

Indice

Premessa

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 e responsabilità: una coppia complementare
 - 2.3 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 Il sistema federale
 - 3.5 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 Bank

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 L'Independent Treasury System e il National Bank Act
 - 1.10 La creazione del Federal Reserve System
 - 1.11 Le riforme degli anni '30
 - 1.12 Il Glass- Steagall Act e 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 Legame tra indipendenza e operatività
 - 2.5 Analisi comparata di indipendenza tra FED e BCE

3. Struttura della Federal Reserve

- 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 Fed e la condivisione delle competenze con altre agenzie regolative
- 3.7 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 – Politiche monetarie 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
 - 3.4 Gli effetti di una vicina exit strategy

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, scatenerà tensioni anche in India, Indonesia e 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 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 delle 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 funzione 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. È il momento principale dell'integrazione economica europea e della creazione dell'Unione Europea, che era già statoprevisto 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 è stata, 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 monetarie capaci di stimolare le economie. 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 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 e rallentate 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.

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 indipendenza 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 ancoraa 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 prestiti 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'altrapiarte, 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 grave 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 risollevarlo 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
- 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.
- Hanspete, 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

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

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

Mishkin Frederick 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, Wabrunge 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#ixzz2b5VWwCTB>

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 Case 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 Policy in the United States*, 2011

Tizzano A., *Codice dell'Unione Europea*, CEDAM, 2012

Triffin R., *Europe and the Money Muddle*, 1957.

Trattato di Maastricht

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

Wade J., rappresentante della ABA, *Statement of Festus*, April 15, 1987

www.federalreserve.gov