate dalle diverse banche centrali, dell'instabilità

¹⁷ Draetta U., Elementi di diritto dell'Unione Europea, Giuffrè, 1999 (1999), p.26-30; Tizzano A., Codice dell'Unione Europea, CEDAM, 2012 (1998), pp. 92-134;

¹⁸ Parere del Comitato economico e sociale in merito alle <<Implicazioni per il mercato della legislazione e delle regolamentazioni necessarie per la transizione alla moneta unica>>, in G.U.C.E., 24 Febbraio 1997, pp-65- 71

economica che le imprese rilevano, dovuta alle diverse aspettative riguardo alle diverse politiche monetarie.

Nel dicembre del 1995, in una riunione a Madrid, il Consiglio Europeo illustra, in riferimento alle linee di Maastricht, l'iter da seguire per l'introduzione della moneta unica. Ci furono, d'altronde, alcune problematiche che non vennero definiti: i tassi di conversione e la collaborazione monetaria fra gli stati membri aderenti alla moneta unica e gli stati membri non aderenti. Si tratta di questione che furono analizzate durante la successiva revisione del trattato nel marzo del 1996.

Il Trattato di Maastricht si occupa di definire il contenuto della seconda e terza fase di quel processo che porterà alla creazione dell'UEM.

1.7 Le tre Fasi dell' UEM

In accordo con quanto previsto nel Rapporto Delors, nel giugno del 1989 il Consiglio europeo decise che la Prima fase della realizzazione dell'unione economica e monetaria sarebbe iniziata il 1° luglio 1990, data in cui sarebbero state abolite, in linea di principio, tutte le limitazioni alla circolazione dei capitali tra gli Stati membri.

“In vista del conseguimento della stabilità dei prezzi, al Comitato dei governatori delle banche centrali dei paesi membri furono assegnati ulteriori ruoli in materia di consultazioni sulle politiche monetarie degli Stati membri e promozione del coordinamento in tale ambito.”¹⁹

A causa del poco tempo e della difficoltà dei compiti, il Comitato iniziò i lavori preparatori per la Terza fase dell'UEM non appena fu firmato il Trattato di Maastricht. Fu necessario innanzitutto individuare gli elementi da esaminare con urgenza e redigere un programma del lavoro entro la fine del 1993. Come seconda cosa furono istituiti mandati appropriati per i sottocomitati già esistenti, tra i quali il Sottocomitato per la politica monetaria, il Sottocomitato per la politica del cambio e il Sottocomitato per la vigilanza bancaria, e i nuovi gruppi di lavoro che erano stati istituiti per l'analisi di questioni specifiche (Gruppo di lavoro sulle questioni contabili, Gruppo di lavoro per la stampa e l'emissione della banconota europea, Gruppo di

¹⁹ Decisione 90/142/CEE del Consiglio, del 12 marzo 1990, che modifica la Decisione 64/300/CEE relativa alla collaborazione tra le banche centrali degli Stati membri della Comunità economica europea (GU L 78 del 24.3.1990, pag. 25).

lavoro sui sistemi informativi, Gruppo di lavoro sui sistemi di pagamento nell'UE e Gruppo di lavoro sulle statistiche).

La Seconda fase si aprì il 1° gennaio 1994 quando, come visto, venne istituito l'IME. Poiché la politica monetaria e la politica del cambio dell'Unione restavano in capo alle autorità nazionali, il Comitato dei Governatori si sciolse e fu ricostituito come organo direttivo dell'IME.

Nel dicembre 1995 il Consiglio europeo di Madrid confermò che la Terza fase dell'UEM sarebbe iniziata il 1° gennaio 1999. Con l'inizio di quest'ultima sarebbe stata introdotta la moneta unica che fu denominata "euro", e venne preannunciata una sequenza di iniziative in vista della sua adozione.²⁰

L'IME²¹, nel contempo, nelle diverse proposte che avanzava al Consiglio era solita utilizzare l'espressione "passaggio all'euro" (changeover) anziché "introduzione dell'euro"²² per riflettere la natura della transizione alla nuova valuta. L'IME raccomandava un periodo transitorio di tre anni, a partire dal 1° gennaio 1999, per tenere conto del diverso ritmo con il quale i vari gruppi di operatori economici sarebbero stati in grado di adeguarsi alla moneta unica. Nel dicembre 1996 l'IME presentò al Consiglio europeo i disegni che avevano vinto il concorso progettazione grafica indetto per le banconote in euro e che sarebbero stati che sarebbe stata utilizzati per i biglietti immessi in circolazione dal SEBC il 1° gennaio 2002.

Il passaggio successivo consisteva nell'inserire le disposizioni del Trattato di Maastricht; nel giugno del 1997, il Consiglio europeo adottò il "Patto di stabilità e crescita", teso ad assicurare la disciplina di bilancio nell'ambito dell'UEM. Gli Stati membri attuarono politiche volte a soddisfare i "criteri di convergenza" economica ed effettuarono una revisione approfondita degli ordinamenti nazionali per renderli conformi ai requisiti di convergenza legale.

Le conclusioni riguardanti l'Unione economica monetaria iniziarono a essere adottate a partire da maggio del 1998. Il 2 maggio il Consiglio dell'UE, costituito dai capi di Stato o di governo, decise che undici Stati membri (Belgio, Germania, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia) rispettavano "i requisiti necessari richiesti per l'adozione della moneta unica, prevedendo che tali stati

²⁰ Consiglio europeo di Madrid (1995), Quadro di riferimento per l'introduzione della moneta unica.

²¹ IME (1995), *The changeover to the single currency*.

²² Commissione europea (1995), *Libro verde sulle misure pratiche per l'introduzione della moneta unica*.

avrebbe partecipato alla Terza fase dell'UEM"²³. Danimarca e Regno Unito ricorsero alla cd "clausola di esenzione" dalla Terza fase dell'UEM, mentre Grecia e la Svezia non raggiungevano le condizioni necessarie per l'introduzione della moneta unica.

Nel contempo, i ministri finanziari degli Stati membri stabilirono che le parità centrali bilaterali correnti sarebbero state utilizzate per la determinazione dei tassi irrevocabili di conversione con l'euro.

Il 25 maggio 1998 i governi degli undici Stati membri nominarono, di comune accordo, il Presidente, il Vicepresidente e gli altri quattro membri del Comitato esecutivo della BCE. Necessaria fu il parere del Consiglio Ecofin, del Parlamento europeo e del Consiglio dell'IME.

Al termine del suo mandato, l'IME fu messo in liquidazione e il liquidatore, la Banca centrale europea, non soltanto potette usufruire degli importanti lavori preparatori precedentemente realizzati, ma anche dell'intera infrastruttura dell'IME, compreso un personale capace di svolgere i propri compiti presso la BCE.

Quest'ultima fu quindi notevolmente agevolata nel compito di rendere operativo l'Eurosistema in soli sette mesi, ossia in tempo utile per l'avvio della Terza fase, nonché di completare i preparativi per l'introduzione del contante in euro entro il 1° gennaio 2002.

L'ultima fase dell'UEM ebbe inizio il 1° gennaio 1999, quando vennero fissati irrevocabilmente i tassi di conversione delle valute dei primi undici Stati membri partecipanti all'unione monetaria e la conduzione della politica monetaria unica nell'area dell'euro venne attribuita alla BCE. L'euro prese il posto delle valute nazionali, che "divennero suddivisioni non decimali dell'euro durante il periodo transitorio compreso tra il 1° gennaio 1999 e il 31 dicembre 2001."²⁴

Nei primi tre anni dominava il principio "nessun obbligo, nessuna proibizione", per cui gli operatori economici erano liberi di utilizzare l'euro o le valute nazionali per contabilizzare crediti e debiti e per effettuare pagamenti con strumenti alternativi al contante. Gli Stati partecipanti avevano, però, avevano il diritto, di cui usufruirono ampiamente durante la terza fase dell'UEM, di rendere obbligatoria la rinomina in euro degli strumenti di debito negoziabili e l'utilizzo della moneta unica per le transazioni nei mercati regolamentati. Non va dimenticato, inoltre, che l'IME dichiarò

²³ Decisione 98/317/CE del Consiglio, del 3 maggio 1998, a norma dell'articolo 109 J, paragrafo 4, del Trattato (GU L 139 dell'11.5.1998, pag. 30).

²⁴ Bollettino della Bce, 2006

che tutte le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema sarebbero state intraprese esclusivamente in euro e che questo diventava l'unica valuta di denominazione avrebbe condotto le operazioni di politica monetaria esclusivamente in euro e che quest'ultimo sarebbe stato l'unica valuta di denominazione nell'ambito del sistema.

Contemporaneamente, si assisteva ad un rapido passaggio dei mercati finanziari alla moneta unica. "Questo comportò non poche novità nel settore finanziario; tra queste, le convenzioni concordate dalle associazioni dei mercati finanziari per l'unificazione delle pratiche di mercato e l'elaborazione di indicatori anticipatori dei tassi di interesse (ad esempio, l'Euribor e l'Eonia)". Tutte queste disposizioni preventive permisero la pronta transizione dei mercati finanziari all'euro fin dall'avvio della Terza fase dell'UEM.

"Le operazioni furono effettuate esclusivamente nella moneta unica e la maggior parte delle consistenze di strumenti di debito negoziabili in essere fu convertita in euro. Tutti i sistemi di pagamento transfrontalieri di importo rilevante funzionarono in euro. Il passaggio alla moneta unica nei mercati finanziari fu non soltanto immediato ma anche molto ordinato."²⁵

Guardando all'economia reale, anche il settore delle imprese adottò gradualmente l'euro durante il periodo di transizione; mentre i singoli cittadini non ne fecero un ampio ricorso, anche per la mancanza di contante denominato in euro. "La situazione cambiò con la diffusione delle banconote e monete in euro il 1° gennaio 2002."²⁶

Il 19 giugno del 2000, il Consiglio dell'UE constatò che "la Grecia rispettava i requisiti richiesti per l'adozione della moneta unica e il 1° gennaio 2001 la Grecia entrò a far parte dell'area dell'euro. La Banca di Grecia fu integrata nell'Eurosistema."²⁷ Il tasso di conversione tra l'euro e la dracma greca era stato annunciato in un regolamento del Consiglio dello ²⁸stesso giorno.

Lo step decisivo all'entrata in vigore dell'euro fu la sostituzione del contante avvenuta il 1° gennaio 2002. In questa data le valute nazionali furono private della loro funzione di suddivisioni non decimali dell'euro e il contante da esse denominato smise di avere

²⁵ Bollettino della Bce, 2006

²⁶ Cfr. Scheller (1999), pag. 243.

²⁷ Decisione 2000/427/CE del Consiglio, del 19 giugno 2000, a norma dell'articolo 122 paragrafo 2, del Trattato per l'adozione da parte della Grecia della moneta unica il 1° gennaio 2001 (GU L 167 del 7.7.2000, pag. 19)

²⁸ Regolamento (CE) n. 1478/2000 del Consiglio, del 19 giugno 2000 (GU L 167 del 7.7.2000, pag. 1).

corso legale entro la fine di febbraio 2002. Da quel momento solo le banconote e le monete in euro avevano corso legale nei paesi dell'area.

L'UEM fu realizzata nel quadro delle Comunità europee, la cui portata ha registrato un significativo ampliamento dagli esordi nel 1952. In seguito all'ingresso di dieci paesi dell'Europa centrale e orientale e del Mediterraneo, il 1° maggio 2004, l'Unione europea conta ora venticinque Stati membri. Altri due Stati dell'Europa orientale, Bulgaria e Romania, hanno firmato il Trattato di adesione nell'aprile 2005 e aderiranno all'UE nel 2007. Nell'autunno del 2005 sono stati avviati negoziati con due nuovi paesi candidati, Croazia e Turchia.

Agli inizi del 2002 fu introdotto anche l'Eurepo come indicatore anticipatore dei tassi di interesse. Poiché l'ammissione dei paesi dell'UE nell'area dell'euro è soggetta al rispetto dei requisiti previsti per l'adozione della moneta unica, i nuovi Stati membri non partecipano immediatamente all'area. Tuttavia, essi si impegnano a conseguire gli obiettivi dell'UEM; le rispettive BCN divengono membri ex officio del SEB C nella data di adesione e si preparano per l'integrazione finale nell'Eurosistema.

La Slovenia sarà il primo dei dieci nuovi Stati membri dell'UE ad aderire all'area dell'euro, il 1 gennaio 2007. "Secondo la procedura di cui all'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato CE, l'11 luglio 2006 il Consiglio dell'UE ha deciso che la Slovenia rispettava le condizioni previste per l'adozione dell'euro."²⁹ Il tasso di conversione è stato fissato a 239,640 talleri sloveni per euro, con effetto dal 1° gennaio 2007.

²⁹ Decisione 2006/495/CE del Consiglio, dell'11 luglio 2006, a norma dell'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato CE per l'adozione da parte della Slovenia della moneta unica il 1° gennaio 2007 (GU L 195 del 15.7.2006, pag. 25.)

Riquadro 1 Il cammino verso l'euro

1962	La Commissione europea formula la prima proposta per un'unione economica e monetaria (Memorandum Marjolin).
Maggio 1964	La cooperazione fra le banche centrali degli Stati membri della Comunità economica europea (CEE) viene istituzionalizzata mediante la creazione di un Comitato dei governatori.
1971	Il rapporto Werner definisce un piano per la realizzazione di un'unione economica e monetaria nella Comunità entro il 1980.
Aprile 1972	Viene introdotto un sistema (detto "serpente monetario") per il progressivo restringimento dei margini di oscillazione fra le valute degli Stati membri della CEE.
Aprile 1973	Nasce il Fondo europeo di cooperazione monetaria (Fecom) con il compito di assicurare il corretto funzionamento del serpente.
Marzo 1979	Entra in funzione il Sistema monetario europeo (SME).
Febbraio 1986	Viene firmato l'Atto unico europeo (AUE).
Giugno 1988	Il Consiglio europeo incarica un comitato di esperti presieduto da Jacques Delors ("Comitato Delors") di formulare proposte per la realizzazione dell'Unione economica e monetaria (UEM).
Maggio 1989	Il "rapporto Delors" è sottoposto al Consiglio europeo.
Giugno 1989	Il Consiglio europeo stabilisce la realizzazione dell'UEM in tre fasi.
Luglio 1990	Ha inizio la Prima fase dell'UEM.
Dicembre 1990	È indetta una Conferenza intergovernativa per preparare la Seconda e la Terza fase dell'UEM.
Febbraio 1992	Viene siglato il Trattato sull'Unione europea ("Trattato di Maastricht").
Ottobre 1993	Francoforte sul Meno è la sede prescelta per ospitare l'IME e la BCE; viene designato il Presidente dell'IME.
Novembre 1993	Entra in vigore il Trattato sull'Unione europea.
Dicembre 1993	Alexandre Lamfalussy è nominato Presidente dell'istituendo IME.
Gennaio 1994	La creazione dell'IME, il primo del mese, segna l'avvio della Seconda fase dell'UEM.
Dicembre 1995	Il Consiglio europeo di Madrid decide il nome della moneta unica e definisce il programma per la sua adozione e per la sostituzione del contante.
Dicembre 1996	L'IME presenta al Consiglio europeo campioni di banconote in euro.
Giugno 1997	Il Consiglio europeo adotta il Patto di stabilità e crescita.
Maggio 1998	Belgio, Germania, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia risultano soddisfare i criteri necessari per l'adozione dell'euro quale moneta unica; vengono nominati i membri del Comitato esecutivo della BCE.
Giugno 1998	Sono istituiti la BCE e il Sistema europeo di banche centrali (SEBC).
Ottobre 1998	La BCE annuncia la strategia e l'assetto operativo per la politica monetaria unica che condurrà a partire dal 1° gennaio 1999.
Gennaio 1999	Ha inizio la Terza fase dell'UEM, che comporta l'adozione dell'euro quale moneta unica dei paesi aderenti all'area, la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio delle vecchie valute nazionali e la conduzione della politica monetaria unica per l'area dell'euro.

Riquadro 1 Il cammino verso l'euro (continua)	
Gennaio 2001	La Grecia diventa il dodicesimo Stato membro dell'UE partecipante all'area.
Gennaio 2002	Vengono immesse in circolazione le banconote e le monete in euro, che dal 1° marzo sono le uniche ad avere corso legale nell'area.
Maggio 2004	Le BCN dei dieci nuovi Stati membri dell'UE entrano a far parte del SEBC.

Figura 1- Il Cammino verso l'euro- Fonte: La Banca centrale europea, Hanspeter, Sheller, 2006

2 L'indipendenza della Banca centrale Europea

Uno dei cardini dell'ordinamento monetario dell'area dell'euro è l'indipendenza della BCE e delle BCN dei paesi dell'area dall'influenza politica. Questo principio, in quanto sancito sia dal Trattato CE sia dallo Statuto del SEBC, anziché dalla legislazione secondaria, ha un valore "costituzionale".

L'indipendenza della BCE deriva dal suo obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi e dalla sua competenza esclusiva per quanto riguarda la conduzione della politica monetaria e le funzioni connesse nell'area dell'euro.

La BCE deve essere difesa da qualsiasi interferenza suscettibile di ostacolare il conseguimento di tale obiettivo. Una banca centrale indipendente si trova in una posizione migliore per perseguire l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi, e inoltre beneficia di maggiore credibilità agli occhi del pubblico rispetto a una banca centrale dipendente da un governo. I governi devono, infatti, rincorrere numerosi obiettivi e, secondo la percezione dei mercati finanziari e dei cittadini, non sempre attribuiscono priorità a quello della stabilità dei prezzi laddove emerga un conflitto di interessi.

"L'indipendenza della BCE non è pertanto fine a se stessa, ma costituisce un elemento indispensabile in un ordinamento monetario che dia priorità all'obiettivo della stabilità dei prezzi."³⁰

Il concetto di indipendenza include diverse concezioni:

- l'indipendenza istituzionale
- l'indipendenza giuridica
- l'indipendenza personale dei membri degli organi decisionali
- l'indipendenza funzionale e operativa
- l'indipendenza finanziaria e organizzativa.

"In considerazione del ruolo specifico svolto dalle BCN nell'ambito dell'Eurosistema, il concetto di indipendenza si applica anche a queste ultime e ai rispettivi organi decisionali."³¹

³⁰Hanspeter, Sheller, La Banca centrale europea, , 2006

L'indipendenza della BCE viene sancita da una disposizione fondamentale del Trattato che afferma esplicitamente che "nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti [...], né la BCE né una banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni o dagli organi comunitari, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo"³²

Come dichiarato nella seconda frase, il divieto di accettare istruzioni trova riscontro nell'impegno assunto dalle istituzioni e dagli organi comunitari nonché dai governi degli Stati membri di "rispettare questo principio" e di "non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della BCE o delle banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti". Essi sono, pertanto, tenuti ad astenersi da qualsiasi tentativo di dare istruzioni ai membri degli organi decisionali della BCE e delle BCN e dall'influenzarli.

La BCE e le BCN sono investite di personalità giuridica ; ciò costituisce un presupposto per assicurare l'indipendenza dei membri dell'Eurosistema. Per la BCE, l'indipendenza giuridica comporta il diritto di portare controversie dinanzi alla Corte di giustizia delle Comunità europee, al fine di preservare le proprie prerogative qualora siano pregiudicate da un'istituzione comunitaria o da uno Stato membro.

"Per rinforzare l'indipendenza istituzionale della BCE, lo Statuto tutela l'indipendenza personale dei membri dei suoi organi decisionali; in particolare, stabilisce mandati di durata relativamente lunga:

- un mandato di almeno cinque anni rinnovabile per i governatori delle BCN
- un mandato di otto anni non rinnovabile per i membri del Comitato esecutivo."³³

I membri degli organi decisionali della BCE non possono essere rimossi in modo discrezionale sulla base dei risultati conseguiti nella conduzione della politica monetaria, ma unicamente se non rispondono più alle condizioni necessarie per l'esercizio delle loro funzioni o si siano macchiati di una colpa grave. In tali casi, possono essere dichiarati "dimissionari" dalla Corte di giustizia delle Comunità europee su istanza del Consiglio direttivo o del Comitato esecutivo³⁴.

Nelle medesime circostanze, il governatore di una BCN può essere "sollevato dall'incarico" dall'autorità nazionale competente in linea con le procedure previste nello statuto della

³¹ Il concetto di indipendenza per le BCN è stato fissato dall'IME e confermato dalla BCE nei rapporti sulla convergenza redatti in conformità degli articoli 121, paragrafo 2, e 122, paragrafo 2, del Trattato CE (cfr. sezione 1.2.2).

³² Art. 108 del Trattato di Maastrich

³³ Hanspeter, Sheller, La Banca centrale europea, 2006

³⁴ Articolo 11.4 dello Statuto del SEBC

rispettiva BCN. Tuttavia, una decisione in questo senso può essere portata dinanzi alla Corte di giustizia, che ha giurisdizione su tali questioni, dal governatore interessato o dal Consiglio direttivo (articolo 14.2 dello Statuto del SEBC).

Gli statuti delle BCN (modificati in conformità dell'articolo 109 del Trattato CE) estendono la tutela da licenziamento discrezionale agli altri membri degli organi decisionali delle BCN, che tuttavia non godono del diritto di presentare istanza alla Corte di giustizia.

L'indipendenza funzionale e operativa è corroborata da diverse disposizioni dello Statuto del SEBC. A tal fine, alla BCE sono stati conferiti tutti i poteri e le competenze necessari per realizzare l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi. Ad esempio, l'Eurosistema detiene la competenza esclusiva in materia di politica monetaria e il monopolio per l'emissione delle banconote. Il diritto degli Stati membri di battere moneta è limitato a bassi valori unitari e il volume emesso è soggetto all'approvazione della BCE. Pertanto, non è possibile creare moneta avente corso legale contro la volontà della BCE, che quindi ha il pieno controllo della base monetaria nell'area dell'euro.

I dispositivi istituzionali relativi alla politica del cambio assicurano la coerenza con l'obiettivo della stabilità dei prezzi sia per la politica monetaria unica sia per quella del cambio³⁵. Allo stesso fine, le riserve ufficiali sono concentrate all'interno dell'Eurosistema; la BCE controlla l'utilizzo di tali riserve nonché i saldi operativi residui in valuta estera degli Stati membri.

Inoltre, l'articolo 101 del Trattato CE vieta all'Eurosistema di accordare prestiti al settore pubblico. Tale disposizione, entrata in vigore all'inizio della Seconda fase dell'UEM, tutela l'Eurosistema dalle pressioni delle amministrazioni pubbliche per la concessione di finanziamenti in moneta di banca centrale e include l'acquisto da parte dell'Eurosistema di titoli di debito pubblico nel mercato primario. La BCE tiene il mercato sotto costante osservazione per individuare eventuali infrazioni a tale divieto, compresi acquisti di titoli di debito pubblico nel mercato secondario. L'Eurosistema si può avvalere liberamente di un'ampia gamma di strumenti per l'attuazione delle sue politiche; questi includono poteri normativi e il diritto di imporre sanzioni applicabili in caso di mancato rispetto dei regolamenti e delle decisioni della BCE.

La BCE e le BCN dispongono di risorse finanziarie e di un reddito proprio e godono di autonomia in campo organizzativo. L'autonomia finanziaria e organizzativa consente all'Eurosistema di svolgere i compiti ad esso assegnati.

³⁵ Articolo 4 del Trattato CE

Il capitale della BCE è sottoscritto e versato dalle BCN. La BCE è dotata di un bilancio proprio, indipendente da quello dell'UE. Lo Statuto consente altresì alla BCE di adottare autonomamente le condizioni di impiego del suo personale e di organizzare la propria struttura interna come ritiene opportuno.

Inoltre, in quanto organizzazione sovranazionale, la BCE gode nei territori degli Stati membri dei privilegi e delle immunità necessari per l'assolvimento dei suoi compiti. Il capitolo 1 del Protocollo sui privilegi e sulle immunità delle Comunità europee dell'8 aprile 1965 garantisce, tra l'altro, l'inviolabilità dei locali e degli archivi della BCE e l'intangibilità dei suoi beni e dei suoi averi. Il Protocollo afferma, inoltre, che questi non possono essere oggetto di alcun provvedimento di coercizione amministrativa o giudiziaria senza l'autorizzazione della Corte di giustizia delle Comunità europee.

Per quanto riguarda l'autonomia finanziaria e di bilancio e l'autonomia del personale delle BCN, ogni Stato membro esercita, in qualità di azionista (talvolta unico) o di legislatore nazionale, una certa influenza sul bilancio, sulla distribuzione degli utili e sull'assunzione dei dipendenti della rispettiva BCN.

Tuttavia, in linea con gli statuti delle BCN, l'esercizio dei diritti degli Stati membri è consentito soltanto nella misura in cui non ostacoli la capacità di queste ultime di espletare le funzioni connesse all'Eurosistema.

2.1 Una regola vincolante, gli strumenti discrezionali

Il requisito dell'indipendenza fu previsto per la Banca Centrale Europea fin dai lavori preparatori del Comitato Delors. Al pari delle Banche Centrali Nazionali dell'Unione Europea, la Banca Centrale Europea, seppur è vincolata al raggiungimento di un fine stabilito per legge, gode di un'ampia discrezionalità nell'uso di strumenti di politica monetaria.

“Con l'istituzione di banche centrali indipendenti si arricchisce la tradizionale tripartizione dei poteri: legislativo, per la fissazione delle regole generali della società; esecutivo, per l'esercizio della discrezionalità politica; giudiziario: per il rispetto della legge.” Secondo Papadia³⁶ viene realizzata in questo modo ad un ente intermedio tra il governo, avente piena discrezionalità nel compimento dei propri poteri, e l'organo giudiziario, le cui azioni sono vincolate al perseguimento della legge.

³⁶ Papadia F., Santini C., La Banca centrale europea, 2011

Relativamente al fine primario che si pongono, le Banche centrali nazionali sono totalmente soggette alla legge, al pari dell'organo giudiziario. Un certo potere discrezionale resta ,comunque, essenziale in quando non è possibile, utilizzando unicamente le conoscenze disponibili, stilare una sorta di "codice di politica monetaria" che, alla pari di un codice civile o penale, possa prevedere e regolare con apposite norme caso per caso.

Da questo punto di vista, l'assetto della Banca centrale europea rispecchia una sintesi tra due diverse posizioni che, per molti anni, hanno dominato il dibattito sul ruolo, i poteri e l'organizzazione dell' istituto centrale europeo. Da un lato si pone la corrente "keynesiana" che, privilegiando la discrezionalità nella conduzione della politica monetaria, ritiene che " la regolazione monetaria sia un'attività complessa che non può essere riportata a formule specialistiche, come quella suggerita a suo tempo da Milton Friedam, che propose un tasso di crescita costante per la quantità di moneta".³⁷ Opposta, invece, è la visione cd "monetarista" che privilegia l'utilizzo di regole e che le stesse siano fondamentali per la realizzazione dell'obiettivo primario, quale la stabilità dei prezzi. Questa seconda corrente, in particolare, ritiene che l'inflazione debba essere visto come una manifestazione da tener sotto controllo attraverso una corretta politica monetaria.

Come accennato, l'operato della Banca centrale europea si basa sul una sorta di bilanciamento di queste due posizioni; se da un lato, infatti, la regola vincolante individua lo scopo, dall'altro gli strumenti per arrivare alla realizzazione di detto scopo necessitano discrezionalità.

La difficoltà di sapere gestire il giusto equilibrio tra la regolazione monetaria e il bisogno di una certa discrezionalità nell'operato della Banca centrale europea ha trovato e trova ancora testimonianza, come vedremo nel terzo capito, nella crisi che economico – finanziaria, che a partire dal 2007, ha colpito le economie di tutti i paesi europei. della regolazione.

La separazione tra i compiti della Banca centrale europea da quelli maggiormente discrezionali svolti dal governo permette, inoltre, di comprendere la possibilità di sostituire tutte le monete dell'Unione europea con una moneta unica senza il bisogno di un vero e proprio governo europeo. Nel momento in cui l'autorità monetaria viene espropriata, relativamente allo scopo delle proprie operazioni, di un qualsiasi potere

³⁷ Papadia F., Santini C., La Banca centrale europea, 2011

discrezionale, è evidente che scompare qualsiasi esigenza di controllo e sorveglianza sull'operato della stessa.

È, comunque, opportuno evidenziare un legame politico tra moneta e entità statale, nel rispetto dell'indipendenza dell'istituzione che governa la moneta. Lo stesso Trattato di Lisbona ha, tra l'altro, riformato l'assetto economico dell'Unione, attraverso l'Eurogruppo, al quale intervengono i ministri finanziari dei paesi aderenti all'euro, insieme ad un presidente, il cui mandato dura due anni e mezzo.

Gli stati che hanno aderito all'euro, inoltre, oggi hanno la possibilità di adottare provvedimenti volti a stabilizzare l'organizzazione in tema di politica di bilancio e ,più in generale, di politica economica.

Come si è detto sopra, il Trattato dell'Unione europea ha ripreso le esatte disposizioni previste nel rapporto Delors, organizzandole in un insieme di norme vincolanti a carattere generale.

Il riferimento normativo che rileva al fine del profilo istituzionale è l'art. 130 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea. Secondo questa disposizione la Banca centrale europea, le banche centrali nazionali e i singoli membri dei rispettivi organi decisionali “ nell'assolvimento delle loro funzioni non possono sollecitare o accettare istruzioni dai governi degli Stati membri, né dalle istituzioni e dagli organi comunitari né da qualsiasi altro organismo. Questi si impegnano, a loro volta, a rispettare il principio di indipendenza e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della BCE o delle banche nazionali nell'assolvimento dei loro compiti „³⁸

Si tratta di un elemento di fondamentale importanza per le decisioni delle banche centrali nazionali che, precedentemente all'Unione monetaria, venivano poste in essere da un organismo collettivo. Oggi, invece, come visto, le Banche centrali nazionali partecipano alla politica monetaria dell'unione attraverso il contributo del loro Governatore al principale organo decisionale della Banca centrale europea.

Il rovescio della medaglia è che, il governatore, da canto suo, non può ricevere istruzioni; questo fa sì che gli organismo collettivi delle banche centrali nazionali non hanno alcun ruolo relativamente alle scelte di politica monetaria né a livello nazionale né a quello europeo.

³⁸ Art 130 Trattato Maastricht

Quanto detto è riportato in una legge approvata dal parlamento italiano nel dicembre del 2005, che inoltre prevede che una serie di ruoli, precedentemente affidati al Governatore, vengano assegnati a un organismo collettivo, il Direttorio della Banca d'Italia.

Il secondo aspetto da considerare è quello strumentale dell'indipendenza, in base al quale la Banca centrale europea utilizza gli strumenti di politica monetaria coerentemente con lo scopo primario della sua politica, la stabilità dei prezzi. Rileva, da questo punto di vista, l'art. 127 del Trattato che individua tra i compiti fondamentali del sistema europeo di banche centrali quello di "definire e attuare la politica monetaria dell'Unione."³⁹

Molto importante risulta essere anche il principio del divieto di finanziamento monetario del disavanzo pubblico, previsto, invece l'art. 123 del Trattato. In base ad esso, "la BCE e le banche centrali nazioni non possono concedere, in alcuna forma, crediti a soggetti pubblici, comunitari e nazionali."⁴⁰ La norma riguarda anche l'acquisto, al momento dell'emissione, dei titoli degli stessi soggetti.

"È stata così eretta una "muraglia cinese" tra Stato e banca centrale, impedendo al primo di utilizzare la seconda per finanziare i disavanzi pubblici con la creazione di moneta."⁴¹ Lo scopo è quello di evitare che l'istituto monetario, in quanto obbligato a erogare credito al governo, possa essere privato dei propri poteri sulla moneta e sui tassi di interesse, fondamentali per l'andamento dei prezzi.

Non poche volte nel corso nella storia, infatti, si è verificato il caso in cui i governi hanno abusato dei loro poteri, utilizzando le banche centrali per dare ossigeno alle proprie economie, attraverso la creazione di moneta tramite l'acquisto di titoli pubblici al momento dell'emissione.

Interessante è anche l'aspetto personale dell'indipendenza che, invece, ha a che fare con la fermezza dei membri degli organi direttivi della Banca centrale europea. Si può effettivamente parlare di indipendenza quando quest'ultimi sono liberi da ogni tipo di minaccia relativa alla revoca del mandato o a qualsiasi forma di promessa di rinnovo dello stesso.

Il personale del Comitato esecutivo resta in carica per otto anni e lo stesso può essere revocato solo nel momento in cui vengono meno quelle condizioni necessarie per la

³⁹ Art 127 Trattato di Maastricht

⁴⁰ Art.123 Trattato di Maastricht

⁴¹ Papadia F., Santini C., La Banca centrale europea, 2011

realizzazione del proprio incarico oppure nel caso in cui si prova che gli stessi siano colpevoli di gravi mancanze o irregolarità.

E', inoltre, previsto dal Trattato che i Governatori delle Banche centrali nazionali, che sono membri del Consiglio direttivo della Banca centrale europea, restano in carica per un periodo non inferiore a 5 anni; per loro sono previste garanzie analoghe a quelle che tutelano i membri del Comitato esecutivo con riguardo alla rimozione dell'incarico. Resta fine da considerare l'indipendenza da un punto di vista finanziario. Essa può essere intesa come la abilità di un ente di sostenere i costi di gestione e gli investimenti con i proventi generati dalle proprie attività. Nel momento in cui l'operato delle Banche centrali è subordinato ai finanziamenti dello Stato, non pochi sarebbero i rischi di influenza dello stesso nella gestione delle operazioni di politica monetaria.

2.2 Indipendenza non significa isolamento

“In un regime democratico, indipendenza e controllo sono complementari.”⁴²
Nell'analisi sull'indipendenza di un istituto centrale, Papadia, sottolinea che ogni ente dotato di un certo grado di indipendenza non può sottrarsi al controllo esercitato da appositi organi che verifichino sia la corrispondenza delle sue azioni alle leggi, sia che il rispetto di determinati valori politici e sociali. Il Trattato e lo Statuto, all'interno dei quali sono espressamente previsti obiettivi e funzionamento della politica monetaria dell'Unione Europea, sono stati approvati dai cittadini degli stati aderenti all'Unione. Approvazione avvenuta direttamente, attraverso i referendum, oppure indirettamente, attraverso il voto dei Parlamentari da loro nominati.

L'elezione del Presidente e dei componenti del Comitato esecutivo interessa l'autorità politica dei paesi membri e i rappresentanti eletti dai cittadini dell'unione. Secondo l'art. 283 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea questi ultimi devono essere nominati “tra persone di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario e bancario, dal consiglio europeo che delibera a

⁴² Papadia F., Santini C., La Banca centrale europea, 2011

maggioranza qualificata su raccomandazioni del Consiglio e previa consultazione del Parlamento europeo e del Consiglio direttivo della Bce.”⁴³

Mentre il Presidente del Consiglio dei ministri finanziari dell’Unione europea, insieme ad un membro della Commissione partecipa, senza diritto di voti, alle riunioni del Consiglio Direttivo della Banca centrale europea, il Presidente della Banca centrale europea ha il diritto di assistere alle adunanze del Consiglio dei Ministri finanziari in quelle occasioni in cui si delibera in merito ad argomenti riguardanti i compiti del Sistema europeo di banche centrali. Lo scopo dell’assetto così delineato è quello di “istituzionalizzare occasioni di incontro fra governi nazionali, Commissione ed alta direzione della Banca centrale” in modo tale da dar luogo a quella cooperazione che lo stesso Trattato individua come necessaria per il perseguimento degli obiettivi generali della Comunità, che verranno ampiamente trattati successivamente.

La Banca centrale europea ha il compito di redigere una relazione annuale riguardante l’operato dell’Eurosistema e la politica monetaria effettuata, da sottoporre all’attenzione del Parlamento europeo, al Consiglio europeo, a quello dei ministri dell’Unione Europea, e alla Commissione. Va poi considerato che il Presidente della Banca centrale europea e gli altri membri del Comitato esecutivo sono possono essere chiamati in udienza dallo stesso Parlamento europeo.

In questo modo sia i governi degli stati appartenenti all’Unione, sia il Parlamento europeo hanno non poche possibilità di valutare che la politica monetaria adottata sia svolta in conformità a perseguimento degli scopi previsti all’interno del Trattato. In caso contrario, gli stessi hanno il diritto di prendere opportuni provvedimenti.

Al fine di una più efficace supervisione, inoltre, lo statuto impone diversi obblighi informativi di natura contabile e di illustrazione della politica monetaria adottata. Chiunque lo ritenga necessario e ne faccia richiesta, può consultare gratuitamente sia il rendiconto finanziario consolidato dell’Eurosistema, sia il Bollettino economico. Si tratta di documenti che vengono pubblicati periodicamente. Non va dimenticato, infine, il controllo sulla contabilità esercitato da una società di revisione esterna, dotata di “pieni poteri per esaminare tutti i libri e i documenti contrabili della BCE”⁴⁴.

Tutto l’insieme di obblighi di disclosure è fondamentale al fine di garantire all’intera opinione pubblica di essere costantemente aggiornata circa l’azione della Banca

⁴³ Art. 283 Trattato sul funzionamento dell’Unione Europea

⁴⁴ Papadia F., Santini C., La Banca centrale europea, 2011

centrale europea. Questo permette a chiunque ne abbia interesse di effettuare le opportune valutazioni.

Con eccezione dell'intervento della Corte giudiziaria, legittimato ad intervenire solo nei casi di gravi irregolarità compiute dalla Banca centrale europea nell'espletamento delle proprie funzioni o in caso di colpa grave da parte dei membri del Comitato esecutivo, non sono previste sanzioni per negligenze da parte della Banca centrale. La punizione più grande a cui l'ente può essere sottoposto è la perdita di credibilità e fiducia da parte dell'intero sistema e, soprattutto, dei mercati.

3. Struttura Della Banca centrale europea

Il sistema di *central banking* europeo⁴⁵, come visto, persegue le proprie finalità rispettando criteri rigidi di indipendenza dal potere politico e dai singoli stati. Nel contempo è di fondamentale importanza che la politica perseguita a livello europeo tenga conto delle diversità e omogeneità delle economie dei singoli paesi aderenti all'area euro. È importante che la sua attuazione abbia un concreto risvolto anche a livello decentrato dei diversi paesi.

Questo comporta un assetto organizzativo caratteristico, costituito da un sistema più articolato rispetto a quello della Banca centrale europea in senso stretto. La Banca centrale europea insieme alle Banche centrali nazionali dell'area dell'euro costituisce un tassello fondamentale di una più ampia area, definita Eurosystem, organismo a cui il Trattato della comunità assegna la responsabilità della politica monetaria europea⁴⁶. Sono diverse le ragioni che spingono ad adottare un sistema di "central banking" articolato in più Banche Centrali Nazionali rispetto all'istituzione di una singola e accentrata istituzione. Una prima ragione è legata alla dimensione geografica dell'Unione che spinge ogni stato nazionale a dotarsi di un punto di accesso delle banche alle attività della banca centrale. Non va, inoltre, dimenticato che la scelta di un sistema centralizzato si basa anche su quell'insieme di risorse, le competenze e le

⁴⁵ Frederic, Stanley, Istituzioni e mercati finanziari, 2007

⁴⁶ La norma istitutiva del SEBC e della BCE è quella dell'articolo 8 del trattato della Comunità Europea, riformato dal Trattato di Maastricht

capacità operative della diverse Banche Centrali Nazionali., che risulta di grande rilevanza e per molti aspetti indispensabile.

Si descriverà ora in modo schematico questo sistema, ponendo l'attenzione sulle principali componenti e relazioni che ne caratterizzano il funzionamento.

3.1 Il SEBC e l'Eurosistema

Il Sistema europeo di banche centrali costituisce l'area più ampia comprendente le varie istituzioni che, ognuna con i propri ruoli e poteri, entrano nel processo della politica monetaria europea. Il SEBC è costituito dalla Banca centrale europea e dalle Banche centrali nazionali di tutti i paesi che rientrano nell'Unione Europea.

Nel primo disegno del SEBC il Trattato della Comunità poneva principalmente l'attenzione sulla costituzione di un rapporto organico tra la Banca centrale europea e le diverse banche centrali nazionali con "lo scopo di assicurare da un lato un processo decisionale accentrato e dall'altro l'attuazione compartecipata dei compiti assegnati al sistema."⁴⁷

D'altro canto, come visto, non tutti i paesi aderenti all'Unione avrebbero adottato l'euro, preferendo mantenere la loro sovranità monetaria. Ne conseguiva che le banche centrali di queste nazioni non partecipavano all'attuazione delle funzioni fondamentali che il trattato assegnava al sistema, in particolare alla formulazione e attuazione della politica monetaria europea. Divenne prioritario, quindi, identificare all'interno dello SEBC, quel sottoinsieme dei paesi dell'area euro, che fu denominato dal Consiglio Direttivo della BCE, "Eurosistema". L'Eurosistema andava quindi ad identificare la Banca centrale europea e le Banche centrali nazionali dell'area euro. Ad oggi i paesi compresi all'interno dell'Eurosistema sono sedici, tutti adottanti la moneta unica e rappresentati il "terreno di intervento della politica monetaria europea."⁴⁸ In un quadro in cui i governatori delle Banche centrali nazionali sono componenti del Consiglio Direttivo della BCE, si evince che la partecipazione delle banche centrali nazionali al processo decisionale della BCE è drasticamente ridotto.

L'Eurosistema rappresenta, quindi, la sede dei compiti del sistema di *central banking* europeo e svolge un insieme di funzioni di assoluta rilevanza. Tra questi si ricordano:

⁴⁷ Frederic, Stanley , Istituzioni e mercati finanziari, 2007

⁴⁸ Frederic, Stanley , Istituzioni e mercati finanziari, 2007

- Definizione e attuazione della politica monetaria dell'area dell'euro; questa funzione viene svolta in base alle decisioni del consiglio direttivo della bce in materia dei tassi di riferimento e di offerta di riserve monetarie
- Svolgimenti degli interventi sul mercato dei cambi, le operazioni influenzano il tasso di cambio delle valute e le condizioni di liquidità interne all'area euro, quindi variabili che devono essere coerente con gli scopi della politica monetaria
- Gestione delle riserve ufficiali degli stati membri; è un presupposto logico essenziale delle attività previste nel punto precedente
- Promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento; questo compito riflette l'importanza che possiede un sistema di pagamento efficiente e funzionale per la politica monetaria e per l'economia in generale.
- A questi compiti fondamentali se ne aggiungo ALCUNI altri. Spesso considerati in modo residuale (forse perché non rientrano in maniera diretta nella funzione di politica monetaria), ma che tuttavia hanno un certo rilievo e comunque danno un quadro più completo delle attività dell'eurosistema. Tra questi compiti rientrano i tre elencati di seguito
 - Funzione di Advisor verso le istituzioni europee, nei campi di competenza e in relazione all'emanazione di norme comunitarie o nazionali.
 - Attività nel campo della vigilanza prudenziale ai fini della stabilità finanziaria; le competenze in materia appartengono alle autorità nazionali,, ma si reputa comunque importante un contributo della bce.
 - Cooperazione internazionale soprattutto in campi, come quello della politica monetaria, dove i risvolti sopranazionali sono importanti.⁴⁹

Si tratta di un insieme di compiti che vengono realizzati attraverso una rete di organi decisionali, tra cui spiccano in particolare il Consiglio Direttivo e dal Comitato Esecutivo. Analizzando in seguito anche le funzioni di questi ultimi, si capisce il motivo per cui la Banca centrale europea viene identificata come Banca centrale dell'area euro dell'Unione Europea.

3.2 La Banca Centrale Europea e le Banche Centrali Nazionali

⁴⁹ : La Banca centrale europea, Hanspeter, Sheller, 2006

Creata dal Trattato della Comunità, la Banca Centrale Europea è un organismo con personalità giuridica, avente poteri propri non derivanti da altre entità comunitarie. Questo comporta un rafforzamento delle competenze e del rilievo istituzionale dell'ente. Come si è visto, questo aspetto non è determinante al fine dell'indipendenza della BCE da influenze esterne, come quelle dei governi nazionali.

La Banca Centrale Europea costituisce l'elemento determinante del sistema di central banking europeo sia per il "ruolo speciale che i suoi organi decisionali hanno nel funzionamento del SEBC e dell'Eurosistema, sia in quando costituisce l'entità dotata delle strutture e delle risorse organizzative e operative necessarie allo svolgimento dell'attività di banca centrale."⁵⁰

La principale responsabilità della Banca centrale europea è, pertanto, quella di garantire che le funzioni dell' Eurosistema siano realmente svolte, direttamente attraverso la propria attività, o attraverso quella della Banche centrali nazionali. Questo ruolo fondamentale viene poi affiancato da altri compiti complementari e maggiormente specifici, tra i quali:

- Opera come asse del processo decisionale del SEBC e dell'Eurosistema
- Cura l'implementazione, anche decentrata alle BCN, delle azioni di politica monetaria dell'Eurosistema
- Emette moneta legale
- Interviene operativamente nel mercato dei cambi⁵¹

Da questo elenco di compiti si evince il livello di complessità insito nell'organizzazione dell'attiva della BCE, che comporta l'esigenza di integrare le attività di una struttura accentrata quale la Banca Centrale Europea , avente il compito di attuare la politica monetaria e fornita di apposite strutture organizzative e gestionali, con la partecipazione all'esecuzione della politica monetaria stessa da parte delle Banche centrali nazionali dell'euro.

Questo tipo di organizzazione trova espressione proprio nell'Eurosistema, che, seppur formalmente è legittimato a svolgere i compiti di central banking, è privo di

⁵⁰ Frederic S., Stanley G., Istituzioni e mercati finanziari,2007

⁵¹ Frederic S., Stanley G., Istituzioni e mercati finanziari,2007

personalità giuridica propria e, di conseguenza, dev'essere presieduto dagli organi della Banca centrale europea.

Attiva è, invece, la partecipazione delle Banche Centrali Nazionali nell'attuazione della politica monetaria, anche se fortemente decentrata. Esse, in particolare, prendono parte ad alcuni momenti chiave del processo decisionale della Banca centrale europea e hanno una funzione sussidiaria nello svolgimento delle sue attività. L'influenza decisiva delle Banche centrali nazionali alla politica monetaria europea è confermata anche dai vari organi della Banca centrale europea, in primis il Consiglio generale e il Consiglio Direttivo, tra i cui membri spiccano, rispettivamente, i governatori delle banche centrali nazionali dell'intera UE e i governatori delle Banche centrali nazionali dell'area euro. Questi ultimi due organi hanno il compito di governare l'Eurosistema, definendo gli indirizzi di politica monetaria e dandone attuazione. Queste funzioni sono ripartite tra Banca centrale europea e Banche centrali nazionali secondo un "principio di decentramento funzionale", un sistema federale analogo al sistema sui cui regge la Federal Reserve degli Stati Uniti.

3.3 Processo decisionale dell'Eurosistema e della BCE

Seppur l'intera organizzazione alla base dell'Eurosistema risulta, quindi, estremamente articolata e decentrata, fondamentale resta il ruolo di indirizzo che la Banca centrale europea svolge nei confronti delle Banche centrali nazionali. La Bce assolve la guida dell'intero Eurosistema attraverso propri organi dotati di specifiche e importantissime competenze.

L'implementazione e la realizzazione della politica monetaria dell'intero Eurosistema è la principale funzione di cui si avvale il Comitato Esecutivo. Tale organo è composto dai membri nominati di comune accordo dai Capi di Stato o di Governo dei paesi dell'Unione Europea. All'interno di questi vengono poi nominati il Presidente e il Vicepresidente della Banca centrale europea. I membri hanno un mandato di otto anni e non sono rinnovabili.

Diverse sono le responsabilità in capo al Comitato: l'organizzazione delle riunioni del Consiglio direttivo, la realizzazione della politica monetaria dell'area euro secondo gli indirizzi e le decisioni del Consiglio e dando le giuste istruzioni alle Banche centrali nazionali, lo svolgimento di specifici poteri delegati dal Consiglio, la conduzione degli affari correnti della Banca centrale europea.

L'altro organo che merita attenzione è il Consiglio direttivo, composto dai sei membri del Comitato esecutivo e i governatori delle Banche centrali nazionali dei paesi che hanno adottato la moneta unica.

Gli esponenti del Consiglio operano personalmente e autonomamente; non sono rappresentanti nazionali.

Tale organo ha un compito primario nella definizione degli indirizzi di politica monetaria della banca centrale europea; tale compito viene esercitato attraverso alcuni importanti incarichi che il Trattato della Comunità ha affidato alla responsabilità dell'organo stesso: l'elaborazione della politica monetaria dell'area euro e degli indirizzi utili per l'attuazione delle decisioni e l'adozione di indirizzi necessari e prendere le scelte sagge per garantire l'attuazione dei compiti delegati dall'Eurosistema.

Il Consiglio Generale, infine, è costituito da presidente e vicepresidente della Bce e dai governatori delle banche centrali di tutti i paesi dell'UE. Le competenze del Consiglio sono generali, tra le quali le attività di reporting e di Advisor in materia di convergenza dei paesi dell'unione fuori dall'euro verso l'adozione della moneta unica. Da questo quadro deriva che il processo decisionale dell'Eurosistema trova il suo centro nella Banca Centrale Europea, la quale, attraverso i suoi organi, attua le sue scelte affinché l'Eurosistema e il SEBC siano in grado di adempiere ai loro compiti. Gli obblighi in capo ai vari corpi decisionali possono essere meglio identificati considerando i due step fondamentali in cui si articola ogni processo decisionale riguardante la politica monetaria: la definizione degli indirizzi e delle politiche e l'esecuzione delle decisioni adottate. La detta separazione consente di sottolineare il ruolo primario riconosciuto al Consiglio Direttivo per quanto riguarda la definizione delle politiche e la partecipazione congiunta, in detta fase, della Banca centrale europea con il suo Comitato esecutivo e delle Banche centrali nazionali attraverso i loro governatori. Emerge, inoltre, la funzione di coordinamento della Banca centrale

europea nei confronti delle Banche centrali nazionali nella fase di selezione operativa delle decisioni.

Dall'intero assetto è evidente la complementarità delle loro funzioni; complementarità sulla quale si basa il funzionamento dell'Eurosistema. Anche per questo si può parlare di una sorta di sistema federale.

3.4 Accentramento delle decisioni, decentramento delle attività di analisi e dell'operazioni

In linea con il sistema americano e con quello tedesco, quindi, il Sistema Federale Europeo è costituito da un unico organo decisionale al vertice del sistema, ma, diversamente da essi, si caratterizza per un maggior decentramento dei compiti analitici funzionali alle decisioni operative.

Per quanto riguarda quest'ultimi, le banche centrali nazionali, soprattutto quelle di maggiori dimensioni, sono dotate di notevoli poteri di ricerca, affiancati da importanti tradizioni e competenze.

Un esempio rilevante è rappresentato dal Servizio Studi della Banca di Italia, dotato di una struttura paragonabile a quella ente che nella Banca centrale Europea adempie ai suoi stessi compiti.

Gli organismi delle Banche centrali nazionali che hanno funzioni di analisi rivestono, quindi, un ruolo di supporto importantissimo attraverso la fornitura dati, soluzioni, idee, proposte al proprio governatore e partecipando a tutte le riunioni che si tengono presso la Banca Centrale Europea.

Per quanto riguarda le competenze operative, invece, è stato interpretato, anche in maniera ampiamente forzata, ciò che era previsto al riguardo all'interno dello statuto: "La Banca Centrale Europea per quando possibile e opportuno utilizza le banche centrali nazionali per seguire operazioni che rientrano nei compiti del SEBC"⁵².

La disposizione mette in luce il principio di sussidiarietà che, in conformità con quanto sancito nel Trattato di Maastricht, deve guidare tutta la comunità. "È previsto, quindi, che gli organi comunitari prendano il posto di quelli dei singoli Stati membri solo qualora il perseguimento di alcuni obiettivi sia raggiungibile in maniera più efficace a

⁵² Statuto della BCE

livello comunitario. Questo comporta sia un notevole decentramento operativo, sia una condizione di parità tra le banche centrali, rispettando pur sempre le loro dimensioni e capacità operative.”⁵³

Il sistema prevede che ogni operazione sia distribuita per l’attuazione fra tutte le banche centrali nazionali membri dell’Eurosistema. E’ pur vero, che si sta lentamente diffondendo un sistema più specializzato in cui le diverse banche centrali nazionali concentrano la loro azioni in alcune specifiche funzioni anziché condividere reciprocamente le risorse nei vari settori.

L’importanza del decentramento delle operazioni di politica monetaria sta nel fatto che le aziende di credito continuano a depositare le proprie risorse liquide presso la Banca Centrale Nazionale del paese di residenza e non presso la Banca Centrale Europea. Questo comporta che le stesse regolano le operazioni interbancarie con un’ampia garanzia, essendo la Banca Centrale sempre liquida. Questo sistema così “semplice” sta, però, gradualmente rivelandosi fallace a causa del nascere di numerosi gruppi bancari partenopei che hanno l’accesso a diverse banche centrali dell’Euro sistema, mettendole di conseguenza in una forma di competizione. Le operazioni volte a regolare la liquidità e i tassi di interesse, d’altro canto, restano pur sempre di competenza delle singole banche centrali nazionali, che operano sulla base delle istruzioni provenienti dalla Banca Centrale Europea.

Le operazioni in cambio, la gestione delle riserve, la stampa delle banconote, la raccolta ed elaborazione delle statistiche monetarie e finanziarie, sono tutte operazioni che vengono svolte in maniera decentrata. Per quanto riguarda, invece, il conio delle monete, esso compete alle varie banche nazionali sotto il controllo dei rispetti governi. La raccolta e l’elaborazione delle statistiche monetarie e finanziarie, inoltre, sono di competenza delle banche centrali nazionali che possiedono le attrezzature, i contatti con gli intermediari nazionali. Alla banca centrale europea spetta però il compito di sviluppare l’apparato statistico e controllare le statistiche proveniente dai vari paesi per produrre gli aggregati per l’intera area, cruciali per lo svolgimento della politica monetaria.

Come visto, il principio del Trattato di Maastrich, prevede che a tale decentramento operativo bisogna rinunciare quando è preferibile l’intervento dell’organo centrale. Un esempio emblematico può essere il caso in cui vi sia un’imprevista urgenza di

⁵³Hanspeter, Sheller, La Banca centrale europea, 2006

immettere o assorbire liquidità nel sistema per assicurare il regolare funzionamento del sistema dei pagamenti.

“L'esteso decentramento è stato previsto nell'ottica di rispetto della storia e tradizione delle banche centrali nazionali ed inteso, quindi, a valorizzare il patrimonio di conoscenze e capacità analitiche, esperienza operativa e conoscitiva dei rispettivi sistemi bancari e finanziari; ad attutire le conseguenze negative di un passaggio troppo rapido da un assetto nazionale a uno sovranazionale.”

A favore del decentramento si sono maggiormente esposte le banche centrali dei paesi più grandi dell'unione europea, maggiormente preoccupate dell'accentramento presso la Banca centrale europea.

Guardando all'aspetto organizzativo, questa completa centralizzazione delle decisioni e l'ampio decentramento delle attività di analisi e delle operazioni comporta non pochi problemi conseguenti soluzioni innovative. La prima di queste è la creazione di alcuni strumenti organizzativi che consentono al personale della Bce (1400 persone) di cooperare con il personale delle banche centrali nazionali (50.000 persone). Per agevolare tale coordinamento sono nati tanti Comitati composti da esperti delle banche centrali nazionali e di quella europea, quante sono le aree nelle quali quest'ultima è impegnata. Essi hanno il compito di controllare l'assetto di strumenti della politica monetaria e del cambio, il funzionamento e le infrastrutture del sistema dei pagamenti. In questo modo i comitati elaborano idee di cambiamento e sviluppo per la Banca Centrale Europea che continua responsabile della loro attuazione, anche se in parte delegata alla banche centrali nazionali.

Un altro importante strumento di collegamento tra la banca centrale europea e le banche centrali nazionali sono i collegamenti telematici. In questo settore si è operato in maniera graduale e razionale. In un primo momento si è scelta la strada della piena integrazione, poiché spinti dalla necessità di limitare i costi e l'eterogeneità dei sistemi informativi delle varie banche centrali. Si, poi, giunti a una struttura caratterizzata da una configurazione a raggiera, in base alla quale la Banca Centrale Europea è posta al centro del sistema informativo. Tale sistema è inoltre caratterizzato da una notevole differenziazione delle soluzioni nei vari settori e dall' utilizzo di sistemi aperti e di interconnessione tra sistemi.

Con il tempo, non solo la rete informativa dell'Eurosistema si è sviluppata, inoltre i sistemi informativi delle banche centrali nazionali sono divenuti sempre più uguali tra

loro e a quelli della Banca Centrale Europea, aumentando le possibilità di integrazione e abbattendo i relativi costi. Fondamentale è il fatto che, l'utilizzo di tale rete di collegamenti telematici ha reso poco rilevante la dislocazione dell'Eurosistema in diverse zone, sostituendo la vicinanza fisica con il traffico di informazioni.

Tale organizzazione si è rivelata efficace anche in circostanze difficili, come la crisi del 2007.

Il modello organizzativo scelto in Europa non solo presenta delle unicità rispetto ai sistemi vigenti negli altri paesi a livello internazionali, ma è unico anche da un punto di vista storico. Si tratta di un sistema a cui aderiscono paesi aventi storie e tradizioni monetarie diverse, dotati di modelli bancari e finanziari con disomogenei livelli di efficienza.

“Tra queste divergenze si inserisce l'elemento unificante rappresentato dalla moneta unica e da un organo decisionale sovranazionale al quale è affidata la responsabilità della politica monetaria unica.”⁵⁴. Va comunque ricordato che l'organizzazione dell'Eurosistema è fortemente influenzato dalla realtà storica nella quale ha iniziato svolgere le sue funzioni, senza le quali le sue caratteristiche portanti sarebbero state altre.

Ad oggi, sono due le linee di tendenza a cui l'Eurosistema si sta adeguando e grazie alle quali sta implementando la propria efficienza. La prima riguarda il passaggio di responsabilità e funzioni verso la Banca centrale europea. È fondamentale il beneficio che quest'ultima ne deriva dal divenire il centro delle relazioni all'interno e all'esterno dell'area dell'euro. Ruolo decisivo in questo senso riveste la fitta rete di relazioni sia con le banche centrali al di fuori dell'area euro sia con le più grandi banche internazionali. Ancor più interesse e possibilità di sviluppo, riveste la seconda linea di tendenza: la specializzazione. Ciascuna banca centrale dell'Eurosistema tende a focalizzarsi su quelle attività in cui ha maggior vantaggi rispetto alle altre banche centrali permettendo, in questo modo, anche il raggiungimento di notevoli economie di scala.

L'implementazione di tali due linee di tendenza diventa sempre più importante se si considera il continuo allargamento dell'area dell'euro e la conseguente urgenza di un sistema organizzativo più efficiente capace di gestire il maggior numero di banche

⁵⁴ Papadia S., Santini C., La Banca centrale europea, 2006

centrali che sono prossime a partecipare all'Eurosistema,. Incrementandone la complessità.

4 Gli obiettivi della BCE

4.1 Un sistema di obiettivi

Come più volte ripetuto, l'obiettivo primario perseguito dalla BCE è la stabilità dei prezzi. L'analisi dell'importanza di questa attribuzione deve partire da una generica visione dell'articolato complesso sistema di obiettivi che si pone l'Unione europea e dalle motivazioni economiche alla base di tale scelta.

Con l'approvazione del Trattato di Roma, insieme con l'Atto Unico Europeo e il Trattato di Maastricht, i vari governi non solo si sono impegnati nei confronti degli altri stati membri ma hanno anche sancito principi e regole comuni.

Tale peculiarità del Trattato di Roma emerge in particolare nei primi capitoli dove vengono sanciti i principi su cui si basa l'Unione Europea e in particolare nell'art. 2 che elenca un sistema complesso di obiettivi, prevalentemente economici: "promozione di uno sviluppo armonioso ed equilibrato delle attività economiche nell'insieme della comunità, una crescita sostenibile, non inflazionistica e che rispetto l'ambiente, un elevato grado di convergenza dei risultati economici, un elevato livello di occupazione e di protezione sociale, il miglioramento del tenore e della qualità della vita; la coesione economica e sociale e la solidarietà fra stati membri." Il successivo art. 3 enuncia i principi attraverso i quali raggiungere tali obiettivi: la conformità ea " un' economia di mercato aperta e in libera concorrenza", " prezzi stabiliti, finanze pubbliche e condizioni monetarie sane nonché bilancia dei pagamenti sostenibile."

Il trattato inoltre fissa le procedura di attuazione, gli apparati istituzionali, e i meccanismi per produrre regole dettagliate, affinché gli obiettivi siano efficacemente perseguiti e i principi rispettati.

Il riconoscimento alla Banca centrale europea del fine primario della stabilità dei prezzi e quello "secondario" di "sostenere le politiche economiche generali della Comunità"⁵⁵ dev'essere analizzato in questo quadro complessivo di obiettivi..

⁵⁵ Art. 4 e Art.5 del Trattato di Maastricht

La stabilità dei prezzi, affidata alla Banca centrale europea con i relativi strumenti di attuazione, d'altro canto, non è sovraordinato alle altre finalità espresse dall'art. 2. Non viene individuata una priorità assoluta, ma si assegna un task a un'istituzione, la Banca centrale europea, e al suo strumento, la politica monetaria.

Gli altri obiettivi, non meno importanti, devono essere perseguiti da altre istituzioni, con altri strumenti.

Il Trattato ha seguito molto rigorosamente "la logica dell'abbinamento"⁵⁶ tra obiettivi e istituzioni. Un esempio significativo al riguardo è il rispetto dell'ambiente,, uno dei principali obiettivi dell'Unione europea. Tale compito, tuttavia, non può essere affidato alla Banca centrale europea, non potendo essere efficacemente eseguito utilizzando la politica monetaria come strumenti principe.

Ne conviene che l'attribuzione dei diversi obiettivi che emergono dal Trattato di Roma ai vari enti, con i relativi strumenti, deve seguire una logica di specializzazione: . È importante che ogni strumento sia rivolto all'obiettivo che può perseguire più efficacemente.

"In questa ottica, si attribuisce l'obiettivo della stabilità dei prezzi alla Banca centrale europea perché si è convinti che la relazione tra variazioni del livello generale dei prezzi e regolazione monetaria è molto più forte e stabile rispetto alla relazione tra questo strumento e gli altri obiettivi elencati nell'art.2 del trattato."⁵⁷

4.2. La scelta degli obiettivi

La scelta dell'obiettivo primario della politica monetaria rappresenta un elemento essenziale e prioritario affinché la stabilità monetaria possa essere realizzata efficacemente nel concreto. La stessa rappresenta, inoltre, una decisione di primaria importanza in quanto la Banca centrale europea ha il compito di gestire la moneta comune in un sistema di cambi flessibili verso l'esterno dell'Unione.

L'idea che nel medio- lungo periodo la politica monetaria influenza principalmente il livello dei prezzi pone come obiettivo principe il tasso di crescita di aggregati monetari a discapito, invece, del tasso di inflazione.

Testimonianza di ciò sono gli obiettivi futuri che vengono individuati per la Banca centrale europea all'interno del rapporto IMR sulla politica monetaria unica. Tali obiettivi sono

⁵⁶ Papadia F., Santini C., La Banca centrale europea, 2006

⁵⁷ Papadia F., Santini C., La Banca centrale europea, 2006

denominati in termini di aggregati monetari o in termini di tasso di inflazione. Si tratta di una decisione non indifferente, soprattutto lì dove venga considerata l'eventualità di shocks, il problema dell'informazione e della trasparenza degli obiettivi e l'intervallo di riferimento dello stesso obiettivo.

Negli stessi rapporti IME sono, inoltre, individuati i principi generali che devono essere rispettati per la valutazione e l'attuazione delle strategie di politica monetaria, tra i quali: "efficacia nel raggiungere l'obiettivo finale, responsabilità, trasparenza, scelta di un obiettivo di medio lungo periodo per dare un'ancora all'inflazione lasciando, però, un margine di discrezionalità al Sistema europeo delle banche centrali, continuità e coerenza con l'indipendenza del SEBC." ⁵⁸

La questione è di gran importanza in quanto sono molte le banche centrali che hanno posto come prioritario l'obiettivo dell'inflazione, anche se con diversa definizione. Scarsi sono, d'altro canto, gli strumenti necessari per la valutazione dei costi reali legati agli strumenti di intervento contro l'inflazione. Si tratta, inoltre, di costi che rilevano in maniera differente a seconda dell'obiettivo prefigurato.

Nel momento in cui la stessa definizione di tasso di inflazione risulta essere incerta e creare problemi, si preferisce far riferimento agli aggregati monetari.

"Un obiettivo definito in termini di aggregato monetario si giustifica per la possibilità di stabilizzare i prezzi attraverso il controllo della domanda aggregata, ma ciò può comportare una maggiore variabilità del reddito in caso di shocks, soprattutto in caso di shocks di offerta."

⁵⁹ E' evidente che stiamo parlando di un fine difficilmente raggiungibile in situazioni di instabilità nei mercati monetari e finanziari.

Diversamente, la decisione di definire l'obiettivo in termini di inflazione, è preferibile in termini di contenuto informativo e di trasparenza nei confronti del pubblico. Seppure, anche in questo caso, non poche sono le difficoltà nella definizione dei parametri di riferimento, questa scelta permette di estendere maggiormente l'orizzonte temporale di riferimento della politica monetaria.

Questo dibattito sugli obiettivi, d'altro canto, va oltre uno schema meramente teorico e può avere un ruolo determinante nella concreta comprensione del rapporto tra la Banca centrale europea e i diversi stati nazionali. È infatti, possibile, traslare quanto detto al caso concreto della realtà europea.

⁵⁸ Dongili P., Considerazioni sul ruolo e sulla natura della BCE, 2005

⁵⁹ Dongili P., Considerazioni sul ruolo e sulla natura della BCE, 2005

L'importanza di individuare l'obiettivo della operato della Banca centrale europea è evidenziata da due fattori che necessitano di decisioni precise e trasparenti, " cosa che probabilmente avverrà nel momento in cui la Banca centrale europea prenderà ufficialmente il via nella Terza fase."⁶⁰

Il primo aspetto fa riferimento al compito di garante che la Banca centrale europea ha il compito di eseguire verso tutti gli stati appartenenti all'Unione. Per quanto riguarda il secondo, invece, bisogna tener presente il sistema di cambi flessibili in cui la stessa dovrà effettuare le proprie operazioni.

Ne segue che la decisione dell'obiettivo dovrà rispettare una duplice esigenza; da un lato risulta fondamentale il dover garantire la stabilità monetaria dell'area di competenza della banca centrale, dall'altra sarà importantissimo porre in essere scelte concretamente realizzabili, sia in termini di uso del controllo degli strumenti, sia in termini di costi reali che possono emergere dal conseguimento della stessa stabilità monetaria.

In questa prospettiva, l'obiettivo espresso in termini di tasso di inflazione risulta essere Da questo punto di vista, allora, l'obiettivo in termini di tasso di inflazione è con molta probabilità maggiormente consigliabile rispetto a quello individuato in un aggregato monetario.

Non poche sono, d'altro canto, le difficoltà che possono essere riscontrate in questa decisione. Le disomogeneità socio-istituzionali e le diverse culture dei paesi appartenenti all'Unione pongono diversi ostacoli sia nell'individuare quell'aggregato monetario che possa assicurare al meglio la stabilità dei prezzi sia "amplificano i rischi di un obiettivo che può esaltare la variabilità dell'output globale in caso di shocks da offerta"⁶¹.

Nella realtà dell'Unione europea, inoltre, bisogna tener presente anche dell'estensione geografica e delle specificità socio-culturali delle diverse zone che comporteranno non poche divergenze strutturali provocando shock asimmetrici nell'area rispetto a una situazione caratterizzata da una realtà maggiormente ristretta e omogenea. Per ridurre quanto più possibile le conseguenze a carattere generale che questi shock potrebbero avere all'interno dell'area, la definizione dell'aggregato monetario dovrebbe essere attuata attraverso una complessa organizzazione della politica monetaria europea posta in essere dal Sistema europeo delle Banche centrali, attraverso operazioni compensative volte a distribuire l'aggregato monetario di riferimento.

⁶⁰ Zilioli C., Selmayr M., La Banca centrale europea, 2007

⁶¹ Dongili P., Considerazioni sulla Banca centrale europea, 2005

Va ,inoltre, considerato che tutte queste diversità che caratterizzano i paesi all'interno dell'area euro fanno sì che l'obiettivo del tasso di inflazione sia maggiormente trasparente e dotato di un più ampio contenuto informativo nei confronti degli aggregati monetari , ciò nonostante il processo armonizzazione degli aggregati monetari di riferimento delle diverse banche centrali nazionali.

Continuando ad esaminare il dibattito relativo agli obiettivi della Banca centrale europea, risulta evidente che la mancanza di norme sul comportamento di una banca centrale, siano esse attive o subordinate, non significa che l'ente abbia il diritto di porre in essere un atteggiamento discrezionale e ,come tale, suscettibile alle influenze inflazionistiche.

Il sorgere di eventuali spinte inflazionistiche è legato alla libertà di azione delle autorità in virtù di un atteggiamento predefinito dagli operatori privati. Questo atteggiamento, d'altro canto, dipende anche dalle aspettative elaborate anche in relazione ad azioni effettuati in passato e ormai inglobati in qualche norma o in una funzione di comportamento dell'autorità.

“Se l'orizzonte temporale di riferimento della banca centrale si estende nel medio- lungo periodo, anche la banca deve, allora, tener presente che le aspettative correnti sono funzione dei comportamenti passati e quindi dovrà riconoscere l'inutilità nella , media del periodo, di sorprese inflazionistiche.”⁶²

In questo modo il rapporto tra la stabilità dei prezzi e la flessibilità dell'azione potrebbe essere garantito dal conseguimento dell'obiettivo inflazionistico che , per la sua natura, farebbe venir meno i dubbi sulle regole discrezionali, assegnando alla Banca centrale europea una discrezionalità vincolata.

L'efficacia di un eventuale approccio contrattuale sarebbe legata in misura maggiore alla trasparenza dei rapporti instaurati fra governo e banca centrale, facendo sorgere alcuni vincoli in modo da evitare che il governo ceda a tentazioni inflazionistiche premendo sulla banca centrale. La questione è di gran importanza per la realtà europea in quanto la difficoltà nella gestione di una politica monetaria comunque e la necessità di instaurare una reputazione a livello globale, necessitano di un elevato grado di trasparenza e realizzabilità degli obiettivi proposti.

L'identificazione di un obiettivo di sintesi come il tasso di inflazione, poco legato agli obiettivi operativi delle singole banche centrali, ha la possibilità di essere visto maggiormente credibile dal pubblico sia interno che esterno l'area dell'euro. Per le stesse ragioni, lo scopo del tasso di inflazione comporta una più elevata discrezionalità nell'utilizzo di strumenti che potrebbe

⁶² Hanspeter, Sheller, La Banca centrale europea 2006

rendere più semplice il legame tra la stabilità compatibile fra la monetaria e l'andamento ciclico dell'economia.

4.2 La stabilità dei prezzi

“In modo semplice, ma corretto, l'unificazione monetaria europea può essere vista come somma di due componenti separate: l'equalizzazione del prezzo delle diverse monete dei paesi europei e la stabilizzazione del prezzo della risultante moneta unica rispetto all'insieme dei beni e servizi prodotti nell'economia.”⁶³

Per meglio comprendere le motivazioni alla base della convinzione che l'obiettivo primario per la politica monetaria sia la stabilità dei prezzi è essere di fondamentale importanza analizzare il concetto di prezzo della moneta e il significato della sua stabilizzazione.

Ci sono tre diversi modi per esprimere il prezzo di una qualsiasi moneta: rispetto a un'altra moneta, sotto forma di tasso di cambio, generando svalutazioni o rivalutazioni; rispetto a se stessa in un momento diverso del tempo, sotto forma di tasso di interesse; rispetto ai beni e servizi prodotti nell'economia, sotto forma di potere d'acquisto. Quest'ultimo è pari all'inverso del livello generale dei prezzi, le cui oscillazioni nel tempo creano il tasso di inflazione.

Nonostante l'evidente diversità delle tre definizioni, se si prende in considerazione un arco temporale di lunga durata, le stesse tenderanno a coincidere. Un tasso di inflazione particolarmente alto comporta sia una progressiva perdita di potere d'acquisto sia una conseguente svalutazione sul mercato dei cambi e tassi di interesse più alti. Fondere le monete europee ha come conseguenza che il prezzo delle stesse deve diventare lo stesso in tutte e tre le nozioni: stesso tasso di cambio, stesso tasso di interesse, stesso tasso di inflazione.

La capacità della Banca centrale europea nei confronti del suo obiettivo primario si mostra nel fatto che il prezzo della moneta unica, l'euro, deve rimanere stabile nel tempo nei confronti di tutti i beni e i servizi.

È noto che uno dei principali compiti della moneta è quello di fungere da unità di misura del valore. Ogni nazione ha una propria unità di misura. Nel momento in cui le monete perdono progressivamente potere d'acquisto, il metro monetario varia sia da paese a paese sia nel

⁶³ Papadia F., Santini C., La banca centrale europea, 2006

tempo. Attraverso l'istituzione di una moneta unica, il cui potere d'acquisto resta costante, il metro monetario ha la capacità di non variare nel tempo e nello spazio.

Come abbiamo visto, la scelta all'istituzione di un unico metro monetario con valore costante nel tempo è stata il risultato di un processo molto lungo e complesso.

Seppur unico era il metro monetario operante nei vari paesi all'epoca del gold standard, tra il 1860 e il 1914, esso appariva sotto la forma di diverse monete nazionali. La stabilità del suo potere d'acquisto era mantenuta nel lungo periodo, il livello generale dei prezzi non aveva una tendenza all'aumento o alla diminuzione (grafico 1), i tassi di cambio tra le monete dei paesi più importanti erano stabili (grafico 2) e i tassi di interesse stabili e bassi (grafico 3).

E' pur vero che nel medio periodo "l'ancora" costituita dall'oro diventava poco efficace e costosa poiché costringeva a utilizzare notevoli risorse nell'estrazione e nella lavorazione del metallo, necessarie a costituire la quantità di moneta necessaria agli scambi. Si assisteva così, a lunghe fasi di aumento o diminuzione dei prezzi, non essendoci alcun meccanismo che assicurasse l'uguaglianza fra l'offerta di oro e la sua domanda.

Successivamente, nel periodo tra le due guerre mondiali e alla grande recessione degli anni '30, si assistette, anche in forza del protezionismo commerciale del tempo, a una grande instabilità nei prezzi della moneta. La stessa durò fino alla fine della seconda guerra, seguita da un periodo di relativa stabilità.

Con la crisi del sistema di Bretton Woods, nel 1971, e con la dichiarazione dell'inconvertibilità dell'oro le monete, ormai prive dell'ancora dell'oro, iniziarono a subire tantissime variazioni del loro prezzo. Il livello generale dei prezzi è iniziato a salire con intensità diversa nel tempo e tra i vari paesi e il tasso di inflazione si è mostrato elevato e variabile. I tassi di cambio si sono stati altamente instabili mostrando variazioni non in linea con l'andamento delle variabili economiche di fondo. I tassi di cambio sono stati fortemente instabili, anche nel breve periodo, registrando variazioni non facili da riconciliare con l'andamento delle variabili economiche di fondo. I tassi di interesse sono stati elevati e variabili, soprattutto nei paesi con alti più alti.

Questa instabilità monetaria protagonista degli anni '70 ha mostrato come i guadagni di occupazione che si realizzano con l'inflazione sono momentanei e non compensano i costi da essa derivanti che risultano invece permanenti nel tempo. L'instabilità monetaria degli anni 70 e della prima metà del decennio successivo ha convinto economisti e opinione pubblica che i guadagni di occupazione che possono realizzarsi con l'inflazione sono effimeri e non ne compensano i costi, che sono invece permanenti. Vediamo meglio nel dettaglio quanto è stato affermato.

4.3 I costi dell'Inflazione

L'economista Alan William Philipps nel 1958, scoprì una relazione fondamentale tra disoccupazione e inflazione: nel periodo in cui l'inflazione era più elevata era quello in cui la disoccupazione era più bassa e viceversa.

Poiché basata su dati riferiti ad periodo in cui l'economia inglese si trovava in condizioni prossime alla stabilità dei prezzi, tale relazione sembrava essere forte e stabile. Alla luce di questa relazione venne realizzata la cosiddetta curva di Philipps (grafico 4) che "perfezionava la teoria economica realizzata da Keynes in opposizione ad alcune ipotesi di fondo dell'economica classica." ⁶⁴ Keynes, in particolare, si oppone alla perfetta flessibilità dei prezzi e dei salari e al quel continuo adattamento della domanda all'offerta, considerata, quindi, unica determinate del prodotto. Keynes riteneva da un lato che fosse il livello della domanda, non quello dell'offerta, che avrebbe determinato il prodotto e dall'altro che i salari erano costanti o oscillavano conseguentemente a parametri non economici, ad esempio l'azione dei sindacati.

La curva di Philipps andava oltre l'ipotesi keynesiana di rigidità di prezzi e salari, collegandoli al livello di disoccupazione e, nello stesso tempo, si allontanava dalle teorie degli economisti classici che ipotizzavano la perfetta flessibilità dei prezzi.

"Nel modello keynesiano aggiustato dalla curva di Philipps, quindi, la politica macroeconomica stabiliva il livello di domanda e di reddito che a sua volta portava a il livello di disoccupazione e inflazione al livello desiderato." ⁶⁵

In tale modello le autorità di politica monetaria avevano la possibilità di identificare la combinazione disoccupazione- inflazione più corrispondente alle esigenze socio-economiche. Per realizzare quanto detto, però, la politica fiscale e quella monetaria dovevano, quindi, essere coordinate.

Tale coordinamento con la politica fiscale, d'altro canto, poteva essere effettuato unicamente dal governo, unico in grado di porre in essere scelte tra disoccupazione e inflazione. Questo rendeva necessaria la dipendenza della banca centrale al governo.

Nel periodo che va dagli anni 60 agli anni 70 ci si affidò molto sulla stabilità della curva di Philipps e quindi sulla relazione costante tra occupazione e inflazione, facendo emergere la

⁶⁴ Holt C., Duncan MacRae C., Il dilemma inflazione-disoccupazione, 2009

⁶⁵ Papadia F., Santini C., La Banca centrale europea, 2006

convinzione che valeva la pena sopportare un tasso di inflazione un poco più alto per ridurre la disoccupazione.

Ma le teorie di Keynes durarono poco e furono attaccate da numerosi economisti che sostenevano che non era possibile riporre eccessiva fiducia sulla stabilità della curva di Philipps nel tempo.

“La relazione tra disoccupazione e inflazione dipende dalle aspettative di inflazione e con uno stesso livello di disoccupazione, il tasso di inflazione è tanto maggiore quanto più alte le aspettative di inflazione.”⁶⁶ Quello che si verifica, infatti, è che l’aumento della domanda come prima cosa riduce la disoccupazione ma in seguito genera un rialzo delle aspettative di inflazione spostando la curva di Philips verso destra e facendo tornare la produzione e l’occupazione al punto di partenza, anche se con un tasso di inflazione maggiore.

Da questo ne consegue che il risultato di un’espansione della domanda aggregata sull’inflazione è duraturo mentre quello sull’occupazione è provvisorio, ad eccezione di un aumento crescente dell’inflazione.

I fatti dimostrarono che le critiche erano giuste: i paesi che avevano sperato in un aumento della domanda registrarono forti tassi di inflazione senza vantaggi permanenti da un punto di vista dell’occupazione. L’Italia ne fu un esempio emblematico. Nei decenni successivi agli anni ’60 la curva si è spostata verso destra mostrando un forte aumento dell’inflazione cui non è seguito un miglioramento da un punto di vista dell’occupazione, così come avvenne in altri paesi, in primis la Germania, che mostrarono una maggiore capacità nel controllo dell’inflazione.

Inizìò, di contro, a diffondersi l’opinione che l’inflazione costituisse, nel medio-lungo periodo, un ostacolo alla crescita. La sua comune accelerazione, infatti, poteva impedita solo con costose restrizioni, fiscali e monetarie. Un altro fattore negativo è il fatto che nel medio-lungo periodo, all’aumentare del tasso di inflazione, la crescita si frena e la disoccupazione aumenta. Ciò che accadde negli anni 70 e 80 spinse economisti e opinione pubblica a ritenere non conveniente alcun atteggiamento tollerante nei confronti dell’inflazione, in quanto lo stesso difficilmente è capace di portare dei guadagni permanenti in termini di occupazione e di reddito. C’è, per contro, il rischio che una situazione inflazionistica peggiori e non migliori l’attività economica di un paese.

⁶⁶ Lieberman M., Hall R.E., Tirell P., Principi di economia, 2006

Questa conclusione macroeconomica fa essenzialmente riferimento a quei costi microeconomici che gravano sui singoli soggetti. Il costo dell'inflazione che maggiormente deve essere sostenuto dai singoli individui è quello relativo al fatto che la perdita di potere d'acquisto della moneta opera come una tassa per chi la possiede. "Con un tasso di inflazione di x per cento l'anno, una certa quantità di banconote comprerà, alla fine dell'anno, l'x per cento di merci in meno rispetto a quelle che poteva comprare al suo inizio e la perdita di chi le detiene corrisponde a un guadagno per lo stato, o la banca centrale,, che ha emesso la moneta." ⁶⁷

La tassa inflazionistica, spinge quindi chi deve pagarla a ridurre la moneta detenuta per cercare di attenuare il peso. Nel momento in cui diminuisce la quantità di moneta, d'altro canto, emergono altri elementi che costituiscono il costo più ovvio dell'inflazione. "Secondo una stima ragionevole, con un'inflazione del 10% questo costo ammonta, ogni anno, circa lo 0,3% del prodotto nazionale."

Ci sono poi altri costi legati all'inflazione, ma più complessi da misurare. Un'inflazione alta e variabile ridistribuisce il reddito in maniera molto arbitraria. Nel momento in cui, per esempio, un lavoratore offre il proprio lavoro per un certo salario e poi un tasso di inflazione imprevisto riduce il valore reale delle somme concordate, il lavoratore sarà soggetto a un danneggiamento, mentre il datore di lavoro avrà un vantaggio che non ha alcuna giustificazione economica.

Questa situazione è ulteriormente aggravata dal fatto che il sistema fiscale, costruito sulla teoria di stabilità del mercato monetario, ingrandisce queste redistribuzioni; un esempio emblematico è *fiscal drag*, per cui "l'inflazione porta un numero sempre maggiore di contribuenti verso gli scaglioni più alti dell'imposizione progressiva sul reddito, senza che ci sia stato alcun aumento del reddito reale." ⁶⁸

Gradualmente gli operatori economici si rendono conto del rischio legato a questa situazione inflazionistica e al fine di proteggersi, quelle risorse utili alla produzione, al consumo, al tempo libero vengono distratte in altre attività che, se non ci fosse il pericolo dell'inflazione, sarebbero superflue. per dedicarsi ad attività che sarebbero inutili se non ci fosse l'inflazione. Ne segue che mentre il settore finanziario si allarga a dismisura, le attività

Il settore finanziario, in cui queste attività si concentrano, si allarga a dismisura, scarse risorse vengono riservate alle attività produttive, aggravandole, quindi, di una quota sproporzionata del costo.

⁶⁷ Papadia F., Santini C., La banca centrale europea, 2006

⁶⁸ Bailey I. R., Fiscal Drag: Causes, Effects and Solutions, 1999

Tra i maggiori costi dell'inflazione va infine ricordato quello che riguarda la poca trasparenza del sistema dei prezzi, fondamentale per un'economia di mercato.

Tra i diversi obiettivi che l'unione europea persegue, si è deciso di attribuire alla Banca centrale quello della stabilità dei prezzi in quanto spinti dalla convinzione che l'inflazione opera come imposta occulta "non decisa da un Parlamento democraticamente eletto, che opera in modo casuale, iniquo, costoso." Questa scelta è stata presa anche in virtù del fatto che la regolamentazione monetaria se da un lato può dar vita ad un ambiente favorevole alla crescita, dall'altro non può determinare un livello di attività economica e di occupazione nel lungo periodo che, invece, dipendono da parametri concreti quali gli investimenti in tecnologia, conoscenza e capitale fisico. Ne consegue che l'obiettivo della stabilità dei prezzi non assicura la crescita, ma ne agevola lo sviluppo.

L'obiettivo della stabilità dei prezzi, d'altro canto, non tiene conto della deflazione, ovvero la diminuzione dei prezzi, quanto l'inflazione.

Il focus sull'inflazione riguarda essenzialmente alla crescita dei prezzi che si è verificata per la maggior parte del ventesimo secolo. Non è da dimenticare, però, che la deflazione incida sull'economia reale con un impatto notevolmente più pericoloso rispetto all'inflazione.

Come illustrato nel grafico 7, quando si è in presenza di deflazione i prezzi diminuiscono e la crescita rallenta rispetto a quando i prezzi aumentano. Ne consegue che la crescita raggiunge il suo livello massimo quando i prezzi sono stabili e il tasso di inflazione è compreso tra il tasso di inflazione è compreso tra lo 0 e il 5%.

È possibile analizzare gli effetti negativi che la deflazione ha sull'economia reale considerando due fattori.

Innanzitutto i prezzi sono rigidi verso il basso ed elastici verso l'alto. Questo significa che per abbassare il livello dei prezzi di un tot per cento sarà necessaria una riduzione dell'occupazione più elevata rispetto all'incremento legato alla crescita dei prezzi dello stesso tot per cento. Quanto detto è osservabile analizzando la curva di Philipps: i prezzi e i salari reagiscono molto più a una diminuzione che ad un aumento e risulta fondamentale un livello di disoccupazione per farli abbassare.

Per quanto riguarda il secondo aspetto su cui si basa la considerazione che la Banca centrale debba esser più attenta a impedire la diminuzione dell'indice generale dei prezzi, generando così deflazione, rispetto che a un aumento, produttore di inflazione, riguarda i limiti di tale indice.

Quando si parla di indice generale dei prezzi si fa riferimento a il prezzo medio dell'insieme di beni prodotti, o consumati, nell'economia. Più difficile da interpretare è la misura di suddetto indice; diverse sono, a tal riguardo, le questioni da affrontare, tra le quali comprendere quali sono i beni prodotti e quali quelli consumati da includere. Nonostante numerosi siano gli studi che da anni cercano di dar risposta a questi quesiti, l'indice generale dei prezzi e, conseguentemente, l'inflazione e la deflazione restano elementi di difficile misurazione.

Recenti studi, effettuati negli Stati Uniti e in Germania, mostrano che gli indici dei prezzi attualmente disponibili sovrastimano, tra il 1 e il 2% circa, l'inflazione vera.

È pertanto comprensibile che se lo scopo è quello di garantire una reale stabilità dei prezzi, un tasso moderato di inflazione risulterà essere meno preoccupante di una situazione di deflazione.

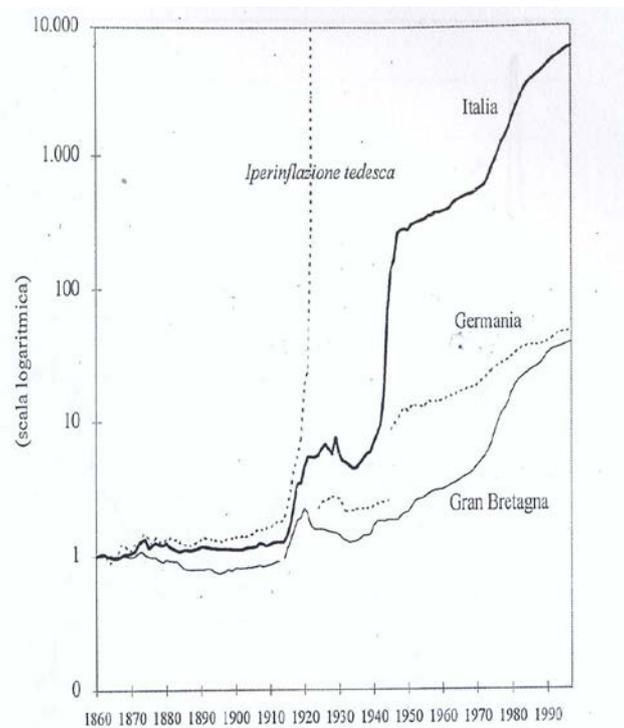


Figura 2. Indice dei prezzi al consumo in alcuni paesi europei. Medie annuali: 1861 – 1998
Fonte: Mitchell, International historical statistics: Europe, 1750-1988, 1992; Ocse.

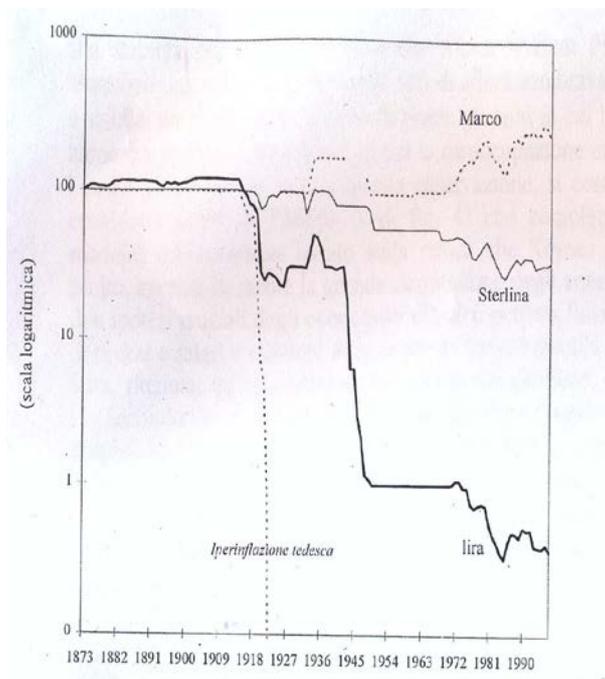


Figura 3. Tassi di cambio contro dollaro di alcune valute europee. Medie annuali: 1873-1998. Fonti: Schneider, Sjarzwer, Zellfelder, Wabrungen der Well, 1991; Newman, foster, The value of a pound, 1995; Ufficio Italiano dei Cambi; Fondo Monetario Internazionale

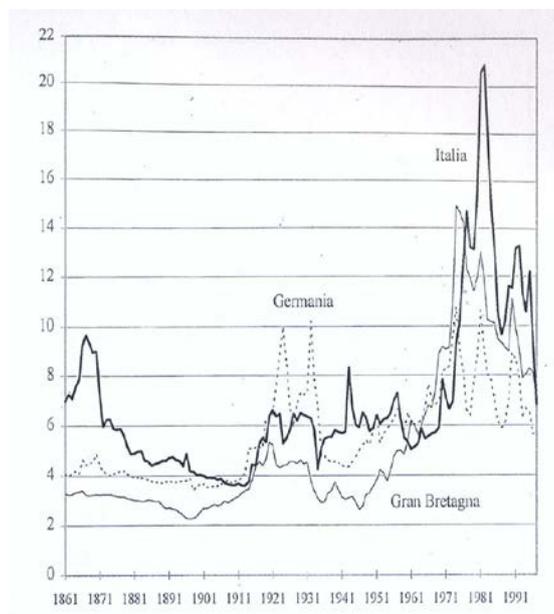


Figura 4 Tassi di interesse a lungo termine in alcuni paesi europei. Medie annuali: 1861-1998. Fonti: Homer, Sylla, A history of interest rates, 1991, Spinelli, Fratianni, Storia monetaria d'Italia; Fondo monetario Internazionale

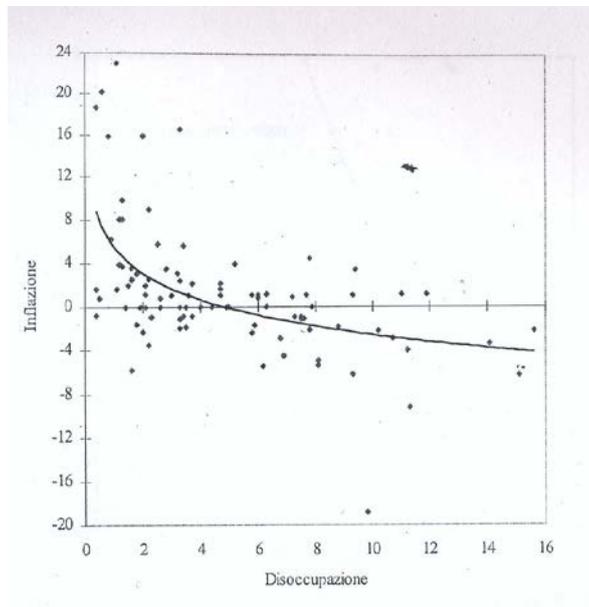


Figura 5. Curva di Philips. Inflazione e disoccupazione nel regno Unito tra 1861 e 1958. Fonte: Mitchell, International historical statistics: Europe, 1750-1988, 1992

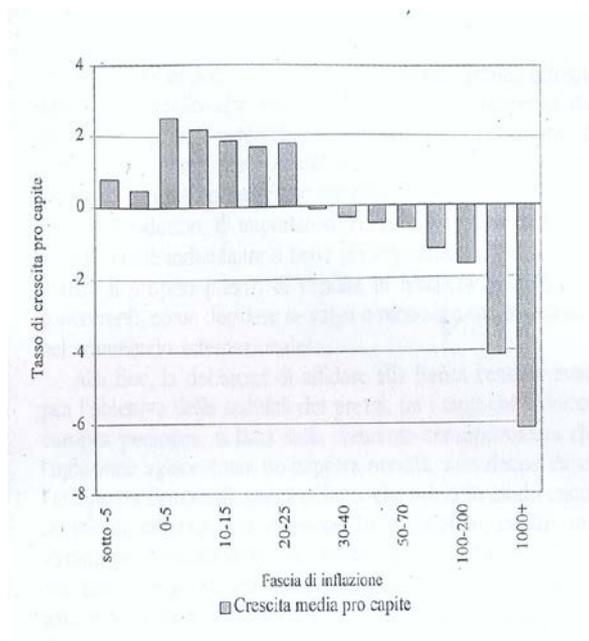


Figura 6. Inflazione e crescita pro capite in 127 paesi dal 1960 al 1992. Fonte: Bruno, Inflazione, crescita e controllo monetario, 1994

Capitolo 2 – Federal Reserve System

1. Nascita ed evoluzione istituzionale

1.1 Il dibattito sull'istituzione di una banca federale

La Banca centrale americana presenta una struttura amministrativa notevolmente complessa che si basa sugli stessi principi su cui regge lo stato costituzionale americano e, in particolare, sul principio del “frazionamento e bilanciamento dei poteri”, realizzato attraverso il federalismo e la separazione delle competenze statali.

E' come se il decentramento delle funzioni di politica creditizia e monetaria e il bilanciamento dei diversi elementi dell'intera organizzazione dessero vita a un “microsistema di governo limitato al settore finanziario e regolato dagli stessi principi alla base dell'organizzazione amministrativa americana.”

L'intera evoluzione del sistema bancario americano si basa su due costanti storiche dalle quali non si può prescindere se si vuole analizzare il ruolo che la banca centrale americana ha a livello mondiale.

La prima di queste costanti è rappresentata dal federalismo, che permette di armonizzare l'unità con gli stati indipendenti, collegando i due livelli di governo tramite un coordinamento tra poteri autonomi.

Il fatto che coesistano territoriali dotati di una propria giurisdizione permette che vengano conservate le specificità proprie dei singoli Stati, garantendone anche un maggior controllo.

Il sistema federalista trova la sua origine proprio nelle divergenze economico-sociali degli Stati americani. Mentre i federalisti, portavoce delle réclame dei paesi più avanzati del Nord-est, premevano per l'unità dello stato attraverso la realizzazione di un governo centrale forte che scavalcasse gli interessi specifici dei singoli stati e puntasse maggiormente sulla crescita economica, gli antifederalisti, rappresentanti le aree agricole del Sud, spingevano per una maggiore indipendenza delle singole nazioni e potenziamento degli interessi delle popolazioni agricole.

Il percorso che ha condotto alla creazione di un sistema di governo monetario e bancario può essere analizzato di pari passo con l'acceso dibattito tra gli esponenti del

federalismo e quelli dell'anti federalismo, in quanto esponenti di due diverse ideologie economico- politiche. Ne consegue che per molto tempo, la scelta di dar vita ad un istituto monetario nazionale rappresentò il cuore di numerosi diatribe all'interno del Parlamento che vedevano da un lato i democratici, espressione del nucleo antifederalista, dall'altro i federalisti *whigs*, rappresentati dell'attuale partito repubblicano, che spingevano per un'istituzione federale.

Quando nel 1789 divenne ministro del Tesoro, Alexander Hamilton, basò la sua politica economica su una serie di operazioni volte a rinforzare la nuova federazione, tra i quali la “ la costituzione di una banca nazionale, il consolidamento del debito pubblico e la creazione di un sistema monetario nazionale.”⁶⁹

L'istituzione di una banca nazionale era così importante che veniva considerato dai federalisti come fine prioritario. Questo trova piena testimonianza nella sconfitta in parlamento subita dai federalisti nel 1841 in seguito al doppio veto opposto dal presidente Tyler che si contrappose alle proposte di legge volte all'istituzione di una terza banca nazionale, provocando la dimissione dell'intero gabinetto.

La seconda costante storica che caratterizzò la struttura della Fed fu quella riguardante la distribuzione funzionale dei poteri. Emergeva l'esigenza di creare un sistema di poteri separati ma bilanciati e interconnessi, in cui fossero bene divise le componenti pubblicistiche da quelle privatistiche. Questo comportò un sistema composto sia da elementi governativi, identificati dal Ministero del Tesoro e dal Controller of the currency, sia da elementi rappresentanti i ceti bancari o l'ambiente finanziario di Wall Street.

Tutte queste agitazioni hanno dominato l'intera storia del sistema bancario e finanziario americano, protagonista di infiniti dibattiti tra le varie ideologie: statalista, federalista, privatistica o pubblicistica. Si sono fatte, inoltre, sentire con maggior vigore al momento della stipulazione dello statuto della Fed, nel 1913.

1.2 La costituzione e le competenze della federazione in materia monetaria e bancaria

⁶⁹ Baroncelli “ La Banca centrale europea: profili giuridici e istituzionali, un confronto con il modello americano della Federal Reserve.”

La politica monetaria e bancaria fu affrontata solo in maniera superficiale dai costituenti che sosteneva che, anche se di primaria importanza, questi temi potessero essere riuniti in un poche disposizioni essenziali. Fu proprio questo atteggiamento, d'altro canto, a creare non pochi dubbi e incertezze relativamente alle disposizioni costituzionali e le attività di politica monetaria.

I fondatori della Costituzione negarono qualsiasi tipo di responsabilità monetaria in capo alle legislature statali. Questo è evidenziato in apposite sezioni dell'art.1 della Costituzione in cui da un lato vengono delegati alla Federazione alcuni compiti specifici, dall'altro vengono espressi alcuni divieti nei confronti degli stati. Di primaria importanza è la norma contenuta nella sez. 8 in cui viene attribuito al Parlamento Federale il compito di coniare le monete. Questa disposizione viene, poi, bilanciata dalla sez.10 in cui viene vietato agli Stati di batter moneta, capovolgendo in questo modo l'impostazione della Confederazione che, invece, delegava tale potere sia agli stati che alla Confederazione stessa.

Relativamente alla determinazione del valore della moneta, la Costituzione è poco chiara e attribuisce alla Federazione il compito di regolare tale valore e quello del cambio e di fissare gli standard di peso e le misure.

Altre disposizioni di grande rilevanza sono previste dalla sez. 10 dell'art.1 e prevedono un netto allontanamento dall'impostazione confederale, la quale, invece, attribuiva piena libertà decisionale agli stati in materia.

Queste ultime, infatti, non solo non permettono alle nazioni di emettere moneta, ma obbligano, inoltre, di accettare solo oro e argento come mezzi di pagamento.

Quella cosa conta maggiormente, d'altro canto, è l'ultima norma che vieta gli stati ad emettere leggi che ostacolano la validità dei contratti. In questo modo, tale disposizione invalida quello che allora era il metodo più utilizzato dagli stati per rendere improduttivi i loro impegni contrattuali: il riconoscimento di valore legale a banconote svalutate.

Abbiamo già ricordato, che i fondatori della Costituzione erano propensi ad attribuire le funzioni di politica monetaria alla Federazione, in modo tale da supportare il funzionamento dell'unione commerciale, doganale e fiscale e prevenire eventuali scorrettezze tra gli stati a discapito dell'unione.

La concentrazione delle funzioni di politica monetaria in testa alla Federazione fu, in realtà, motivata dalla volontà di reagire ad una situazione passata. Gli Americani non

dimenticarono la forte svalutazione che aveva subito la carta moneta emanata dagli stati e dalla Confederazione, lasciando nei cittadini una profonda avversione nei confronti della carta moneta dovuta ai rilevanti danni subiti dai creditori. Quest'esperienza negativa rese l'uso della politica monetaria uno strumento pericoloso in mano ai rappresentanti politici, con la conseguenza che i caratteri determinanti della stessa non furono definiti esplicitamente, ma attraverso divieti imposti ai parlamenti dei singoli stati. Emergeva, così, il principio portante del pensiero economico contemporaneo in base al quale era necessario estromettere gli organi di governo dalle attività di gestione monetaria in modo da eliminare l'eventualità che gli stessi possano finanziare il deficit statale con l'emissione di banconote. Bisogna ricordarsi, inoltre, che al tempo vigeva ancora il sistema bimetallico e che "la quantità di banconote in circolazione dipendeva dalla percentuale di copertura aurea obbligatoria che doveva essere garantita dagli stati."⁷⁰

Per quanto riguarda le competenze che il testo attribuiva alla Federazione, non pochi erano i dubbi. L'unica previsione certa era la sez.8 dell'art.1 che assegna alla stessa il potere di battere moneta e stabilirne il valore. Sembra, invece, negata alla stessa la possibilità di compiere altre attività collegati, quali, ad esempio emettere carta moneta e accettare mezzi di pagamento diversi dall'oro o dall'argento, attribuendogli corso legale.

Le perplessità verso la carta moneta erano così forti, anche da parte dei federalisti, che fu necessario non riconoscere alla Federazione il potere di emissione. Ne consegue, che la disposizione della sez.8 relativamente al "potere di battere moneta" e "regolarne il valore" fanno, pertanto, riferimento, se è vero che il potere di esclusivamente alla zecca delle monete metalliche e alla definizione legislativa del contenuto in oro e argento.

Le restrizioni di potere della Federazione possono, inoltre, essere spiegate anche attraverso quel principio costituzionale secondo il quale "i poteri dello stato federale siano limitati a quelli espressamente previsti dalla costituzione

Un altro dubbio costituzionale riguarda, infine, le licenze fornite alle banche da parte della Federazione. La questione era già emersa al momento della nascita della Bank of North America che si trovava in una situazione ambigua in quanto, seppur nata

⁷⁰ Baroncelli S., "La Banca centrale europea: profili giuridici e istituzionali, un confronto con il modello americano della Federal Reserve", 2000

grazie alla legge del Congresso, era stata riconosciuta anche da alcuni stati attraverso la concessione di una licenza. Evidentemente il silenzio in materia è dovuto alla notevole complessità dell'argomento. L'unico tentativo fu effettuato da James Madison propose di attribuire alla federazione il potere di assegnare licenze a società commerciali, qualora " l'interesse pubblico lo richieda e manchi una competenza dello stato in materia." Tale proposta, d'altro canto, non andò in paura per la paura di creare monopoli commerciali o situazioni di svantaggio in alcuni stati.

In questo modo svanì ogni possibili di riconoscere le banche nazionali: bisognerà aspettare l'istituzione della First National Bank.

1.3 Il sistema bancario e la ratifica della Costituzione

La Prima e la Seconda banca degli Stati Uniti sono nacquero per dar risposta a quei lunghi dibattiti ,durati per tutto il 1700, sull'utilità delle banche commerciali con funzioni pubbliche aventi un ' operatività limitata al territorio statale. Un esempio emblematico è la Bank of North Americana, nata nel 1781 durante la ratifica della Costituzione per "facilitare il pagamento delle tasse e fornire un mezzo di pagamento uniforme."⁷¹ L'istituto fu creare con un'ordinanza del Congresso e gli Stati del Connecticut, Rhode Island, New York, Massachusetts e Pennsylvania emanarono una normativa che riconosceva l'attività della Bank of America.

La Bank of America, dopo pochi anni, fu seguita dalle Banche di New York, Massachusetts, Maryland; si tratta di nanche con funzioni pubbliche ma di proprietà privata in cui spesso lo Stato partecipava come azionista di minoranza. Il compito principale di questi istituti era l'emissione di banconote che veniva poi accolte dagli Stati come mezzi di pagamento legali, permettendo la riscossione delle tasse. In questo modo alle banche veniva affidata una funzione pubblica avente lo scopo di superare quella che era la principale debolezza della costituzione: l'assenza di un potere fiscale autonomo.

Seppur dette banche rappresentano un importante precedente di banca nazionale, esse avevano, d'altro canto, compiti davvero limitati; data la mancanza di una sovranità federale, tali istituti restavano banche degli stati e la loro operatività era

limitata ad un territorio delimitato a causa della mancanza di collegamenti che rendeva impossibile la circolazione della moneta tra gli stati.

Bisognava, quindi, aspettare la costituzione della Federazione e la creazione delle First and Second bank of the United State per poter identificare una vera e propria banca nazionale.

1.4 La First and Second bank of the United State: banche private nell'interesse pubblico

La Prima banca degli Stati Uniti fu creata dal Congresso nel 1791⁷² da una norma che conferisce una licenza avente di 20 anni. Nel 1861 venne, invece, istituita la Seconda banca Stati Uniti, avente gli stessi caratteri e la stessa durata. Lo scopo era quello di creare una banca centrale negli Stati Uniti. In entrambi i casi, d'altro canto, si trattò di tentativi di breve durata in quanto la licenza non venne rinnovata sia per motivi di ordine politico-costituzionale sia per motivi legati alla loro operatività. Tale progetto, d'altro canto, non andò in porto a causa della protesta da parte di tutti coloro che avevano paura di perdere i benefici economici avuto fino a quel momento. Da un lato vi erano gli antifederalisti, le banche e gli stati che erano contrari "alla creazione di una banca che non solo avrebbe svolto un'attività in concorrenza con loro ma che avrebbe beneficiato di uno status privilegiato"⁷³

Vi erano, poi, i ceti agricoli che già si erano precedentemente opposti alla creazione della Bank of North America e che erano contrari alla istituzione di banche, soprattutto di maggiori dimensioni, in quando erano considerate monopoli aventi lo scopo di agevolare i capitalisti, gli speculatori, e tutti centri finanziari più ricchi e sviluppati.

Gli stessi banchieri e gli Stati guardavano con dubbio alle due banche sia per quanto riguardava il controllo che le stesse esercitavano su di loro sia per la quantità di capitale azionario posseduto. Si trattava di società, infatti, dotate di particolare benefici territoriale e con un capitale, rispettivamente, di 10 milioni l'una e di 35

⁷² Act of February 25, 1791, 1 Stat, 191

⁷³ Baroncelli S., "La Banca centrale europea: profili giuridici e istituzionali, un confronto con il modello americano della Federal Reserve", 2000

milioni di dollari l'altra. Questo è ancora più evidente se si considera che agli inizi degli anni dell'1800 i privilegi erano visti come un'infrazione alle regole della democrazia e che le società in quel settore operavano con un capitale molto esiguo.

Nonostante queste critiche, le due banche furono per molto tempo identificate come prime banche centrali americane, dotate di licenza governativa aventi lo scopo di facilitare il finanziamento dello stato e di agevolare la nascita del mercato di capitali. Non emergeva, invece, il bisogno di istituire un'ulteriore banca centrale in quanto le attività bancarie allora erano strettamente confinate ai territori statali e la circolazione della moneta difficilmente superava i confini. Questo quadro veniva ripreso dalla Costituzione che nel momento in cui impediva agli stati di emettere moneta e fissare valore, creava un sistema di autoregolazione del sistema monetario, come quello bimetallico, che escludeva la necessità di una banca centrale con poteri normativi in campo monetario.

Il fatto che l'attività delle suddette banche si estendesse su tutto il territorio della Federazione, faceva sì che le stesse godessero di una buona posizione di vantaggio che gli consentiva di esercitare un'importante attività di controllo sulle banche statali.

La First Bank, per esempio, attraverso l'attività di sconto sui titoli di credito, rilasciati dalle banche statali, supervisionava le banche emittenti. L'istituto aveva, infatti, il potere di chiedergli di convertire le banconote e quindi ridurre le sue riserve di risorse liquide per ridurre l'attività di prestito e monitorare il sistema del credito.

“Questo meccanismo aveva un impatto notevole se si considera che nel 1811 la First Bank controllava il 50% della quantità di moneta depositata nelle banche e che poteva restringere o espandere il circolante modulando la propria attività di prestito.”⁷⁴

E' evidente che tale posizione fu la principale causa di opposizione da parte dei ceti bancari e del conseguente mancato rinnovo delle licenze delle due banche.

1.5 La nascita della First bank of the United States e il dibattito tra federalisti e antifederalisti

La creazione della First bank of the United States rappresenta un evento unico per analizzare lo scontro tra federalisti e antifederalisti che nel corso degli anni aveva animato le riunioni parlamentari. Da un lato vi erano i federalisti, guidati dal federalista Hamilton, autore del progetto, che proponevano una federazione con poteri forti, economicamente forte e integrata; dall'altro gli antifederalisti, guidati dal ministro degli interni Thomas Jefferson, contrari ad ogni forma di concentrazione di potere e promotori di uno Stato federale "debole che privilegiava l'operare di forme di democrazia diretta." Alle opposizioni di Jefferson che sosteneva che la banca non era necessaria, Hamilton rispondeva che l'obiettivo della Costituzione era quello di creare un sistema di governo funzionante e che, a tale scopo, era possibile utilizzare qualsiasi strumento applicabile equamente.

Alla fine del 1700 vi era un numero considerevole di banche statali private alle quali gli Stati avevano assegnato una licenza sotto forma di carta (*charter*), che avevano il compito di ricevere depositi in oro, argento, in titoli bancari o in banconote, convertibili in moneta metallica e nell'emettere note rappresentative dei prestiti concessi. "In conseguenza a questa politica, le banche statali presenti sul territorio degli Stati Uniti erano circa quattordici ed erano concentrate negli Stati Orientali."⁷⁵

Il dibattito tra Hamilton e Jefferson si risolve davanti al presidente George Washington, il quale sostenne i federalisti, decidendo di non opporre veto alla legge e di attribuire la licenza federale. Nel 1781 nasceva così, a Filadelfia, centro commerciale e finanziario degli Stati Uniti, la First Bank, dotata di otto filiali aperte in città diverse. Fu costituita in forma di società privata in cui il 20 per cento delle azioni erano dello Stato e il resto di investitori privati e banchieri. Si trattava quindi di un'istituzione ibrida: "per metà banca commerciale e in concorrenza con le banche statali e per metà banca centrale con il compito di ricevere le tasse statali e finanziarie lo Stato."⁷⁶

Tale assetto rendeva l'istituto molto simile a quello della Banca d'Inghilterra che fu creata attraverso una licenza rilasciata dalla Corona. Non solo, infatti, si trattava di una

⁷⁵ H. Inrator, *Le système bancaire américain*, Presses Universitaires de France, 1996

⁷⁶ E.W. Kemmerer, *E.W. Kemmerer and the Origins of the FED*, 2007

“banca privata commerciale operante con una licenza pubblica ma in più essa costituiva la banca dello Stato che esercitava una propria attività commerciale con lo scopo di massimizzare i profitti.”⁷⁷ Estrema era, d’altro canto, la prudenza nel compiere le sue attività, sia evitare di alimentare la competizione con le altre banche statali, sia perché responsabile di fronte allo stato per la funzione pubblica di garantire il finanziamento statale.

Le critiche nate al momento della nascita della Prima banca americana non vennero meno con il passare degli anni, ma, anzi, andò rafforzandosi all’avvicinarsi della fine del mandato ventennale. Questa volta, però, le proteste furono condotte da protagonisti diversi. Gli oppositori del Congresso riuscirono a formare un fronte compatto e i direttori della First Bank non si dimostrarono abbastanza abili nel sostenere il ruolo politico della loro banca.

Seppur con una piccolissima maggioranza, fu deciso di non confermare l’autorizzazione: “ gli oppositori alla banca centrale vinsero per un voto nella Camera dei Rappresentanti mentre al Senato i due schieramenti si trovarono in una situazione di pareggio, cosicché fu il vice-Presidente George Clinton che sbloccò la situazione votando contro la banca, al solo fine di contrastare il Ministro del Tesoro di allora che si era opposto alla sua nomina per la presidenza.”⁷⁸

Tutto questo si verificò nonostante i risultati dell’attività della First bank in termini di riscossione delle tasse, di regolazione del tasso di cambio con l’estero e di garanzia di maggiore uniformità nell’uso della moneta, avevano dato ottimi risultati. Dal 1800 tale funzione sembrava aver perso qualsiasi forma di utilità, dato che i prestiti dello Stato e le obbligazioni depositati nella banca diminuivano sempre di più .

1.6 La Second bank of the United States

La Seconda banca degli Stati Uniti nacque nel 1816 in seguito a una situazione di caos bancario che si era determinata in seguito alla guerra con la Gran Bretagna. In quegli anni, infatti, si verificò una situazione di inflazione che portò il deprezzamento della moneta in circolazione e la sospensione della convertibilità in metallo prezioso.

⁷⁷ R. Sylla, *The Autonomy of Monetary Authorities*, cit, 18

⁷⁸ De Saint Phalle, cit, 4

Per quanto riguarda l'assetto organizzativo e funzionale, la Second Bank era molto simile alla First Bank e anch'essa fu istituita a Filadelfia, capitale economica dell'Unione fino agli anni '20. " La sola grande differenza tra i due istituti fu che il capitale azionario della Second Bank arrivò a 35 milioni di dollari."⁷⁹

Il funzionamento della Seconda banca americana, d'altro canto, non quella completezza e correttezza che aveva invece dominato l'operatività della Prima banca e dopo pochi mesi dalla sua nascita l'istituto iniziò a erogare prestiti in maniera eccessiva e sempre più rischiosa. Gli stessi direttori iniziarono a effettuare operazioni speculative, anche di grave portata. Esempio emblematico di conduzione illegale nei confronti dei propri clienti, fu l'attività svolta dalla filiale di Baltimora.

A questa forma di illegalità e di abuso sempre più rilevante, risposero gli Stati, soprattutto quelli nei quali la Second Bank aveva instaurato una sede secondaria, attraverso l'imposizione di tasse sulle banche federali.

La scena cambiò notevolmente in seguito alla sostituzione dei membri del consiglio di amministrazione e alla nomina del nuovo presidente Nicholas Biddle, che introdusse nuovi metodi di gestione di tipo economico: " aumentò il numero delle filiali fino a ventinove e incrementò le attività commerciali, come lo sconto delle cambiali, e prestiti a breve termine, ristabilendo una situazione di solidità che permise alla banca di riprendere il controllo sul sistema bancario."⁸⁰ Ormai, però, era troppo tardi e la fiducia nei confronti della banca stava via via diminuendo.

A questo si aggiunse anche un evento che cambiò concretamente il corso delle cose: l'elezione di Andrew Jackson nel 1829. Appena salito al potere, Jackson definì la Second Bank una "piovra tentacolare", un'istituzione corrotta e pericolosa, evidenziando lo spessore del suo capitale e della sua attività di deposito e prestito. Una concreta opposizione nei confronti della banca si ebbe nel momento in cui doveva essere rinnovata la licenza federale: il presidente oppose il proprio veto, dopo che la proposta era stata approvata dal Congresso a larga maggioranza. Successivamente la banca fu anche privata delle risorse necessarie per la sua attività di supervisione della moneta nazionale per i quattro anni che mancavano alla scadenza del suo mandato; il governo, infatti, ritirò i depositi statali che finora erano stati tenuti nella banca di Filadelfia.

⁷⁹ Deane, M., Pringle, R.; *The Central Banks*, New York, 1995

1.7 Il tentativo di istituire la terza banca nazionale

Nel 1840, con la nomina del Presidente conservatore John Tyler, si diede avvio a un ultimo tentativo di creare una terza banca federale. Fu lo stesso Presidente, con il suo misterioso atteggiamento, d'altro canto, a rappresentare il più grave ostacolo: " gli si era dichiarato favorevole alla proposta di istituire tale organismo, pur sperando che non fosse mai raggiunta la maggioranza necessaria, tanto che si era trovato costretto a vietare il provvedimento per ben due volte." ⁸¹

Queste azioni delusero sia l'intero gabinetto, che poco dopo si dimise, sia il parlamento, il quale fermò qualsiasi progetto governativo che andasse in qualche modo oltre l'ordinaria amministrazione. Il motivo che spinse il presidente a comportarsi in questo modo va ricercato in particolare in un patto che lo stesso aveva precedentemente preso con l'opposizione del partito dei whigs che voleva costituire un nuovo partito con alcuni congressisti democratici. L'elemento caratterizzante questo movimento era la lotta contro la banca nazionale e il conseguente potenziamento delle competenze dello Stato.

La volontà di creare una terza banca federale è importante in quanto mette in luce come i whigs non solo consideravano la stessa uno strumento fondamentale per la stabilità economica generale ma, inoltre, ne individuavano anche le potenzialità istituzionali e politiche nel momento in cui le attribuivano un ruolo determinante nella definizione di un proprio indirizzo politico a stretto contatto con la funzione fiscale dello Stato. Tutto questo emerse anche da un rapporto redatto dall'allora ministro del Tesoro, Ewing, il quale espresse il proprio appoggio alla banca federale sostenendo che " essa deve essere costituita in modo da esercitare un'influenza salutare sul commercio e la valuta del paese. Il commercio attivo dipende dagli accordi finanziari conclusi dal governo generale. Se i suoi membri sono saggi, promuoveranno indirettamente ma efficientemente questi interessi dei privati; se costanti e uniformi nella loro attività, daranno a questi interessi fiducia e stabilità." ⁸²

⁸¹ R.H. Timberlake, *The Origins of Central banking*, cit, 64

⁸² T.d. A.(testo originale: " exert a salutary influence over the business and currency of the country. The active business of the country is intimately connected with and dependent upon the financial arrangements of the General Government. If they be wise and beneficent, they indirectly, but

La rinuncia a istituire una banca federale unica, portò i whigs a porre l'attenzione su progetti meno radicali, come la costituzione di un sistema del Tesoro indipendente, che analizzeremo in seguito.

1.8 L'età del Free Banking

Il Free Banking iniziò nel 1836 in seguito al fallito rinnovo della Second Bank of the United States e durò fino al 1863, quando il sistema bancario iniziò a essere regolato giuridicamente dall'Unione. Tale epoca si caratterizzò per la rinuncia da parte della federazione ad intervenire in modo diretto sull'operato delle banche, lasciando agli Stati un totale monopolio sulla loro autorizzazione e supervisione.

D'altro canto, gli stessi Stati scelsero di costituire un sistema di free banking, in base al quale le banche erano libere di iniziare la propria attività senza la necessaria autorizzazione statale e di proseguirla senza essere soggette a particolari controlli prudenziali. L'unico vincolo era che la moneta emessa fosse convertibile in titoli rappresentativi del debito pubblico depositati presso le autorità locali. Proprio grazie alla mancanza di determinati vincoli, gli istituti bancari si moltiplicarono in tutto il territorio dell'Unione e diedero vita a una notevole attività di emissione di banconote. "Durante la prima guerra di successione, infatti, si assistette alla circolazione di circa settemila tipi diversi di banconote e di circa quattromila biglietti falsi."⁸³

L'attività di emissione era reso redditizia, inoltre, dal fatto che le banconote difficilmente sarebbero potute essere convertite nella realtà. Unicamente la banca emittente, infatti, situata in campagna e difficilmente raggiungibile, aveva il potere di convertire le proprie banconote. Inoltre, non vi era alcuna certezza che essa li convertisse. Questo fece sì che ai biglietti veniva attribuito un valore minore; riduzione dovuta sia al luogo in cui aveva sede la banca sia dal grado di complessità della conversione stessa.

Solitamente, inoltre, le banconote emesse da una banca difficilmente si muovevano oltre i confini e i casi di speculazione erano molto frequenti. Un caso emblematico fu quello del cd *wildcat banking*, banche che avevano sede in luoghi così isolati " che

efficiently, promote those great interests of the people; if constant and uniform in their action, they give to those interests confidence and stability"). GG, 27 Congress, 1 session, appendix 6.

⁸³ A.B. Hepburn, a History of Currency in the United States, New York, 1967

dalle finestre si udivano solo i gridi degli sciacalli e di altri animali selvatici.”⁸⁴ Si trattava di banche difficilissime da individuare e responsabilizzare. È evidente che attività illecite potevano aver luogo anche nel sistema previgente, ma è ancora più vero che l’assenza di qualsiasi controllo statale sull’operato degli amministratori e sulla sicurezza finanziaria, incentivava tali operazioni.

L’età del free banking è stata più volte criticata da quanti evidenziavano l’impossibilità di rendere il sistema bancario efficiente e razionale. Non pochi, infatti, furono i fallimenti che si verificarono negli istituti bancari a causa dell’assenza di un potere di supervisione, dell’elevato rischio di speculazione e della mancata diversificazione del portafoglio.

Questa dura opposizione, d’altro canto, si placò durante il XX secolo quando alcune teorie mostrarono gli aspetti positivi di “ un sistema lasciato alla libera iniziativa individuale.” Si evidenziava, in particolare, che l’alta cadenza di fallimenti bancari fosse relativa al caso isolato dello Stato del Michigan, dove i fallimenti rappresentarono la metà di quelli che avvennero negli Stati Uniti e che, comunque, coloro che detenevano le banconote furono rimborsati immediatamente. Veniva, inoltre, ricordato che non tutti gli Stati adottarono il modello del free banking; “ così ad esempio mentre lo Stato di New York e del Michigan, decisero di sottoporre le licenze bancarie alla stessa procedura seguita per ottenere le licenze delle società commerciali, altri Stati continuarono a differenziarle.”⁸⁵

Vi era poi una corrente che riteneva che una reale mancanza di disciplina del sistema bancario non vi era mai stata e che, anzi, lo stesso fu soggetto a disposizioni vincolanti. Gli stessi basavano le loro teorie sull’obbligo da parte delle banche di mantenere riserve in titoli di stato, fra cui quelle dello Stato di domicilio della banca; si introduceva così un elemento di rischio nel sistema dovuto al fatto che non sempre i titoli emessi dallo Stato erano liquidi. Questo fece sì che molte banche furono create al solo scopo di emettere i cd “junk bonds” , titoli ad alto rischio attraverso i quali speculare sul mercato.

La decisione di legare l’emissione di moneta alla quantità di titoli del debito pubblico, quindi, rendeva il sistema eccessivamente rigido e incapace di superare la smisurata

⁸⁴ Selgin A., *The Theory of Free Banking. Money supply under competitive note issue*, Cato Institute, 1987

⁸⁵ Baroncelli S., “ La Banca centrale europea: profili giuridici e istituzionali, un confronto con il modello americano della Federal Reserve”, 2000

crescita del debito pubblico conseguente la guerra civile e finanziato con titoli di Stato federali. Tale nuovo meccanismo entrò in vigore con il National banking System del 1863, “ che collegava la quantità del circolante alle richieste di mercato per i fondi federali.”⁸⁶

Il Free Banking, quindi, seppur valido da un punto di vista teorico, non è realizzabile nella realtà attuale, ormai propensa alla creazione di una “banca centrale”. Non va dimenticato, infatti, che tale sistema ha avuto successo in un modo caratterizzato da scambi commerciali elementari e limitati allo spazio interno, dove, quindi, mancava un mercato finanziario globale. È pur vero, d’altro canto, che il sistema del free banking possa interessare coloro che optano per un mercato monetario deregolamentato e a un’assenza del sistema bancario stesso, basandosi su “un’equiparazione del denaro a qualsiasi altra merce.”⁸⁷

1.9 La creazione del Federal Reserve System

Il Tesoro non era in grado di controllare il settore creditizio e monetario. Questo risultò particolarmente evidente durante la crisi del 1907. “Sebbene i ministri del Tesoro Shaw e Cortelyou avessero accresciuto le operazioni e gli interventi di controllo monetario, non riuscirono ad evitare che la crisi si manifestasse e provocasse danni irreparabili nei settori commerciale, industriale e agricolo.”⁸⁸

Quanto la parte della popolazione maggiormente colpita si rese conto della situazione, si diede vita a un sistema di pressione guidato prevalentemente dalla borghesia bancaria e industriale del tempo. L’intenzione era quella di eliminare qualsiasi forma di monopolio bancario, come quello che caratterizzava la Jp Morgan.

Nei mercati operavano pochi e potenti investitori che formavano veri trusts privati e che avevano il controllo sul mercato bancario, finanziario e commerciale e basavano il loro potere sulla discrezionalità del Tesoro nella scelta delle banche di sua fiducia.

La nuova opposizione era volta sostenere una riforma avente il fine di estromettere qualsiasi questione finanziaria dalla politica, ricordando la cattiva reputazione del

⁸⁶ Selgin A., The Theory of Free Banking. Money supply under competitive note issue, Cato Institute, 1987

⁸⁷ Litan E., What Should Banks Do?, Washington DC, 1987

⁸⁸ Clifford J.A., cit, 73

Tesoro accentrato in materia . In questo modo veniva proposto “ in modo parzialmente contraddittorio con le premesse da cui era partito, un meccanismo governato esclusivamente dai banchieri.”⁸⁹ Il principale scopo della legislazione promossa era “ rimuovere le questioni bancarie e valutarie dall’arena politica per metterle sotto l’egida di esperti controllati esclusivamente da altri esperti”.⁹⁰

Il progetto fu redatto dall’ABA e dalla camera di commercio di New York e sottoposto all’attenzione della Commissione monetaria nazionale, una commissione bicamerale presieduta dal senatore Nelson W.Aldrich con lo scopo di raccogliere informazioni sulle cause del cattivo funzionamento del sistema monetario attraverso studi, interviste e contatti con il mondo accademico e professionale americano e straniero. Seppur effettuato in maniera assolutamente perfetta, il lavoro della commissione era esclusivamente un lavoro di redazione e nessun piano di riforma fu realmente proposto.

A questo ci pensò il senatore Aldrich che, grazie al sostegno di esperti e dei piani redatti dalle varie associazioni bancarie, elaborò il cd *Aldrich plan*, che rappresentò il primo tentativo di riforma del sistema bancario e monetario negli Stati Uniti, basato su una conoscenza dei vari sistemi esistenti.

Seppure, a causa del fatto che la maggioranza politica divenne democratica, la proposta non fu realizzata, costituì un fatto importante per capire come la riforma del sistema creditizio fosse ormai una necessità assoluta.

“L’*Aldrich plan* proponeva un’ *Associazione di Riserva nazionale* costituita da una banca centrale unica per tutta l’unione e quindici filiali, ognuna con sede in un proprio distretto, da cui dipendevano le banche nazionali. Il consiglio di amministrazione delle filiali era formato da *boards* la cui composizione rifletteva il numero di banche associate e la varietà degli interessi privati tutali nel distretto. Il sistema veniva centralizzato attraverso la previsione di un *national board* composto da quarantasette membri, presumibilmente banchieri eletti dai loro colleghi; infatti soltanto sei membri erano nominati dal Presidente degli Stati Uniti. gli altri sei erano disegnati in parte

⁸⁹ Hearing on the Aldrich Bill, April 15, 1908, Statement of Festus J. Wade, rappresentante della ABA.

⁹⁰ T.d.A. (testo originale: << to remote questions of banking and currency from normal political discourse and to place them under the close supervision of <<experts>> whose only constituency was other experts.>>) J. Livingston, cit., 182-3.

dalla filiali, in relazione al numero di azioni detenute dalla banche del distretto, e in parte cooptati fra i rappresentanti degli interessi industriali, commerciali e agricoli.”⁹¹

Il progetto del senatore Aldrich metteva in luce la necessità di un nuovo sistema di leggi che avrebbe fatto uscire l’America da quella condizione di vuoto normativo caratterizzante il sistema del credito. L’idea di Aldrich, d’altro canto, seppur appoggiata dal partito dei repubblicani, non era condivisibile in quanto prevedeva sostanzialmente il sistema accentrato in un’unica banca centrale nazionale sotto il controllo del ceto bancario.

Questi fattori spinsero il governo Wilson a rifiutare il progetto e a contrapporre uno proprio.

Il disegno di legge venne attribuito a due commissioni parlamentari, il Senate Banking Committee, retta dal senatore Robert L. Owen e la House Banking and Currency Committee, presieduta dal deputato Carter Glass. Dopo aver sentito in più sedute il presidente Wilson e aver consultato l’Aldrich plan, le due commissioni arrivarono alla ratifica della Glass-Owen Bill. La proposta fu sostenuta dal partito democratico e adottata da entrambi le Camere per diventare la legge istitutiva della Fed (Federal Reserve Act) e nel dicembre del 1913 gli fu conferito il riconoscimento ufficiale dal Presidente.

Da questo breve excursus storico, è intuibile che la Fed possa essere considerata come un prodotto del pensiero democratico che il presidente Wilson voleva realizzare permettendo ai destinatari delle norme la piena partecipazione alle istituzioni. La Fed era diventata uno strumento per dar vita ai pensieri di Wilson in quanto permetteva di affermare la “new freedom” che puntava principalmente all’eliminazione di posizioni di oligopolio e monopolio nel sistema economico.

1.10 Le riforme degli anni ’30

Il Federal Reserve Act del 1913 prevedeva uno sproporzionato decentramento organizzativo delle funzioni creditizie in quanto si voleva evitare il sopravvento di una delle componenti del sistema, sia quella politica sia quella privatistica facente capo a Wall Street. Questo sistema, d’altro canto, si mostrò subito inefficace, in quanto la

⁹¹ De Saint Phalle, *The Federal Reserve System: An Intentional Mystery*, Prager, 1985, cit. 50

ripartizione dei ruoli era confusa e impediva di volta in volta di individuare l'organo competente e di responsabilizzarlo.

Le Federal Reserve Banks che, come vedremo, componeva il sistema, operavano in maniera completamente autonoma l'una l'altra e totale era l'indipendenza delle stesse nei confronti del Board. Basta pensare che la determinazione del tasso di sconto era opera di ognuna a propria discrezione, l'unico limite consistendo nella facoltà di veto spettante al Board. Competeva ai consigli di amministrazione di queste eleggere i propri funzionari, mentre il Board approvava la loro retribuzione.

In questo primo periodo, la Fed era spesso in una condizione di dipendenza nei confronti del Governo. Questo si verificò soprattutto durante la prima guerra mondiale, quando la Fed fu obbligata a finanziare il Tesoro, comprando un'enorme quantità di titoli di Stato. Inoltre, il disegno elaborato nel 1913 impediva una buona attività di controllo delle componenti privatistica del sistema, che era diventata un elemento fondamentale delle Federal Reserve Banks.

L'assetto della Federal Reserve sebbene, quindi, funzionò nei periodi più tranquilli come la fine della prima guerra mondiale e la fine degli anni '20, si mostrò inefficace durante la depressione del '29. La storiografia, infatti, attribuisce alla Fed una buona parte delle responsabilità della crisi di Wall Street sia per la scarsa attività di contrasto effettuata dall'istituzione nei confronti del boom speculativo, sia per la risposta della stessa allo scoppio della crisi, "quando adottò una politica deflazionistica proprio nel momento in cui sarebbe stato necessario intervenire e fornire liquidità al mercato, per evitare la crisi o, comunque, attenuarne gli effetti."⁹²

Il non reagire della Fed di fronte alla crisi del 1929-33 fu dovuto innanzitutto al fatto che le banche non si preoccuparono delle conseguenze che la crisi avrebbe causato alle banche di piccole dimensioni, maggiormente esposte ai rischi di instabilità finanziaria, frenando l'intervento diretto della Fed. Inoltre, vi sono fattori legati all'incompetenza tecnica dei membri del consiglio di amministrazione che esercitavano un dominio sul Board.

La crisi stava, quindi, facendo venir meno sempre di più la fiducia nei confronti della Fed e una riforma era d'urgenza, tant'è vero che fu introdotta nel programma di interventi dell'amministrazione Roosevelt, insieme con le misure di politica economica

⁹² Baroncelli S., "La Banca centrale europea: profili giuridici e istituzionali, un confronto con il modello americano della Federal Reserve", 2000

del New Deal. In questo modo venne modificata tutta la struttura del sistema bancario e finanziario americano.

Tale nuova struttura era destinata a durare nel tempo e rimase immodificata fino ai tempi recenti, quando è stata rivalutata con occhi più critici.

La riforma si basò su una serie di inchieste parlamentari che si tennero tra il gennaio del 1933 e il luglio del 1934 e che misero in luce una serie di preoccupanti conflitti di interesse tra i proprietari delle banche che avevano intrapreso operazioni speculative ad alto rischio non preoccupandosi delle perdite subite dai clienti.

Si cercava in questo modo di rimediare ai difetti delle disposizioni precedenti che avevano dato scarsi risultati nella crisi del '29. Mentre alla politica monetaria veniva attribuito un ruolo secondario, una maggiore attenzione veniva riposta sulle norme riguardanti il sistema finanziario e bancario, aventi lo scopo di eliminare le posizioni consolidate di rendita e di concentrazione negli istituti di credito.

1.11 Glass- Steagall Act e Banking Act: dalla creazione del FOMC ai giorni nostri

La crisi del 1929 portò una serie di importanti riforme: emanazione di uno schema assicurativo fortemente protettivo nei confronti dei depositanti, una minuziosa regolamentazione normativa degli istituti di credito, la riforma organizzativa della Fed stessa. Fu previsto un rafforzamento del potere decisionale della Fed, la creazione di nuovi organi e la delimitazione dei confini di competenza all'interno del sistema. La riforma fu articolata in due atti normativi: il Glass Steagall Act nel 1933 e il Banking Act nel 1935.

La prima legge ha previsto la separazione netta tra il sistema bancario e quello relativo alla gestione dei valori mobiliari e delle assicurazioni, limitando le attività delle banche al territorio dello Stato di appartenenza. La riforma del 1935, invece, ha previsto una concentrazione del controllo del sistema nelle mani del Board di Washington sottraendolo alle dodici banche regionali e alle banche commerciali, determinando quindi un aumento del grado di indipendenza della Fed.

L'accentramento organizzativo e funzionale del sistema fu ottenuto attraverso la delega del controllo del credito al Board, in particolare, la definizione del tasso di

sconto che prima era determinato dalle Federal Reserve Banks. Da un punto vista organizzativo, invece, il Board fu incaricato di nominare i presidenti delle banche.

L'elemento più importante che caratterizzò il ruolo del Board fu quello di creare un nuovo ente che racchiudeva tutte le competenze relative alle operazioni di mercato aperto, che fino a quel momento erano esercitate in modo autonomo dalle dodici Federal Reserve Banks: il Federal Open Market (FOMC – Commissione federale del mercato aperto). Era un organo composto dai sette membri del Board s cui si aggiungeva il presidente della Federal Reserve Bank di New York e quattro presidente delle Federal Reserve Banks, attraverso un meccanismo di rotazione. Il FOMC era visto come un'agenzia governativa con ruolo di decidere sulle operazioni di mercato aperto che risalivano al sistema del Tesoro indipendente e costituiscono ancora oggi lo strumento più importante per influenzare la quantità di base monetaria. Nel FOMC il numero dei governatori superava quello dei presidenti delle Federal Reserve Banks votanti, in tal modo l'influenza dei membri del Board era determinante.

Per quanto riguarda l'aumento del grado di indipendenza organizzativa della Fed, questa fu ottenuto sostituendo il ministro del Tesoro e il Comptroller of the Currency con altri membri nominati con un atto del Presidente degli Stati Uniti ratificato dal Senato.

Con la legge del 1935 era cambiato l'assetto organizzativo: da un sistema di banche federali si era passati a una banca centrale vera e propria, il Federal Reserve Board , dal quale dipendevano le Federal Reserve Banks secondo un criterio gerarchico. Inoltre, vennero istituiti alcuni organi di coordinamento tra il centro e la periferia, il più importante dei quali era il FOMC.

Con la Glass- Stegall Act la struttura giuridica e le funzioni della Fed furono definite in modo permanente e rimarranno in vigore fino ai giorni nostri. Con il tempo, però, è cambiato il ruolo della Fed e, in particolare, la funzione di politica monetaria. Nel 1935, la Federal Reserve non era ancora concepita come una vera banca centrale, “ ossia come un'istituzione che esercita, in modo cosciente e volontario, il controllo sulla quantità di base monetaria.”

L'elemento principale della Fed, l'indipendenza, emerse da alcuni fattori esterni, come l'abolizione del sistema aureo del 1968 e la rinuncia alla “real bills doctrine” che faranno in modo che la Fed possa godere di un ampio potere discrezionale. In questo

modo, il Board avrà maggiori problemi ad opporsi alle richieste del governo, puntando sulla sua indipendenza organizzativa e funzionale.

Tra gli anni '30 e '80 si susseguirono una serie di riforme in seguito alle quali la Fed si trasformò, da un sistema decentrato con dodici banche autonome coordinate da un Board, in un sistema costituito da una banca centrale con dodici unità operative. Il Board, che aveva il potere di determinare la quantità di moneta autonomamente e senza i vincoli esterni, come quelli in passato imposti dal meccanismo aureo, ha un gran potere sulla stabilità del sistema economico interno. Funzione che ha anche un importante

risolto all'estero in quanto metà del circolante emesso dalla Fed è detenuto da Stati esteri.

2 Indipendenza della Fed

2.1 Quanto è indipendente la Federal Reserve?

Per comprendere come la Federal Reserve attua operazioni di politica monetaria, è fondamentale analizzare i motivi che giustificano il comportamento dell'istituzione monetaria, quanto gli stessi sono svincolati dalle pressioni del presidente degli Stati Uniti e del Congresso e se a guidarle sono considerazioni di tipo economico, burocratico o politico. È opportuno comprendere, quindi, se la Federal Reserve è davvero indipendente da qualsiasi pressione di tipo esterno.

Come abbiamo visto per la Banca centrale europea, è possibile analizzare il concetto di indipendenza sotto diversi aspetti. Stanley Fischer, professore al MIT e in seguito vicedirettore generale del Fondo Monetario Internazionale, in particolare, ha soffermato la sua attenzione su due tipi di indipendenza per le banche centrali; l'indipendenza strumentale, come vista, è la capacità delle banche di definire gli strumenti di politica monetaria e l'indipendenza degli obiettivi, ovvero la possibilità della banca di impostare gli obiettivi di politica monetaria.

“ La Federal Reserve gode di entrambi i tipi di indipendenza ed è largamente esente dalle pressioni politiche che influenzano altri organismi governativi.”⁹³

⁹³ Frederic S., Stanley G., Istituzioni e mercati finanziari, 2007

Gli la carica di esponente del Consiglio dei Governatori dura 14 anni, gli stessi non possono essere rimossi dall'incarico e non sono rinnovabile. In questo modo viene meno la maggior parte delle ragioni per cui i governatori potrebbero accattivarsi il Presidente e il Congresso.

Fondamentale al fine di valutare il grado di indipendenza della Federal Reserve dalle pretese del Congresso è, inoltre, il reddito della stessa; si tratta di una fonte rilevante e autonoma, che proviene dal possesso di titoli e in misura minore dai suoi prestiti alle banche. Basta pensare che negli anni recenti, la Federal Reserve ha realizzato profitti netti di circa 20 miliardi di dollari all'anno. La maggior parte di questi guadagni, d'altro canto, va nelle tasche del Tesoro degli Stati Uniti, con la conseguenza che la Federal Reserve non si arricchisce con le proprie attività. Nonostante quanto detto, però, questa fonte garantisce all'istituto un importante beneficio rispetto agli altri enti governativi, non essendo soggetta al processo di stanziamento di fondi solitamente controllato dal Congresso.

Il General Accounting Office, l'agenzia di verifica contabile del governo federale, infatti, non può eseguire un'attività di monitoring sulla politica monetaria né sulle operazioni di mercato dei cambi esteri della Federal Reserve. Ne segue che " dal momento che il controllo della borsa è generalmente sinonimo di potere di controllo generale, questa caratteristica della Fed contribuisce alla sua indipendenza più di qualunque altro fattore.

Non va, comunque, dimenticato che la legislazione su cui si basa la Federal Reserve è stata redatta dal Congresso e che , di conseguenza, la stessa non può prescindere da una sua diretta influenza. Nel momento in cui i legislatori si sentono infastiditi dalle azioni della Federal Reserve in materia di politica monetaria, essi spesso avvertono di poter assumere il controllo finanziario e obbligarla a redigere una relazione budgetaria come per gli altri enti governativi. Emblematico è stato il caso in cui i senatori Dorgan e Reid nel 1996 hanno richiesto che il Congresso avesse autorità di bilancio sulle attività non monetarie della Federal Reserve. "Questo tipo di approccio è una spada di Damocle notevole, e di sicuro ha un certo effetto nell'impedire che la Fed si allontani troppo dai "desideri" del congresso."⁹⁴

Di recente, inoltre, il Congresso ha ratificato una norma che prevede una maggiore responsabilità della Federal Reserve nel proprio operato; secondo quando previsto al

⁹⁴ www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm

Federal Reserve Act, la Federal Reserve deve redigere ogni sei mesi una relazione, il Monetary Policy report to the Congress, da presentare al Congresso con una testimonianza del presidente del Board of Governors. Tale testimonianza deve garantire che la condotta della politica monetaria sia eseguita coerentemente agli obiettivi fissati dal Federal Reserve Act.

È importante, poi, analizzare l'autonomia della Federal Reserve nei confronti del Presidente degli Stati Uniti. Quest'ultimo esercita sicuramente un'influenza importante sull'operato dell'istituto basta pensare che poiché l'attività legislativa del congresso influenza la Federal Reserve, o direttamente o agendo sulla sua capacità di condurre la politica monetaria, Il presidente può essere un compagno potente grazie alle sua influenza sul Congresso.

Inoltre, seppur un presidente dovrebbe avere il diritto di eleggere solo uno o due membri del Consiglio dei Governatori nel corso della sua carica, nei fatti concreti si è solito nominare più membri. una delle ragione è individuabile nel fatto che la maggior parte dei governatori sono notevolmente inferiori a quanto essi potrebbero guadagnare nel settore privato e questo spinge a cercare uffici privati prima della scadenza del loro incarico. Il Presidente degli Stati Uniti ha, poi, il potere di nominare un nuovo presidente del Consiglio dei Governatori ogni quattro anni e un presidente cui non venga rinnovato l'incarico generalmente si dimette dal Consiglio, consentendo la nomina di un nuovo membro.

Il Presidente degli Stati Uniti, da canto suo, però, beneficia di un potere limitato relativamente alle nomine del Consiglio dei Governatori. Un presidente spesso opera con un incaricato nominato da una precedente gestione in quanto la scadenza del mandato del presidente del Consiglio non necessariamente coincide con la sua. Esempio rilevante è il caso di Alan Greenspan, il quale è stato nominato presidente nel 1987 da Ronald Reagan ed è stato confermato per un altro mandato da un altro presidente repubblicano, George Bush. Nel momento in cui salì al potere Bill Clinton, democratico, alla fine del mandato di Greenspan mancavano ancora alcuni anni. Clinton subì non poche pressioni affinché rieleggesse Greenspan e così fece nel 1996 nonostante il fatto che fosse repubblicano. George Bush, repubblicano, ha poi rinominato Greenspan nel 2004.

Da quanto detto, si osserva che la Federal Reserve “ ha una straordinaria autonomia per essere un ente governativo ed è una delle banche centrali più indipendenti del

mondo: ciò nonostante non è esente da pressioni politiche.”⁹⁵ Per analizzare il ruolo della Federal Reserve, infatti, bisogna comunque riconoscere il contributo del supporto pubblico alle azioni di quest’ultima.

2.2 Il concetto di indipendenza nella sistema americano

Come abbiamo visto relativamente alla Banca centrale europea, anche gli studi riguardanti il significato dell’indipendenza della banca centrale americana nei suoi elementi rispetto ai poteri politici, stanno assumendo una rilevanza notevole, soprattutto in ambito economico.

Gran parte degli economisti privilegia una banca centrale che, almeno nei paesi maggiormente avanzati, sia indipendente dal potere esecutivo, soprattutto in virtù dei benefici che si avrebbero nella lotta contro l’inflazione e la stabilità del sistema finanziario. Nonostante la valutazione sull’indipendenza della banca centrale non sia nuovo, come abbiamo visto nell’analisi storica della Fed, le nuove formule teoriche elaborate dalla dottrina portano un notevole contributo.

“L’elemento comune a queste ricerche rappresenta la grande difficoltà nell’identificare una definizione comune del concetto di indipendenza.”⁹⁶ Le difficoltà riguardano innanzitutto il fatto che non è possibile identificare uno schermo strettamente giuridico, in quanto la sua interpretazione è influenzata da fattori informali e contingenti, collegati ai protagonisti politici interessati (di norma il governatore della banca e il Ministro del Tesoro).

Bisogna, inoltre, tener presente che la nozione stessa di indipendenza è costituita da una molteplicità di elementi, da analizzare singolarmente in rapporto tra loro, in “modo da fornire una descrizione sintetica.”⁹⁷

Bisogna, poi, considerare che il concetto di indipendenza è qualcosa di relazionale che dev’essere valutato facendo riferimento al chi o al che cosa bisogna considerarla.

“Il concetto giuridico dell’indipendenza non è nuovo per il diritto amministrativo americano.”⁹⁸

⁹⁵ Frederic S., Stanley G., Istituzioni e mercati finanziari, 2007

⁹⁶ A. Cukierman, Central Bank independence and monetary control, in *The Economic Journal*, 1994

⁹⁷ A. Benassy, *Indipendence de la banque centrale et politique budgetaire*, 1994

L'indipendenza rappresenta, infatti, uno dei principi portanti dell'organizzazione dello Stato in quanto è un elemento giuridico che funge da portante al funzionamento delle agenzie regolative indipendenti, caratterizzandole rispetto ad altri organi burocratici che sono, invece, sotto il controllo ministeriale o, più in generale, governativo. Il Federal Reserve Board, una delle prime agenzie indipendenti che è stata costituita negli Stati Uniti ha dovuto affrontare non pochi problemi di coordinamento, proteggendo le sue competenze dai confronti di altri poteri e organi statali.

Per quanto riguarda l'aspetto costituzionale, il significato del concetto di indipendenza riguarda la nozione di separazione dei poteri, ed è anche circoscritto dall'insieme di competenze che sono delegate al Congresso delle agenzie amministrative. La Costituzione americana, infatti, identifica il principio di separazione dei poteri e di checks and balances, ma è scarna nel definire la struttura dell'Esecutivo, attribuendo al Congresso il potere di costituire la composizione del governo e dell'amministrazione.

Questo è dimostrato dal fatto che il potere esecutivo è di competenza del solo Presidente e la Costituzione non parla del modo in cui debbano essere costituiti i ministeri o quale status debbano avere i funzionari della pubblica amministrazione. In questo modo, la Costituzione attribuisce al Congresso il diritto di identificare se sia conveniente o meno istituire un organo amministrativo e quale forma giuridica sia per esso più consona. " questa competenza gli spetta, a seconda della fattispecie, ai base ai principi costituzionali espressi dalla clausola di commercio, dalle disposizioni in materia monetaria o dalla "clausola di necessità e di adeguatezza."

La nozione di indipendenza definita dalla dottrina e dalla giurisprudenza costituzionale e amministrativa americana ha efficacia giuridica e può essere applicato all'indipendenza delle banche centrali. È pur vero che alcuni dubbi solleva la scelta di utilizzare per le banche centrali gli stessi parametri organizzativi e funzionali che regolano le agenzie indipendenti per le caratteristiche proprie delle prime. Le decisioni della banca centrale riguardanti la politica monetaria, del credito e dei cambi, possono essere influenzate da forti tensioni legate al bisogno di effettuare delle scelte sugli organi a cui attribuire la titolarità (governo, pubblica amministrazione e parlamento.)

Tutti questi elementi spingono alla necessità di utilizzare un concetto di indipendenza articolato e comprendente l'elemento di cooperazione necessaria fra banca centrale e

⁹⁸ Strauss P., Farina C., Administrative Law. Cases and Comments, 1995

organi costituzionali, insieme ad elementi di teoria economica e di scienza giuridica. È possibile in tal modo ottenere un risultato pluridimensionale che permette di interpretare tutti gli elementi propri dell'organizzazione e delle funzioni propri della banca centrale americana : indipendenza organizzativa, che assicura la stabilità del consiglio direttivo e l'autonomia dell'indirizzo politico della banca centrale rispetto ai poteri costituzionali, e l'indipendenza funzionale che garantisce l'identificazione degli obiettivi dell'operato della banca centrale.

Per quanto riguarda l'aspetto organizzativo, inoltre, bisogna anche considerare le componenti di indipendenza istituzionale, personale, finanziaria o contabile e di gestione interna. La prima, l'indipendenza istituzionale, ha inoltre un ampio raggio perché riguarda anche l'aspetto esterno dei rapporti della banca centrale con gli altri organi costituzionali. L'indipendenza organizzativa, invece, è un elemento statico in quanto è delineata dal *Federal Reserve Act* e non è stata soggetta a variazioni dagli anni '30 ad oggi. Quella istituzionale, invece, costituisce un fattore dinamico in quanto risente dell'influenza di fattori esterni e di concezioni economiche dominanti.

“Da questo aspetto, il concetto di indipendenza va relativizzato in relazione alle concezioni economiche dominanti e al momento storico determinato in cui esso si esplica.”⁹⁹

Se per quanto riguarda la Federal Reserve abbiamo potuto evidenziare l'evoluzione dell'indipendenza funzionale, attraverso le varie sfumature che essa ha subito nel corso del secolo, fino ad assumere l'attuale configurazione, lo stesso non si può dire per la Banca Centrale europea relativamente alla quale, a causa della sua recente costituzione, è impossibile pervenire ad una valutazione diversa rispetto a quella delineata nell'atto costitutivo.

2.3 La relatività storica del concetto di indipendenza

Seppure il concetto di indipendenza della banca centrale è stato spiegato solo negli ultimi anni dalla teoria economica, il parlamento, al momento della ratifica dell'atto istitutivo della Federal Reserve e delle leggi bancarie degli anni'30, aveva già affrontato

⁹⁹ Baroncelli “ La Banca centrale europea: profili giuridici e istituzionali, un confronto con il modello americano della Federal Reserve

quello che è elemento più scottante della questione, la relazione tra la Federal Reserve e il governo.

Di questo aspetto ne erano già consapevoli i governatori che si erano succeduti nella presidenza del Board , che lo valutarono come uno dei punti istituzionali più critici, provando argomentazioni giuridiche prive di fondamento. Esempio emblematico è stata la dichiarazione fatta nel 1935 dal governatore Marriner Eccles : “Credo che un controllo pubblico sull’organo che fornisce i mezzi di pagamento al popolo americano, attraverso l’emissione di banconote e la disciplina del volume dei depositi bancari, sia una necessità che non ha bisogno di essere dimostrata. Ciò costituisce una conseguenza diretta della disposizione della Costituzione che attribuisce al Congresso la competenza a coniare le banconote e a stabilirne il valore. Il Congresso, delegando questo potere, ha scelto, e credo che sceglierà sempre, di delegarlo non a soggetti privati ma a un organo amministrativo come la Fed, istituita dal Congresso in veste di agenzia parlamentare con le responsabilità del controllo monetario.”¹⁰⁰

Bisogna, comunque, tener presente che a quel tempo la banca centrale non aveva il prestigio di oggi e lo stessa definizione di indipendenza aveva un significato più ristretto.

Da un lato, come abbiamo visto, il potere decisionale della banca era minore e vincolato al rispetto di rigide norme auree. Questo sistema fu interrotto durante la prima guerra mondiale, ristabilito tra il 1925 e il 1930, per poi crollare definitivamente in seguito alla crisi finanziaria del 1931, sostituito da gold exchange standard, sistema di cambi basato sul dollaro adottato in seguito alla crisi di Bretton Woods. In tale veste fu mantenuto fino al 1971.

Dall’altro lato, l’aumento della discrezionalità tecnica centrale, avvenuto in seguito al Banking Act del 1935 dev’essere considerato all’interno delle elaborazioni economiche protagoniste del New Deal che hanno poi subito un’evoluzione, fino ad arrivare alla forma definitiva negli anni ’70. “ “queste idee di stampo keynesiano facevano leva sul suolo attivo dello Stato nel promuovere la produzione e la piena occupazione

¹⁰⁰ T.d.A. (testo originale: << The need for public control of the function of supplying the medium of exchange to the people of the United states, both by issuing currency and by regulating the volume of Bank deposits, seems to me to be almost a noncontroversial matter. It is in direct recognition of the constitutional requirement that Congress shall coin money and regulate the value thereof. In delegating this power congress has chosen, and in my opinion, always will choose, to delegate it, not to private interests but to a Government body like the Federal Reserve Board, created by Congress to serve as its own agency in discharging its responsibility for monetary control.>>) Audizione del governatore Marriner Eccles davanti alla House Committee on Banking and Currency

attraverso un intervento diretto nell'economia, finanziato con il prelievo fiscale e l'indebitamento pubblico.”¹⁰¹

Il principio economico alla base di queste convinzioni si basava sull'idea che gli obiettivi di piena occupazione e di inflazione fossero alternativi e, di conseguenza, era necessario sostenere un'inflazione elevata, dovuta a una crescita del circolante, per realizzare l'obiettivo della piena occupazione.

Da questa convinzione derivò la tendenza, durante il secondo dopoguerra, a privilegiare la politica degli investimenti a discapito di quella monetaria e portò alla redazione del cd Employment Act del 1947, in base al quale l'azione economica statale era realizzata al fine di raggiungere gli obiettivi della piena occupazione, della produzione e del potere di acquisto.

Questo concetto, come visto, veniva espresso attraverso la curva di Phillips, parabola in base alla quale al crescere dell'inflazione diminuiva la disoccupazione, e viceversa. Il disastro della politica monetaria espansionistica, manifestata dalla continua recessione e inflazione (la denominata stagflazione), che si manifestò negli anni '70, si tradusse nella rielaborazione delle concezioni di politica economica dominanti. Nel momento in cui ci si accorse che i due parametri fossero indipendenti e non era possibile condizionare il tasso di occupazione oltre un certo livello, si realizzò anche il contenimento della stabilità dei prezzi.

Questo mutamento di visione ebbe importanti conseguenze sia sulla politica economica ma anche sulla relazione istituzionale fra la banca centrale e lo Stato. Il nuovo pensiero fu racchiuso nel Full Employment and Balanced Growth Act (*Humphrey-Hawkins Act*) del 1978, attraverso il quale veniva emanato il testo del Federal Reserve Act indirizzando l'azione dello Stato e, quindi, della banca centrale alla realizzazione di una serie di obiettivi, quali la stabilità dei prezzi, piena occupazione e limitati tassi di interesse a lungo termine.

Tale legge, d'altro canto, fu particolarmente influenzata dalle concezioni monetariste; basta pensare che tra gli obiettivi della Federal Reserve emergeva anche quello della crescita monetarie e della stabilità dei prezzi. Con tale norma il Congresso diveniva consapevole dell'inefficienza della politica fiscale e monetaria tradizionale a gestire la situazione economica e a ridurre il tasso di inflazione di disoccupazione.

¹⁰¹ Duguay P., Some thoughts on price stability versus zero inflation, Relazione presentata alla conferenza “ Central Bank Independence and Accountability. Open issues and institutional reforms.” Milano, Paolo Baffi Centre for Monetary and Financial Economics, 1994

Come vedremo, l'analisi degli obiettivi istituzionali della Federal Reserve è importante in quanto permette di comprendere " lo status della banca centrale all'interno dell'organizzazione statale e quale sia l'estensione dei suoi poteri." ¹⁰²

La legge non prevede una netta separazione tra gli obiettivi economici della Federal Reserve e quelli dello Stato, sottolineando una confusione della separazione delle competenze e il fatto che il governo ha il diritto di beneficiare di una certa "superiorità" sulla stessa banca grazie al suo carattere rappresentativo.

La banca centrale ha il potere di determinare il tasso di inflazione attraverso l'attività di gestione del credito. Un aumento notevole di moneta comporta una riduzione dei tassi di interesse, spingendo la crescita del sistema. Questo noto meccanismo non ha, però, carattere perpetuo, ma si fermerà comportando un aumento dell'inflazione. Nel momento in cui ancora lo sviluppo economico ad un ridotto tasso di inflazione, la banca centrale può incidere su tutte le variabili economiche.

Questo potere che la Banca assume sul tasso di inflazione e sugli altri parametri, d'altro canto, non avviene in maniera diretta in quanto la stessa può usufruire solo degli strumenti di cui ha disposizione. Inoltre, il risultato delle operazioni non è immediatamente riscontrabile. Questo fa sì che la banca sarà solita, come vedremo, ad utilizzare alcuni strumenti intermedi (aggregati monetari o tassi di interesse).

"Neanche tali obiettivi intermedi, d'altro canto, possono essere definiti unilateralmente dalla banca centrale, la quale è obbligata a puntare sulla determinazione di una serie di obiettivi operativi, come le riserve aggregate o i tassi di interesse, che essa può manovrare con i propri strumenti operativi." ¹⁰³

In questo modo, una volta identificati i suoi obiettivi finali in termini di disoccupazione e stabilità monetaria, la Federal Reserve punterà ad allineare gli aggregati monetari in relazione al prodotto nazionale lordo adattabile a questi obiettivi. L'obiettivo intermedio degli aggregati monetari sarà poi influenzato dal tasso di crescita della moneta, attuabile attraverso una serie di operazioni di mercato aperto. E' evidente,

¹⁰² Baroncelli " La Banca centrale europea: profili giuridici e istituzionali, un confronto con il modello americano della Federal Reserve

¹⁰³ Le riserve aggregate comprendono le riserve, le riserve libere, la base monetaria e la base monetaria libera. I tassi di interesse presi in considerazione dalla banca centrale comprendono il federal funds rate (tasso di interesse sui fondi che si prestano le banche nell'arco di una notte, dunque "overnight") e il tasso di interesse sui buoni del Tesoro.

così, che la Fed controlla l'andamento delle variabili intermedie, intervenendo sugli strumenti di politica monetaria.

Guardando l'esperienza storica, la Fed ha indirizzato la sua politica al conseguimento di un certo livello di tassi di interesse, permettendo al governo di influenzare le sue scelte e raggiungere una politica monetaria accomodante basata su un basso livello dei tassi di interesse, collocando sul mercato titoli di Stato. Durante la seconda guerra mondiale il Tesoro, per esempio, convinse la Federal Reserve ad aggiustare i tassi di interesse al livello minimo conosciuto all'epoca antecedente alla guerra, riuscendo così a finanziare l'attività bellica. Se poi i tassi avrebbero superato questo limite, la banca sarebbe intervenuta con operazioni di acquisto sul mercato aperto, immettendo nuova moneta e abbassando i tassi.

Questa capacità della Federal Reserve a agire in occasioni di emergenza valse alla banca la sua indipendenza.

La sottomissione della Fed alle direttive politiche dell'Esecutivo durò fino alla guerra di Corea, nel 1951. Come in precedenza, i tassi di interesse iniziarono a salire fin quando il Governo spinse la Fed ad abbassarli. Il governatore della banca, d'altro canto, si rese conto che il tasso di inflazione aveva superato il limite e decise di non attenersi alle richieste dell'Esecutivo. Lo scontro si concretizzò nell'accordo tra Fed e Tesoro del 1951 quando il ministro del Tesoro rifiutò di monetizzare il debito pubblico, mentre la banca centrale promise di non far salire i tassi di interesse in maniera rapida.

Ne segue che mentre prima del 1951 la Federal Reserve non aveva poteri sufficienti ad affermare la propria indipendenza, in seguito al trattato essa divenne libera di poter definire i propri obiettivi di politica monetaria.

Al tempo, però, la Federal Reserve non beneficiava ancora dell'indipendenza funzionale che le venne attribuita solo alla fine degli anni '70 in seguito alla scelta del presidente della Fed, Paul Volcker, nel 1979, di cambiare gli obiettivi della stessa, "passando dal controllo sui tassi di interesse a quello sugli aggregati monetari. Questo passaggio, tanto celebrato nei manuali di politica monetaria, inaugura un nuovo genere di indipendenza funzionale: la definizione della base monetaria diventa l'obiettivo tipico della banca centrale, mediante la quale essa riesce a influire, più o meno direttamente, sul tasso di inflazione."¹⁰⁴

¹⁰⁴ Deane, M., Pringle, R.; The Central Banks, New York 1995

2.4 Analisi comparata di indipendenza tra FED e BCE

Nel corso degli anni sono state condotte diverse ricerche sulla struttura e, soprattutto, sull'autonomia delle principali banche centrali. Da queste ricerche il dato che maggiormente rileva è una forte tendenza da parte dei suddetti istituti verso l'accrescimento del loro grado di indipendenza. Sia la dottrina che l'esperienza spiegano questo atteggiamento sostenendo che quando più autonoma la banca centrale produce una politica monetaria migliore.

Anni fa, si era soliti affermare che la Federal Reserve era sostanzialmente più autonoma della gran parte delle altre banche centrali, escluse quella tedesca e quella svizzera. "Oggi la banca centrale europea è molto più indipendente della Fed e una maggiore libertà è stata assegnata alle banche centrali come la Bank of England e la Bank of Japan, ponendole alla pari della Fed, nonché alle banche centrali di vario paese come la nuova Zelanda, la Svezia e le nazioni dell'area euro."

Al fine di comprendere il concetto di indipendenza può essere interessante procedere ad una valutazione comparativa della Fed e del SEBC; a tal fine, però, bisognerà concentrarsi sugli organi di vertice, ovvero il Board e la BCE, i quali soltanto rappresentano la figura giuridica di agenzia indipendente e possono essere analizzati secondo i principi giuridici ed economici su cui basa, come abbiamo visto, il concetto di indipendenza.

La nascita della Banca centrale europea e la creazione dell'unione monetaria europea hanno contribuito a creare un processo a catena attraverso il quale gli Stati partecipanti all'unione hanno cambiato gli statuti delle proprie banche centrali in virtù di una maggiore indipendenza delle stesse.

"Gli stati membri dell'UME si sono adeguati, così, ad un obbligo stabilito dall'art.14 dello Statuto del SEBC e dall'art.109 del Trattato della Comunità europea, secondo i quali essi, se volevano entrare a far parte dell'unione monetaria, avrebbero dovuto

modificare la legislazione interna delle rispettive banche centrali, in modo da renderla compatibile con i “parametri di convergenza legale”.

Si tratta sia di parametri esterni, relativamente ai quali né la Banca centrale europea né le banche centrali nazionali possono prendere istanze da parte di qualsiasi istruzione pubblica; sia interni, in base ai quali non è possibile ricevere istruzioni nemmeno dai membri degli organi decisionali. Tra questi, per esempio, fanno parte gli obblighi riguardanti la durata del mandato dei governatori delle banche centrali nazionali (inferiore a 5 anni).

L’ordinamento comunitario ha identificato il concetto di indipendenza della banca centrale secondo una serie di parametri di vario tipo che rispecchiano i caratteri di indipendenza previsti nell’ordinamento americano. Questo risultato è stato ottenuto grazie a un’istruttoria basata su dati empirici, sentenze, dogmi, effettuata dal già ricordato Istituto Monetario europeo., che nel 1995 e 1996 ha elaborato due rapporti sul “Progresso verso la convergenza” in cui spiegava le caratteristiche dell’indipendenza della banca centrale. Un anno dopo venne redatta la “Convergenza legale negli Stati membri dell’Unione” in cui queste caratteristiche vennero rielaborate in riferimento agli ordinamenti dei paesi della Comunità.

Tale relazione separa le caratteristiche di natura istituzionale, personale, funzionale e finanziaria. La prima fa riferimento al rapporto tra la banca centrale nazionale e le istituzioni politiche, la seconda nell’inattuabilità di revocare i governatori nell’immediato , la terza nel raggiungimento della stabilità dei prezzi, la quarta nell’autosostentamento della Bce.

3 Struttura del Federal Reserve System

La struttura della Federal Reserve è, per certi versi, anomala a confronto di quella dei gran parte delle altre banche centrali. Le sue caratteristiche dipendono essenzialmente dall’evoluzione storica che l’istituto ha subito e che, tra successi e insuccessi, ne hanno determinato l’attuale configurazione.

Come visto nel quadro storico, il Federal Reserve Act fu il risultato di un insieme di ideologie derivanti da diversi settori, quali quello finanziario, bancario e agricolo., nonché dal pensiero costituzionale e politico dominante a quel tempo.

Fin dal primo momento della nascita della First Bank of the United States , nel 1791, si sono combattute due diverse linee di pensiero; da un lato coloro che privilegiavano la formazione di uno stato Federale con notevoli poteri di intervento, tra i quali quello di influenzare la politica monetaria, dall'altro la corrente che spingeva per uno Stato maggiormente decentrato “ la tenace opposizione ad un sistema centralizzato si è mantenuta fino ad oggi e si manifesta nelle interpretazioni, alquanto mutevoli, dei principi costituzionali del federalismo e dei checks and balances.”¹⁰⁵

Un altro importante elemento nel definire l'assetto organizzativo e funzionale della Federal Reserve fu la critica manifestata da parte del ceto agrario nei confronti di quello finanziario e bancario, che venivano visti come promotori della banca centrale. Questo spiega il motivo per cui il Federal Reserve Act rappresenta una sorta di bilanciamento tra le varie sollecitazioni e ha permesso la creazione di una struttura ben articolata di checks and balances in cui la ripartizione dei poteri viene effettuata diligentemente. I principali dubbi, che riguardarono il carattere pubblico o privato che dovesse essere assunto da nuovo ente, furono risolto con le leggi del 1933 e del 1935 che istituirono il Federal Reserve System nella forma che assume tutt'oggi: “ un sistema amministrativo dotato di grande autonomia, con al vertice il Board of Governors.”¹⁰⁶

Nonostante il fatto che l'indipendenza della Fed rappresenti uno degli elementi chiave del suo assetto organizzativo, essa non deriva da alcuna disposizione legislativa che, per esempio, impedisca la sottomissione della Fed dalle direttive della presidenza. È, quindi, necessario interpretare lo status di indipendenza della banca centrale americana da altre disposizioni, che vanno interpretate come garanzie di una posizione di indipendenza di tipo organizzativo a vantaggio dei membri del Board e, soprattutto, del governatore. Si può parlare, in realtà, di un'indipendenza meritata, che la Fed ha ottenuto nelle varie situazioni di conflitto con le istituzioni con le quali deve operare. Come visto, l'indipendenza della Fed riguarda essenzialmente “l'inamovibilità riconosciuta a favore dei membri del consiglio direttivo, ivi compreso il governatore, l'autonomia finanziaria e di gestione interna.”¹⁰⁷ Queste garanzie sono riconosciute nel Federal Reserve Act relativamente all'organizzazione del sistema.

¹⁰⁵ Baroncelli “ La Banca centrale europea: profili giuridici e istituzionali, un confronto con il modello americano della Federal Reserve

¹⁰⁶ Frederic S., Stanley G., Istituzioni e mercati finanziari, 2007

¹⁰⁷ www.federalreserve.gov

3.1 Organizzazione e funzioni

La struttura della Federal Reserve si basa sul principio del federalismo che i promotori enfatizzarono con lo scopo di ripartire le funzioni indeterminate nel Federal Reserve Act sul piano territoriale, tra le regioni e gli Stati, e sul piano dei titolari delle cariche, tra imprenditori e banchieri.

Gli Stati Uniti sono territorialmente divisi in dodici Federal Reserve districts, distretti che non coincidono con il territorio degli stati membri e che si riferiscono alle città di Atlanta, Boston, Chicago, Cincinnati, Dallas, Kansas City, Minneapolis, New York, Philadelphia, Richmond, St. Louis e San Francisco. Questa separazione in aree è stata decisa secondo un criterio di comodità, " gli usi invalsi del commercio: i confini dei distretti non devono coincidere necessariamente con le frontiere degli Stati, o di alcuni Stati." ¹⁰⁸

La decisione di avvalersi di un gran numero di distretti dipese dalla volontà di appagare il maggior numero di città mentre la ripartizione del territorio fu eseguita secondo i desideri delle banche commerciali partecipanti al sistema.

Questo assetto decentrato su cui si basava la Fed e i poteri affidati ai settori economici avevano essenzialmente lo scopo di eliminare qualsiasi forma di schieramento ideologico schierate sulle posizioni assunte dalla presidenza. Questa è la ragione principale per cui il Congresso istituì la cd clausola di bipartismo con la quale non era possibile la contemporanea partecipazione all'interno del Board di esponenti di partiti contrapposti.

È possibile rappresentare il Sistema della Riserva Federale con una piramide alla cui base ci sono i privati, nel mezzo la componente mista e al vertice il pubblico (figura 1). L'elemento portante della Federal Reserve sono le member banks, banche commerciali partecipanti al sistema della Riserva Federale, si tratta di circa cinquemila banche che nominano gli organi direttivi delle dodici banche di Riserva federale e della Commissione federale del mercato aperto (FOMC). L'ente rappresentativo dell'intero sistema è il Board of Governors, che, seppur diversamente composto rispetto al FOMC, presenta un uguale livello di autorità. Per quanto riguarda gli enti che

¹⁰⁸ Frederic S., Stanley G., Istituzioni e mercati finanziari, 2007

costituiscono la Federal Reserve , essi hanno una propria identità e solo il Board rappresenta un'agenzia di regolazione indipendente.

Il fatto che, invece, gli altri enti, siano particolarmente difficili da identificare, crea non pochi problemi per l'analisi del livello di indipendenza attribuibile all'intero sistema. Questa è la principale motivazione per cui il concetto di indipendenza non riguarda unicamente il rapporto della Fed con i poteri statali, ma anche con altri enti, come gli istituti di credito, che verranno influenzati dalle decisioni dell'organizzazione. Tale caratteristica viene temperata dal fatto che il Board è il principale elemento del sistema americano dotato di una propria discrezionalità e che, quindi, il concetto di indipendenza dev'essere analizzato nelle relazioni che lo stesso intrattiene con i poteri politici.

3.2 Le Commercial Banks

Il sistema della Riserva federale poggia sull'operato di una serie di banche commerciali che garantiscono il collegamento tra le autorità monetarie e il mondo bancario. “ Aderiscono obbligatoriamente al Federal Reserve System le banche federali (dette *national banks*) che si trovano sotto il controllo del *Comptroller of the Currency*, mentre le banche statali possono scegliere di associarsi solo se dotate di un capitale sufficiente, la cui entità è stabilita nell'atto istitutivo della Fed. In questo modo il Board è in grado di esercitare un controllo sul 70% dei depositi bancari; questa percentuale scende al 40% se si includono anche i depositi delle casse di risparmio.”¹⁰⁹

Le banche aderenti alla sistema Fed sono obbligate a rispettare una serie di impegni, tra i quali : il controllo periodico da parte della Federal Reserve Bank del loro distretto, la sottoscrizione del capitale in ragione di una quota del 6% del loro capitale, il rispetto della legislazione bancaria vigente e il possesso delle riserve minime. Dal 1980 quest'ultimo requisito è stato reso vincolante per tutte le banche, a prescindere della loro appartenenza al sistema federale.

Per quanto riguarda le funzione di competenza delle banche commerciali, si tratta di materie che esulano dal campo decisionale o direzionale, anche nel caso in cui le banche stesse possiedano il capitale delle Federal Reserve Banks.. La proprietà delle

¹⁰⁹ Baroncelli S., i “ La Banca centrale europea: profili giuridici e istituzionali, un confronto con il modello americano della Federal Reserve

azioni non conferisce diritto di voto. Va, inoltre, precisato che i titoli azionari non sono trasferibili e generano dividendi fissi del 6%. Il solo ruolo politico delle banche commerciali è rappresentato dalla loro partecipazione alla nomina dei direttori.

3.3 Le Federal Reserve Banks

Ogni regione costituisce la sede di una Federal Reserve Bank principale, che viene denominata con il nome della città di appartenenza. Maggiore importanza, anche dovuta alle dimensioni, rivestono quelle di New York, Chicago e San Francisco che complessivamente possiedono il 50% del capitale attivo del sistema.

Tutte le Banche della Riserva federale sono società per azioni e esercitano funzioni pubbliche pur essendo di proprietà delle banche private del Federal Reserve System.

Ogni banca è costituita da un consiglio di amministrazione composto da nove direttori, con incarico di 3 anni, che hanno il potere di eleggere il presidente della banca attraverso un atto che viene poi posto all'approvazione del Board of Governors.

Gli esponenti del consiglio vengono scelti in modo tale che l'ente sia costituito da membri espressione di tutte le classi sociali. Tra questi, tre vengono scelti tra i direttori delle banche commerciali partecipanti al sistema. Vengono, poi, nominati altri tre direttori che hanno il ruolo esclusivo di rappresentare l'interesse pubblico di un insieme di soggetti, quali agricoltori, commercianti, industriali, lavoratori dipendenti, consumatori e fornitori di beni e servizi. Gli altri direttori, infine, sono eletti dal Board of Governors sempre come portatori dell'interesse pubblico; "ciò spiega perché sia stabilita espressamente l'incompatibilità tra la carica di direttore e la funzione di impiegato, funzionario o azionista di banca."¹¹⁰

Per quanto riguarda la nomina dei primi direttori, le banche private si organizzano in tre gruppi in base al capitale di ognuna. Questo permette che il consiglio di amministrazione delle Banche di Riserva federale sia espressione di tutti tutte le banche private, a prescindere dalle dimensioni e della provenienza.

Per quanto riguarda il presidente del consiglio di amministrazione della Federal Reserve Banks, questo viene eletto tra i direttori nominati dal Board of Governors e

¹¹⁰ Frederic S., Stanley G., Istituzioni e mercati finanziari, 2007

tra i diversi compiti ad esso attribuiti, rileva in particolare quello di selezionare quelle banche idonee a ricevere i prestiti dalla Federal Reserve Board, al tasso di sconto ufficiale. Solo alcuni presidenti, inoltre, possono votare nel FOMC e mentre il presidente della Federal Reserve di New York vi soggiorna stabilmente, gli altri ruotano.

3.4 il Board of Governors

Il Board, l'ente al vertice dell'intero sistema di Riserva federale statunitense, è costituito da sette membri e si trova a Washington DC. Gli esponenti vengono eletti dal Presidente degli Stati Uniti, per poi essere riapprovati dal Senato per un tempo di quattordici anni, non rinnovabile.

Secondo quanto previsto dall'atto istitutivo della Federal Reserve, ogni regione può essere rappresentata da un solo governatore, in modo tale che siano rappresentati in modo equo i vari centri economico-finanziari degli Stati Uniti. I Governatori esercitano le loro funzioni a tempo pieno, avente uno stipendio il cui ammontare è deciso dalla legge. Per assicurare maggiore indipendenza, sono previsti diversi requisiti di incompatibilità e, in particolare, l'assunzione di altre funzioni lavorative o la titolarità di azioni delle banche partecipanti al sistema della Riserva. Queste cause durano fino ai due anni successivi al termine del mandato.

Al Presidente degli Stati Uniti, inoltre, compete la nomina del presidente del Board, il cui incarico dura quattro anni. Per tale caratteristica il Board si separa dalle altre agenzie di regolazione indipendenti, nelle quali il presidente verrà revocato dal Presidente degli Stati Uniti, a propria discrezionalità. Secondo i costumi americani, nel momento in cui viene eletto il nuovo presidente, il precedente si dimette anche se ci vogliono ancora diversi anni al termine del proprio incarico.

Per quanto riguarda le funzioni del Board of Governors, questo ha compiti di politica monetaria, emana norme regolamentari per l'applicazione dell'atto istitutivo della Fed, o delle leggi bancarie, riguardanti l'operato delle banche private aderenti e delle banche della riserva.

D'altro canto, un'attenta analisi del ruolo decisionale del Board non può essere circoscritta all'atto istitutivo della Fed, nel quale sono disegnate funzioni del Board base su concezioni ormai desuete e non permettono di comprendere a pieno il potere

reale che questo ente riveste nella politica monetaria e del controllo prudenziale. In motivo principale di questa incompletezza è dovuto al fatto che, al momento di redazione della legge, non erano ancora in vigore quelle che sono le attuali istanze di politica monetaria . Con il passare degli anni i compiti del Board sono aumentati anche attraverso il miglioramento degli strumenti di gestione e delle teorie finanziarie e monetarie.

I governatori del Board, in quanto esponenti anche del FOMS, partecipano alla formazione del processo decisionale in materia di operazioni sul mercato aperto. È evidente che gli stessi hanno un vantaggio rispetto ai presidente delle Banche di riserva federale, essendo i loro voti di un numero superiore (sette) rispetto agli altri (cinque). “ Ciò può determinare, in situazioni di crisi, la prevalenza dell’elemento federale su quello regionale nelle decisione che rientrano nelle competenze del FOMC”. ¹¹¹

Continuando ad esaminare le funzioni in capo al Board, vanno ricordati la definizione delle percentuali di riserva obbligatoria, il controllo prudenziale sulle Federal Reserve Bank e su quelle commerciali , studiandone i conti e l’andamento delle loro attività, il controllo del tasso di sconto, attraverso l’approvazione di quello stabilito dalle Federal Reserve Banks, l’emissione di banconote. Le sanzioni che possono essere emesse vanno fino alla sospensione o la revoca dei direttori e dei funzionari della Federal Reserve Banks.

Il Consiglio ha l’obbligo di sottoporre all’approvazione del Congresso varie relazioni, tra le quali una annuale sul suo operato e alcune semestrali sull’economia e gli obiettivi di crescita monetaria e gestione del credito.

3.5 Il Federal Open Market Committee e le Commissioni Consultive

I sette governatori del Board, il presidente della Federal Reserve Bank di New York e i quattro presidenti delle altre banche federali, compongono il Federal Open Market Committee, presieduto dallo stesso presidente del Board. Le riunioni di detto organo avvengono quattro volte all’anno, esortate dal presidente. Gli altri presidenti delle

¹¹¹ www.federalreserve.gov

banche della riserva federale non hanno potere di voto ma possono intervenire nelle riunioni del FOMC, avendo, così, un ruolo attivo nelle decisioni finali.

Una volta analizzato lo stato attuale del sistema economico, il FOMC determina il corso legale dell'offerta di moneta della nazione.

“La presenza del termine open nel nome FOMC è ironica, in quanto le delibere del comitato sono riservate. I resoconti delle riunioni sono pubblicati solo dopo un mese; solamente in alcuni casi il comitato rilascia il giorno stesso un breve comunicato pubblico sulle decisioni prese. Ma nemmeno il Presidente degli Stati Uniti conosce i dettagli che stanno dietro le decisioni, o gli argomenti effettivamente dibattuti dal FOMC, di ch  non viene comunicato il resoconto della riunione.”¹¹²

Il termine open si riferisce, quindi, al fatto che il FOMC ha piena ed esclusiva competenza nelle decisioni riguardanti le operazioni di mercato aperto, che costituiscono, come vedremo, il principale strumento che la Fed utilizza per attuare le decisioni di politica monetaria e che, quindi, rendono il FOMC il “punto nevralgico” d¹¹³ tutto il sistema operativo.

Nel sistema delle Riserve federali statunitense, un ruolo importante viene svolto dalle commissioni consultive, che hanno il compito di assistere le attivit  degli altri organi. Tra queste, meritano menzione.

Il Federal Advisory Committee, Commissione consultiva federale, che rappresenta il canale delle domande dell'intero sistema bancario agli organi decisionali della Fed,   costituito da un numero di esponenti uguale a quello dei distretti., che vengono eletti dal consiglio di amministrazione delle Banche della Riserva federale. Le riunioni avvengono almeno una quattro volte all'anno a Washington. Si tratta dell'unica commissione ad essere stata prevista nel testo originale della Federal Reserve Act, le altre sono state aggiunte in seguito.

La seconda commissione   il Thrift Institutions Advisory Council , Commissione consultiva delle casse di risparmio,

creato nel 1980, in seguito all'emanazione del Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act, ed   composto da rappresentanti delle casse di risparmio e credit unions.

¹¹² Frederic S., Stanley G., Istituzioni e mercati finanziari, 2007

¹¹³ Hutchinson D., Money, banking and US economy, 1992

Infine vi è il Consumer Advisory Council, la Commissione consultiva dei consumatori, che, a differenza dei primi due, garantisce un approccio normativo ai problemi di ordine civile ed è formato da trenta esponenti, nominati al fine di rappresentare gli interessi dell'industria finanziaria e dei consumatori.

Le Commissioni hanno essenzialmente un compito consultivo nei confronti del Board per quanto riguarda le necessità dei soggetti rappresentati. “ Il Federal Advisory Committee, in particolare, è competente a richiedere informazioni o presentare pareri relativi alla fissazione del tasso di sconto, alle operazioni di risconto, all'emissione di banconote, alla determinazione delle riserve obbligatorie nei vari distretti, all'acquisto e vendita d'oro e obbligazioni da parte delle Banche di riserva, alle operazioni di mercato aperto e ad altre questioni inerenti al sistema bancario.”¹¹⁴

3.6 La Banca centrale europea e il Federal Reserve System: due sistemi federali a confronto

Nel passato le banche centrali avevano due particolari specificità: concentrazione di potere e organizzazione accentrata. Soltanto a partire dal 1913, con la nascita della Federal Reserve americana, emerge una banca centrale a struttura federale che prende le decisioni collegialmente.

Le banche centrali con struttura federale si basano su un accostamento di decisioni accentrale e azioni decentrate. Seppur, come abbiamo visto, queste caratteristiche sono presenti nella Banca centrale europea, dove emerge una coabitazione tra centralità delle decisioni e decentramento delle operazioni, la stessa Banca centrale europea presenta delle particolarità: non è un organo di uno stato federale, dotato di un governo centrale con responsabilità politiche allargate all'intera federazione e di un ampio bilancio federale.

Le banche nazionali che dal 1 gennaio 1999 sono entrate nell'unione monetaria europea, non erano istituzioni nuove create dal Trattato di Maastricht, ma strutture antiche con statuti diversi. Anche dopo l'introduzione dell'euro i loro compiti e i loro statuti presentano differenze rilevanti; inoltre alle stesse sono stati attribuiti i compiti che il Trattato non ha trasferito a livello europeo: le banche centrali nazionali svolgono

¹¹⁴ Frederic S., Stanley G., Istituzioni e mercati finanziari, 2007

sia il ruolo federale che quello nazionale. “Quindi, le banche centrali nazionali hanno un aspetto nazionale per lo svolgimento dei compiti non assegnati all’Eurosistema e uno europeo, come unità periferiche, per i compiti dell’Eurosistema.”¹¹⁵

Lo Statuto della Banca centrale, per quanto riguarda le competenze operative, stabilisce che “quando possibile e opportuno” la Banca centrale europea si serve delle banche centrali nazionali “per eseguire operazioni che rientrano nei compiti del SEBC”¹¹⁶. Tale disposizione prende vita dal già ricordato principio di sussidiarietà, secondo il quale gli organi comunitari si possono sostituire a quelli dei singoli stati membri solo quando il conseguimento di determinati obiettivi sia meglio raggiungibile a livello comunitario.

Inoltre, il Trattato indica il decentramento operativo come criterio da applicare all’Eurosistema per le funzioni ad esso affidate, “la BCE si avvale delle banche centrali nazionali per eseguire operazioni che rientrano nei compiti dell’Eurosistema.”¹¹⁷Quindi, in base al principio di sussidiarietà le banche centrali nazionali svolgono funzioni che non rientrano nella giurisdizione dell’Eurosistema, mentre secondo il criterio del decentramento esse hanno il potere e il dovere di eseguire operazioni agendo secondo gli indirizzi e le istruzioni della BCE”.¹¹⁸

“Decentrare” le operazioni di politica monetaria significa che le aziende di credito continuano a detenere le proprie disponibilità liquide in depositi presso la banca centrale nazionale del paese di residenza, e non presso la Banca centrale europea. Attraverso l’addebito e l’accredito di tali depositi, le banche regolano le operazioni interbancarie, con piena garanzia per quanto riguarda il buon esito delle operazioni. Quindi, per esempio, i conti delle banche residenti in Italia si trovano presso la Banca d’Italia, quelli delle banche francesi presso la Banque de France, e cos’ via. Le operazioni che riguardano la liquidità e i tassi di interesse sul mercato monetario sono svolte dalle singole banche centrali nazionali, sulla base delle indicazioni della Banca centrale europea. Il decentramento è permesso anche per le operazioni di cambi e per la gestione delle riserve di valuta.

È ,però, evidente che non è conveniente ricorrere al decentramento quando emergono particolari situazioni che rendono insostituibile l’intervento dell’organo

¹¹⁵ Gros e Thygesen (1998); Meade e Sheet (2001); Padoa-Schioppa (2004),p.52

¹¹⁶ Trattato di Maastricht,art.5

¹¹⁷ Statuto della Bce, art 12.1

¹¹⁸ Statuto della BCE, art. 14.3

centrale. Per esempio, nel caso di urgenza di introdurre o assorbire liquidità è più efficiente fare effettuare al centro tali operazioni, anziché attraverso l'intervento delle banche centrali nazionali. Allo stesso modo, quando si deve intervenire sul mercato dei cambi, un'operazione di acquisto o di vendita della Banca centrale sarà più efficace di interventi ripartiti tra più banche centrali nazionali.

Questo ampio decentramento voluto dal Trattato di Maastricht serve per valorizzare il patrimonio di conoscenze e capacità analitiche dei diversi sistemi bancari e per diminuire l'impatto negativo del passaggio da un assetto nazionale ad uno sopranazionale. La richiesta di decentramento è pervenuta, infatti, soprattutto da quelle banche centrali dei paesi più grandi dell'Unione europea che sono risultate maggiormente danneggiate dal processo di accentramento presso la Banca centrale europea.

La prima banca centrale ad adottare la struttura federale, invece, è stata la Federal Reserve System che rappresenta il più importante esempio di autorità monetaria con cui raffrontare la Banca centrale europea.

La Federal Reserve e l'Eurosistema prendono le loro decisioni attraverso un organo collegiale (rispettivamente, Federal open market committee e Consiglio BCE), che rende partecipe sia il centro che la periferia. L'attuazione della politica monetaria è affidata a una banca federale, quella di New York, mentre per l'Eurosistema è affidata a tutte le banche centrali nazionali.

Per quanto concerne le questioni amministrative e organizzative nella Federal Reserve, l'organo decisionale è centrale, il Board of Governors, invece per l'Eurosistema è sia centrale che periferico, Consiglio della BCE. Tutte le banche federali americane hanno l'obbligo di sottoporre ogni anno il proprio bilancio di previsione al Board of Governors per l'approvazione. Invece, per l'Eurosistema il bilancio di previsione dev'essere approvato dal Consiglio della BCE stessa, nel quale i governatori delle banche centrali nazionali sono in maggioranza. "Nella Federal Reserve il centro non opera direttamente, ma si avvale delle banche federali per la gestione di alcune attività, ad esempio i pagamenti, le operazioni di mercato aperto e valutarie e i servizi informatici. Mentre, la Banca centrale europea ha capacità operative, però nessuna banca centrale nazionale può svolgere compiti per il sistema."¹¹⁹

¹¹⁹Papadia F., Santini C., La Banca centrale europea, Il Mulino, 2011; Timberlake, R. H., The Origins of Central Banking in the United States, 1978

L'Eurosistema ha dimostrato di saper mettere in atto le funzioni affidate, anche in condizioni maggiormente difficoltose. Soltanto nel lungo periodo, d'altro canto, si potrà verificare il connubio tra decentramento ed efficienza.

L'organizzazione della banca centrale europea è del tutto nuova, infatti non è possibile individuare nel passato modelli di questa tipologia; tale struttura è idonea per quei paesi che presentano storie e tradizioni monetarie differenti e in tale panorama diversificato l'euro costituisce il fattore aggregante.

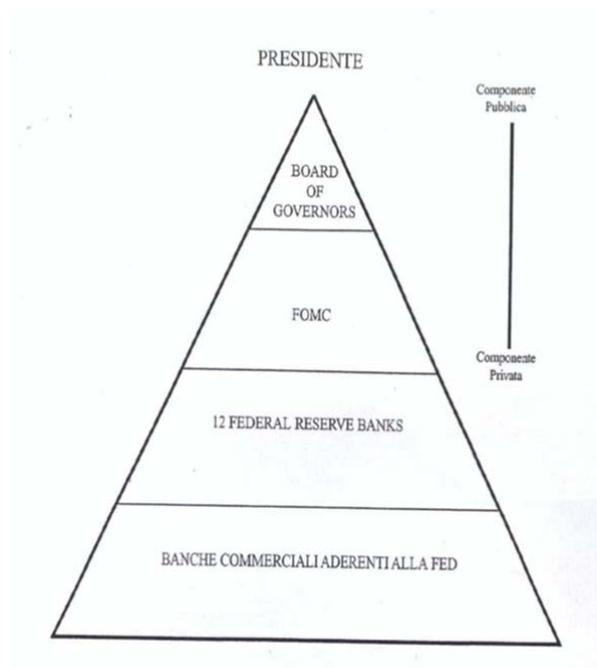


Figura 6. Struttura del Federal Reserve System . Fonte: Mishkin Frederick S. , Eachins Stanley., Forestieri G., Istituzioni e mercati finanziari , Pearson Education Italia, 2007

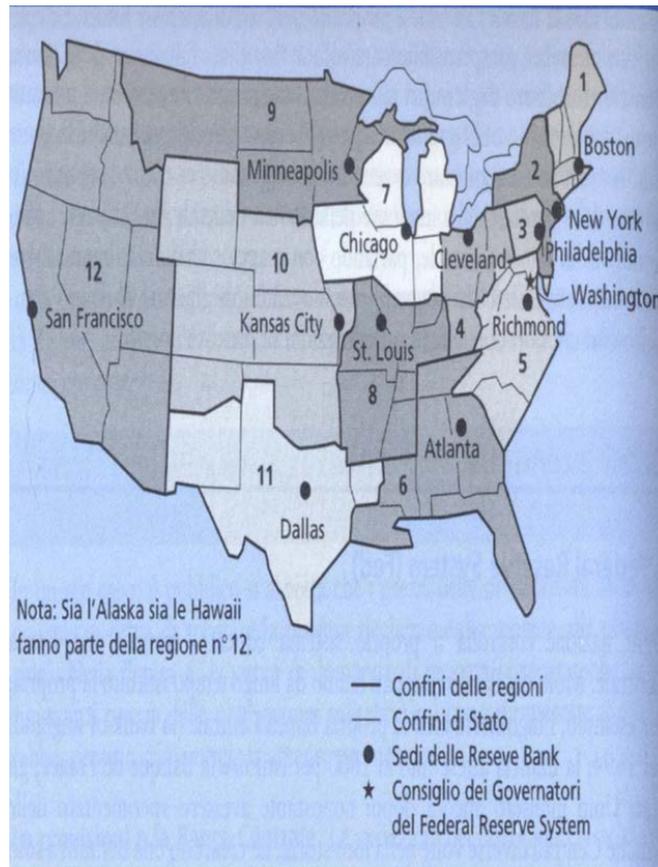


Figura 6- L'assetto geografico del Federal Reserve System. Fonte: Lieberman M., Hall R.E., Tirell P., Principi di economia, Il Mulino, 2006

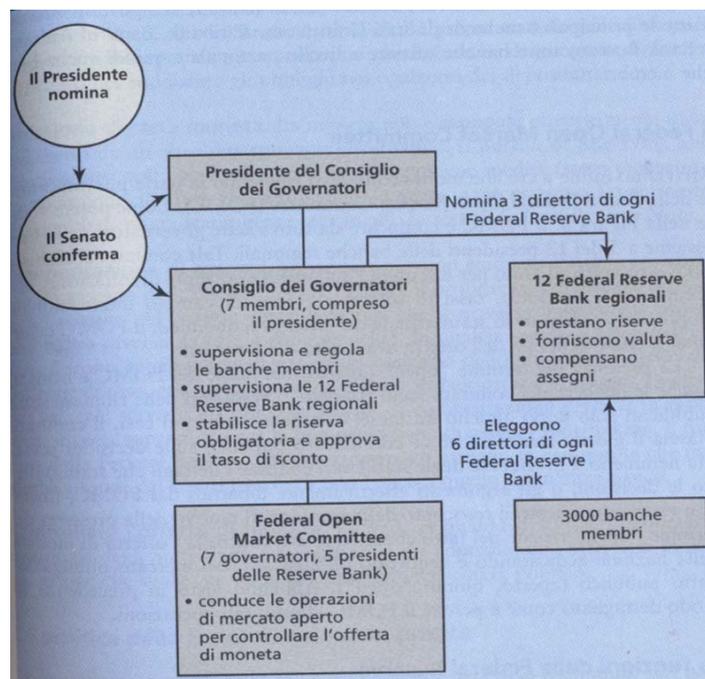


Figura 7- Il processo decisionale del Federal Reserve System.

4 Obiettivi della Federal Reserve

4.1 La Stabilità dei prezzi e gli altri obiettivi

Da quanto detto, evince come i responsabili di governo di tutto il mondo sia sempre più consapevoli del costo economico e sociale dell'inflazione e interessati, quindi, a mantenere la stabilità dei prezzi come obiettivo della politica economica.

La stabilità dei prezzi diventa prioritaria in quanto un alto tasso di inflazione crea incertezza nell'economia e questa incertezza frena lo sviluppo economico. Esempio emblematico di estrema instabilità dei prezzi è l'iperinflazione che si è manifestata in tempi passati in paesi come Argentina, Brasile e Russia che ha provocato non pochi danni all'andamento dell'economia.

Va inoltre considerato, che l'inflazione rende incerta anche la pianificazione del futuro e creare nervosismi nella vita sociale di un paese.

La normativa che definisce la missione della Federal Reserve sancisce: " il Consiglio dei governatori del Federal Reserve System e il Federal Open Market Committee manterranno la crescita di lungo periodo degli aggregati monetari e creditizi coerente con la capacità di lungo periodo dell'economia di aumentare la produzione in modo da sostenere efficacemente gli obiettivi di massima occupazione, della stabilità dei prezzi e di un livello moderato dei tassi di interesse di lungo termine."

Poiché i tassi di interesse a lungo termine sono alti quando c'è inflazione, sarà necessario che l'inflazione sia bassa per avere un livello moderato dei tassi di inflazione.

Gran parte degli altri prevedono in capo alle Banche centrali mandati di tipo gerarchico che individuano la priorità dell'obiettivo della stabilità dei prezzi e prevedono poi la possibilità di raggiungere gli altri obiettivi, ma meno che siano in contrasto con il primo. A differenza degli stessi, negli Stati Uniti viene attribuito alla Fed un mandato duale per conseguire due obiettivi di ugual peso: la stabilità dei prezzi e la massima occupazione.

In realtà la stabilità dei prezzi di lungo periodo e il tasso naturale di disoccupazione sono due obiettivi incompatibili e dal momento in cui la massima occupazione è inquadrata come tasso di disoccupazione naturale, possono essere considerati anche simili. Nella pratica, però, alcuni economisti tendono ad identificare le differenze tra i

due mandati, stabilendo che un mandato gerarchico ponga eccessiva attenzione sul controllo dell'inflazione e non troppo sulla riduzione delle fluttuazioni del ciclo economico.

Poiché un'inflazione bassa spinge lo sviluppo economico, i banchieri centrali puntano ormai alla stabilità dei prezzi come obiettivo prioritario della politica monetaria.

D'altronde, poiché le variazioni del ciclo economico possono creare non pochi danni alla politica monetaria, la stabilità dei prezzi verrà inquadrata come obiettivo prioritario solo nel lungo periodo. " il tentativo di mantenere nel breve periodo l'inflazione a un livello stabile produrrebbe probamente eccessive fluttuazioni cicliche."¹²⁰

Poiché, quindi, la stabilità dei prezzi si manifesta come obiettivo solo nel lungo periodo, le banche centrali possono concentrarsi sulla riduzione delle fluttuazioni cicliche e, quindi, possono operare nella prospettiva di un mandato duale. Bisogna stare però attenti al caso in cui tale mandato duale spinga le banche centrali a perseguire una politica espansiva di breve periodo che tenda ad incrementare la produzione e l'occupazione senza interessarsi degli effetti di lungo termine sull'inflazione. In questo caso si assiste a un problema di incoerenza temporale.

Il timore che un mandato duale possa essere la base di politiche monetarie espansive spinge i banchieri centrali a privilegiare mandati di tipo gerarchici aventi come priorità la stabilità dei prezzi.

Ma anche questi ultimi non sono privi di pericoli. Questi possono, infatti, spingere la banca a comportarsi come "inflation nutter", si concentra, ovvero, unicamente sul controllo dell'inflazione, anche nel breve periodo, generando ampie fluttuazioni cicliche.

È, quindi, evidente che la decisione di quale mandato sia preferibile per una banca centrale dipenderà dal modo in cui la stabilità dei prezzi viene posta come obiettivo primario nel lungo periodo, ma non nel breve.

Per quanto riguarda l'analisi della stabilità dei prezzi, pertanto, si rinvia a quanto detto per la Banca centrale europea. Qui ci occuperemo sugli altri obiettivi perseguiti dalla Federal Reserve: tasso di occupazione elevato, sviluppo economico, stabilità dei mercati finanziari, stabilità dei tassi di interesse e stabilità dei cambi.

¹²⁰ Frederic S., Stanley G., Istituzioni e mercati finanziari, 2007

L'Employment Act del 1946 e il Full Employment and Balanced Growth Act del 1978 impegnano il governo americano a sostenere una costante politica di elevata occupazione con un livello stabile dei prezzi. Sono diverse le ragioni che rendono un elevato tasso di occupazione elevato; tra queste il problema di miseria, indigenza delle famiglie, scarso rispetto personale e incremento del crimine dovuto a una situazione di elevata disoccupazione. Inoltre, in caso di elevata mancanza di occupazione, il paese sarà protagonista di un gran numero di lavoratori inattivi e di risorse inutilizzate, comportando un decremento del Pil del paese.

Una volta stabilita l'importanza di un alto tasso di occupazione, diventa opportuno valutare di quanto lo stesso debba ammontare. "inizialmente, potrebbe sembrare che uno stato di piena occupazione si verifichi quando nessun lavoratore è privo di un impiego, ovvero quando la disoccupazione è pari a zero. Ma questa definizione non tiene conto del fatto che una certa disoccupazione, chiamata disoccupazione frizionale, dovuta alle ricerche dei lavoratori e delle aziende per trovare le "accoppiate" adatte, è positiva per l'economia." Un soggetto che sceglie di mettersi alla ricerca di un lavoro migliore, quindi, può risultare disoccupato per un certo periodo di tempo.

Un altro motivo per cui la disoccupazione non è nulla quando il sistema economico è in piena occupazione dipende dalla cosiddetta "disoccupazione strutturale", che consiste in un sbilanciamento tra i requisiti professionali e la capacità dei lavoratori.

Da quanto detto, ne consegue che lo scopo primario della politica economica non è un livello di disoccupazione pari a zero, ma un tasso coerente con la piena occupazione. Questa definizione, però, non permette di arrivare a definire quantitativamente qual è quel tasso di disoccupazione che rispetta questo requisito. Da un lato, si tratta di un tasso eccessivamente elevato: quello superiore al 20% durante la Grande Depressione era troppo elevato, per esempio. Alcuni teorici, d'altro canto, ritennero adeguato come obiettivo un tasso del 4% che si registrò durante gli inizi degli anni settanta e che, però, era eccessivamente basso se si considera che ha portato ad un brusco aumento dell'inflazione. "Le valutazioni correnti collocano il tasso di disoccupazione naturale tra il 5-6%, ma perfino questa valutazione è soggetta a incertezze e disaccordi."

Strettamente collegato all'obiettivo di elevata occupazione è quello dello sviluppo economico costante. Quando la disoccupazione è bassa, infatti, le aziende tenderanno

investire in intensità di capitale per sviluppare la produttività. Se invece la disoccupazione è elevata e le imprese lavorano poco, le stesse avranno meno convenienza a investire in impianti.

È, comunque, possibile che l'azienda punti esclusivamente allo sviluppo economico attraverso l'investimento o il risparmio da parte del pubblico, che permette di accedere a maggiori risorse. Questa è proprio la logica di quelle politiche finalizzate a promuovere la crescita economica attraverso l'attribuzione di incentivi fiscali alle imprese in modo che le stesse possano investire in fabbriche e impianti.

Poiché le crisi finanziarie possono influenzare in negativo la capacità dei mercati finanziari di trasmettere le risorse a soggetti con opportunità di investimento produttivo, una notevole rilevanza assume l'obiettivo della stabilità dei mercati finanziari. Basta considerare che il Federal Reserve System è nato proprio per dare una risposta alla crisi bancaria del 1907 in modo da assicurare la stabilità finanziaria.

La stabilità finanziaria viene raggiunta anche attraverso la stabilità dei tassi di interesse in quanto le variazioni degli stessi creano non poche incertezze per le istituzioni finanziarie. È evidente che un incremento dei tassi di interesse ha come conseguenza notevoli perdite in conto capitale sulle obbligazioni a lungo termine.

La stabilità dei tassi di interesse è, inoltre, un obiettivo a se stante in quanto le fluttuazioni degli stessi possono provocare problemi nella pianificazione del futuro. Queste variazioni, per esempio, possono frenare la scelta del consumatore di acquistare una casa, perché incerto sugli andamenti del costo del denaro. Va poi considerato, che un aumento dei tassi di interesse genera astio nei confronti della Fed.

Va, infine, ricordato che l'incremento dell'importanza del commercio internazionale per gli Stati Uniti ha fatto sì che il valore del dollaro rispetto alle altre valute è un problema particolarmente sentito dalla Fed. Un aumento del valore del dollaro fa sì che le industrie americane siano meno competitive rispetto a quelle estere, mentre il suo declino aumenta l'inflazione negli Stati Uniti. La stabilità del cambio, inoltre, fa sì che le aziende e gli individui possano negoziare all'estero organizzandosi in anticipo. Questo fa sì che la stabilizzazione dei movimenti del valore del dollaro nei mercati dei cambi rappresenta un altro fondamentale obiettivo della politica della banca centrale americana.

4.2 Confronto con la Bce

«Il nostro obiettivo è la stabilità dei prezzi nel lungo termine».

Da quello che abbiamo più volte ripetuto, potrebbe sembrare che questa recente affermazione sia stata del governatore della Banca centrale europea, Jean Claude Trichet, o prima di lui Wim Duisenberg, che insistono da sempre su questo punto, andando contro politici e di imprenditori, che preferirebbero più attenzione alla crescita e allo sviluppo

In realtà a esporsi in questo modo è stato nel 2000 Alan Greenspan, allora presidente della Federal Reserve, rompendo alcune certezze della politica monetaria.

Nei confronti di politica economiche, infatti, è da sempre fortemente invidiata la legge americana che attribuisce alla Federal Reserve un triplo mandato: «Promuovere in modo efficiente gli obiettivi della massima occupazione, dei prezzi stabili e di tassi di interesse a lungo termine moderati».

Facendo un paragone, Il trattato di Maastricht risulta essere enormemente svantaggioso in quanto la crescita viene solo dopo, in subordine, alla stabilità dei prezzi su cui i Banchieri centrali si concentrano quasi ossessivamente.

Questo, almeno, è quanto previsto sulla carta. La realtà, però è diversa, e le due banche centrali sono molto più vicine di quanto si possa pensare. La Federal Reserve è consapevole che per raggiungere in maniera efficiente i tre obiettivi è necessario prevedere un piano gerarchico con al vertice la lotta contro l'inflazione.

Il 15 gennaio del 2000, Ben Bernanke che parla al Congresso: «Raggiungere la stabilità dei prezzi - ha - non è importante solo per sé stessa; è centrale per ottenere gli altri obiettivi del mandato della Fed: quello della massima occupazione sostenibile e quelli di moderati tassi a lungo termine».

Tenere l'inflazione bassa è uno scopo e, al tempo stesso, un mezzo rispetto agli altri., come tale ha la prevalenza rispetto agli altri obiettivi di politica monetaria.

Non stiamo parlando, d'altro canto, di una novità in quanto la Federal Reserve persegue in questa direzione dalla metà degli anni Ottanta. Il motivo è semplice: “ un taglio (o un rialzo) dei tassi ha in genere un effetto immediato sulle quotazioni finanziarie, uno più lento sulla crescita economica e quindi sull'occupazione, e uno ancora più ritardato sull'inflazione. In Eurolandia, per esempio, il rialzo dei tassi di un punto percentuale ha il massimo effetto sulla crescita dopo due anni e il massimo

effetto sui prezzi dopo quattro anni. In una politica espansiva il prezzo da pagare, l'inflazione, viene quindi dopo il beneficio, la maggiore crescita.”¹²¹

Nel momento in cui aumentano i prezzi significa che qualcosa di particolare si è verificato nell'economia reale. Se non sono stati introdotti cambiamenti strutturali nella stessa come nascita di nuove imprese o riforme di produttività, la crescita e l'occupazione tornano gradualmente al livello iniziale man mano che l'inflazione aumenta.

L'unico esito saldo, alla fine, è l'aumento dei prezzi che, attraversati una certa soglia, potrebbero anche scoppiare. Ne consegue che la Banca centrale sarebbe costretta ad alzare i tassi anche in modo brusco e repentino frenando ulteriormente la crescita.

Da un punto di vista teorico tale contrasto tra obiettivi di breve e lungo periodo viene definita "inconsistenza dinamica" e ogni contrasto può essere risolto solo attraverso la gerarchia tra obiettivi.

“La tentazione però è forte, soprattutto per i politici: un po' di crescita subito, magari sotto elezioni, tanto poi l'inflazione verrà in un secondo momento e - incrociando le dita - potrebbe non essere così forte. Per un Governo indebitato, poi, un livello dei prezzi in aumento non è per niente una cattiva cosa, perché così i debiti e gli interessi possono essere ripagati con una moneta che ha meno valore. È un dramma invece per i creditori, cioè i risparmiatori e i lavoratori dipendenti che vedono erodere ricchezze e redditi.”¹²²

Le affinità tra Bce e Fed non finiscono qui. La prima ha l'obiettivo di mantenere l'inflazione al 2% nel lungo periodo, la Fed cerca di mantenere p' indice dei prezzi in una "zona di conforto" che è stata ufficiosamente indicata come compresa tra l'uno e il due per cento. Quest'ultimo target non è stato definito in modo ufficiale come quello europeo a causa di esplicite pressioni politiche da parte del Congresso.

La Banca centrale europea è da sempre rimproverata di essere meno aggressiva rispetto alla Banca centrale americana. rispetto alla Federal Reserve.

In realtà, come ricorda Stephen Jen di Morgan Stanley “ dal '99 a oggi Washington è stata più aggressiva ma gli Stati Uniti - hanno sperimentato in quel periodo uno shock positivo alla produttività», che le ha permesso di avere un'inflazione più bassa.

¹²¹ Sorrentino R., Fed e Bce: la differenza non c'è, Il Sole 24 ore, marzo 2007

¹²² Sorrentino R., Fed e Bce: la differenza non c'è, Il Sole 24 ore, marzo 2007

“L'Europa invece ha sperimentato uno shock negativo sulla produttività che, insieme con uno shock negativo sulla domanda e mercati dei prodotti piuttosto rigidi ha provocato una mini-stagflazione: debole crescita con inflazione al di sopra del tetto del due per cento.

Ne segue che le principali diverge, quindi, derivano non tanto dagli istituti monetari, quanto dalle economie dei due paesi. Poiché i salari europei sono maggiormente rifidi di quelli americani, l'inflazione è più pericolosa in Europa, in quanto è più semplice diminuire i redditi e quindi la domanda. Questo spiega la maggiore attenzione europea ai prezzi.”¹²³

Da quanto detto ne deriva che un incremento dei tassi inflazionistici avrà un effetto più veloce negli Stati Uniti che in Europa, consentendo alla banca centrale americana il trasferimento da una fase all'altra.

Va, inoltre ricordato, la forte connessione che in Europa sussiste tra crescita e prezzi.

¹²³ IlSole24ore, *Fed e Bce, la differenza che non c'è*, 2007

Capitolo 3 – Interventi di politica monetaria a confronto

1. La politica monetaria della Federal Reserve

1.1 Le Funzioni della Banca centrale americana: l'attenzione al Pil reale

La Federal Reserve in quanto sovrintende il sistema monetario nazionale americano, è dotata di non poche responsabilità. Oltre al compito di gestire la politica monetaria in maniera indipendente dal potere politico, vi sono altre funzioni che meritano di essere ricordate.

Innanzitutto, il suo ruolo di supervisione e regolamentazione delle banche: la Fed identifica e fa applicare le disposizioni riguardanti le riserve obbligatorie che devono essere rispettate da tutte le banche, anche quelle non appartenenti al sistema federale americano. La banca centrale americana determina i requisiti per la creazione di nuove banche, identifica quali investimenti e prestiti possono essere fatti dalla banche e supervisiona da vicino il loro operato.

“ Le banche commerciali si servono della Fed in maniera analoga a come i normali cittadini si servono delle banche commerciali.”¹²⁴ Le banche depositano parte delle loro riserve in conti presso la Fed e possono richiedere denaro in prestito alla Fed, esattamente come i cittadini americani possono prendere prestito dalle banche. La Fed, inoltre, determina il cd *tasso di sconto*, tasso al quale concede i prestiti alle banche partecipanti al sistema.

Nei periodi di crisi finanziaria, inoltre, la Fed è preparata ad agire come prestatore di ultima istanza, per garantire che le banche abbiano le riserve necessarie per adempiere agli obblighi nei confronti dei depositanti.

Ulteriore compito della Fed è quello di emettere carta moneta. Le banconote, in realtà, non vengono stampate effettivamente dalla Fed ma dal Bureau of Engraving and Printing: dipartimento governativo che, dopo averla stampata, manda la moneta alla Fed che provvede a metterla in circolazione. Questo è il motivo principale per cui ogni banconota americana ha in alto la scritta “Federal Reserve Note.”

Vi è, infine, il compito di compensazione di assegni che la Fed esercita traferendo i fondi dal conto reverse di una banca a quello di un'altra banca.

¹²⁴ Lieberman M., Hall R.E., *Principi di economia*, Apogeo, 2009

Veniamo ora alla principale funzione che la Federal Reserve svolge, in quanto autorità monetaria nazionale degli Stati Uniti: la politica monetaria, le cui linee guida sono cambiate nel corso degli anni.

Come visto nel quadro storico, in passato, la politica della Fed era quella di stabilizzare il tasso di interesse intorno a un livello basso per far sì che le imprese e lo Stato potessero ottenere prestiti più facilmente ed economicamente; in altri periodi si è maggiormente concentrata sul tasso di crescita dell'offerta di moneta; negli anni Novanta, con il presidente Alan Greenspan, ha preferito porre l'attenzione sul Pil reale. La Fed è da sempre particolarmente preoccupata di mantenere il sistema economico esattamente al livello del prodotto potenziale in quando le deviazioni in entrambe le direzioni sono molto costose per il sistema economico. La recessione può causare, infatti, non pochi costi economici e umani. Ma anche un boom può causare costi in quanto porta all'inflazione che crea inefficienze economiche e ridistribuisce il potere di acquisto tra la popolazione in maniera causale.

Le variazioni delle aspettative sul tasso di interesse possono provare uno spostamento della curva di domanda di moneta, così come può avvenire anche per le variazioni dei gusti per quanto riguarda il possesso di moneta e di altre attività. Se si verifica, per esempio, un aumento dei sostituti della moneta come le carte di credito probabilmente si verificherà una riduzione della domanda di moneta.

Questi movimenti della curva di domanda della moneta nel momento in cui vengono ignorati possono creare non pochi problemi all'intera economia del paese.

Guardando il grafico sottostante, vediamo che "l'offerta di moneta è pari a 500 miliardi di dollari e il mercato monetario è inizialmente in equilibrio al punto E, con un tasso di interesse del 5%: successivamente, la curva di moneta si sposta verso destra. Se la Fed non intervenisse, il tasso di interesse salirebbe al 10%".¹²⁵

Poiché lo scopo della Fed è quello di stabilizzare il Pil reale, essa deve intervenire di fronte a questo tipo di cambiamenti. In caso contrario, l'aumento del tasso di interesse avrebbe come conseguenza una diminuzione dell'investimento e della spesa per il consumo sensibile all'interesse, con conseguente diminuzione della spesa totale e del Pil reale. Ne consegue che per mantenere il Pil reale costante, la Fed dovrà neutralizzare le variazioni del tasso di interesse.

¹²⁵ Lieberman M., Hall R.E., Principi di economia, Apogeo, 2009

“Incrementando l’offerta di moneta la Fed può neutralizzare uno spostamento verso destra della curva di domanda di moneta. In questo caso servirà un’offerta di moneta pari a 100 miliardi di dollari. Poiché il tasso di interesse di equilibrio torna al 5%, non vi è ragione che la spesa totale diminuisca, si evita quindi la recessione.”¹²⁶

E’ evidente, quindi, che per stabilizzare il Pil reale dopo una variazione spontanea della domanda di moneta, la Fed dovrà cambiare l’offerta di moneta; nello specifico, dovrà aumentarla in seguito ad un incremento della domanda di moneta e ridurla in caso di diminuzione della domanda di moneta.

Ma non basta; per stabilizzare il Pil reale, la Fed deve stabilizzare anche il tasso di interesse: per impedire che i cambiamenti della domanda di moneta incidano sul Pil reale, la Fed dovrebbe identificare un obiettivo di tasso di interesse e modificare l’offerta di moneta quando serve per perseguire tale obiettivo.

In quei periodi dove non si verificano shock di spesa importanti, la Fed potrà porre l’attenzione principalmente sull’obiettivo del tasso di interesse. Si tratta, infatti, della principale attività conseguita dalla Fed durante gli anni Novanta. Garantire un tasso di interesse costante in questi periodi non è un’impresa difficile: nel momento in cui il tasso aumenta, la Fed è consapevole che la curva di domanda si è spostata verso destra; quando diminuisce, verso sinistra.

Per neutralizzare i movimenti del tasso di interesse, inoltre, non serve nemmeno che la Fed sia a conoscenza del valore preciso dello spostamento della curva di domanda di moneta. Essa infatti, nel momento in cui dovrebbe commettere un errore, può rimediare il giorno seguente, poiché l’errore si manifesterà nel tasso di interesse.

Per il fatto di compiere operazioni di mercato aperto quotidianamente, inoltre, la Fed può utilizzare il continuo feedback per mantenere il tasso di interesse moderatamente costante. Anche se dovessero verificarsi alcune variazioni da un giorno all’altro, queste scomparirebbero in un periodo di poche settimane.

I movimenti della curva della spesa totale, quindi, comportano variazioni del Pil reale che la Fed dovrà controllare al fine di mantenere quest’ultimo vicino al prodotto potenziale in caso si verificano shock di spesa.

Inizialmente il mercato monetario è in equilibrio nel punto E con un’offerta di moneta di 500 miliardi di dollari e un tasso di interesse del 5% (secondo grafico). Supponete ora che il sistema economico sia colpito da uno shock di spesa positivo; diciamo si

¹²⁶ Lieberman M., Hall R.E., Principi di economia, Apogeo, 2009

tratti di un incremento della spesa pubblica. Poiché, nel caso in cui la Fed decidesse di non reagire, il Pil reale continuerebbe ad aumentare, la Fed dovrà incrementare l'obiettivo di tasso di interesse; la soluzione migliore sarebbe quella di diminuire la spesa sensibile all'interesse della stessa quantità di cui è aumentata la spesa a causa dello shock.

La Fed può realizzare il più alto target che si è imposta diminuendo l'offerta di moneta. "Servirà un obiettivo di tasso di interesse del 7.5, quindi la Fed deve diminuire l'offerta di moneta e portarla da 500 miliardi di dollari a 3000 miliardi di dollari. In corrispondenza della nuova e inferiore offerta di moneta, il tasso di interesse di equilibrio è del 7,5 % richiesto."¹²⁷

Nel caso in cui il sistema economico venga colpito da uno shock di spesa negativo, la Fed al fine di mantenere il Pil reale costante, dovrebbe abbassare il proprio obiettivo di tasso di interesse e incrementare l'offerta di moneta in modo da poterlo raggiungere. In tal modo eviterebbe una recessione.

È importante tener presente che tale politica di stabilizzazione del Pil reale che viene perseguita dalla Fed ha un prezzo: le variazioni del tasso di interesse. In caso di uno shock positivo, la Fed incrementa il tasso di interesse fino al 7,5%. In caso di diminuzione della spesa, invece, la Fed riduce il proprio obiettivo di tasso di interesse. Le variazioni dei tassi di interesse sono notevolmente costose, in quanto creano non pochi problemi nella pianificazione da parte di famiglie e imprese e possono aumentare il rischio in capo ai possessori di obbligazioni. Possono, inoltre, generare problemi a quei settori che sono particolarmente sensibili ai tassi di interesse, come l'edilizia. Nonostante ciò, anche le oscillazioni del Pil reale hanno un costo e la Fed considera necessario aggiustare il tasso di interesse per stabilizzare il Pil reale.

¹²⁷ Lieberman M., Hall R.E., Principi di economia, Apogeo 2009

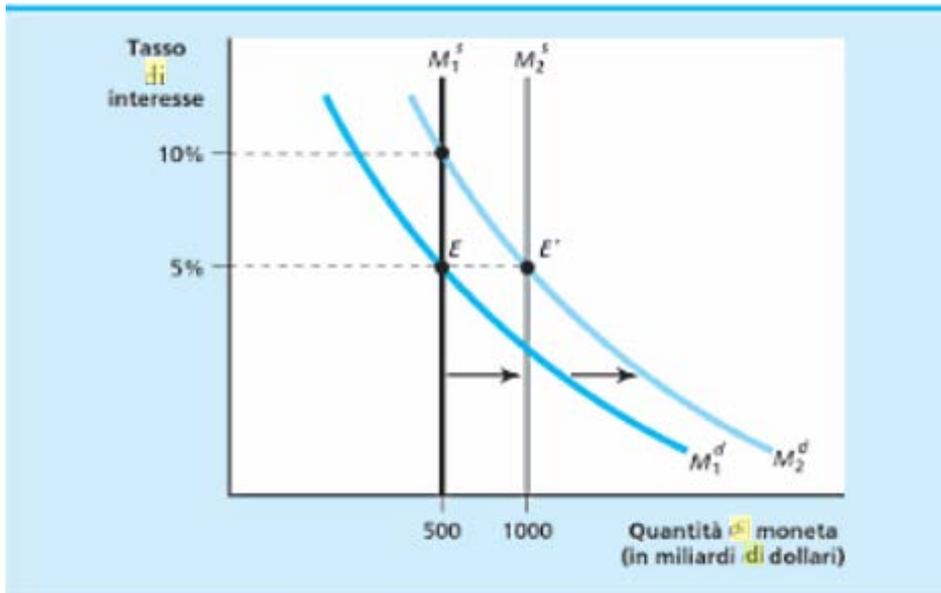


Figura 9 - Le risposte della Fed alla variazione della domanda di moneta. Fonte: Lieberman, Principi di Macroeconomia, 2009

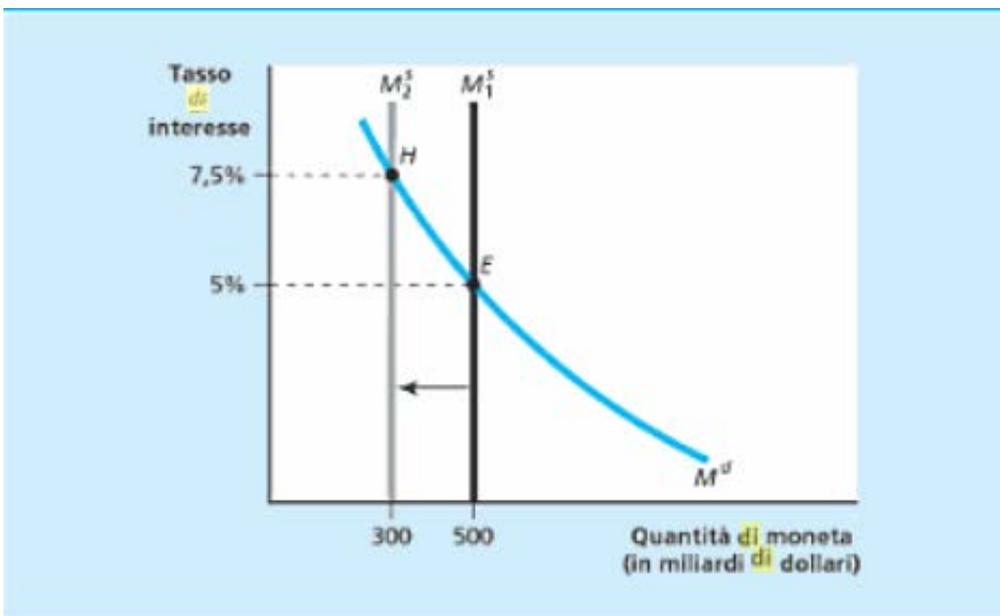


Figura 10 - Le risposte della Fed agli shock di spesa. Fonte: Liebermann, Principi di economia, 2009

Per comprendere quanto detto, analizziamo nel dettaglio quanto successe durante la più recente recessione degli Stati Uniti, quella durata dal marzo al novembre del 2001,

quando uno shock di spesa per l'investimento provocò una riduzione della spesa totale comportando a sua volta una riduzione del Pil di equilibrio e dell'occupazione.

La Fed si rese conto della gravità delle cose tre mesi prima dell'inizio ufficiale della recessione, nel gennaio del 2001. Nonostante il fatto che il sistema economico statunitense si stesse concentrando sul suo prodotto potenziale, stava emergendo gradualmente il problema che la spesa per l'investimento era già diminuita per due trimestri consecutivi. Tale diminuzione ebbe un effetto negativo del moltiplicatore, che si stava diffondendo per tutto il sistema economico e alla fine avrebbe potuto provocare una recessione. Inoltre, il calo dei prezzi delle azioni che si era avuto nell'anno precedente e che aveva comportato un' enorme perdita di ricchezza nel settore delle famiglie, era un forte segnale che la spesa per il consumo stesse diminuendo.

La Fed, pertanto, era preoccupata che se non fosse intervenuta il frenarsi degli investimenti avrebbe portato ad un' importante riduzione del Pil reale. Decise pertanto di intervenire e le sue azioni sono descritte nei grafici seguenti.

Nel primo grafico è riportata la curva di offerta di moneta nel periodo precedente e in quello successivo al gennaio del 2001.

Si nota come, a partire dal 2001, la Fed iniziò ad aumentare notevolmente e rapidamente l'offerta di moneta. Il terzo grafico, invece, mostra le oscillazioni del tasso di fondi federali¹²⁸ da cui si può ricavare con una buona approssimazione l'andamento generale dei tassi di interesse durante questo periodo.

Il tasso dei fondi federali fu soggetto a una diminuzione importante e perpetua per tutto l'anno, passando dal 6,4% al 7,5%. Nel settembre del 2001, quando il Pil reale raggiunse il livello più basso, il tasso dei fondi federali arrivò al 3,1% circa.

Guardando il primo grafico si osserva l'effetto subito dalla politica della Fed sul mercato monetario. Nel gennaio del 2001, il mercato era in equilibrio nel punto A, con un'offerta di moneta di 193 miliardi di dollari e un tasso dei fondi federali al 6,4%. Quando si è avuto un aumento dell'offerta di moneta, che arrivò a una media di 1170 miliardi di dollari nel terzo trimestre del 2001, la curva di offerta di moneta si spostò verso destra e il tasso di interesse diminuì.

Nonostante non eliminò completamente la recessione, la politica della Fed permise al sistema economico americano di evitare il prolungarsi della stessa. La diminuzione del

¹²⁸ Il tasso di interesse fissato per i prestiti di riserve a livello interbancario

tasso di interesse, in particolare, fu fondamentale per sostenere la spesa dell'edilizia abitativa, una categoria della spesa per l'investimento che è molto sensibile al tasso di interesse.

La recessione del 2001 fu inoltre caratterizzata da un continuo aumento della spesa per il consumo. La riduzione dei tassi di interesse, come abbiamo appena visto, stimola la spesa per il consumo in beni durevoli, come per esempio le automobili. Grazie proprio alla riduzione dei tassi di interesse, le vendite di automobili aumentarono in tutti i trimestri del 2001.

Infine, nel momento in cui i tassi di interesse diminuiscono in tempo rapido può crearsi la necessità di rifinanziare i mutui ipotecari sulla casa : “ le famiglie si affrettano a cambiare i mutui ipotecari a un tasso di interesse più elevato, con nuovi mutui ipotecari a un tasso di interesse inferiore.” ¹²⁹

In seguito al rifinanziamento, il pagamento dei mutui risulta ridotto, liberando reddito disponibile da spendere in beni e servizi. Questo mostra come il rifinanziamento dei mutui ipotecari e i prestiti aggiuntivi ebbero un'importanza fondamentale nella ripresa della spesa per il consumo durante la recessione del 2001.

1.2 Le politiche per controllare il credito

In quasi tutti i paesi, il controllo del credito ha subito un'importante evoluzione a partire dalla prima guerra mondiale. Nonostante il fatto che inizialmente tale strumento venisse utilizzato contro il fenomeno di depressione che di volta in volta si verificavano, in primis la grande crisi del 1929-1933, il controllo del credito è stato finora utilizzato per combattere le svalutazioni che si sono succedute dal 1915 e le pressioni inflazionistiche, enorme minaccia per la stabilità delle monete anche dei paesi più avanzati.

L'inflazione nasce essenzialmente da uno squilibrio tra spesa pubblica e privata da un lato e il valore del prodotto nazionale dall'altro. Questo tutti gli Stati , in particolar modo dopo la seconda guerra mondiale, a porre una maggior attenzione sul potere d'acquisto della popolazione attraverso i controlli 'fisici'.

¹²⁹ Lieberman M., Hall R.E., Principi di economia, Apogeo, 2009

“Rientrano tra tali controlli i più disparati provvedimenti, che vanno dal contingentemente delle importazioni alle assegnazione delle materie prime alle imprese trasformatrici, dal razionamento dei consumi familiare al blocco dei salari ed ai calmieri, dalla limitazione dei dividendi delle società per azioni alla costituzione di quote prestabilite di risparmio obbligatori da depositare in conti vincolati.”¹³⁰

Tali misure hanno il vantaggio di imbrigliare temporaneamente prezzi e salari, ma presentano lo svantaggio di incentivare la creazione di riserve monetarie tesaurizzate, che possono spingere il processo di inflazione nel momento in cui vengono meno i controllo istituiti.

Insieme a tale controllo, inoltre, in diversi paesi si è sentita l'esigenza di perseguire un'economia nelle pubbliche spese. Essa, però, portava non poche difficoltà dovute alla necessità di risparmio e pressione popolare per gli investimenti di carattere sociale.

Particolarmente complesso e impegnativo era, inoltre, il compito di far riequilibrare i bilanci statali derivanti dalla guerra. Si trattava di un equilibrio fondamentale per l'efficacia della lotta contro l'inflazione, dati gli incentivi che i disavanzati creano per l'aumento patologico dei prezzi. In passato il pareggio del bilancio dello stato veniva talora considerato come una condizione sufficiente ad assicurare la stabilità monetaria ma l'esperienza di taluni paesi che in questi anni hanno potuto realizzarlo insegna che esso non è affatto idoneo ad arginare l'ascesa dei prezzi interni ed a sanare le zoppicanti bilance dei pagamenti, soprattutto quando tassi di interesse deliberatamente ridotti stimolano a dilatare la domanda di credito e gli investimenti.

Poiché, quindi, era impossibile far schiacciare la spesa, diventava necessario aumentare il gettito tributario. Gli inasprimenti fiscali non servono soltanto per conseguire il pareggio dei pubblici bilanci, ma essi costituiscono un mezzo, molto consigliato, per ottenere la stabilità monetaria. Va, comunque, tenuto presente che non si può far molto affidamento nell'utilizzo della politica fiscale per raggiungere questi obiettivi in quanto essa si basa su lente procedure parlamentari e sono realizzati da uffici che non sono in grado di operare con la rapidità utile per ottenere rapide concreti effetti sul sistema dei prezzi.

¹³⁰ www.federalreserve.gov

Questo spiega il motivo per cui si preferisce utilizzare strumenti di politica monetaria e creditizia per combattere l'inflazione. Essi presentano una maggiore flessibilità e possono essere realizzati più velocemente.

Oltre al credito a breve termine, una buona mole di controllo è stata eseguita anche sui crediti a lunga scadenza, con lo scopo di disciplinare i correlativi investimenti. Emblematico è l'esempio dell'Inghilterra, dove questi investimenti sono stati rallentati sia attraverso assegnazioni razionate di materiali contingentati e le licenze per le nuove costruzioni, con la creazione di un apposito comitato il "Capital Issues Committee", al quale è stato attribuito il compito di autorizzare l'emissione dei titoli azionari e obbligazionari.

Relativamente al credito a breve, in alcuni paesi è stata attuata una disciplina degli investimenti bancarie, che ha contribuito notevolmente alla politica della stabilizzazione monetaria. Questa sorta di autodisciplina può assumere diverse forme. A volte questa consiste in volontari accordi interbancari volti a fissare limiti alla politica degli impieghi, non previsti dalla legge.

Altre volte, invece, si tratta di patti conclusi sotto il controllo della banca centrale; tra queste sono importanti le autolimitazioni concordate nel 1951 dalle "chartered banks" canadesi, sotto il controllo della banca centrale.

Vi era poi il caso in cui l'istituto di emissione effettua una pressione morale sulle singole banche del sistema, portandole a svolgere spontaneamente le proprie direttive senza che siano necessari specifici accordi. In Inghilterra, per esempio, le proposte della banca centrale hanno spesso preso il posto di vincolanti norme di legge relativamente alla politica di credito

In questo quadro complessivo, il sistema della riserva federale americano che nel marzo del 1952 ha iniziato un importante esperimento chiamato il "programma delle restrizioni volontarie", destinato a integrare il pubblico controllo coattivo del credito parallelamente funzionante nella confederazione. L'organizzazione faceva capo ad un comitato nazionale, composto in vari comitati regionali che erogavano pareri alle singole banche per quanto riguarda la convenienza di concedere operazioni di credito dell'uno o dell'altro tipo.

"Gli indirizzi generali del "Programma" erano stati tracciati in una speciale "Dichiarazione di principi", cui fece seguito la pubblicazione di "bollettini", che indicavano ai comitati regionali, alle banche aderenti e alle aziende che si

apprestavano a richiedere credito le operazioni che si giudicavano pro tempore conformi agli interessi generali e quelle di cui si consigliava il rifiuto perché giudicate inopportune.”¹³¹

Evidentemente non è possibile disporre di dati quantitative sulle restrizioni creditizie promosse da questo piano, ma la larga ed attiva adesione delle banche statunitensi fa presumere che l’esperienza sia riuscito assai fruttuoso, in un momento in cui le pressioni inflazionistiche erano particolarmente aggravata dalle conseguenze del conflitto coreano.

Gli strumenti ai quali il sistema della Riserva Federale fa più frequentemente ricorso, non soltanto per combattere le pressioni inflazionistiche, ma ,più in generale, per raggiungere gli obiettivi del controllo del credito sono prevalente tre: la politica dello sconto, la politica delle riserve obbligatorie di liquidità e la politica del mercato aperto. Per il controllo del volume del credito che finanzia l’attiva economica, il Sistema federale americano utilizza innanzitutto la *politica dello sconto*.

Il sistema di norme vigenti prevede la possibilità, ma non il diritto, per le banche partecipanti al sistema di richiedere alle rispettive banche federali l’anticipazione sui propri titoli e il risconto del portafoglio cambiario.

Normalmente le banche federali possono erogare credito soltanto alle rispettive banche partecipanti, rispettando le apposite limitazioni previste dai Consiglio dei Governatori. È , inoltre, prevista anche la possibilità di erogare anticipazioni e risconti ad aziende non bancarie. Si tratta, d’altro canto, di una norma eccezionale, utilizzabile solo con la preventiva autorizzazione del Consiglio dei Governatori, che deve adottare una delibera da approvare con il voto favorevole di almeno 5 membri.

“I titoli ammessi all’anticipazione sono normalmente soltanto quelli confederali, ma per i periodi di emergenza sono previste delle eccezioni. Il portafoglio accettato al risconto è invece rappresentato esclusivamente dagli effetti commerciali a due firme, con scadenza non superiore ai 90 giorni, prolungata fino a 9 mesi per le cambiali agricole. È quindi escluso il risconto di cambiali finanziarie e di quelle emesse in rapporto ad affari speculativi.”¹³²

¹³¹ Lieberman M., Hall R.E., Principi di economia, Apogeo, 2009

¹³² www.federalreserve.gov

Sono poi previste anche delle limitazioni per quanto riguarda l'importo massimo degli effetti che possono essere accettati allorché gli stessi rechino la firma di uno stesso cliente della banca richiedente il risconto.

La disposizione principale, tuttavia, è quella secondo la quale il credito che viene concesso dalla banca federale deve avere carattere saltuario ed essere, quindi, destinato a affrontare necessità finanziarie solo temporanee e non di lungo periodo relative ad una politica di investimenti.

Ogni banca federale sarà poi libera di decidere relativamente l'ammontare del saggio da applicare sui crediti accordati; decisione che sarà, comunque, sottoposta a un preventivo parere del Consiglio dei governatori.

Ciascuna banca ha poi il compito di eseguire una revisione periodica delle congiunture di mercato alle quali devono poi adeguarsi i tassi ufficiali; ogni banca deve deliberare al riguardo ogni quattordici giorni, aspettando poi l'approvazione del Consiglio dei governatori per poter effettuare possibili modifiche.

Attraverso questo metodo si cerca di bilanciare le specifiche condizioni locali con quelle più generali del paese relativamente ad un prezzo particolarmente importante, capace di influenzare tutto il sistema economico, e non solo le transazioni relative al proprio territorio.

Questo procedimento, quindi, permette di avere tassi ufficiali diversi nelle varie regioni della confederazione.

Tale separazione risulta di grande rilevanza se si pensa all'estensione del territorio e alle caratteristiche naturali, economiche e sociali delle varie regioni. Questa differenziazione geografica può, inoltre, risultare utile per quanto riguarda quelle aree sottosviluppate che necessitano di finanziamenti non eccessivamente onerosi.

Tale discriminazione può, ancora, essere attuata da altre banche centrali che vogliano perseguire una attenta politica di sviluppo economico, la quale postula un'attenuazione degli squilibri che presentano le condizioni economiche e sociali delle varie zone della generalità dei paesi.

Proprio in virtù di queste differenze, i vari tassi ufficiali di uno stesso paese non presentano un identico valore: esso assumerà valore massimo per le regioni più avanzate economicamente e finanziariamente.

Ne consegue, che la politica dello sconto attuata dalla Banca federale di New York rileva con maggiore intensità rispetto al quella adottata dagli altri distretti della Confederazione.

Seppur dotato del potere di vietare quelle variazioni dei tassi di interesse ritenute sconvenienti, in quando non corrispondenti agli interessi locali o generali, Il Consiglio dei Governatori non ha il potere di imporre tali variazioni né al sistema né alle singole banche federali, alle quali esclusivamente spetta il potere di compiere qualsiasi operazione al riguardo.

Va, comunque, considerato che nel momento in cui il Consiglio dei governatori ritenga di eseguire delle modifiche, esso esprima il proprio parere alle banche federali che sono maggiormente sensibili a questo tipo di iniziative.

Partendo da New York, lo spostamento al rialzo o al ribasso dei tassi diventa allora maggiormente veloce, a causa del maggior spirito di autonomia dei membri della banca federale del relativo distretto. Passeranno, comunque, parecchio giorni prima che il tasso ufficiale sia identico in tutto il mercato.

In passato essa durava più a lungo e le differenze erano più pronunciate, ma da parecchi anni le varie banche federali tendono a seguire una politica più armonica ed a non mantenere per periodo protratti di tempo divari che pur potrebbero ritrovare giustificazione in obiettive tensioni locali.

Le riserve di liquidità legali possono essere determinata dalla legge che le disciplina attraverso una normativa tassativa che potrà essere modificata solo attraverso riforme oppure da determinati enti che in genere corrispondono a quelli cui competere il compito con quelli cui sono affiati la vigilanza e il controllo delle aziende di credito. Esistono in entrambi i casi, particolari limiti quantitativi e qualitative che restano immutati nel corso di un lasso di tempo, ma che possono essere rapidamente modificati quando le situazioni lo esigono, senza che vi sia la necessità di attivare tutto il processo necessario in vista di una modificazione delle leggi.

Siamo di fronte, quindi, a una disciplina a “tassi mobili”, che può essere variamente utilizzata a seconda degli scopi preposti.

La necessità di controllare la liquidità delle banche, ha reso, spesso, necessario l'intervento dello Stato , il quale si è adoperato per garantire la permanente disponibilità coattiva di fondi liquidi ritenuti sufficienti per fronteggiare gli eventuali squilibri finanziari della gestione. Il potere pubblico in questo modo si interessa di

proteggere i depositanti dal rischio di insolvenza degli istituti e al tempo stesso di evitare dissesti bancari che possono colpire il mercato del credito e, di conseguenza, tutto il sistema economico.

Lo strumento delle riserve di liquidità fa sì che lo Stato possa interferire nel volume dei mezzi di pagamenti usati negli scambi, in quanto la riserva sorvegliata direttamente dalle banche o depositata presso gli istituti di emissione è tolta dal mercato a meno che quest'ultimo non provveda a metterla in circolazione.

“ Studiate variazioni generali delle riserve di liquidità possono così contribuire allo svolgimento di una politica di stabilizzazione monetaria e anticongiunturale.”¹³³

Va, inoltre, considerato che quella parte delle riserve numerarie che resta bloccata presso la banca centrale contribuisce ad aumentare l'ammontare delle risorse liquide disponibili per i propri investimenti.

Gli incrementi di tali depositi permettono di irrobustire il ruolo dell'istituto di emissione come organo disciplinatore del mercato monetario. Lo stesso, infatti, potrà utilizzare una maggior quantità di mezzi necessari per intervenire e, inoltre, la riduzione dei fondi liquidi a disposizione delle altre aziende di credito le costringe a effettuare operazioni di tesoreria e quindi a sottoporsi maggiormente agli ordini della banca centrale.

Nel momento in cui, poi, il Tesoro si rivolge in maniera eccessiva a tale banca per i propri bisogni finanziari e, in particolare, per il collocamento dei titoli relativi al proprio debito, è evidente che la disciplina vincolante sulle riserve di liquidità diventa importante anche al fine di garantire all'erario adeguate risorse finanziarie.

Questo ci fa capire come detta disciplina rappresenti uno strumento fondamentale per il controllo del credito ed è stata, a tal fine, utilizzata abbondantemente soprattutto in presenza di riserve di liquidità a “tassi mobili”.

In alcuni paesi, come in Italia, vige una specifica disciplina dei rapporti tra patrimonio proprio e depositi; in questo caso il fatto che le banche debbano vincolare presso l'istituto di emissione l'eccedenza dei depositi rispetto ai minimi legali, permettere allo Stato di raggiungere scopi analoghi a quelli appena menzionati.

Questo, d'altro canto, non deve crear confusione e far ritenere che le discipline siano identiche. Quella riguardante i rapporti tra patrimonio e depositi ha lo scopo di

¹³³ Dell'Amore G., Il controllo quantitativo del credito nel sistema della riserva federale USA, Giuffrè, 1959

tutelare i depositanti, obbligando le banche a rispettare determinanti vincoli relativi alla combinazione del capitale, proprio e altri, utilizzato nell'attività creditizia.

La disciplina delle riserve di liquidità, invece, fa riferimento all'utilizzo di tutti i capitali disponibili o esclusivamente di quelli derivanti da terzi che ha l'obiettivo di creare un bilanciamento tra i vari investimenti in modo da far sì che gli istituti siano capaci di realizzare un proprio equilibrio finanziario.

Nel momento in cui l'esubero di depositi sul capitale viene versato in contanti all'istituto di emissione e questo lo restituisce nel momento in cui i depositi stessi diminuiscono, l'ammontare vincolato diventa una sorta di riserve di liquidità, che viene utilizzata con lo stesso scopo perseguito attraverso la creazione delle riserve di liquidità vere e proprie.

Nonostante questo, è sbagliato considerare identiche le due discipline. Gli istituti nei quali il capitale proprio supera i vincoli previsti dalla legge, rispetto al volume dei depositi, non hanno l'obbligo di far alcun versamento dalla banca centrale e quelli che hanno un'eccedenza possono rimettersi in regola vincolando valori pubblici anziché denaro.

Se lo Stato, quindi, obbliga le banche a creare vere e proprie riserve di liquidità, non potrà limitarsi solo a dettare una normativa per quanto riguarda il rapporto tra il capitale proprio e i depositi.

“E infatti la legge bancaria italiana, oltre ad imporre l'obbligo di mantenere prestabiliti rapporti fra patrimonio e passività e di vincolare l'eccedente con le prefissate modalità, affida all'Organo di controllo anche il compito di dare tassative istruzioni in merito alla proporzione tra le diverse categorie di investimenti considerate rispetto alle liquidità.”

Ma veniamo agli Stati Uniti, dove le riserve obbligatorie sono nate con il fine di garantire i depositi dei risparmiatori quando le banche commerciali potevano far affidamento soprattutto su proprie risorse liquide per fronteggiare gli eventuali squilibri tra le proprie entrate e uscite monetarie.

La creazione del sistema federale americano ha permesso, da un lato, di ridurre il rischio relativo a questi squilibri, in quanto ha permesso di ricevere questi mezzi liquidi più facilmente da ciascuna banca di riserve; dall'altro ha fatto sì che lo Stato si preoccupasse maggiormente di controllare il volume dei finanziamenti erogati dalle banche commerciali.

La disciplina delle riserve di liquidità, quindi, viene utilizzata come strumento del controllo del credito effettuato dall'intero sistema, fin quando la sussistenza di tali riserve continui a rappresentare un'importante difesa anche per i depositanti.

L'attuale disciplina prevede aliquote particolarmente discriminanti. Innanzitutto, esse sono determinate in misura diversa a seconda che si tratti di depositi a vista o depositi a tempo. Questa scelta ha non poche influenze sul volume complessivo del credito che uno stesso istituto può concedere "poiché la minore quota richiesta per i depositi a tempo espande correlativamente le disponibilità pecuniarie che possono essere investite in luogo di essere immobilizzate presso la banca di riserva territorialmente competente. Le banche partecipanti hanno quindi spesso convenzioni di indurre i propri correntisti a trasferire nei limiti del possibile le rispettive disponibilità nei conti di deposito a tempo, i quali vengono allora ad accogliere mezzi pecuniari che assumono la veste del risparmio quantunque si tratti di medio circolante temporaneamente in ozio."¹³⁴

Il passaggio delle risorse liquide tra le varie tipologie di depositi può essere agevolato dalla esser favorito dalla promessa di realizzare il rimborso di quelli a tempo anche se non vengano rispettate precisamente le tempistiche. Questo atteggiamento è stato abbondantemente eseguito dalle banche degli Stati Uniti, dove si sono gradualmente verificati importanti mutamenti nei rapporti quantitativi fra i depositi a vista e quelli a tempo, con una rilevante tendenza ad un aumento di questi ultimi.

Il trasferimento diventa maggiormente conveniente in quelle fasi di aumento del livello generale dei prezzi, quando la possibilità di impiego delle banche aumentano, con conseguente crescita dei saggi di interesse sugli investimenti e sui depositi.

È evidente, che tale trasferimento è tanto più conveniente quanto più è elevato il distacco tra le due aliquote.

Gli effetti monetari di queste aliquote sono legati al fatto che nel mercato possono aversi dei mutamenti sensibili nella quantità dei mezzi potenziali di pagamento, benché il volume della circolazione monetaria e quello dei depositi restino inalterati: basta infatti il trasferimento di una parte della consistenza dall'una all'altra categoria di depositi per determinare delle modificazioni nell'ammontare del medio circolante utilizzabile negli scambi.

¹³⁴ Dell'Amore G., Il controllo quantitativo del credito nel sistema della riserva federale USA, Giuffrè, 1959

Le autorità monetarie del paese possono ritoccare lo scarto delle due aliquote per poter esercitare un potere sul volume del credito che finanzia la produzione e sul livello generale dei prezzi. In particolare, le aliquote delle riserve di liquidità, possono essere determinante in relazione a particolari circostanze, identificando così, nei diversi paesi, riserve obbligatorie a tassi multipli e perfino a tassi progressivi.

L'insieme di tutte queste aliquote è determinata in relazione agli istituiti, al capitale proprio e alla località delle stesse.

In particolare, quest'ultimo criterio è stato quello seguito dagli Stati Uniti, dove emergono rapporti diversi rispettivamente per cosiddette Central Reserve City Banks, per le Reserve City Banks e per le Country Banks.

Le prime avevano sede in New York, Chicago e St.Louis; tra le seconde, invece, fanno parte le altre più importanti città nordamericane.

Il Consiglio dei Governatori ha la responsabilità di definire le aliquote delle riserve che devono essere create dalle banche delle varie categorie "ma attualmente esse non possono scendere al di sotto dei seguenti minimi: 13%, 10%, 7% e 3%." ¹³⁵

Per quanto riguarda gli aumenti, anche in questo caso vi sono dei limiti massimi che sono stati determinati considerando il doppio delle aliquote minime appena menzionate. " Per i demand deposits le riserve legali possono normalmente oscillare dal 7% al 26% mentre per i time deposits si va soltanto dal 3 al 66%, almeno in tempi normali. Attualmente i limiti in vigore sono così stabiliti: 185; 16%, 11%, 5%."

È importante sottolineare che nel momento in cui il Consiglio dei Governatori decida di modificare tali aliquote, questi non è obbligato a farlo per tutte le aliquote contemporaneamente. Solitamente, le modifiche riguardano solo alcune aliquote e rimangono inalterate le altre, relativamente ai concreti effetti economici e finanziari che il Consiglio stesso si prefigge di raggiungere.

Gli scarti tra i vari limiti sono quindi soggetti a continue variazioni. In complesso, le aliquote dei depositi a vista mutano più spesso di quelle dei depositi a tempo: ciò dipende dalle più frequenti oscillazioni alle quali vengono soggette le condizioni del mercato monetario e dalle più dirette relazioni che collegano le vicende dei conti correnti a quelle dei saggi ufficiali e ai criteri seguiti nello svolgimento delle operazioni sul mercato aperto.

¹³⁵ www.federalreserve.gov

Dalla serie delle aliquote dei depositi a vista dell'ultimo quarantennio si rileva poi che quelle relative alle centrali Reserve city banks sono state oggetto di più numerosi ritocchi, mentre hanno mutato meno spesso quelle delle Reserve city banks. Variazioni ancora minori si registrano nelle riserve legali delle country banks. Tutto ciò evidentemente si spiega con la maggiore frequenza con la quale fluttuano le condizioni del mercato monetario nei più vasti centri finanziari della confederazione rispetto a quelli minori.

In senso lato, le operazioni sul mercato aperto sono delle operazioni di acquisto o di vendita attraverso le quali le banche centrali incoraggiano variazioni nel volume del medio circolante, in modo da raggiungere determinati obiettivi. Tali transazioni possono riguardare l'oro, accettazioni bancarie, valori mobiliari delle varie categorie.

In senso stretto, invece, queste operazioni hanno a che vedere solo con questi ultimi, comportando un aumento degli scambi.

Il termine "operazioni di mercato aperto" deriva sostanzialmente dal fatto che le stesse possono essere intraprese con qualunque contraente, anche con soggetti privati, anche nel caso in cui l'impulso parta da istituzioni centrali che non possono, per legge o per propri indirizzi di gestione, entrare in contatto creditizio con aziende non bancarie. Nel secondo scorso, non pochi sono stati i casi in cui le banche di emissione hanno operato nel mercato dell'oro con lo scopo di neutralizzare gli effetti di afflussi o deflussi nel metallo giallo suscettibili di creare inopportune variazioni nel volume del medio circolante.

Questo tipo di operazione, fanno oggi parte del consueto operato dei cosiddetti "fondi perequazione scambi", ai quali i pubblici poteri affidano il compito di regolare il corso dei cambi affinché esso non fluttui al di là dei limiti giudicati opportuni.

Le operazioni in titoli risalgono ai primi anni dell'Ottocento; la Banca d'Inghilterra le utilizzò ripetutamente con lo scopo di potenziare la propria manovra dello sconto, sulla quale si basava a quei tempi per garantire la convertibilità della propria moneta in circolazione.

Negli ultimi decenni l'open market ha avuto importante riscontro nei vari paesi; ma il massimo utilizzo lo si è avuto negli Stati Uniti.

I primi effettivi interventi iniziarono nel 1920 ed entrarono nella prassi solo durante la grande crisi del 1929-1933. La prima guerra mondiale diede un grande sostegno all'

open market a causa dell'enorme debito pubblico, che a quei tempi aveva sostenuto un enorme volume di scambi.

Per quanto riguarda l'aspetto tecnico, le operazioni di mercato aperto sono negoziazioni di acquisto e di vendita.

“ Con le prime il sistema ritira i titoli dal mercato, immettendovi del circolante, il quale finisce con l'affluire alle banche, messe così in grado di espandere le proprie operazioni di impiego; con le vendite di titoli il sistema ritira invece dei mezzi di pagamento, che in definitiva anno ad assottigliare le disponibilità pecuniarie sulle quali le banche commerciali possono fare assegnamento. Queste ultime si trovano così costrette a comprimere gli investimenti.”¹³⁶

Il “Federal Reserve Act ” prevede la possibilità di negoziare titoli pubblici di varie categorie, concedendo al Consiglio dei Governatori la possibilità di fissare dei vincoli. Nella pratica, d'altronde, queste operazioni hanno solitamente per oggetto titoli di debito fluttuante del Tesoro confederale e, in particolare i Treasury Bills, titoli del Tesoro a breve scadenza. Tali buoni vengono utilizzati anche dalle banche partecipanti con lo scopo di bilanciare di volta in volta le proprie riserve di liquidità rispetto ai limiti legali. In questo modo i legami tra gli indirizzi seguiti dall'open market e la politica relativa ai saggi applicati dalle banche di riserva per i risconti e le anticipazioni risultano particolarmente stressati.

Le varie banche di riserva non hanno la facoltà di concludere singolarmente e autonomamente le negoziazioni e anzi, hanno il divieto di eseguire qualsiasi operazione creditizia con il Tesoro Confederale e acquistare dallo stesso titoli pubblici, salvo casi eccezionalmente previsti.

Come abbiamo visto, l'organo competente per tutto il sistema è il “ Federal open market committee”, di cui agente è il vicepresidente del reparto titoli della banca federale di New York. Questi effettua materialmente le operazioni di acquisto e vendita che ritrovano le proprie contropartite in un numero ristretto di dealers specializzati nella compravendita di titoli di Stato.

Ogni banca di riserva ha l'obbligo di partecipare pro- quota a tali negoziazioni in virtù del rapporto tra le proprie attività di bilancio e le attività complessive del sistema: tale rapporto si riflette quindi sulla ripartizione degli utili o delle perdite derivanti dalle operazioni effettuate. Queste ultime permettono di conseguire importanti margini

¹³⁶ Frederic S., Stanley G., Istituzioni e mercati finanziari, 2007

attivi, a prescindere dai redditi derivanti dai titoli acquistati e trattenuti in portafoglio per conto delle banche federali.

il fatto che sia possibile realizzare redditi, variabili in funzione del tasso effettivo dei titoli medesimi, permette di distinguere le operazioni sul mercato aperto da quelle che hanno per oggetto il metallo giallo.

Seppur gli scopi creditizi e monetari che si pone il sistema pongono in secondo piano i risultati economici che si possono realizzare con tali negoziazioni, il Comitato, dovrà, comunque, tenere in considerazione i tassi nominali e

il corso dei titoli trattati in modo da realizzare i propri obiettivi nelle condizioni più favorevoli.

Questo dovrà, pertanto, preoccuparsi di non contrastare la politica del debito pubblico realizzata dal Tesoro.

Questo spiega il motivo per cui il Comitato è solito non effettuare le vendite programmate proprio in quei giorni in cui il Tesoro effettua le aste settimanali in cui vengono offerti i titoli a breve.

Non si deve, d'altro canto, ritenere che le operazioni di mercato aperto debbano sistematicamente imporsi di sostenere il corso dei valori pubblici e ridurre al massimo i tassi di capitalizzazione con lo scopo di ridurre gli oneri del pubblico erario.

Questo pensiero è stato alla base di tutti gli interventi effettuati dal sistema della riserva federale durante il periodo nel quale il Tesoro attuava una rigida politica di cheap money. Questo indirizzo, però, comportò diversi problemi inflazionistici che spinsero i membri del sistema a compiere un atteggiamento in contrasto con quello del Tesoro stesso e dopo vivaci e prolungate polemiche riscurirono a far prevalere il proprio punto di vista.

Il Comitato dei governatori ha il compito di pubblicare periodicamente l'ammontare di titoli che il sistema possiede in portafoglio, in modo tale che tutti coloro che fossero interessati agli stessi possano effettuare i loro giudizi sulla politica attuata dal Comitato stesso.

Nonostante questa informazione permette di creare un importante indirizzo per tutto il mercato, le scelte che vengono effettuate relativamente alle operazioni di acquisto e di vendita sono soggette a una preventiva segretezza, in modo da poter conseguire più facilmente gli obiettivi fissati.

Questo rende la politica delle operazioni di mercato aperto più agevole rispetto alle politiche dello sconto e a quelle della riserva di liquidità, in quanto alla base di queste ultime ci sono spesso non poche discussioni preventive .

Bisogna, inoltre, considerare che la politica dello sconto basa la sua efficacia prevalentemente sugli effetti di natura psicologica, in quanto il cambiamento del saggio ufficiale rappresenta un'importante segnale per il mercato relativamente agli indirizzi che la banca centrale vuole perseguire. Tali effetti psicologici a volte sono tutt'altro che utili, in particolare se le variazioni di saggi siano troppo frequenti. La segretezza con la quale si effettuano le operazioni di mercato aperto è importante anche per renderle preferibili in confronto al cambiamento del saggio ufficiale.

A differenza delle operazioni di sconto, inoltre, la politica del mercato aperto ha anche il beneficio di operare immediatamente sul mercato senza dover aspettare reazioni che possono anche non aver luogo o realizzarsi in tempi più lunghi.

“ Quando, ad esempio, viene aumentato il discount rate, l'efficacia del provvedimento è subordinata alla prontezza con la quale le banche membri estendono il rialzo ai propri saggi di impiego. Tale estensione può non essere deliberata, almeno in via immediata, allorché le banche membri dispongano di abbondanti riserve di liquidità e non abbiano quindi bisogno di ricorrere alle rispettive banche federali per anticipazione e risconti.”¹³⁷

La vendita dei titoli da parte del Sistema invece ha effetti immediati e influenza la disponibilità monetarie delle banche partecipanti ancora contro la loro volontà: tali banche sono quindi obbligate a subire l'iniziativa nei propri investimenti. Nell'attuazione di una politica antiinflazionistica, l'Open market risulta quindi più efficace della manovra dello sconto.

È importante, inoltre, considerare che la modifica del tasso ufficiale è a lunga scadenza e che la lentezza con la quale tali saggi vengono modificati sotto l'azione della politica dello sconto è uno dei principali fattori che mettono in crisi l'efficacia dei provvedimenti adottati dalla banca centrale la quale, nel momento che vuole realmente agire sui saggi, dovrà utilizzare altri mezzi.

Poiché i tassi di capitalizzazione dei valori mobiliari di ogni categoria sono strettamente collegati, l'Open market permette di influire contemporaneamente su tutta la classe

¹³⁷ Dell'Amore G., Il controllo quantitativo del credito nel sistema della riserva federale USA, Giuffrè, 1959

dei tassi di interesse, anche nel caso in cui venga realizzato esclusivamente con le operazioni su titoli a breve scadenza.

È pertanto, evidente che le operazioni di mercato aperto possono essere poste in essere insieme alla politica dello sconto e , anzi, possono essere utilizzate con vantaggio in sostituzione di quest'ultima in quanto le banche commerciali sono finanziariamente più indipendenti di quelle centrali e i tassi liberi oscillano più liberamente di quelli ufficiali.

Da quanto detto, però, non si deve evincere che le operazioni di mercato aperto siano sempre efficaci nel perseguimento degli obiettivi. In primis, tale politica è fortemente influenzata dal generale andamento del mercato: acquisti e vendite di titoli necessitano di un mercato liquido, in cui ci siano controparti sufficienti e adeguate qualitativamente.

Relativamente agli Stati Uniti, nonostante il mercato sia caratterizzato da intense e continue negoziazioni, non sempre le condizioni dello stesso sono tali da consentire sono tali da consentire acquisti e vendite nei limiti e alle condizioni desiderate.

Inoltre, possono verificarsi situazioni nelle quali le operazioni di mercato aperto risultano poco efficaci

Fra le circostanze che possono determinare una situazione del genere, vanno praticamente ricordate le vicende della bilancia dei pagamenti, dalle quali dipendono fluttuazioni di medio circolante suscettibili di neutralizzare quelle che il sistema eventualmente si proponesse di provocare per raggiungere i propri fini creditizi e monetari. Anche l'open market quindi può essere mutevolmente idoneo a raggiungere gli obiettivi perseguiti; la sua efficacia è comunque maggiore allorché esso venga usato congiuntamente ad altri strumenti di controllo di credito, dei quali a sua volta accresca la possibilità di successo. Conformemente poi a quanto accade per la politica dello sconto e per quella delle riserve di liquidità, le operazioni sul mercato aperto esercitano azione più tangibile nel caso che il sistema si proponga di combattere il processo inflazionistico sorpasso all'ipotesi contraria. Se infatti ci si preoccupa di espandere il credito per rianimare l'attività economica in un periodo di depressione, l'acquisto dei titoli può senza dubbio immettere nel mercato abbondanti disponibilità di medio circolante, ma questa abbondanza di potere d'acquisto evidentemente non è idonea a stimolare gli investimenti e la domanda di credito finché le prospettive sulla redditività delle aziende permangono pessimistiche.

1.4. Gli strumenti di politica monetaria in pratica

È possibile studiare la politica monetaria delle Fed analizzando le attività e passività del proprio bilancio.

Dal lato del passivo, si trovano le “passività monetarie” che consistono essenzialmente nella moneta in circolazione e nelle riserve. Esse rappresentano una parte fondamentale dell’offerta di moneta, in quanto l’aumento di essi determina un aumento dell’offerta stessa. L’insieme delle passività monetarie della banca centrale e della monete emessa dal Tesoro è la base monetaria.

La banca centrale emette la moneta, ovvero le banconote. La monete in circolazione è quella parte di moneta emessa che è in possesso del pubblico e rappresenta una componente importante dell’offerta di moneta. La monete detenuta dalle banche è anch’essa una passività, ma fa parte delle riserve.

Le banche possiedono riserve presso la banca centrale in un apposito deposito. Si tratta di attività per le banche e passività per la Fed in quanto le banche hanno il diritto di richiedere pagamenti su di esse e la Fed ha l’obbligo di adempiere utilizzando le banconote.

Esistono due diverse tipologie di riserve; le riserve obbligatorie, che vengono imposte dalla banca centrale, e le riserve libere, categoria residuale in cui rientrano quelle riserve detenute per diverse ragioni operative.

“Attualmente, la Fed non corrisponde interessi sulle riserve. Ciò, tuttavia, potrebbe cambiare in futuro a causa di nuove leggi approvate nel 2006 che consentono alla Fed di pagare interessi sui depositi di riserva delle istituzioni di deposito a partire dal 2011.”¹³⁸

Per quanto riguarda il lato dell’attivo, invece, esse hanno un ruolo rilevante sull’intero bilancio della banca centrale. Innanzitutto, eventuali variazioni dell’attivo comportano cambiamenti delle riserve e quindi dell’intera offerta monetaria. Inoltre, le attività (essenzialmente Titoli di stato e rifinanziamenti) generano interessi.

La banca centrale, quindi, genera ricavi attraverso le sue attività, mentre le sue passività, in particolare la moneta in circolazione, non costa nulla.

¹³⁸ Frederic S., Stanley G., Istituzioni e mercati finanziari, 2007

Nell'attivo di una banca centrale si trovano, quindi, in primis i Titoli di stato: quantità di titoli emessi dal Tesoro che sono in possesso della banca centrale. Quest'ultima, come abbiamo visto, fornisce base monetaria al sistema bancario acquistando titoli (operazioni di mercato aperto). Un aumento di quantità di titoli governativi detenuti dalla Fed comporta un aumento dell'offerta monetaria.

Oltre ai Titoli di Stato, l'attivo è composto, poi, dai rifinanziamenti attraverso i quali le banche centrali fanno credito alle banche e forniscono loro liquidità. La Fed concede riserve al sistema bancario erogando prestiti sotto forma di risconto, i cd discount loan, alle banche. Il tasso di interesse addebitato alle banche per questi crediti è il tasso di sconto.

Capiamo adesso, il motivo per cui, come abbiamo precedentemente osservato, le operazioni di mercato aperto sono lo strumento di politica monetaria più importante: esse rappresentano l'elemento più importante delle variazioni delle riserve di base monetaria nel sistema bancario e delle variazioni dei tassi di interesse. Il risultato dell'acquisto sul mercato aperto da parte della banca centrale comporta un aumento della moneta in circolazione e dei depositi del sistema bancario. Inoltre, essendo i depositi un elemento importante dell'offerta di moneta, un altro riscontro è l'aumento dell'offerta monetaria.

Ne deriva, quindi, che un acquisto sul mercato aperto determina un aumento delle riserve e dei depositi del sistema bancario e di conseguenza a un aumento dell'offerta di moneta.

In base a tale logica, una vendita sul mercato aperto da parte della banca centrale porta ad una diminuzione delle riserve e dei depositi nel sistema bancario derivante dall'emissione di assegni da parte del pubblico che paga le obbligazioni, comportando una riduzione della base e dell'offerta monetarie.

Le operazioni di mercato aperto, d'altro canto, non sono l'unico strumento che la banca centrale utilizza per modificare la quantità di riserve bancarie e quindi la base monetaria. Cambiamenti nelle riserve si hanno anche quando la banca effettua un'operazione di rifinanziamento: la Fed, per esempio, concede un discount loan a una banca.

Un discount loan comporta un'espansione delle riserve, sotto forma di depositi, comportando un aumento della base e dell'offerta monetarie. Questo significa che nel momento in cui una banca rimborsa il proprio discount loan, l'ammontare di riserve diminuisce, insieme alla base e all'offerta di moneta.

È importante analizzare il mercato delle riserve, osservando come le variazioni nelle riserve influiscono sui tassi di interesse. Relativamente agli Stati Uniti, si parla di tasso dei fondi federali, ovvero il tasso di interesse sui prestiti interbancari overnight. Si tratta di tassi fondamentali per la gestione della politica monetaria, in quanto vengono influenzati direttamente dalla banca centrale. Costituiscono, quindi, un riferimento della politica monetaria effettuata dalla Fed.

Le operazioni di mercato aperto e la politica di rifinanziamento sono gli strumenti principali utilizzati dalla Fed per condizionare i tassi di interesse a breve termine.

Esiste, d'altro canto, un terzo strumento: la riserva obbligatoria di liquidità, ovvero quell'insieme di norme che obbligano le banche a mantenere una determinata percentuale dei loro depositi sotto forma di riserve presso la banca centrale.

I tassi sul mercato monetario, in particolare i tassi interbancari, vengono individuati dall'incontro della curva della domanda e dell'offerta per le riserve, ovvero l'equilibrio di mercato in cui la quantità di riserve di base monetaria richiesta è uguale alla quantità offerta.

La quantità di riserve richieste, come abbiamo visto, è data dalla somma delle riserve obbligatorie più la quantità richiesta di riserve in eccesso. Queste ultime costituiscono un'assicurazione contro i deflussi nei depositi e il costo per mantenere tale eccesso è pari al loro costo opportunità, ovvero il tasso di interesse che potrebbe essere guadagnato prestando queste riserve, che è equivalente al tasso dei fondi federali.

Ne segue, che se il tasso si riduce, scende anche il costo opportunità legato al mantenimento delle riserve in eccesso e, a parità di altre condizioni, la quantità di riserve richieste aumenta.

Per quanto riguarda la l'offerta di riserve questa è composta da due elementi: la quantità di riserve che derivano dalle operazioni di mercato aperto della banca centrale, definite Non-Borrowed Reserves, e la quantità di riserve prese a prestito dalla Fed, ovvero l'importo dei discount loan, che vengono chiamate Borrowed Reserves.

Il costo di prendere a prestito il discount loan dalla Fed è il tasso di interesse che la Fed stessa applica su tali prestiti, ovvero il tasso di risconto. Prendere a prestito i fondi federali rappresenta un'alternativa al richiedere i discount loan alla Fed, per cui nel momento in cui il tasso dei fondi federali è inferiore al tasso di risconto, allora le banche non chiederanno un prestito alla Fed e i discount loan saranno nulli in quanto i prestiti sul mercato dei fondi federali sarà molto meno costoso. Per cui, fino al

momento in cui il tasso dei fondi federali risulterà minore del tasso di sconto, l'offerta di riserve sarà uguale alla quantità di riserve non prese a prestito fornite dalla Fed, e la curva sarà verticale.

Nel momento in cui il tasso dei fondi federali inizia ad aumentare rispetto al tasso di sconto, le banche cercheranno di prendere in prestito al tasso di sconto e a prestare quanto ricavato nel mercato dei fondi federali a un tasso più elevato. La curva, in questo modo, diventa piatta.

L'equilibrio di mercato si avrà quando la quantità di riserve richieste è uguale alla quantità fornita. Quando il tasso dei fondi federali è maggiore del tasso di equilibrio, vi sono più riserve disponibili di quante ne sono richieste, comportando una discesa del tasso dei fondi federali. Al contrario, quando il tasso dei fondi federali è inferiore al tasso di equilibrio, le riserve richieste sono superiori a quelle fornite, e questo provoca un aumento del tasso dei fondi federali.

Oggi la Federal Reserve mantiene sostanzialmente il tasso di sconto sopra l'obiettivo per il tasso dei fondi federali.

Detto questo, è possibile analizzare come i tre strumenti di politica monetaria, operazioni di mercato aperto, sconto e obblighi di riserva, possono influenzare il mercato delle riserve e il tasso di equilibrio dei fondi federali.

Un acquisto sul mercato aperto comporta una maggiore quantità di offerta di riserve, spostando l'equilibrio di mercato in un punto caratterizzato da un minor tasso dei fondi federali. La stessa logica riguarda la vendita sul mercato aperto che comporta una diminuzione della quantità di riserve offerte, spostando la curva dell'offerta verso sinistra e facendo salire il tasso dei fondi federali. Il risultato è che un acquisto di mercato aperto provoca una riduzione del tasso dei fondi federali, mentre una vendita ne causa l'aumento.

Poiché, come abbiamo detto, la Fed solitamente mantiene il tasso di sconto sopra il suo obiettivo per il tasso dei fondi federali, la maggior parte dei cambiamenti nel tasso di sconto non influenza il tasso dei fondi federali.

Quando, infine, la Fed incrementa gli obblighi di riserva, il tasso dei fondi federali aumenta. Ugualmente, una diminuzione della riserva obbligatoria diminuisce la quantità di riserve richieste, spostando la curva di domanda a sinistra e comportando una riduzione del tasso dei fondi federali. Quando la Fed riduce gli obblighi di riserva, comporta una riduzione nel tasso dei fondi federali.

Il rifinanziamento è stato utilizzato dalla Fed come strumento per prevenire il panico finanziario in seguito al crollo del mercato azionario del Lunedì nero, nell'ottobre del 1987.

L'impegno per mantenere i mercati in attività durante la rapida discesa dei prezzi delle azioni fece sì che molte case di intermediazione e diversi intermediari finanziari ebbero un enorme bisogno di fondi supplementari per finanziare le loro attività. Nello stesso tempo, però, le banche di New York e quelle regionali degli Stati Uniti, che stavano diventando maggiormente dedite alla stabilità degli intermediari mobiliari, iniziarono a ridurre il credito agli operatori del mercato proprio nel momento in cui ne avevano bisogno.

Una volta compresa la difficile situazione, Alan Greenspan e E.Gerald Corrigan, rispettivamente il presidente della Federal Reserve Bank di New York e il funzionario della Fed maggiormente in contatto con Wall Street, si preoccuparono di un improvviso collasso nelle società di intermediazione. Per evitare ciò, Greenspan dichiarò la disponibilità del Federal Reserve System a servire come fonte di liquidità per supportare il sistema economico e finanziario. Inoltre, la Fed annunciò che avrebbe garantito discount loan a tutte le banche che avessero concesso prestiti intermediari mobiliari. Un banchiere di New York dichiarò che il messaggio della Fed era " Siamo qui, e vi forniremo ciò di cui avrete bisogno."¹³⁹

Il riscontro dell'azione immediata della Federal Reserve comportò il venir meno del panico finanziario e il martedì seguente i mercati continuarono a funzionare spinti anche dal rialzo del Dow Jones Industrial Average.

Un altro caso simile in cui la Fed operò sempre come prestatore di ultima istanza si verificò nel periodo successivo alla distruzione del World Trade Center di martedì 11 settembre 2001, che comportò non poche esigenze di liquidità del sistema finanziario. Per andar incontro a tale esigenze e impedire il blocco del sistema finanziario, dopo poche ore dall'evento, la Fed annunciò " il Federal Reserve System è aperto e operante. La finestra di sconto è a disposizione per soddisfare le esigenze di liquidità."¹⁴⁰

¹³⁹ Economic Front: How Policy Makers Regrouped to Defend the Financial System, The Wall Street Journal, 18 settembre 2001

¹⁴⁰ Economic Front: How Policy Makers Regrouped to Defend the Financial System, The Wall Street Journal, 18 settembre 2001

La Fed fornì 45 miliardi di dollari alle banche attraverso la finestra di sconto, un aumento di 200 volte rispetto alla settimana prima. Questo, insieme a 80 miliardi di riserve iniettate nel sistema bancario attraverso operazioni di mercato aperto, permisero al sistema finanziario di continuare a funzionare.

2. La politica monetaria della BCE

Mentre la politica della Federal Reserve americana è incentrata sull'obiettivo della stabilizzazione del Pil reale, la Banca centrale europea si muove in vista del primario obiettivo della stabilizzazione dei prezzi.

Il funzionamento della politica monetaria regge sull'abilità della banca centrale di regolare la quantità di base monetaria in circolazione. Il monopolio nell'offerta della base monetaria permette alla banca centrale di controllare il livello delle riserve bancarie e la situazione dei mercati monetari. In questo modo, gli istituti hanno il potere di determinare il livello e l'andamento dei tassi di interesse a breve termine.

Come abbiamo visto, infatti, esiste un vero e proprio mercato delle riserve di liquidità delle banche, con l'offerta sotto il controllo della banca centrale e la domanda che rispecchia il fabbisogno di mezzi di pagamento dell'economia. Non va , inoltre, dimenticato l'ulteriore fattore dell'obbligo di riserva, a sua volta determinata dalla banca centrale. La BCE ha, quindi, la possibilità, attraverso le condizioni del mercato, di determinare l'andamento dei tassi di interesse a breve termine e , di conseguenza, incidere sul comportamento degli operatori e delle variabili reali. Questa logica rappresenta il cd *meccanismo di trasmissione delle politica monetaria*.

Nel lungo periodo si tende a considerare che la politica monetaria non sia in grado di determinare la crescita economica attraverso l'offerta di moneta. Un cambiamento della quantità di moneta può modificare il livello generale dei prezzi, ma non avrà effetti permanenti sulle variabili reali come prodotto e occupazione. Ne segue che l'inflazione è considerata un fenomeno essenzialmente monetario e che le banche centrali sono capaci di influenzare, nel lungo termine, il livello tendenziale dei prezzi. È ovvia, d'altro canto, l'influenza della stabilità dei prezzi sulla crescita economica e sull'occupazione.

Attraverso la politica monetaria è, quindi, possibile perseguire gli obiettivi della politica economica attraverso la stabilità dei prezzi.

Questo spiega il motivo per cui, come più volte osservato, la stabilità dei prezzi viene inquadrata come obiettivo primario dell'Eurosistema e della politica monetaria europea. Ricordiamo, d'altronde, che non è l'unico obiettivo che si è imposto il Trattato e che, quindi, la priorità assegnata allo stesso può essere anche interpretata come la modalità attraverso cui la politica monetaria può contribuire agli altri obiettivi della politica economica.

Le scelte dell'autorità monetarie andranno ad influire sull'economia e sul livello dei prezzi attraverso il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Il processo viene avviato da una decisione de parte della Banca centrale di modificare i tassi di interesse di riferimento, quindi il costo delle riserve che il sistema bancario richiede alla banca centrale. Se la decisione è un aumento, l'effetto sarà quello di indurre le banche a trasferire il maggior costo della propria provvista in un incremento dei tassi di interesse sul credito erogato ai propri clienti. Le aspettative relative all'andamento futuro dei tassi a breve termine si rifletterà anche sui tassi a medio termine, estendendo l'effetto della politica monetaria verso il mercato del credito e dei capitali.

Nel primo caso, un aumento dei tassi ufficiali comporterà condizioni di restrizione e di scarsità, rendendo le condizioni di credito più costose. Nel secondo caso, un rialzo dei tassi di interesse comporta un movimento negativo del prezzo delle attività finanziarie in circolazione, siano obbligazioni che azioni, andando a influenzare sia sulle decisioni di investimento delle imprese che sulle decisioni di risparmio e spesa delle famiglie.

Le famiglie, in particolare, saranno influenzate sotto diversi punti di vista : “ diventa più costoso il finanziamento del consumo e delle spese di investimento; la riduzione del prezzo delle attività finanziarie in circolazione avrà un effetto di ricchezza negativo per le famiglie che detengono patrimoni finanziari; la percezione di “ impoverimento” indurrà probabilmente a ridimensionare la spesa.”¹⁴¹

In definitiva, il comportamento di imprese e famiglie di fronte a un rialzo dei tassi di interesse porterà a una diminuzione della domanda aggregata e, date le condizioni dell'offerta, a una diminuzione delle spinte al rialzo dei prezzi interni.

¹⁴¹ Frederic S., Stanley G., Istituzioni e mercati finanziari, 2007

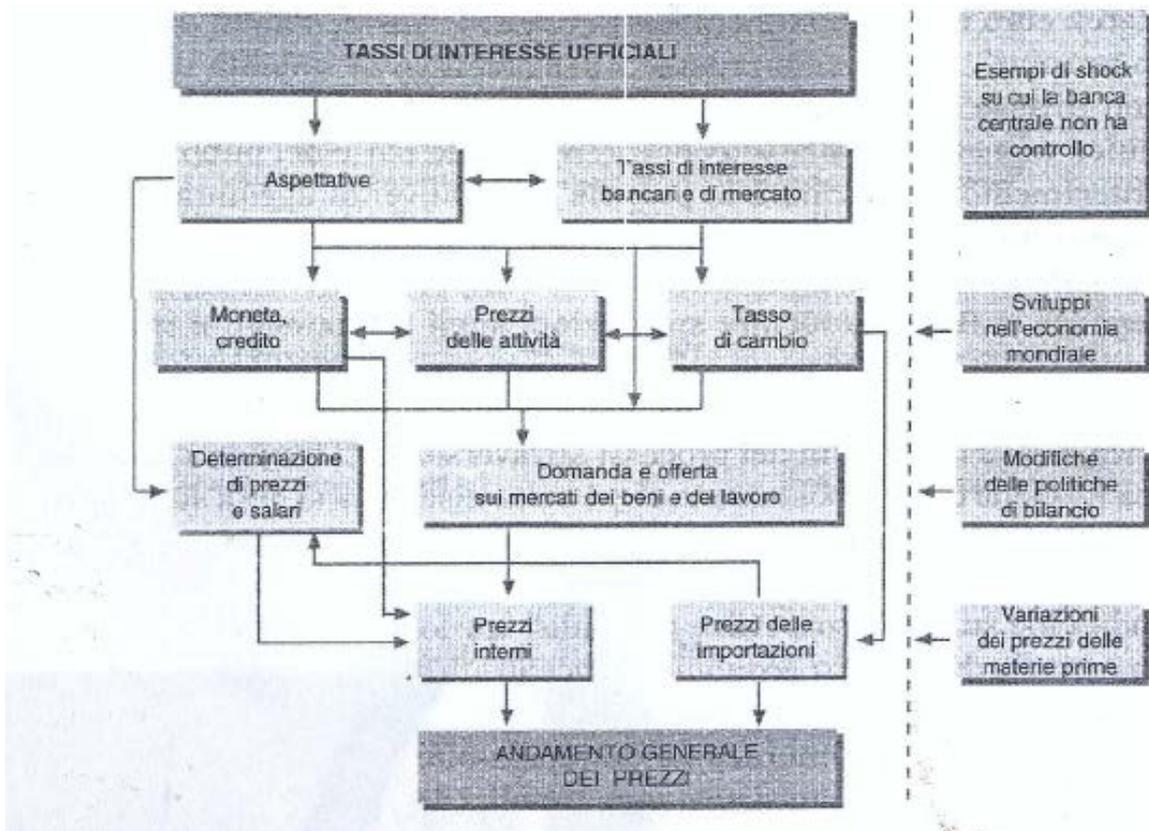


Figura 11 - Illustrazione sintetica del meccanismo di trasmissione dai tassi di interesse ai prezzi Fonte: BCE; La politica monetaria della BCE, 2004

2.1 Le strategie di politica monetaria della Bce

La Banca centrale europea ha compiti analoghi a quelli della istituzione centrale americana per quanto riguarda il ruolo di “banca delle banche”, l’emissione di carta moneta, il controllo dell’offerta di moneta. Seppure oggi la responsabilità relativa al controllo e la regolamentazione delle banche di ciascun Paese del sistema europeo appartiene alla rispettiva Banca Nazionale, oggi si parla di possibile Unione Bancaria, con la quale la vigilanza di tutti gli istituti bancari diventerà ruolo unico della BCE. Come già visto nel discutere degli obiettivi, la Banca centrale europea persegue un approccio definito “strategia di politica monetaria orientata alla stabilità” che consiste in una sorta di bilanciamento tra due diverse strategie di politica monetaria che sono solite essere perseguite dalle banche centrali: monetary targeting e inflation targeting.

La prima consiste nell' iniziale annuncio da parte della banca centrale di un tasso di crescita per l' aggregato monetario considerato rilevante e nel successivo tentativo da parte dell'istituto di conseguire tale tasso di crescita. Nel momento in cui la quantità di moneta si allontana dalla crescita prevista, l'istituto adotta le correzioni necessarie. "Tale strategia è stata adottata con significativi risultati dalla Bundesbank durante il sistema monetario europeo."¹⁴²

La seconda strategia, invece, si basa sull'annuncio di desiderato tasso per l'inflazione futura e stabilisce le azioni correttive ogni volta l'inflazione effettiva di discosta da quel programma.

Il pregio di questa strategia è quello di rendere chiaro l'orientamento della Banca centrale europea, la quale ha l'obbligo di comunicare al pubblico i motivi del possibile mancato conseguimento degli obiettivi di inflazione. Il maggiore contro, invece, è che il tasso di inflazione non può essere controllato direttamente dalla banca centrale, per cui le azioni correttive volte modificare il tasso di inflazione possono incidere sui prezzi con tempi lunghi e variabili. " Politiche monetarie basate sull'inflation targeting sono state adottate negli ultimi anni con risultati soddifacenti dal Canada, dalla Nuova Zelanda, dal Regno Unito e dalla Svezia" ¹⁴³

La BCE ha definito una strategia informativa per quanto riguarda le scelte di politica monetaria. Tale strategia inquadra gli obiettivi finali (inflazione e input) e quelli intermedi. Per quanto riguarda l'obiettivo finale, il Consiglio direttivo ha stabilito che " la stabilità dei prezzi è definita come un tasso di incremento annuo dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento" e tale valore dev'essere mantenuto nel breve periodo.

Per cui, nel caso in cui l'inflazione supera la soglia prestabilita la BCE interviene correttivamente per riportarla al tasso stabilito.

Per poter raggiungere l'obiettivo della stabilità dei prezzi la BCE ha adoperato una strategia che si fonda sostanzialmente su due parametri. Il primo riguarda l'aspetto monetario e consiste nell'inquadrare la quantità di moneta da inserire nel sistema per sostenere una crescita non inflazionistica del reddito. Ne segue, che , poiché l'inflazione è un evento monetario, la moneta avrà un ruolo centrale.

¹⁴² Svensson L., Inflation targeting as a monetary policy rule, 1997 , pp.607-654

¹⁴³ Fagan G., An Area-Wilde Model for the Euro Area, 1998

Il valore di riferimento che viene determinato dalla BCE non è visto, però, come obiettivo vincolante e quindi non esiste alcuna responsabilità a correggere nel breve periodo variazioni della crescita monetaria dal valore di riferimento; l'azione sarà necessaria solo nel caso in cui si assiste a minacce della stabilità monetaria nel medio termine. Per sottolineare la natura di medio periodo di tale parametro monetario, la BCE ha deciso dal 2003 di non dichiarare più il valore di riferimento all'inizio di ogni anno, come faceva dal 1998.

Questa novità ha comportato non poche critiche nei confronti della BCE per non aver rispettato l'obiettivo di crescita monetaria nel periodo 1999-2002, quando il tasso effettivo di crescita della moneta ha superato il valore di riferimento, senza che la BCE sia mai intervenuta a correggere l'andamento. L'assenza di tale annuncio è stata voluta dalla BCE per manifestare la sua convinzione che la crescita della moneta è rilevante per la stabilità dei prezzi nel lungo periodo.

Tale quantità di moneta, d'altro canto, non è sufficiente per realizzare una politica monetaria volta al raggiungimento della stabilità dei prezzi. È necessario un altro parametro che faccia riferimento ad un insieme di indicatori economici quali: indicatori dell'attività economica reale, costo del lavoro, tassi di cambio e prezzi internazionali, prezzi delle attività finanziarie e sondaggi sulle aspettative di imprese e consumatori.

La manovra basata su questi due parametri è stata definita con lo scopo di identificare un margine di flessibilità alla politica monetaria e, nello stesso tempo, di non far in modo che le decisioni monetarie siano legate a un singolo obiettivo intermedio.

La BCE nella definizione della politica monetaria è stata enormemente influenzata dall'insegnamento della Bundesbank e dall'analisi monetaria di Milton Friedman e ha, quindi, preferito attribuire un ruolo maggiore al controllo degli aggregati monetari; dal 2003 questo pilastro ha perso, però, importanza.

“L'evidenza dimostra che in un contesto di bassa inflazione e in uno scenario mondiale contrassegnato da frequenti innovazioni finanziarie, i dati relativi all'offerta di moneta sembrano essere abbastanza inaffidabili dell'inflazione futura. La prevalenza assegnata alla moneta può condurre la banca centrale a prendere decisioni errate.”¹⁴⁴

I dati sull'offerta di moneta, infatti. Sono soggetti a numerosi errori e in un contesto di bassa inflazione, le divergenze nella crescita della stessa devono essere collegate a fattori di mero disturbo, fornendo, quindi, poche informazioni utili sulle differenze

¹⁴⁴ Morselli A., Nascita ed evoluzione della Banca centrale europea, 2009

delle politiche monetarie. In questo scenario, nel momento in cui le banche non aumentano l'offerta di moneta, lo stock di moneta dipenderà da shock che scaturiscono per lo più dalla domanda di moneta. Ne segue che tali shock non riflettono più le variazioni di politica monetaria.

Quanto detto, conferma le critiche sostenute da numerosi economisti nei confronti del primo pilastro, vale a dire che l'importanza concessa alla moneta nell'informare le politiche monetarie è inesatta. A seguito dell'obiettivo della BCE di mantenere il tasso di inflazione sotto la soglia del 2 per cento, il successo in tal senso rende i dati annuali sulla crescita della moneta poco informativi sul potenziale inflazionistico. La BCE è persuasa della presenza di questo problema; dal 1999 il tasso di crescita della moneta ha superato l'obiettivo per la maggior parte del tempo. Pertanto, la BCE, giocoforza ha dovuto ignorare i dati sull'offerta di moneta, facendo scaturire un problema di credibilità. La banca centrale annuncia un obiettivo di crescita della moneta, ma nella sostanza non lo inserisce nelle sue decisioni. Ne segue che essa mostra un segnale circa le sue intenzioni che in seguito non segue; ciò vuol dire minare la credibilità nel corso del tempo.

Per evitare di perdere ogni tipo di credibilità, la BCE nel 2003 ha deciso di modificare la sua strategia, riducendo l'importanza dello shock di moneta nella sua politica monetaria. Oggi tale shock ha uguale rilevanza degli altri parametri. In tal modo la BCE acquista maggiore fiducia e si evita l'onere di dover spiegare continuamente i motivi per cui non si vuole prendere troppo in considerazione la crescita della moneta.

I principi generali su cui si basa oggi, quindi, l'approccio della politica monetaria della BCE corrispondono essenzialmente a quelle che vengono considerate le caratteristiche fondamentali di una politica monetaria efficace.

Queste sono: la ricerca un elevato livello di credibilità tale per cui è possibile incidere sulle attese di inflazione degli operatori economici; la tendenza verso il medio termine dell'azione di politica monetaria per considerare gli eventuali problemi di trasmissione delle manovre e dell'esigenza di evitare un eccessivo attivismo; il riferimento a un quadro di ampio respiro e di un sistema informativo completo.

Relativamente alle azioni specifiche va, in primis, ricordata la definizione quantitativa dell'obiettivo di stabilità dei prezzi. L'anno pubblico di tale obiettivo ebbe due principali motivazioni: è un contributo alla trasparenza di politica monetaria e alla sua

comprensione da parte del pubblico; la quantificazione rappresenta un indicatore chiaro rispetto al quale è possibile valutare l'efficacia dell'azione della BCE.

La seconda azione specifica riguarda la consistenza e la credibilità dei meccanismi attraverso cui si creano le decisioni di politica monetaria. Si è adottata una struttura a due pilastri per supportare sia sul piano informativo che su quello analitico la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi. È una valutazione che si poggia su due diverse prospettive di analisi. Una è l'analisi economica che comporta la definizione dei fattori determinanti dell'andamento dei prezzi di breve-medio periodo insiti nell'economia reale a cui si aggiunge l'analisi dell'andamento del mercato finanziario e di quello dei cambi. L'altra è un'analisi monetaria, basata su una valutazione di lungo termine, relativa al rapporto tra moneta e prezzi.

La terza azione, infine, riguarda tutte le operazioni volte ad agevolare una migliore conoscenza della politica monetaria e dei suoi processi decisionali. “ Una comunicazione aperta e trasparente alle istituzioni, ai mercati e al pubblico, degli obiettivi e delle azioni di politica monetaria, è un aspetto non secondario dell'efficacia della politica stessa.”¹⁴⁵

Basta pensare, infatti, che la comunicazione esterna di un quadro informato e valutabile della politica monetaria rappresenti la base del livello di credibilità di cui gode la banca centrale e un aiuto alla formazione delle aspettative. Inoltre, una maggiore chiarezza comporta anche una maggiore autodisciplina degli organi decisionali che devono fornire spiegazioni sempre convincenti.

2.2 Gli strumenti della politica monetaria della BCE

Per attuare la propria politica monetaria la BCE si avvale di uno strumento operativo in particolare: il tasso di interesse a breve termine del mercato monetario.

Attraverso la modifica di questo tasso, la BCE dà luogo alle tre principali manovre della sua politica monetaria, che in gran parte rispecchiano quelle già viste per la Federal Reserve americana: operazioni di mercato aperto, rifinanziamento marginale, coefficiente di riserva obbligatoria.

Le operazioni di mercato aperto, come visto, sono lo strumento più importante per l'erogazione e la regolazione a breve termine della liquidità nel mercato monetario.

¹⁴⁵ Frederic S., Stanley G., Istituzioni e mercati finanziari, 2007

L'erogazione del credito alle banche commerciali può essere effettuata anche attraverso le aste. Il Consiglio direttivo determina il livello dello strumento operativo, il cd tasso interbancario repo, che identifica il tasso a breve termine sul rifinanziamento delle banche ordinarie controllabile dalla banca centrale. In secondo luogo, eroga liquidità a chi gliene abbia fatta richiesta, concedendo i finanziamenti secondo la percentuale del totale del finanziamento richiesto.

Il rifinanziamento marginale, invece, consiste di un'erogazione di liquidità overnight (tra due giorni lavorativi) a un tasso fissato al consiglio direttivo. Tale tasso normalmente è maggiore dell'1% rispetto al tasso di interesse usato nelle operazioni di finanziamento principali e le banche hanno il diritto di utilizzare i prestiti senza limiti.

Uguualmente, gli istituti hanno la facoltà di ricorrere agli sportelli overnight e il tasso è dell'1% in meno rispetto a quello usato nelle operazioni di finanziamento principali. Si tratta di sportelli che vengono diretti in maniera decentralizzata dalle banche centrali nazionali che, operando su tali tassi, intervengono sulla struttura dei tassi di breve periodo.

Il terzo strumento è l'imposizione dei minimi sulle riserve obbligatorie. Modificando i limiti sulle riserve obbligatorie, la BCE agisce sul mercato monetario. Un incremento degli obblighi di riserva, per esempio, comporta un aumento della scarsità di liquidità e quindi una riduzione della moneta.

L'imposizione alle banche di conservare una riserva minima presso le banche centrali nazionali viene ritenuto soddisfatto se si mantiene una riserva media giornaliera almeno pari alla quantità di riserva dovuto.

Poiché tale obbligo dev'essere rispettato solo in media nell'arco del mese, le banche possono detenere una quantità minore di depositi nei giorni in cui la liquidità è minore, bilanciandola con una quantità maggiore di liquidità abbondante.

Poiché il periodo da tener in considerazione è un mese, quindi, il sistema bancario è abbastanza flessibile nella gestione della liquidità facendo in modo che i tassi di interesse si aggiustino senza dover far ricorso a un intervento regolatore continuo da parte della BCE.

2.3 La BCE all'opera: in che modo la politica monetaria europea si è differenziata da quella americana.

L'azione della BCE ha vista molto breve: è iniziata dal 1999. La gestione della politica monetaria è stata caratterizzata da un orientamento espansivo nel corso di quell'anno, cui ha fatto seguito una graduale restrizione attuata nel corso dell'2000.

L'istituto centrale ha giustificato le proprie scelte in merito ai tassi di interesse guardando le diverse prospettive riguardando prezzi e reddito, che si sono manifestate nel corso di questi due anni.

Il rallentamento ciclico che si è verificato dall'inizio del 1999 ha comportato una riduzione dei tassi. Dopo, contemporaneamente a una crescita dei Paesi dell'UEM, la BCE ha fatto riferimento a rischi crescenti di aumenti del livello dei prezzi per incrementare i tassi a partire dal novembre 1999.

Ne è seguito, dal 2000, un cambiamento della tendenza dovuto a un rallentamento della crescita.

La BCE ha utilizzato una politica simile a quella della FED, ma meno aggressiva, in quanto, come visto, la riduzione dei tassi di interesse degli USA è stata molto più incisiva.

Da quel momento, come vedremo, a causa della crescita particolarmente lenta dell'economia europea, la BCE ha mantenuto i tassi di interesse a livelli molto bassi, mentre quelli della FED hanno ripreso a salire parallelamente alla crescita dell'economia americana.

Da più parti la BCE è stata criticata per questa sua politica estremamente "timida" nel ridurre i tassi di interesse nella fase di rallentamento ciclico dell'economia europea. In risposta, vertici della BCE affermano che la lenta crescita nell'Euro-area deriva da fattori strutturali e non dalla politica monetaria.

Da quanto detto, quindi, emerge che la Banca centrale europea, quindi, non ha gli stessi poteri della Federal Reserve statunitense. La prima ha il compito di controllare la stabilità dei prezzi, ponendosi come obiettivo un tasso di inflazione non superiore al 2%. La seconda si occupa di garantire stabilità dei prezzi ma anche di favorire la crescita economica e l'occupazione. Una differenza importante in quanto entrambi le banche possono agire manovrando i tassi di interesse e drenare o immettere liquidità nel sistema attraverso prestiti agli istituti di credito al mercato all'ingrosso. "La Federal

Reserve, però, può anche stampare moneta. Sia ben chiaro, anche la Bce può stampare moneta (le banconote vengono stampate dalle varie zecche nell'area euro solo su ordine e per quantitativi stabiliti dalla Bce). Ma con l'espressione "stampare moneta" si intende principalmente la funzione di prestatore di ultima istanza. Ovvero la Fed può essere in ogni caso il garante finale acquistando titoli di Stato o altri titoli (come quelli sui mutui che la banca statunitense sta comprando al ritmo di 40 miliardi di dollari al mese dallo scorso autunno quando ha annunciato un terzo piano di quantitative easing). Un acquisto che avviene stampando appunto nuova moneta dal nulla. La Banca centrale europea, invece, non incorpora per statuto la funzione di prestatore di ultima istanza. Ciò rende nel complesso gli Stati europei e la valuta europea più vulnerabili rispetto a Stati Uniti e dollaro.¹⁴⁶

3. Dalle politiche convenzionali a quelle non convenzionali usate durante le crisi

Relativamente alle banche centrali, quando parliamo di politiche non convenzionali facciamo riferimento al ricorso a forme di intervento di carattere straordinario che prendono il posto di quelle convenzionali che hanno perso temporaneamente la loro efficacia.

Come abbiamo osservato sia per la Banca centrale europea che per la Riserva Federale Americana, le azioni di politica monetaria si realizzano e hanno la loro influenza sull'economia, attraverso due canali: quello dei tassi di interesse e quello delle riserve bancarie che, a loro volta, influenzano l'offerta di credito. Variare il livello e la pendenza dei tassi di interesse significa influenzare le aspettative e i comportamenti dei vari operatori economici. Il canale del credito opera attraverso la dipendenza che gli operatori hanno rispetto alla disponibilità del credito. Dipendenza che è diversa a seconda dei vari contesti geografici: in Europa, i fabbisogni finanziari dell'economia sono coperti per il 75% delle banche, mentre negli Stati Uniti questa quota è solo il 10%. Qualunque sia la percentuale, si avrà un effetto dovuto alla variazione dei tassi di riferimento che influisce sull'offerta di credito delle banche.

¹⁴⁶ Il Sole24ore, <http://vitolops.blog.ilsole24ore.com/2013/02/dove-sarebbe-leuro-se-la-bce-avesse-gli-stessi-poteri-della-fed-currencywar.html>, 8 febbraio 2013

Ci sono dei casi, d'altronde, in cui i canali dei tassi e del credito non hanno più rilievo e la politica convenzionale della banca centrale inizia a perdere la sua efficacia. Un esempio è quando i tassi di riferimento tendono a livelli bassissimi per poter essere ridotti. Questo fa sì che sarà impossibile influenzare le aspettative degli operatori attraverso una modifica dei tassi.

Durante la crisi partita dal 2008 i tassi di riferimento delle banche centrali sono stati rapidamente portati ai loro minimi storici.

Un'altra circostanza, è quando la crisi economica e mancanza di fiducia spingono gli investitori a detenere liquidità e non a comprare titoli a scadenza medio-lunga. Se ciò accade, l'abbassamento del tasso di riferimento non avrà alcun risultato. Inoltre, il canale del credito perde la sua efficacia quando le banche sono in crisi, hanno grosse perdite e non possono erogare nuovi crediti.

Siamo di fronte, quindi, a una situazione di blocco del mercato interbancario e la situazione di liquidità è critica. Questo è lo scenario della crisi del 2007-2009.

In questa situazione, le banche centrali sono solite adottare politiche non convenzionali, che possono essere raggruppate in tre categorie: quantitative easing, pendenza della struttura per scadenza dei tassi e credit easing.

Il quantitative easing, ovvero creazione massiccia di liquidità, viene fatta con lo scopo di immettere liquidità nel mercato, per esempio attraverso acquisto di Titoli di Stato da parte delle banche centrali, nella speranza che le banche utilizzano le loro scorte monetarie in eccesso.

La seconda politica, invece, ha l'obiettivo di influenzare i comportamenti economici dando al mercato un quadro relativamente definito di tassi bassi e stabili.

Lo sblocco del mercato del credito, il credit easing, infine, intende riattivare il credito verso l'economia e questo viene fatto attraverso operazioni di rifinanziamento della banca centrale che accetta come sottostante a garanzia titoli emessi da soggetti privati.

Durante il momento più difficile della crisi del 2008, le banche centrali hanno fatto un enorme ricorso a interventi non convenzionali che hanno determinato diverse variazioni sul loro bilancio.

Per quanto riguarda la dimensione, lo stato patrimoniale si è gonfiato enormemente. Nel caso della Bce si è avuto un aumento del 60%, in altri casi, come per la Fed e per la Bank of England, ha superato il 100%. Un altro importante effetto ha a che vedere con

la composizione delle voci. La necessità di ristabilizzare il mercato del credito porta le banche centrali ad effettuare operazioni di finanziamento che hanno per oggetto titoli di emittenti privati e non titoli di Stato. La spiegazione è dovuta al fatto che le banche centrali hanno dovuto affrontare una particolare situazione negli ultimi anni.

3.1 La politica della Fed durante la crisi dei mutui subprime

La politica adottata dalla Fed di fronte la crisi dei mutui subprime ha, anche in questo caso, adottato una particolare impostazione a causa della particolarità dell'evento. Le crisi finanziarie, infatti, non generano danni esclusivamente nei confronti degli operatori direttamente coinvolti, ma possono avere riflessi sullo intero sistema economico.

Come abbiamo visto, la Fed, oltre alla crescita e alla stabilità dei prezzi, ha l'obiettivo di mantenere un livello basso dei tassi a lunga scadenza che, a sua volta, richiede bassa inflazione e stabilità finanziaria. La mancanza di interventi di politica economica, comporterebbe, a quel punto, un fenomeno a spirale come quello descritto nei cd "modelli di acceleratore finanziario." Secondo questi modelli, quando si riduce il valore delle attività finanziarie e reali detenute da imprese e famiglie, si viene a creare una riduzione anche del valore del loro collaterale, rendendo più problematico l'accesso al credito. " Consumi e investimenti si riducono contribuendo in tal modo a far diminuire il prodotto e con esso il valore degli assets secondo un vero e proprio circolo vizioso."¹⁴⁷ In questa situazione, il normale operato della Fed, basato su interventi graduali e ripetuti sui tassi ufficiali risulta inopportuna. In condizioni normali gli interventi di politica monetaria sono determinati solo nel momento in cui risulta sufficiente la quantità di informazioni necessaria per determinare se l'andamento dell'inflazione e produzione sia coerente con gli obiettivi prefissati dalla banca centrale. Questo comportamento serve per evitare un'eccessiva volatilità dei mercati che si potrebbe determinare a causa di un'iper-reazione da parte della Banca centrale.

Alcuni importanti membri della Fed, in particolare Mishkin, Bernanke e Geithner, hanno sempre sostenuto che il comportamento che una Banca centrale debba assumere in caso di crisi finanziarie debba essere del tutto diverso. In queste occasioni, infatti, le informazioni relativamente ai debitori/emittenti diventano

¹⁴⁷ Bernanke and Gertler, 1989.

incerte. Creando una forte asimmetria informativa tra questi ultimi e i possessori delle attività. Per i secondi diventa complicato identificare la solvibilità dei primi, contribuendo ad aumentare il rischio percepito dagli investitori che comporta una nuova perdita di valore delle attività a rischio e che molto probabilmente influenzerà anche i settori che non sono direttamente coinvolti.

In periodi di crisi, quindi, l'atteggiamento della Fed deve cambiare, risultando maggiormente rapido, deciso e flessibile. Saranno, pertanto, decisive azioni di breve periodo e il ricorso di strumenti ad hoc.

Una prima conseguenza di questa nuova politica è la probabilità che il costo per il sistema sia maggiore in quei casi in cui gli interventi non sia abbastanza espansivi rispetto al caso in cui lo siano eccessivamente, con maggiore successo nell'arresto della crisi. Una politica maggiormente rapida sarà, infatti, anche capace di influenzare le aspettative degli operatori rispetto all'impegno che l'autorità monetaria avrebbe per risolvere la crisi stessa.

Diventa, quindi, di fondamentale importanza il ruolo della Fed sulle aspettative degli operatori in tempi brevi e nella direzione desiderata. Perché la crisi sia superata è necessaria un buon apporto di fiducia agli investitori.

La tattica più appropriata, quindi, è quella di porre in essere azioni "forti", seguite da comunicazioni ufficiali volte a diffondere lo scopo delle azioni stesse: sconfiggere la crisi.

La Banca centrale americana è da sempre apertamente ostile nei confronti di chi ritiene che le azioni di politica monetaria eccessivamente espansive siano la causa di atteggiamenti di moral hazard. Queste politiche, infatti, non legano in maniera definitiva le mani alla banca centrale che potrà, in qualsiasi momento, intervenire contro comportamenti di questo tipo.

La particolarità dell'operazione, d'altronde, non deve far distogliere l'attenzione da quelli che sono gli obiettivi della banca centrale americana. "La politica monetaria ancorché decisamente espansiva non deve generare aspettative inflazionistiche, che aggiungerebbero ulteriore incertezza agli elementi negativi di rischio già presenti nei mercati finanziari."¹⁴⁸

È di primaria importanza, quindi, tenere il mercato adeguatamente informato relativamente al fatto che i comportamenti della Fed sono l'effetto di una emergente

¹⁴⁸ Verga G., *Analisi e previsioni nei mercati finanziari, 2012-2013*

fase economica e finanziaria e non di una politica stabile e più flessibile sulla crescita e sull'inflazione. Ne consegue che gli strumenti di informazione in capo a un istituto centrale diventano di fondamentale importanza.

Ma vediamo cosa è successo esattamente nelle due crisi.

Nell'estate del 2007, dopo una riunione del FOMC, venne sia comunicato sia che il tasso ufficiale sui Fed Funds rimaneva al 5,25% sia vi fu un'aperta manifestazione della principale preoccupazione della Fed: il pericolo inflazione.

Nonostante questo, il FOMC aveva ben chiara la situazione dei mercati: una discendente volatilità nei mercati finanziari, l'instabile condizione creditizia di famiglie e imprese, un mercato immobiliare sempre più in pericolo. Ne scaturì una nuova crisi di liquidità che determinò la riduzione quasi a zero dell'offerta di fondi e delle trattative, con il conseguente aumento dei rendimenti.

Questa situazione drammatica portò la banca centrale americana ad agire prontamente attraverso la comunicazione che in breve si sarebbe proceduto a una nuova iniezione di liquidità attraverso operazioni di mercato aperto e che i possessori di titoli avrebbe potuto utilizzare le *discount window*.

Ma le cose sembravano non andar meglio e la Fed, pochi giorni dopo, comunicò che per salvare gli istituti poco liquidi e sprovvisti di titoli sufficienti per finanziarsi con le operazioni di mercato aperto, il tasso di sconto veniva diminuito di 50 punti base (dal 6,25 al 5,75%). Fu, inoltre, aumentata la scadenza delle azioni di sconto (8-30 giorni) e l'istituto centrale avrebbe accolto un'estesa gamma di attività come collaterale, inclusi gli stessi mutui e le attività ad essi riferite.

“ La Banca Centrale si dichiarava quindi disposta ad accettare anche le attività più colpite dalla crisi del mercato immobiliare con lo scopo, da un lato, di agevolare il ricorso allo sconto da parte dei maggiori possessori di questi assets, dall'altro, impedire che tali possessori fossero obbligati a vendere, facendo, in tal modo, ridurre le quotazioni.”¹⁴⁹

Il problema della insufficiente liquidità sembrava starsi risolvendo in seguito alla prima riduzione del tasso ufficiale sui Funds di 50 punti base di settembre e al successivo decremento dichiarato un mese dopo (al 4,50%). Nei mercati si iniziò ad diffondere l'utopica convinzione che le agitazioni finanziarie si stesse risolvendo; ma le cose, in realtà, non stavano che peggiorando.

¹⁴⁹ Verga G., *Analisi e previsioni nei mercati finanziari, 2012-2013*

La crisi di solvibilità e liquidità continuava, le borse crollavano e l'indice ABX di Markit, relativo alle obbligazioni con mutui subprime come sottostante diminuiva causando nuove problematiche nel sistema. Gran parte degli istituti bancari subiva nuove ingenti perdite e poca fiducia nei mercati faceva balzare gli spread dei derivati sul credito.

In questo drammatico scenario la Banca centrale americana si mosse con un insieme piuttosto disomogeneo e variegato di interventi, tra i quali:

“• il 14 novembre la Banca Centrale annuncia una maggior diffusione delle sue previsioni “come contributo al crescente impegno per il miglioramento della comprensione della politica monetaria da parte del pubblico”: l'intento era ovviamente quello di contribuire, con una maggior trasparenza, a stabilizzare le aspettative dei mercati;

• l'11 dicembre il tasso ufficiale viene abbassato di 25 punti base (dal 4,50 al 4,25%) in seguito “all'intensificarsi della correzione nel mercato immobiliare, la debolezza dei consumi e il deterioramento dei mercati finanziari”;

• il 12 dicembre, allo scopo di aumentare la liquidità del sistema, vengono temporaneamente attivate le cosiddette TAF (Term Auction Facility), cui si aggiungono interventi concertati con la BCE e altre banche centrali.”¹⁵⁰

Lo scopo ultimo di questi interventi era quello di immettere nuova liquidità nel sistema per un ammontare maggiore di quello creato in seguito alla crisi del settembre 2001. Solo attraverso le TAF, la Banca centrale americana avrebbe creato liquidità per 20 mld. di dollari.

A gennaio si ebbe un'improvvisa crescita e la Fed, coerente con il principio “meglio troppo che poco”, abbassò, per la prima volta nella storia, il tasso target sui Fed Funds veniva di ben 75 punti base. Dopo pochi giorni, inoltre, il tasso fu ridotto di altri 50 punti base, arrivando al 3%.

In ambedue i casi la Banca americana ha dichiarato che il rischio relativo alla crescita economica è alle porte e che sarà, quindi, possibile una nuova diminuzione dei rendimenti. Il FOMC, d'altronde, ha affermato che nonostante i mercati siano ancora sotto osservazione, dal punto di vista della liquidità, il sistema sembra essere migliorato.

¹⁵⁰ Verga G., *Analisi e previsioni nei mercati finanziari, 2012-2013*

I suddetti interventi di politica monetaria , quindi, seppure tradizionali nel loro contenuto si sono dimostrati del tutto innovativi per quanto riguarda la dimensione. A questi , inoltre, vanno aggiunte nuove e atipiche misure di politica monetaria che la Fed ha utilizzato perché necessarie per affrontare la crisi.

Tra questi strumenti è importante, innanzitutto, ricordare il problema dei mutuatari con difficoltà di pagamento. A tal fine sul sito della banca centrale americana ci è un'apposita sezione relativa ai mutuatari in difficoltà in cui appare anche un manuale da utilizzare per i rapporti con le banche. È evidente che il desiderio della Fed è quello che gli istituti di credito badino il prima possibile ad una rinegoziazione.

Emblematico è il discorso del febbraio 2008 di Randall Kroszner, esponente del Board of Governors, lo scorso 6 Febbraio all'American Securitization Forum 2008 Conference. "Dopo aver ricordato che a novembre 2007 il 20% dei mutui subprime a tasso variabile era in mora e che erano state iniziate oltre 171 mila escussioni – il 36% in più rispetto al trimestre precedente – il governatore ha sottolineato che a novembre era già in mora il 7% dei mutui subprime erogati nell'ultimo semestre. Secondo Kroszner, il fatto che mutui di così recente erogazione – che quindi si trovano ancora nella fase di ripagamento caratterizzata da condizioni favorevoli al debitore – fossero già incagliati era probabilmente dovuto anche al crescente ricorso a pratiche non corrette (abusive lending practices) da parte di diversi istituti."¹⁵¹

Gran parte degli istituti creditizi, quindi, non si sarebbero preoccupati delle condizioni di ricchezza dei mutuatari che, a loro volta, stavano firmando contratto le cui condizioni non erano sempre chiare.

In vista di questi atteggiamenti, Kroszner ha spinto l'utilizzo di importanti e tempestive modifiche con lo scopo di ridurre il più possibile le eventualità che i debitori finiscano senza abitazioni.

Tale ricontrattazione delle condizioni dei mutui insolventi fu solo una delle proposte portate avanti dal Governatore che sperava, inoltre, in un meccanismo del credito più chiaro e regolare.

Come già visto, quindi, la crisi dei mutui subprime ha spinto la Banca centrale americana a porre in essere interventi di urgenza aventi l'obiettivo di ridurre la poca liquidità dei mercati e a ripristinare la fiducia nei mercati a parziale discapito della stabilità dei prezzi.

¹⁵¹ Verga G., Analisi e previsioni nei mercati finanziari, 2012-2013

La paura che tale crisi finanziaria avrebbe avuto come conseguenza diretta un restrizione del sistema creditizio, spinse la Fed a considerare che la stabilità dei mercati finanziari avesse un'urgenza maggiore e prioritaria rispetto agli altri due obiettivi, in primis quello inflazionistico. L'obiettivo della crescita sarebbe stato perseguito contemporaneamente a quello della stabilità finanziaria.

In questo scenario, la Banca centrale americana, quindi, decise di limitare la paura della recessione attraverso un'importante e veloce riduzione dei tassi.

Nel 2008 la Banca centrale americana ha dato vita, quindi, a una politica nuova rispetto agli anni precedenti alla base della quale "le importanti immissioni di liquidità che furono rese possibili grazie all'introduzione delle *Term Auction Facility* ad ampliamento delle attività ammesse come collaterale nelle operazioni di sconto, la riduzione dei tassi ufficiali, la cooperazione con le altre banche centrali per garantire liquidità all'intero sistema, introduzione di nuove linee di liquidità per il sistema, massiccia diffusione di informazioni sulle intenzioni della Banca centrale, interventi a favore dei mutuatari e informative per i debitori in difficoltà, diffusione delle iniziative da intraprendere per evitare che nel futuro possa ripresentarsi un fenomeno simile alla crisi finanziaria attraversata dall'economia americana."¹⁵²

Gli interventi della Fed non furono, però, viste con ottimismo da tutti e non pochi furono i dubbi relativi, in particolari, al fatto che l'istituto ricevesse come garanzia delle sue operazioni di finanziamento anche titoli di incerta affidabilità e liquidità e che tale liquidità poteva avere degli effetti inflazionistici eccessivi.

A queste critiche la Banca centrale europea rispondeva, come già visto, sia che La Fed gran parte delle sue azioni aveva un carattere temporaneo in vista della particolare congiuntura economica sia che in realtà non c'era stato un significativo incremento della base monetaria ma i finanziamenti hanno sostanzialmente "riparato" delle *non-borrowed reserves* bancarie.

La riduzione dei tassi continuava nel 2008 e il rendimento target dei Fed-Funds è stato abbassato quattro volte.

La giustificazione di un intervento così aggressivo da parte dell'autorità americana è legato alla forte interconnessione tra la crisi finanziaria e la recessione in cui è entrata l'economia reale statunitense. La Fed per evitare che la mancanza di fiducia nel sistema economico e nel sistema creditizio arrivasse a livelli disastrosi, ha ridotto i tassi

¹⁵² Verga G., *Analisi e previsioni nei mercati finanziari, 2012-2013*

con lo scopo di ridurre il costo dei finanziamenti per gli operatori meno liquidi, per le famiglie e per le imprese.

È prassi che le scelte del FOMC sul tasso siano seguite da un commento sull'economia. E' solo ad aprile che, con l'ultima decisione di ridurre ulteriormente il target Fed- Fund dal 2,25 al 2% il FOMC è apparso più fiducioso non avendo più parlato di "ulteriore indebolimento delle prospettive di crescita e anzi sottolineando le potenziali conseguenze positive delle iniziative intraprese."¹⁵³

Tutto questo è in linea con quanto è fu dichiarato da Bernanke il 9 giugno del 2008. Il Presidente ha sostenuto che uno degli strumenti più importanti per eliminare i rischi sulla crescita è favorire il ritorno nei mercati finanziari. Relativamente all'inflazione, aumentata negli ultimi anni anche a causa dell'incremento dei prezzi delle materie prime, Il FOMC vuole evitare l'emergere di nuove aspettative inflazionistiche che provocherebbe non pochi problemi per la crescita e per la futura inflazione.

Un altro importante intervento che venne eseguito in quegli anni dalla Fed fu il sostegno ai mutuatari. La Fed ha lo scopo di ridurre la morosità dei debitori e le escussioni degli immobili da parte dei creditori.

In effetti la condizione del mercato dei mutui non è affatto soddisfacente: " a gennaio 2008 il 40% circa dei mutui subprime a tasso variabile era moroso da almeno tre mesi, il doppio di 12 mesi prima."¹⁵⁴

La riduzione di valore delle case può rendere difficile per i proprietari rinegoziare i proprio mutui a condizioni più vantaggiose, nonostante l'importante diminuzione dei tassi di interesse. È necessari, quindi, adottare misure innovative per i debitori in difficoltà in vista della singolare situazione che si sta manifestando negli USA.

Il principio alla base di questi interventi sta nel fatto che l'onere delle escussioni è elevato per tutti i contraenti. Questo fa sì che alcuni dei più grandi istituti bancari americani stanno sia erogando i loro servizi di consulenza finanziaria ai mutuatari in difficoltà, sia provvedendo a aiutare i debitori in difficoltà attraverso la rinegoziazione dei tassi, sfruttando il decremento dei tassi a breve effettuato dalla banca centrale americana.

¹⁵³ "The substantial easing of monetary policy to date, combined with ongoing measures to foster market liquidity, should help to promote moderate growth over time and to mitigate risks to economic activity."

¹⁵⁴ Federal Reserve Bulletin, 2009

I creditori, inoltre, sono stati consigliati di adottare una strategia di lossmitigation avente lo scopo di diminuire la richiesta di escussioni nei confronti di mutuatari che, non riuscendo ad ottenere un nuovo finanziamento a condizioni più favorevoli di quello in essere, diventano morosi.

La tecnica che maggiormente è stata utilizzata, d'altronde, consiste nella creazione di piano di ammortamento del prestito, spesso con una dilazione per le rate in mora eventualmente posposte alla regolare scadenza del contratto. Nonostante il massiccio ricorso, questo intervento recentemente non sta dando ottimi risultati in quanto percentuale di coloro che continuano a non pagare le rate, nonostante una dilazione, resta molto alta.

Si sta così diffondendo la pratica di rinegoziare l'interesse e/o di allungare il periodo di ammortamento per ridurre il costo del prestito e/o la rata periodica a carico del mutuatario.

La banca centrale americana prevede, infine, altre possibili alternative, tra le quali: commissione a carico del mutuatario rinegoziante da pagare però alla scadenza del nuovo contratto, oppure far accompagnare la rinegoziazione alla sottoscrizione del mutuatario di un contratto in cui si prevede la cessione al creditore o allo stato di una quota dell'eventuale futuro aumento del valore dell'immobile, etc.

3.2 La Fed e il fallimento di Lehman Brothers

La crisi finanziaria iniziata nel 2007 ha costituito a causare danni fino all'anno scorso, raggiungendo l'apice a settembre quando alcune delle principali banche statunitensi hanno mostrato gravi situazioni economiche e finanziarie.

In seguito al fallimento di Lehman Brothers, il mercato è stato protagonista di una grave crisi di liquidità e mancanza di fiducia che ha spinto i principali istituti a porre in essere una serie di operazioni drastiche volte a impedire che ansie e paure si propagassero tra i vari soggetti sul mercato.

“Sia la banca centrale americana che quella europea hanno ridotto i tassi ufficiali e fornito ampia liquidità al sistema. In particolare, la Fed, dopo aver praticamente azzerato i suoi tassi a dicembre, ha inaugurato una nuova politica di finanziamenti

diretti e selettivi definita *credit easing*. La BCE ha invece tolto ogni limite quantitativo al finanziamento del sistema bancario.”¹⁵⁵

Seppure in questi anni si osservano alcuni segnali di ripresa, resta la paura per la redditività e insolubilità di alcune importanti banche mondiali e per la situazione del sistema economico in generale.

Come abbiamo visto, i problemi finanziari iniziati con la crisi dei mutui subprime hanno raggiunto il loro apice nel crack di un ‘ importante holding finanziaria che fino a pochi giorni prima era ritenuta finanziariamente solida, la Lehman Brothers.

Ma, come ben sappiamo, le crisi finanziarie non sono fine a se stesse e portano con loro un peggioramento nell’economia reale. Il differenziale tra i rendimenti delle obbligazioni corporate e i titoli di Stato a lungo periodo è iniziato a balzare, mentre gli indici borsistici crollavano.

Questo scenario ha indotto la Fed ad accordarsi con i principali istituti centrali e a mettere in atto una serie di interventi basati su tutte le sue strategie di politica monetaria. “ I tassi vennero ridotti fino a essere quasi azzerati, con la promessa ufficiale di continuare a mantenere espansiva la politica monetaria anche nei mesi successivi. L’8 ottobre, punto massimo della crisi, il rendimento target sui Fed funds è stato così abbassato dal 2% all’1,5% e poi ulteriormente ridotto all’1% nella riunione del FOMC del 29.

In secondo luogo fu concessa una massiccia liquidità ai prestatori e agli investitori di particolare rilievo. A questo si aggiunge una notevole azione volta al mantenimento della stabilità di importanti istituzioni finanziarie fondamentale per eliminare i timori in un periodo di enorme fragilità finanziaria, esattamente come era accaduto nel caso di Bear Sterns.”¹⁵⁶

Nonostante i diversi tentativi, il 15 settembre venne dichiarato il fallimento della Lehman Brothers e, nello stesso giorno, venne confermato un secondo tentativo di soccorso: lo Stato, supportato dalla Fed, acquistava il controllo dell’ American International Group Inc. (AIG), una delle più grandi compagnie assicurative del globo. Si trattò di un acquisto della somma di 85 miliardi di dollari erogato alla AIG dalla Fed. Questo intervento venne giustificato dal presidente americano affermando che in

¹⁵⁵ ASSB, Crisi finanziaria, tassi di mercato ed evoluzione delle politiche monetarie, 2009

¹⁵⁶ ASSB, Crisi finanziaria, tassi di mercato ed evoluzione delle politiche monetarie, 2009

determinati scenari finanziari alcuni interventi sono indispensabili per evitare il propagarsi del panico tra i depositanti e gli investitori.

Il non riuscito tentativo di salvare la banca d'affari fu dovuto, come lo stesso Bernanke tenne a precisare al fatto che “nessun compratore si era fatto vivo e il suo collaterale disponibile risultava insufficiente per un prestito da parte della Fed abbastanza elevata da permetterne la sopravvivenza.”¹⁵⁷

Il fallimento della Lehman portò la Fed a mettere in atto una politica del tutto nuovo rispetto al suo tradizionale modo di operare e che comportò sostanzialmente la riduzione del tasso ufficiale come principale strumento di politica monetaria espansiva.

Nel settembre-dicembre 2012, quindi, si assistette a questo movimento dalla consueta politica dei tassi a una nuova politica definita “quantitativa”. Poiché al tempo i tassi erano già molto bassi, questo ulteriore ribasso impedì che ci potessero essere in futuro altre importanti diminuzioni.

“È importante, comunque, considerare che il venire meno della politica monetaria basata sul tasso è stata determinata non solo dall'impossibilità di ridurre ulteriormente il tasso ufficiale, ma anche da un altro importante fattore identificato dalla Banca centrale stessa come la convenzionale politica monetaria focalizzata a incidere sui tassi a breve si era dimostrata insufficiente per superare gli effetti della crisi finanziaria sulle condizioni creditizie e l'economia nel suo complesso”.¹⁵⁸

La chiave del successo di questa politica è una buona integrazione tra i diversi mercati monetari e creditizi. Il classico controllo dei tassi di interesse a breve termine insieme alle attese dei movimenti di politica monetaria hanno una notevole influenza sui rendimenti di attività e tassi erogati dalle banche.

I principali analisti della Fed ritengono, d'altro canto, che si stia riducendo sempre di più il movimento di fondi da settori liquidati a settori meno liquidi contribuendo a rendere il ruolo della politica monetaria sempre più effimero. Questo comporta che non pochi operatori continuano a pagare tassi notevolmente alti nonostante la riduzione del tasso ufficiale, avendo in questo modo problemi di liquidità e di accesso al credito. Tutto questo mentre altri settori sono in surplus di liquidità.

¹⁵⁷ Lieberman M., Hall R.E., Principi di economia, Apogeo, 2009

¹⁵⁸ ASSB, Crisi finanziaria, tassi di mercato ed evoluzione delle politiche monetarie, 2009

Gran parte di questi settori sono considerati importanti dalla Fed e “la politica tradizionale che non riesce ad eliminare i loro problemi è vista come inadeguata rispetto agli interventi diretti specifici da parte dell’autorità monetaria che si trova a dover adempiere a quel ruolo di fornitore di fondi che, fino a luglio del 2007, era invece egregiamente svolto dai mercati.”¹⁵⁹

Bernake ha tenuto più volte a giustificare il funzionamento della nuova politica monetaria utilizzando, a tal fine, una spiegazione riguardante le diverse misure adottate, rispettivamente, dalla BCE e dalla banca centrale Giapponese. Anche quest’ultima, infatti, ha dato vita a una sorta di quantitative easing.

I principali fattori alla base delle due diverse metodologie sono legati alle differenti condizioni finanziarie ed economiche che i due paesi stanno affrontando negli ultimi anni.

“ Nella situazione attuale americana, gli spread sul credito sono molto più alti che nella realtà giapponese di allora, mentre le disfunzioni del mercato creditizio sono maggiori.”¹⁶⁰

Lo scopo della Fed, quindi, è quello di assicurarsi che la domanda salga, che gli spread scendano e che il sistema del credito torni ad operare. Per raggiungere questo obiettivo la soluzione più adatta consistente in un’operazione di finanziamento e di acquisto di titoli da parte dell’istituto centrale.

I crediti concessi dalla Fed erano, quindi, connessi a bisogno stesso dei debitori che, a causa delle turbolenze del mercato finanziario, non potevano ricevere i loro abituali crediti. “ In queste condizioni non deve destare preoccupazioni se la liquidità erogata a chi ne ha bisogno, aggiunta a quella di chi ne ha già in abbondanza ma non la cede, può portare a una crescita abnorme del totale della massa di base monetaria, dato che la seconda componente, rimanendo inoperosa, non ha alcun effetto sull’economia. Chi è preoccupato che l’attuale crescita abnorme di base monetaria rappresenti un pericolo inflazionistico, secondo Bernanke, sbaglia: al momento spinte inflazionistiche non ce ne sono e, una volta risolta la crisi finanziaria e superate le difficoltà del sistema creditizio, i mercati torneranno ad essere integrati e la Fed toglierà al sistema tutta la liquidità in eccesso che nel frattempo si è accumulata.”¹⁶¹

¹⁵⁹ ASSB, Crisi finanziaria, tassi di mercato ed evoluzione delle politiche monetarie, 2009

¹⁶⁰ Bernanke, 2009

¹⁶¹ ASSB, Crisi finanziaria, tassi di mercato ed evoluzione delle politiche monetarie, 2009

Gli strumenti di politica monetaria utilizzati attualmente dalla Fed, pertanto, riguarda il sostegno al mercato del credito e includono tre categorie. L'iniezione di liquidità a istituti sani attraverso la concessione di crediti o attraverso le operazioni di mercato aperto,; questa categoria comprende, il prolungamento delle operazioni, l'aumento delle attività accettate come collaterali, etc.

Vi è poi l'erogazione diretta di liquidità a particolari e importanti debitori e investitori". Classici sono di investimento monetari. "In questo gruppo di strumenti si può includere anche la nuova facility contro titoli AAA collateralizzati da prestiti agli studenti, acquisto di auto, carte di credito etc. "¹⁶²

L'ultima categoria consiste nell'acquisto di significativi titoli a lunga scadenza , come i debiti delle Government Sponsored Enterprises.

3.3 La risposta della Bce e della Fed nella crisi: il Quantitative easing

Nell'agosto 2007 si è verificata una significativo aumento delle agitazioni nei mercati finanziari e una crescente avversione al rischio in seguito alla crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti. La volatilità è aumentata bruscamente per quasi tutte le categorie di attività. I mercati azionari sono crollati sulla scorta delle cessioni di titoli effettuate dagli investitori che spostavano i fondi verso investimenti "rifugio".

In quelle circostanze diversi istituti bancari hanno segnalato la propria esposizione relativamente al mercato dei mutui subprime da cui scaturì che molti di essi, soprattutto dell'area euro, erano stati soggetti a significative perdite per esposizioni su mutui cartolarizzati. Questo comportò un clima di grave sfiducia nel sistema bancario con il conseguente peggioramento sia delle condizioni del credito interbancario di sia del funzionamento del mercato monetario europeo. "La BCE è intervenuta immettendo liquidità overnight nei mercati monetari interbancari mediante una serie di operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) ed erogando liquidità aggiuntiva tramite le operazioni convenzionali." ¹⁶³

Lo scopo era quello di diminuire la volatilità dei tassi di interesse a breve termine e limitare la possibilità che le agitazioni finanziarie espandessero tramite il sistema bancario.

¹⁶² ASSB, Crisi finanziaria, tassi di mercato ed evoluzione delle politiche monetarie, 2009

¹⁶³ ASSB, Crisi finanziaria, tassi di mercato ed evoluzione delle politiche monetarie, 2009

Nel dicembre 2007 la BCE, in accordo con il Federal Reserve System, ha concesso finanziamenti in valuta americana al sistema bancario europeo con lo scopo di ridurre la mancanza di liquidità dell'euro.

Dopo il fallimento della Lehman Brothers aumentavano i dubbi sulla solidità dei principali istituti bancari del mondo comportando un pesantissimo crollo del mercato monetario. Questo ebbe come prima conseguenza un' inconsueta impennata i tassi di interesse a breve termine, sia dentro che fuori il sistema europeo.

In questo scenario, gli istituti bancari hanno cercato di proteggersi attraverso consistenti riserve di liquidità, eliminando nello stesso tempo le voci maggiormente rischiose nei bilanci e irrigidendo le condizioni a cui venivano erogati i crediti.

Sono state svariate le misure utilizzate dalla Banca centrale europea; quella che maggiormente ha avuto influenza è stato l'utilizzo di un'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti; dietro giuste garanzie, le banche europee hanno ricevuto liquidità senza limiti dall'istituto centrale al tasso di rifinanziamento principale. In questo modo la BCE si è sostituita al mercato monetario.

In vista delle incombenti agitazioni finanziarie che nel maggio del 2010 hanno scosso i mercati finanziari, precisamente il mercato dei titoli di stato, la Banca centrale europea ha dato il via a un programma volto "che ha consentito alla stessa istituzione e alle banche centrali nazionali dei paesi dell'area dell'euro di intervenire nei mercati di alcuni titoli di debito, per lo più in quelli dei titoli di Stato, entro i limiti stabiliti dal Consiglio direttivo. In conformità al Trattato, che vieta l'acquisto diretto dagli Stati, sono stati ammessi solo acquisti nel mercato secondario (a prezzi di mercato). L'ammontare totale dei titoli acquistati non ancora giunti a scadenza viene sterilizzato ogni settimana, in modo da non incidere sulle condizioni complessive di liquidità del mercato monetario interbancario." ¹⁶⁴

Le agitazioni sui mercati finanziari continuarono nel dicembre 2011 e , in vista soprattutto del peggioramento del sistema creditizio bancario, la Banca centrale europea ha scelto di porre in essere due interventi di rifinanziamento a lungo termine con scadenza a 36 mesi. Come tasso principale venne utilizzata la media dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento principali svolte durante il rispetto intervento. Le operazioni ebbero luogo, rispettivamente, il 21 dicembre 2011 e il 29 febbraio 2012.

¹⁶⁴ La Banca Centrale europea, La risposta della Bce alla crisi, luglio 2013, <http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

Gli interventi della banca centrale europea, però, non finirono qui e l'istituto decide di incrementare l'utilizzabilità di garanzie, riducendo la soglia di rating per determinate attività cartolarizzate e permettendo agli istituti centrali nazionali di ricevere in garanzia prestiti bancari temporanei che rispettino precisi parametri. Tutte le incombenze relative a quest'operazione sarebbero ricadute sulla banca centrale nazionale che avrebbe accettato di farne uso.

Tra le iniziative della Banca centrale europea, inoltre, va annoverata la diminuzione del coefficiente di riserva dal 2 all'1%, avente lo scopo di liberare garanzie e rinforzare il funzionamento del mercato monetario.

Le azioni dell'istituto centrale europeo avevano come scopo quello di valorizzare l'unicità della politica monetaria europea e garantire che gli effetti derivanti dai propri interventi fossero ben recepiti dall'economia reale di tutto il sistema europeo. Questo desiderio spinge l'istituto nel settembre 2012 a dichiarare l'eventuale utilizzo di operazioni definitive monetarie (ODM). "Queste consistono in interventi condotti nei mercati secondari dei titoli di Stato per far fronte alle gravi distorsioni ivi presenti, che derivano in particolare dai timori infondati degli investitori sulla reversibilità dell'euro. Le ODM forniscono, nel rispetto delle condizioni appropriate, un meccanismo di sostegno del tutto efficace per scongiurare scenari nefasti, in grado di autoalimentarsi e suscettibili di porre sfide potenzialmente impegnative per la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro."¹⁶⁵

Al fine di rispettare la priorità della stabilità dei prezzi e garantire che i paesi siano sempre pronti a risanare i conti pubblici e le riforme strutturali adeguate, è fondamentale che queste operazioni ODM vengano svolte alla luce di quanto previsto nel programma 'EFSF/MES.

La crisi finanziaria partita nel 2007 ha spinto, quindi, la BCE ad adottare politiche monetarie capaci di stimolare l'economia. Lo stesso ha fatto la Fed americana.

Come già visto, infatti, la Fed ha fatto ricorso ad una politica non convenzionale di Quantitative Easing.

Dagli anni 90 e fino all'autunno del 2008, la politica della Fed era incentrata sull'identificazione di un tasso target richiesto alle banche che avessero l'esigenza di

¹⁶⁵ La Banca Centrale europea, La risposta della Bce alla crisi, luglio 2013, <http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

ottenere prestiti con scadenza overnight, i famosi fondi federali. Tale prestito diventava una sorta di deposito della Fed presso la banca che lo richiedeva.

In condizioni normali, tale tasso era enormemente sensibile all'ammontare di depositi e questo permetteva alla Fed di ottenere il suo obiettivo di tasso modificando la quantità di riserve offerte.

Al termine del 2008, la Banca centrale americana riduce il tasso sui fondi federali a un livello prossimo allo zero, erogando nello stesso tempo una gran quantità di liquidità al sistema bancario. Questo ha avuto come conseguenza un'eccessiva quantità di riserve in capo alle banche e la riduzione del tasso overnight sull'interbancario. “ Inoltre, il raggiungimento del limite inferiore (zero lower bound) da parte dei tassi nominali di interesse rendeva lo strumento di politica monetaria normalmente utilizzato dalla Fed – la modificazione del tasso sui Fed Funds, finalizzato al controllo dell'andamento del reddito e dell'inflazione – praticamente inutilizzabile.” ¹⁶⁶

La Fed ha quindi introdotto strumenti di politica monetaria non convenzionali. Il più importante tra

questi è stato il Quantitative Easing 1 (QE1), dichiarato il 18 Marzo 2009, che consisteva nell'immissione di liquidità attraverso l'acquisto di 1.200 miliardi di dollari di *agency mortgage-backed securities* e di 100 miliardi di dollari di *agency debt*. Era previsto, inoltre, l'acquisto di 300 miliardi di dollari di titoli di stato a lungo termine entro i successivi 6 mesi.

In totale il Quantitative Easing 1 sanciva acquisti di assets a lunga scadenza per circa 1.600 miliardi di dollari e individuava nella riduzione sia dei tassi di interesse che dei principali spread quell'obiettivo intermedio che avrebbe permesso il perseguimento dell'obiettivo finale, la normalizzazione dell'attività economica, in drammatiche condizioni dopo il fallimento della Lehman Brothers.

“Gli esiti di questa operazione furono buoni. L'effetto sui tassi a lungo termine infatti risultò pari a una riduzione di alcune decine di punti base; un risultato che avrebbe richiesto una (al momento) impossibile riduzione dei tassi sui Fed funds di almeno 200 punti base.” ¹⁶⁷

Vi fu, inoltre, una riduzione di alcuni importanti spreads per il mercato del credito che, a causa della crisi, avevano raggiunto livelli molto alti.

¹⁶⁶ ASSB, La congiura monetaria, 2011

¹⁶⁷ Baglioni, Crisi di liquidità, 2006

Dopo un anno e mezzo dall' intervento del QE1, la Fed ha proceduto ad acquistare altri 600 miliardi di dollari di titoli di stato entro la fine del Giugno 2011, attraverso operazioni per 8 mesi dell'ammontare di 75 miliardi di dollari. Il nuovo utilizzo di strumenti non convenzionali venne definito Quantitative Easing 2 e fu necessario a causa della continua ed altissima disoccupazione e paura di deflazione maturata in questi anni a livello mondiale. Non avendo la possibilità di aggiustare al ribasso i tassi sotto il suo controllo, la Fed ha mantenuto il tasso sui Fed funds ad un livello tra 0 e 0,25% per un lungo periodo di tempo e ha effettuato nuovi acquisti su larga scala di titoli a lunga scadenza.

Bernanke, subito dopo l'annuncio dell'operazione, dichiarò che il QE2 avrebbe avuto lo stesso risultato di una riduzione del tasso sui Fed funds di 75 bps.

È interessante identificare le differenze tra gli obiettivi che la Fed si è posta con il QE1 prima e con il QE2 dopo.

Con il QE1 la Fed aveva lo scopo di allontanare l'economia americana da una vera e propria "Grande Recessione", anche attraverso una serie di interventi di sostegno diretti a sostenere il settore maggiormente colpito dalla crisi, ovvero quello immobiliare.

Mediante QE2 la Fed si pone invece unicamente lo scopo di abbassare i tassi reali a lungo termine per agevolare la crescita. Obiettivo ancora ben lontano da essere raggiunto a causa delle continue difficoltà in cui si trovano i consumatori americani, eccessivamente indebitati e poco positivi sulla crescita futura.

Inoltre, diversamente dal precedente esperimento di politica monetaria non convenzionale, in questa occasione la Fed sembra meno preoccupata dalla necessità di ridurre gli spread.

Conclusione

Con il tempo ci si è resi sempre più conto che le passività della banca centrale sono indispensabili per le operazioni delle banche e dell'intero sistema finanziario influenzando l'attività economica complessiva e incidendo sulle decisioni di famiglie e imprese attraverso gli effetti sui tassi di interesse, sia dal sistema di interdipendenza che lega gli interventi delle banche centrali di tutto il mondo. Da ciò la necessità di analizzare parallelamente la struttura e la politica monetaria dei due istituti monetari a capo della Comunità Europea e degli Stati Uniti.

Il primo passo per poter capire in che direzione si muovono i due istituti centrali è l'analisi degli obiettivi che i rispettivi statuti attribuiscono loro e la posizione gerarchica che gli stessi assumono.

Molte banche centrali come la Bank of England, la Bank of Canada e la Bank of New Zelanda, oltre che, come abbiamo visto, della Banca centrale europea, sono guidate da un mandato gerarchico, che fissa la priorità dell'obiettivo della stabilità dei prezzi e prevede poi la possibilità di perseguire altri obiettivi. A differenza delle altre banche centrali, invece, la Fed, ha un mandato duale per raggiungere due obiettivi di uguale importanza: la stabilità dei prezzi e la massima occupazione.

Questo è ciò che è previsto, ma in realtà le due banche centrali sono molto più vicine di quanto si possa pensare. La Federal Reserve sa che per raggiungere in maniera efficiente i due obiettivi è necessario prevedere un piano gerarchico con al vertice la lotta contro l'inflazione e, in questa direzione, è sempre stata giudicata essere molto più attiva rispetto alla Banca centrale europea.

In realtà, è vero che la Fed è stata più aggressiva ma gli Stati Uniti hanno sperimentato nel tempo un andamento positivo alla produttività, che gli ha permesso di avere un'inflazione più bassa. L'Europa invece

ha interfacciato con una produttività negativa che, insieme con uno shock negativo sulla domanda e mercati dei prodotti piuttosto rigidi ha provocato una mini-stagflazione: debole crescita con elevata inflazione.

La prima conclusione importante che ne deriva, quindi, è che, per quanto strutturalmente diverse, le principali differenze tra le due autorità derivano non tanto dagli istituti monetari, quanto dalle economie dei due paesi.

Emerge, pertanto, che la Banca centrale europea, non ha gli stessi poteri della Federal Reserve statunitense. La prima ha il compito di controllare la stabilità dei prezzi, dandosi quale obiettivo un tasso di inflazione non superiore al 2%. La seconda tende a garantire la stabilità dei prezzi ma anche la crescita economica e l'occupazione. Una differenza importante in quanto entrambe le banche possono agire manovrando i tassi di interesse e drenare o immettere liquidità nel sistema attraverso prestiti agli istituti di credito al mercato all'ingrosso. La Federal Reserve, però, può anche essere in ogni caso il garante finale acquistando titoli di Stato o altri titoli (come quelli sui mutui che la banca statunitense sta comprando al ritmo di 40 miliardi di dollari al mese dallo

scorso autunno quando ha annunciato un terzo piano di quantitative easing). Un acquisto che avviene stampando appunto nuova moneta dal nulla.

La Banca centrale europea, invece, non incorpora per statuto la funzione di prestatore di ultima istanza.

E' proprio l'attenzione all'economia e in particolare al Pil reale del paese, che muove le decisioni dell'istituto americano.

Non sempre i canali dei tassi e del credito, d' altro canto, hanno rilievo, in quanto, in particolari circostanze,

la politica convenzionale della banca centrale inizia a perdere la sua efficacia. Un esempio è quando i tassi di riferimento tendono a livelli bassissimi per poter essere ancora ridotti. Questo fa sì che non sarà impossibile influenzare le aspettative degli operatori attraverso una modifica dei tassi. Durante la crisi partita dal 2008 i tassi di riferimento delle banche centrali sono stati rapidamente portati ai loro minimi storici. In queste situazioni le banche centrali tendono ad adottare politiche non convenzionali, ed è proprio ciò che ha fatto la Federal Reserve americana.

Dallo scoppio della crisi dei mutui subprime, come ha più volte affermato Ben Bernake, l'atteggiamento della Fed alla crisi può essere visto sotto due punti di vista e cioè la lotta contro la crisi finanziaria vera e propria e la lotta contro la recessione.

La prima si riferisce al periodo iniziale della crisi (agosto 2007- inizio 2009) , allorquando molti debitori privati subirono una crisi di liquidità e faticavano ad ottenere prestiti a breve termine, con conseguente crisi per la stabilità finanziaria e per l'intero sistema creditizio. Fu allora che la Fed è intervenuta sia salvando i grossi istituti bancari, sia, quale prestatore di ultima istanza, creando diversi programmi ad hoc, come le TAF, con cui erogare credito al settore finanziario. Superata la fase di emergenza, questi strumenti non sembrarono più utili e furono eliminati nel primo trimestre del 2010.

Contemporaneamente sono state anche regolarizzate le convenzionali operazioni di sconto realizzate attraverso le discount windows, che erano diventate maggiormente elastiche durante la crisi finanziaria.

La seconda azione della Fed ha riguardato, invece, una serie di interventi per contrastare il fenomeno della recessione. Dopo aver abbassato il tasso ufficiale quasi a zero , il FOMC ha continuato a spingere la crescita attraverso un acquisto di titolo del Tesoro, con conseguente miglioramento delle condizioni dei mercati ipotecari e di altri

mercati del credito privato e un ribasso sui tassi dei Treasury Bonds e sui presiti a lungo termine e sui relativi spread.

Vi è stato ,infine, l'acquisto di 600 miliardi di dollari di titoli di stato a lunga scadenza che ha permesso di creare nuova liquidità e impedito un'ulteriore crescita dei rendimenti a lunga scadenza.

L'azione della Fed ha scatenato una reazione a livello economico molto forte. Il Quantitative Easing sta garantendo una crescita stabile agli Stati Uniti e sta riassetando alcuni settori che erano in uno stato di profondo declino fino all'anno scorso, come il settore immobiliare. Lo stesso Fondo Monetario Internazionale incoraggia Bernake con le politiche non convenzionali, avendo un impatto positivo sui mercati internazionali e, di conseguenza, sulla stabilità di un'Europa in sofferenza (la diminuzione dello spread è anche dovuta alle politiche espansive della Fed).

Non tutti, d'altronde, sono convinti dell'intervento non convenzionale adottato. In primo luogo la stampa finanziaria evidenzia i rischi finanziari legati al quantitative easing. La massiccia iniezione di liquidità finanziaria nel sistema, infatti, starebbe occultando i problemi strutturali dell'economia americana e spingendo i paesi dell'occidente a prendere le medesime misure.

Sarebbe, infatti, necessari interventi di "sistema", che in questo caso si traducono in interventi in grado di oliare la macchina dello Stato e di stabilizzare le attività economiche. Il riferimento è al problema dei mutui, dal quale nacque la crisi, ancora vittima di gravi distorsioni.

Anche per l' Europa il discorso è simile, ma la programmazione di riforme strutturali è sufficiente a fermare ogni ipotesi di politiche monetarie espansive. Si è persuasi che una politica monetaria accomodante rallenti il processo riformatore.

Le tesi contrarie alla politica espansiva di Bernake si fondano anche sul fatto che più che risollevarla in modo sostenuto l'economia, il Quantitative easing ha creato un divario tra i fondamentali economici da un lato e l'azionario e obbligazionario dall'altro, dando vita ad una bolla e permettendo allo S&P 500 di balzare a più del 150% dal mercato orso in cui era precipitato nel 2009. Le iniezioni di liquidità della Federal Reserve hanno anche gonfiato gli utili delle aziende americane: delle 472 società quotate sullo S&P che dal 2009 hanno comunicato i bilanci, il 72% ha battuto le stime sugli utili.

Tutto viene fatto in nome dell'economia reale, ma non sempre nel modo ottimale. L'amplessissima liquidità e i tassi a zero potrebbero causare non pochi danni. Secondo gli analisti di Bank Of America, per esempio, quanto più Main Street si avvicina alla ripresa, tanto più grande sarà il rischio di bolle.

Nonostante le critiche, Il presidente Mario Draghi, in ogni caso, sta cercando di tenere il passo dietro la Fed abbassando i tassi di riferimento a un livello reale negativo (nominalmente allo 0,5%) e convincendo i paesi del nord ad accettare il piano OMT, ossia l'acquisto di titoli di Stato dei membri in sofferenza (Italia, Spagna, Irlanda etc).

Intanto, lo scenario economico del mondo e degli Stati Uniti sta mutando e stanno nascendo pertanto, molte perplessità sulla continuazione di una politica monetaria americana così espansiva. Di fronte alla ripresa economica degli ultimi anni diventa importante far diventare la politica monetaria maggiormente stringente in modo da evitare possibili spinte inflazionistiche.

La Fed, a questo proposito, può contare su diversi strumenti restrittivi.

Ci sono, tuttavia, dubbi anche sulle decisioni della fed relativamente a un possibile tapering e le decisioni di

Bernake hanno avuto non pochi effetti sia sul funzionamento dei mercati sia nella reazione delle altre

banche centrali mondiali.

La prima reazione è stata la caduta dei prezzi delle azioni, obbligazioni e delle commodities in Asia, Europa

e nelle Americhe: le dichiarazioni di un possibile ritardo della politica di sostegno hanno, infatti, allarmato

gli investitori che si sono rapidamente sentiti privi di tutela.

È importante tener presente che molti analisti temono che possa scoppiare una bolla nei mercati finanziari

dei Paesi emergenti, colpendo indistintamente bond, azioni e valute. Molte banche centrali, infatti, si

stanno adoperando il più possibile per ridurre le perdite delle valute. La paura, infatti, che la Fed cominci - seppur gradualmente - una exit strategy dal terzo piano di quantitative easing inaugurato lo scorso anno e che intenda acquisire i bond governativi e agganciati ai mutui per un ammontare complessivo di 85 miliardi di dollari al mese avrebbe un effetto diretto sui paesi emergenti, in quanto questi sono

stati tra i principali destinatari dell'enorme massa di liquidità iniettata dall'inizio della crisi dalla Federal Reserve (circa 12 trillioni di dollari).

Il 18 giugno di quest'anno Ben Bernanke ha affermato che nel caso in cui l'economia americana continui a espandersi, come previsto, la Fed sarà pronta, entro la metà dell'anno, a dar vita al "tapering", un graduale rallentamento del Quantitative easing. L'istituto ridurrà gradualmente l'ammontare di obbligazioni acquistate mensilmente per pompare liquidità nel sistema finanziario (oggi 85 miliardi di dollari al mese di acquisti di bond).

Il governatore americano, nell'inquadrare i termini per effettuare un ritorno alla politica monetaria tradizionale, ha, però, sottolineato che la Fed non ha effettuato alcuna scelta predeterminata e definitiva, lasciando aperti ampi margini di flessibilità per i prossimi interventi.

Rapida è stata la risposta da parte della banca centrale europea. A giugno di quest'anno Mario Draghi, numero uno dell'istituto centrale, ha evidenziato come la Bce abbia lasciato definitivamente il ruolo di 'osservatore' per assumere un ruolo attivo in una realtà che, fino a questo momento, è stata ampiamente dominata dalle potenti Banche centrali quali la Fed o la Bank of Japan.

La Bce è intervenuta annunciando la futura evoluzione della propria politica monetaria: un fenomeno assolutamente nuovo, che non si era verificato né durante l'incarico di Trichet né prima d'ora durante quello di Draghi stesso.

Oltre mostrare il programma futuro, definito "Forward Guidance", Draghi ha affermato che i tassi di interesse attuali resteranno bassi per lungo tempo e che, volendo, potranno anche essere ulteriormente ridotti. Seppur i mercati si aspettavano una conferma dei tassi, un grande stupore è seguito al discorso delle prossime azioni e di eventuali nuovi ribassi. L'intervento di Draghi è, sicuramente, una prima risposta alla paura derivante dal tapering della Federal Reserve americana.

In questi giorni i due istituti stanno quindi confermando le loro priorità: mentre la Fed americana pone al centro della sua attenzione il livello di disoccupazione, parametro su cui decide di effettuare o meno il passaggio all'exit strategy dal quantitative easing, la Banca centrale europea risponde ora con l'obiettivo inflazione-crescita-credito." Fin quando l'inflazione non dà segni di preoccupazione e la crescita e il credito hanno bisogno di aiuto, la Banca centrale europea sarà legittimata ad agire sui tassi.

Come ha più volte ricordato Mario Draghi, d'altronde, ci sono cose che la Bce non può fare per aiutare i paesi a uscire dalla crisi, ma che spettano ai governi: diminuire i deficit pubblici, dar vita a riforme strutturali, aggiustare sistemi politici che non funzionano.

Bibliografia

Baffi P., *Centre for Monetary and Financial Economics*, 1994

Baglioni, *Crisi di liquidità*, 2009

Bailey I. R., *Fiscal Drag: Causes, Effects and Solutions*, 1999

Benassy, *Indipendenza de la banque centrale et politique budgetaire*, 1994

Bollettini Federal Reserve

- Bruno, *Inflazione, crescita e controllo monetario*, 1994
- Baroncelli S., *La Banca centrale europea: profili giuridici e istituzionali, un confronto con il modello americano della Federal Reserve*, Erap, 2010
- Commissione europea, *Libro verde sulle misure pratiche per l'introduzione della moneta unica*, 1995
- Comitato economico e sociale, *Implicazioni per il mercato della legislazione e delle regolamentazioni necessarie per la transizione alla moneta unica*, in G.U.C.E., 24 Febbraio 1997
- Consiglio europeo di Madrid, *Quadro di riferimento per l'introduzione della moneta unica*, 1995
- Cukierman, *Central Bank independence and monetary control*, in *The Economic Journal*, 1994
- De Saint Phalle, *The Federal Reserve System: An Intentional Mystery*, Prager, 1985
- Deane, M., Pringle, R.; *The Central Banks*, New York 1995
- Dell'Amore G., *Il controllo quantitativo del credito nel sistema della riserva federale USA*, Giuffrè, 1959
- Dongili P., *Considerazioni sul ruolo e sulla natura della BCE*, 2005
- Duguay P., *Some thoughts on price stability versus zero inflation*, Relazione presentata alla conferenza "Central Bank Independence and Accountability. Open issues and institutional reforms." ,Milano
- Dratetta U., *Elementi di diritto dell'Unione Europea*, Giuffrè, 1999
- Economic Front, *How Policy Makers Regrouped to Defend the Financial System*, The Wall Street Journal, 18 settembre 2001
- Eichengreen B., *Implications of the Great Depression for the Development of the International Monetary System*, 1998
- Falcone F., *L'euro e le implicazioni di politica economica nell'Unione monetaria europea*, 1997
- Fagan G., *An Area-Wilde Model for the Euro Area*, 1998

Foreman Pack J., *Storia dell'economia internazionale dal 1850 a oggi*, 1999

Gardner, R.N., *Sterling-dollar diplomacy in current perspective*, New York, 1980.

Hanspeter, Scheller K., *La banca centrale europea, storia, ruolo e funzioni*, 2006

Harrod R.F., *Reforming the World's Money*, London, 1965

Hepburn A.B., *History of Currency in the United States*, New York, 1967

Holt C., Duncan MacRae C., *Il dilemma inflazione-disoccupazione*, 2009

Homer, Sylla, *A history of interest rates*, 1991,

Hutchinson D., *Money, banking and US economy*, 1992

Hutchison M., Andrew Hughes Hallett, Svend E. Hougaard Jensen, *Fiscal Aspects of European Monetary Integration*, 1998

I Sole240re, <http://vitolops.blog.ilsole24ore.com/2013/02/dove-sarebbe-leuro-se-la-bce-avesse-gli-stessi-poteri-della-fed-currencywar.html> , 8 febbraio 2013

IME, *The changeover to the single currency*, 1995

Intrator H., *Le système bancaire américain*, Presses Universitaires de France, 1996

Lieberman M., Hall R.E., Tirell P., *Principi di economia*, Il Mulino, 2006

Litan E., *What Should Banks Do?*, Washington DC, 1987

Livingston J., *Origins of the Federal Reserve System: Money, Class, and Corporate Capitalism, 1890-1913*, 2007

Kemmerer E.W., E.W. Kemmerer and the Origins of the FED, 2007

Mishkin Frederich S. , Eachins Stanley., Forestieri G., *Istituzioni e mercati finanziari* , Pearson Education Italia, 2007

Mitchell, *International historical statistics: Europe, 1750-1988, 1992*; Ocse. 2009

Morselli A., *Nascita ed evoluzione della Banca centrale europea. Aspetti istituzionali, economici e monetari*, Città Aperta, 2009

Padoa, Schioppa, *La lunga via verso l'euro*, 2004

Papadia F., Santini C., *La Banca centrale europea*, Il Mulino, 2011

Schneider, Sjarwarzer, Zellfelder, Wabrungen der Well, Newman, Foster, *The value of a pound*, 1995;

Statuto Bce

Proietti A., *Bce all'americana: tassi bassi a lungo, Draghi esce allo scoperto*, Times, <http://it.ibtimes.com/articles/52201/20130705/draghi-bce-tassi-interesse-politica-monetaria-lungo-periodo-federal-reserve-quantitative-easing-giap.htm#ixzz2b5VWeCTB>

Rapporto al Consiglio e alla Commissione sulla realizzazione per fasi dell'Unione economica e monetaria nella Comunità, Rapporto Werner, Bollettino delle Comunità Europee, 8 ottobre 1970

Selgin A., *The Theory of Free Banking. Money supply under competitive note issue*, Cato Institute, 1987

Sorrentino R., *Fed e Bce: la differenza non c'è*, Il Sole 24 ore, marzo 2007

Strauss P., Farina C., *Administrative Law. Cases and Comments*, 1995

Sylla R., *The Autonomy of Monetary Authorities. The Cast of the US Federal Reserve System*, 1998

Svensson, *Inflation targeting as a monetary policy rule*, 1997

Tenaglia Ambosini A., *La moneta e l'Europa. Da Bretton Woods a Maastricht e oltre*, Giappichelli, Torino

Timberlake, R. H., *The Origins of Central Banking in the United States*, 1978

Timberlake H., *Monetary Polityc in the United States*, 2011

Tizzano A., *Codice dell'Unione Europea*, CEDAM, 2012

Triffin R., *Europe and the Money Muddle*, 1957.

Trattato di Maastricht

Tsoylkalis L., *The European Agenda: Issues of Globalization, Equity and Legitimacy*, 2008

Zilioli C., Selmayr M., *La Banca centrale europea*, 2007

Wade J., rappresentante della ABA, *Statement of Festus*, April 15, 1987

www.federalreserve.gov

