



## **Facoltà di Economia**

Corso di laurea:

Economia Aziendale – Amministrazione, controllo e finanza

**Antonella Longo**

### **La gestione della politica monetaria: un confronto fra Banca Centrale Europea e Federal Reserve**

Relatore: Prof. Alessandro Pandimiglio  
**Economia monetaria**

Anno Accademico 2007 / 2008

# Indice

<b>Introduzione.....</b>	<b>4</b>
--------------------------	----------

## **Capitolo I – La Banca Centrale europea**

1. 1 Verso la creazione dell' Eurosistema.....	6
1. 2 Struttura e obiettivi della Banca centrale europea.....	11
1. 3 La creazione della moneta.....	16
1. 4 Gli strumenti operativi predisposti dall' Eurosistema.....	19

## **Capitolo II – Il sistema della Federal Reserve**

2. 1 Una visione d' insieme sul Federal Reserve system.....	23
2. 2 L' attuazione della politica monetaria.....	27
3. 3 Gli effetti della politica monetaria sull' economia statunitense.....	32

## **Capitolo III – Il rapporto euro / dollaro**

3. 1 La nascita dell' euro e il deprezzamento rispetto al dollaro.....	35
3. 2 Un' inversione di tendenza: la svalutazione del dollaro.....	38
3 . 3 La crisi finanziaria statunitense e il caso Bear Sterns.....	41

## **Capitolo IV – Un confronto fra il Federal Reserve system e la Banca centrale europea**

4. 1 Differenze e analogie nel mercato delle riserve bancarie.....	49
4 . 2 Fattori tecnici che influenzano l' offerta di riserve.....	52
4 . 3 L' offerta di riserve: rifinanziamento e operazioni di mercato aperto..	54

4. 4 Osservazioni conclusive.....	60
<b>Conclusione.....</b>	<b>62</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>63</b>
<b>Ringraziamenti.....</b>	<b>65</b>

## **Introduzione**

Durante questi anni universitari siamo stati impegnati nello studio di innumerevoli discipline, le più varie, che hanno avuto l'obiettivo di avvicinarci al mondo dell'economia e dell'impresa. E' stato difficile individuare una materia sulla quale concentrarsi per scrivere la tesi. Ma tirando le somme la materia che più mi ha appassionato e sulla quale avrei voluto svolgere un lavoro più approfondito è stata sicuramente l'economia monetaria. Ascoltando il telegiornale, viaggiando o prestando attenzione alle piccole azioni quotidiane mi sono resa conto che molte situazioni che prima mi erano indifferenti o scontate, erano frutto di una serie di decisioni e di comportamenti attuati a livello istituzionale che riflettevano un particolare momento della vita di uno Stato. Prestando attenzione ad una serie di avvenimenti di tipo economico ho deciso di focalizzare la mia attenzione direttamente alla sorgente, procedendo ad esaminare il motore delle decisioni di politica monetaria: la banca centrale. In particolare la delicata situazione finanziaria in cui versano gli Stati Uniti, con una serie di ripercussioni, anche se minime per il momento, in Europa, meritava di certo attenzione. Questo lavoro è essenzialmente basato su di un'analisi approfondita, a livello operativo e strutturale, del sistema della Banca centrale europea e del sistema della Federal Reserve. Ovviamente analizzando il Federal Reserve System è stato riportato un esempio reale della crisi che ha colpito gli USA e sono stati riportati anche gli interventi di politica monetaria attuati negli ultimi anni e nell'ultimo periodo per far fronte a questa situazione che potrebbe facilmente tramutarsi in un recesso. Il confronto fra i due sistemi è un tema che suscita particolare interesse, andando a

individuare analogie e differenze fra gli stessi. Comprendere e individuare le decisioni di politica economica e monetaria ci permette di non guardare passivamente a quegli eventi che quotidianamente ci circondano e osservare con una certa criticità e consapevolezza gli interventi istituzionali volti a regolare la nostra economia.

# CAPITOLO I

## La Banca Centrale Europea

### 1. 1 Verso la creazione dell' Eurosistema

Dal 1999 la gestione della politica monetaria di undici Paesi europei è passata dalle banche nazionali alla Banca centrale europea. Ma come si è giunti alla creazione di un'unica banca centrale ? La Banca centrale europea è stata il frutto di un lungo processo intensificatosi alla fine degli anni Ottanta ed esattamente nel 1989 con la presentazione del “Piano Delors”.

Prima di arrivare però alla presentazione del Piano mi sembra utile ripercorrere brevemente alcune importanti tappe che vanno dall' istituzione della Comunità economica europea al Piano Delors.

La Comunità economica europea è stata istituita nel marzo del 1957 con l' adesione di sei Paesi (Belgio, Germania, Francia, Italia, Lussemburgo e Paesi bassi) al *Trattato di Roma*.

I punti salienti del Trattato stesso erano tre : eliminazione di tutte quelle barriere che potessero ostacolare il commercio interno, adozione di una tariffa esterna comune e libera circolazione dei fattori produttivi.

Il 1964 è un'altra data da ricordare perché in quell' anno è stato istituito il *Comitato dei governatori delle banche centrali*, che ha permesso ai responsabili delle varie banche centrali di scambiarsi informazioni necessarie per operare un coordinamento delle politiche nazionali.

Successivamente abbiamo la presentazione del Piano Werner (ottobre 1970) con lo scopo di formare un'unione economica e monetaria fra i Paesi della Comunità, obiettivo realizzabile attraverso l'adozione di tassi di cambio fissi, libera circolazione dei capitali e convertibilità fra monete nazionali. Le proposte del Piano Werner vennero discusse e approvate dal Consiglio Europeo nel marzo del 1971, dando via alla prima fase di realizzazione dell'unione monetaria ed economica.

Nel 1972 gli Accordi di Basilea posero le condizioni per dar vita al cosiddetto "Serpente monetario europeo", un meccanismo che obbligava le valute dei Paesi aderenti a muoversi congiuntamente rispetto al dollaro.

Questo allineamento però risultò di difficile realizzazione anche a causa del primo *shock petrolifero* che causò delle divergenze nelle politiche economiche dei vari Stati.

Il cammino verso un'unione economica e monetaria sembrava così essere inaspettatamente lungo e travagliato.

In questo ambiente comunitario incerto e instabile si venne affermando nel 1979 lo SME (*Sistema Monetario Europeo*).

Si fece ben molta attenzione nell'andare a proporre uno schema durevole ed efficace che potesse sostituire e differenziarsi dallo *snake*: veniva rappresentato, infatti, un sistema basato su margini di fluttuazione delle valute che non si sarebbero ispirati ad una griglia di parità bilaterali, ma sul tasso di cambio con una valuta - paniere (l'ECU) che raggruppava le monete nazionali dei Paesi membri.

Prima di giungere alla presentazione del Piano Delors non si può non indicare l'anno 1986, anno dell'approvazione dell'Atto Unico Europeo che impegnava la Comunità Europea a completare il mercato interno entro il 31 dicembre del 1992 e modificava il Trattato di Roma sottolineando la necessità di garantire una convergenza delle politiche economiche e monetarie degli Stati membri, come base per la formazione di un'unione economica e monetaria.

Nel giugno del 1988 si diede avvio alla presentazione del Piano Delors. Il Piano fissava "le tre fasi dell'Unione economica e monetaria" individuando una serie di provvedimenti e iniziative rispettivamente per l'Unione economica e per l'Unione monetaria

- *Fase 1 ( dal 1 luglio 1990 al 31 dicembre 1993) : Unione economica :*  
Completamento del mercato interno, rafforzamento della politica di concorrenza, realizzazione della riforma dei fondi strutturali, aumento del coordinamento e della sorveglianza aggiustamenti nelle politiche di bilancio dei Paesi ad alto deficit / debito. Unione monetaria :  
Liberalizzazione del mercato dei capitali, maggior coordinamento delle politiche monetarie e valutarie, riallineamenti possibili ma non frequenti, tutte le valute nella banda stretta dello SME, uso allargato dell' ECU, esclusione della possibilità di finanziamento del Tesoro da parte delle singole Banche centrali.
- *Fase 2 ( dal 1 gennaio 1994 al 31 dicembre 1998) : Unione economica :*  
Valutazione delle politiche della prima fase e valutazione degli aggiustamenti macroeconomici degli Stati membri. Unione monetaria :  
Creazione dell'Istituto monetario europeo ( IME), adozione dei



programmi pluriennali di convergenza (stabilità dei prezzi ed equilibrio delle finanze pubbliche)

- *Fase 3 (dal 1 gennaio 1999) : Unione economica :* Sistema di coordinamento definitivo delle politiche di bilancio e possibile rafforzamento delle politiche regionali e strutturali. Unione monetaria : Creazione del SEBC e attribuzione a questo della gestione della politica monetaria , tassi di cambio fissi e introduzione della moneta unica.

Al termine della terza fase si rendeva necessario , dunque, garantire l'unione monetaria ed economica raggiunta creando una nuova istituzione: la Banca Centrale Europea.

Per realizzare ciò si era ritenuto di dover apportare delle modifiche al Trattato di Roma . Tale modifica è stata realizzata firmando il *Trattato di Maastricht* (febbraio 1992) . Parte fondamentale del nuovo Trattato (detto anche *Trattato istitutivo della Comunità europea*) era quella che andava a stabilire una serie di criteri di convergenza che i Paesi membri avrebbero dovuto rispettare per poter accedere alla Terza fase dell'Unione economica e monetaria. Tali criteri riguardavano in particolare la stabilità del tasso di cambio che doveva essersi mantenuto all'interno delle normali bande di oscillazione dello SME senza aver creato tensioni particolari, convergenza dei tassi d'interesse a lungo termine che non poteva essere superiore di oltre 2 punti percentuali alla media dei tassi d'interesse tra i paesi con il più basso tasso d' inflazione, tasso d'inflazione che non poteva superare di oltre 1.5 punti percentuali la media di quelli dei tre Paesi con la dinamica inflazionistica più contenuta, rapporti deficit / PIL e debito / PIL

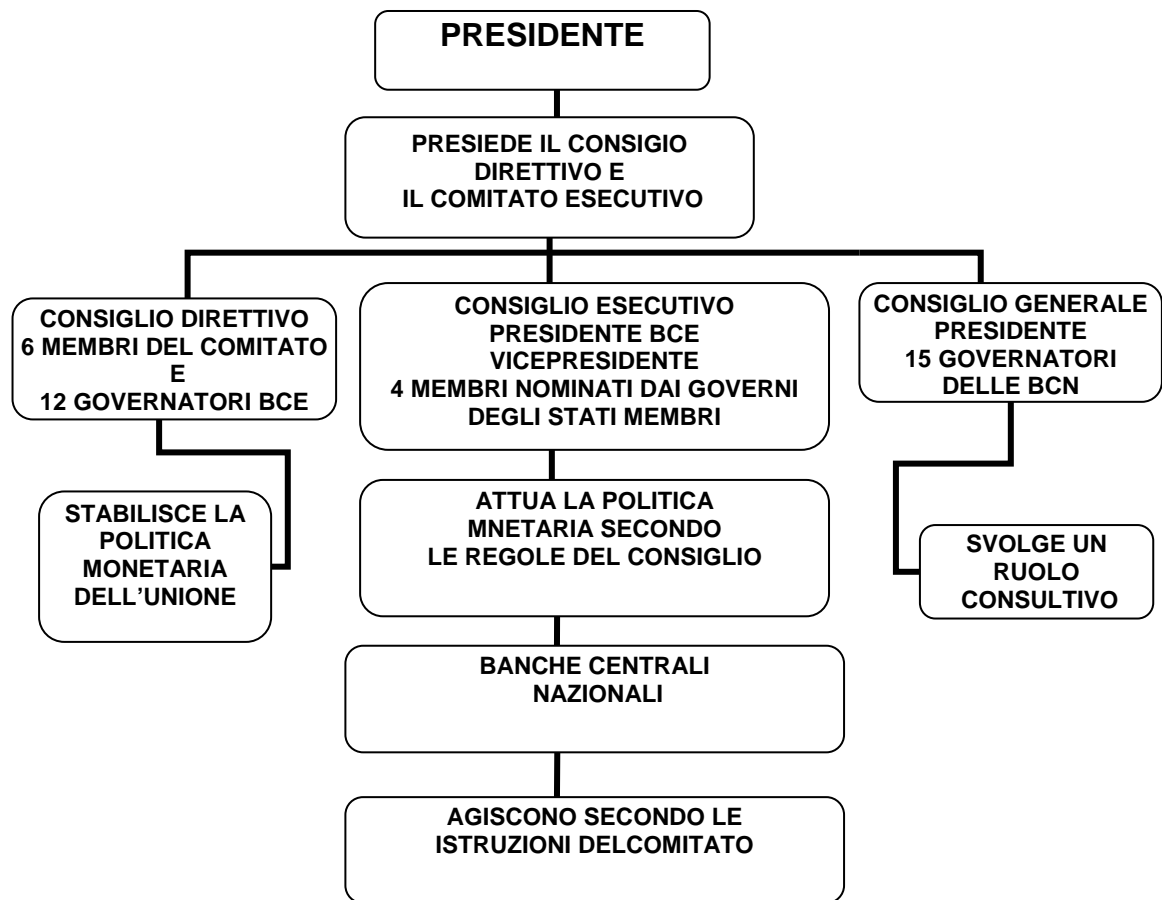
fissando che il deficit pubblico non poteva eccedere il 3 per cento del PIL e il debito pubblico non poteva superare il 60 per cento del PIL.

La Terza fase , iniziata nel 1999 con la creazione della Banca Centrale Europea , termina nell'anno 2002 con l'abolizione del corso legale delle monete e delle banconote nazionali, dando ufficialmente vita all'*Unione monetaria ed economica*.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Dal 1 gennaio 2007 UE conta 27 Stati membri. 15 dei 27 stati hanno adottato la moneta unica europea.

## 1.2 Struttura e obiettivi della Banca centrale europea



Lo schema in alto riporta la struttura organica della BCE. Gli organi decisionali sono effettivamente due : il *Consiglio Direttivo* e il *Comitato Esecutivo*. Il *Consiglio generale* svolge solo un ruolo consultivo.

L'articolo 105.2 del Trattato stabilisce quelle che sono le competenze attribuite al SEBC, disciplinando che” *I compiti da assolvere tramite il SEBC sono i seguenti:*

- *Definire e attuare la politica monetaria della Comunità*
- *Svolgere le operazioni sui cambi*
- *Detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta degli Stati membri*
- *Promuovere e regolare il funzionamento dei sistemi di pagamento*

Tuttavia, funzione principale attribuita al SEBC è la definizione e l'attuazione della politica monetaria e quindi degli obiettivi assegnati alla politica monetaria”.<sup>2</sup>

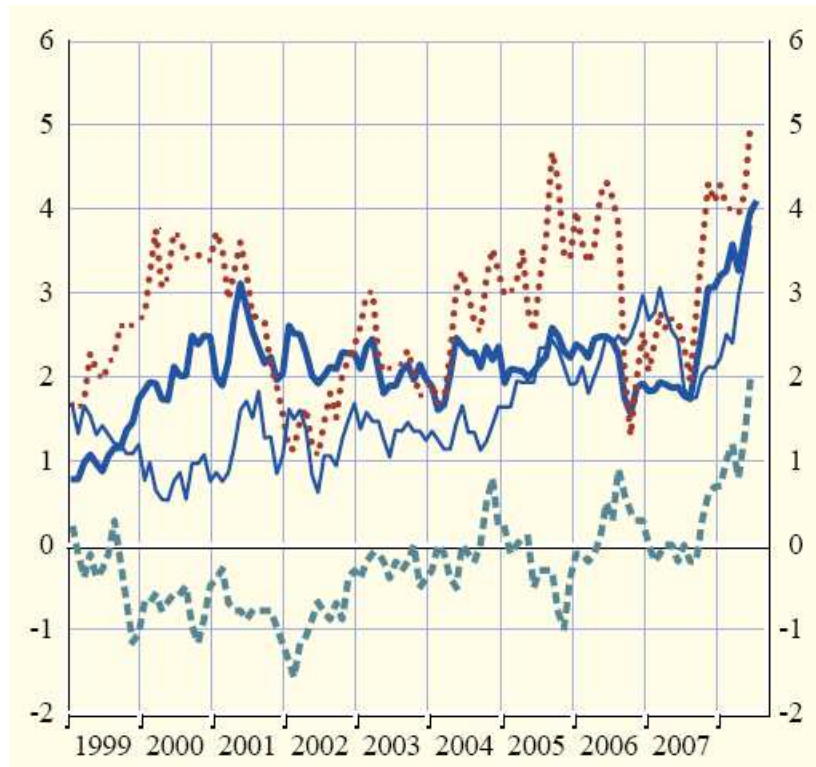
Tali obiettivi sono esplicitati nell'articolo 105.1 del Trattato che stabilisce “ *L'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi . Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi , il SEBC sostiene le politiche economiche generali della Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'art. 2 . Il SEBC agisce in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo un'efficace allocazione delle risorse e rispettando i principi di cui all'art. 3 a “*

Dall'articolo si desume che priorità assoluta è attribuita all'obiettivo della stabilità dei prezzi . Gli altri possibili obiettivi sono formulati in termini piuttosto vaghi e perseguibili solo se compatibili con l'obiettivo principale.

---

<sup>2</sup> Papadia Francesco, *La Banca Centrale Europea*, Il Mulino, 2006, p. 36.

*“ La stabilità dei prezzi è definita come una situazione in cui la variazione sui dodici mesi dell’Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (IAPC) per l’area dell’euro è inferiore al 2 per cento”.* La stabilità è inoltre definito come obiettivo di medio termine. In base a questa disposizione della BCE, quindi, stabilità dei prezzi vuol dire che il tasso di variazione deve mantenersi in una fascia compresa fra 0 – 2 per cento. L’obiettivo della stabilità è stato scelto poiché in caso di prezzi costanti migliora la trasparenza, e il mercato, se privo di imperfezioni, tende ad effettuare in maniera più efficiente l’allocazione delle risorse reali e finanziarie nello spazio e nel tempo. Prezzi stabili minimizzano il premio per il rischio di inflazione nei tassi di interesse a lungo termine, contribuendo ad abbassarli e quindi a favorire gli investimenti e la crescita. Un livello incerto dei prezzi futuri inoltre può limitare l’interscambio perché risorse produttive sono assorbite per l’unico scopo di coprire i rischi di inflazione o deflazione. Prezzi altamente instabili infine tendono a ridistribuire la ricchezza arbitrariamente tra gli agenti economici.



### Inflation rates <sup>3</sup>

Ma come riuscire a realizzare l'obiettivo della stabilità dei prezzi?

Le autorità monetarie possono adottare due strategie per raggiungere la stabilità dei prezzi. I due approcci da considerare sono *inflation targeting* e *monetary targeting*.

L'*inflation targeting* si basa sulla definizione di un profilo futuro desiderato di inflazione. In base a questo dato programmato vengono effettuati degli interventi correttivi sulla base degli scostamenti dell'inflazione effettiva da quella programmata.

<sup>3</sup> Banca Centrale Europea, *Monthly Bulletin*, Agosto 2008.

Nell'approccio *monetary targeting* la Banca centrale cerca di realizzare un tasso di crescita stabilito in base ad un aggregato di riferimento . Anche in questo caso eventuali scostamenti comportano interventi correttivi da parte dell'autorità centrale.

L'approccio che la BCE ha deciso di adottare è un approccio definito “intermedio”. Il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro è l'obiettivo primario della politica monetaria della BCE. Dato il ritardo con cui gli impulsi di politica monetaria si trasmettono al livello dei prezzi, la politica della BCE deve guardare al futuro. Pertanto, essa deve valutare con regolarità la natura e l'entità dei disturbi economici e i rischi che ne derivano, in prospettiva, per la stabilità dei prezzi. Al riguardo la strategia della BCE prevede, in primo luogo, di assegnare un ruolo di primo piano alla moneta (segnalato dall'annuncio di un valore di riferimento per la crescita monetaria) e, in secondo luogo, di analizzare un ampio ventaglio di altri indicatori economici e finanziari, con l'obiettivo di formulare una valutazione esaustiva dei rischi per la stabilità dei prezzi.

Questi due elementi sono stati definiti i due “pilastri” della strategia della BCE. Insieme, essi formano uno schema per organizzare l'analisi e la presentazione delle informazioni rilevanti per il mantenimento della stabilità dei prezzi da parte della politica monetaria.

### 1. 3 La creazione della moneta

L'offerta di moneta è la somma di circolante e depositi:

$$MS = C + D$$

La Banca Centrale controlla la base monetaria e, attraverso il controllo di quest'ultima, riesce a modificare l'offerta di moneta. La base monetaria è data dalla somma fra circolante e riserve:

$$MB = C + R$$

Tradizionalmente gli strumenti di controllo della base monetaria sono 3:

1. Le cosiddette operazioni sul mercato aperto: intervento che la banca centrale fa sul mercato delle attività finanziarie (in genere sul mercato delle obbligazioni emesse dallo Stato) per acquistare e vendere titoli del debito pubblico.
2. Operazioni di riscontro. È una operazione a cui possono accedere le banche per le quali la Banca Centrale svolge un ruolo di prestatore di ultima istanza. Le banche di credito possono acquisire liquidità presentandosi allo sportello dello "sconto" della banca centrale e cedendo obbligazioni che i privati contrattano con queste banche. Ovviamente questa attività di sconto ha un costo che è uguale al tasso che regola le attività di sconto che è il tasso ufficiale di sconto.
3. Intervento sul mercato dei cambi (nelle economie aperte). La banca centrale può acquistare o vendere – sul mercato delle valute internazionali – valuta nazionale contro valuta estera.



Il moltiplicatore monetario è il rapporto tra la variazione della moneta e la variazione della base monetaria che ne è la causa. Ma andiamo a vedere più da vicino come si crea il moltiplicatore monetario e come la base monetaria influenza la moneta.

Base monetaria =  $MB = C + R$  (passività della Banca Centrale)

Offerta di moneta =  $MS = C + D$

La relazione tra base monetaria e depositi è dovuta a due fattori:

### **1. Le riserve sono una quota dei depositi**

Le banche le detengono per legge (riserva obbligatoria) e per motivi precauzionali (riserve libere):

$$R = r D$$

### **2. Il circolante è una quota dei depositi**

$$C = c D$$

$$MS = C + D = cD + D = (1 + c) D$$

$$MB = C + R = cD + rD = (c + r) D$$

$$MS / MB = 1 + c / c + r = \text{Moltiplicatore della base monetaria}$$

Il parametro  $c$  dipende dalle preferenze del pubblico, il parametro  $r$  dipende sia dal comportamento delle banche che dal regime di riserva obbligatoria. Se il tasso di interesse sugli impieghi aumenta, le banche hanno meno convenienza a tenere riserve, il coefficiente  $r$  si riduce, il moltiplicatore monetario aumenta e  $MS$  aumenta e viceversa.

Sulla definizione di moneta in senso ristretto e in senso ampio si fondano i tre aggregati monetari di riferimento, i quali includono le diverse passività delle IFM (Istituzioni Finanziarie Monetarie).

Il primo aggregato monetario M1 si basa su di una definizione ristretta di moneta, includendo il Circolante e i Depositi overnight . Se ad M1 aggiungiamo Depositi con durata inferiore a 2 anni e Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi , abbiamo il secondo aggregato monetario M2. Il terzo aggregato, M3, si ottiene sommando a M2 Pronti contro termine, Quote di fondi monetari e titoli di mercato ordinario e titoli obbligazionari con scadenza inferiore a 2 anni. L'aggregato scelto dalla BCE per il calcolo del valore di riferimento è l'aggregato M3 questo perché sembrerebbe che aggregati monetari più ampi siano più affidabili come indicatori anticipatori del livello dei prezzi.

Le statistiche della BCE, comunque, fanno riferimento a tutti e tre gli aggregati monetari.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Papadia Francesco, *La Banca Centrale Europea*, Il Mulino, 2006, pp. 49 – 54.

#### **1. 4 Gli strumenti operativi predisposti dall' Eurosistema**

Per il raggiungimento degli obiettivi di politica monetaria, l'Eurosistema conduce *operazioni di mercato aperto*, offre *operazioni su iniziativa delle controparti* e richiede alle istituzioni creditizie di mantenere una *riserva obbligatoria*.

Le *operazioni di mercato aperto* rivestono un ruolo di primo piano nella politica monetaria dell'Eurosistema per controllare i tassi d'interesse a breve termine, per gestire le condizioni di liquidità nel mercato monetario e segnalare l'orientamento della politica monetaria. Le più importanti tra le operazioni di mercato aperto sono le operazioni di rifinanziamento principali, che svolgono un ruolo centrale nel controllare le condizioni di liquidità fornendo la maggior parte del rifinanziamento necessario al settore finanziario. Sono operazioni temporanee, condotte mediante aste con una frequenza settimanale e scadenza due settimane. L'Eurosistema esegue, inoltre, *operazioni di rifinanziamento a più lungo termine* effettuate con frequenza mensile, che non hanno lo scopo di inviare segnali al mercato. L'Eurosistema può effettuare altri tipi di operazioni di mercato aperto per attenuare gli effetti sui tassi di interesse provocati da fluttuazioni impreviste della liquidità nel mercato (operazioni di *fine tuning*) o per adeguare la posizione strutturale del sistema (*operazioni strutturali*).

Le operazioni su iniziativa delle controparti (deposito e rifinanziamento marginale) hanno la funzione di fornire e assorbire la liquidità *overnight* (nell'arco di 24 ore) e di indicare in termini generali le intenzioni che, nel medio periodo, ispirano la condotta della politica monetaria. Le operazioni attivabili su iniziativa

delle controparti segnalano l'orientamento generale della politica monetaria fissando un limite superiore e uno inferiore ai tassi di interesse di mercato nel comparto overnight. Un altro strumento per l'attuazione della politica monetaria adottato nell'area dell'euro è la riserva obbligatoria. Lo scopo di tale obbligo è quello di stabilizzare i tassi d'interesse del mercato monetario e di creare (o ampliare) un fabbisogno strutturale di liquidità. Le istituzioni creditizie residenti nell'area dell'euro sono sottoposte a un obbligo di riserva. La riserva obbligatoria è calcolata applicando un coefficiente ad alcune specifiche passività nel bilancio delle istituzioni creditizie, che dall'avvio della terza fase è stato fissato pari al 2 per cento. Nell'ambito del sistema di riserva obbligatoria dell'Eurosistema, una banca soddisfa l'obbligo se la propria riserva media giornaliera, calcolata nel periodo di mantenimento, che va dal ventiquattresimo giorno di ciascun mese al ventitreesimo del successivo, è almeno pari all'ammontare di riserva dovuto. La riserva obbligatoria è remunerata al tasso delle operazioni di rifinanziamento principale.

Il meccanismo della mobilitazione del conto di riserva consente al sistema bancario di adempiere all'obbligo con flessibilità nella gestione quotidiana della liquidità. Le istituzioni creditizie che gestiscono al meglio la propria tesoreria e sfruttano la mobilitazione del conto di riserva, poiché rispettano in media mensile il vincolo giornaliero, possono quindi assorbire le fluttuazioni giornaliere della liquidità dovute all'interagire dei diversi canali di creazione e distruzione della base monetaria (essenzialmente: operazioni di mercato aperto, Tesoro, estero, banconote in circolazione).

Il vantaggio dei pronti contro termine di rifinanziamento è costituito dalla flessibilità nella scelta e al contempo nella precisione nell'importo della quantità di moneta immessa o assorbita temporaneamente dal sistema (rispettivamente operazione di finanziamento o di impiego). Un rischio associato a queste operazioni di politica monetaria è quello di favorire equilibri oligopolistici tra poche grandi banche, in grado di aggiudicarsi in asta sistematicamente il finanziamento della BCE. Mentre le operazioni di mercato aperto sono effettuate su iniziativa dell'Eurosistema, nel caso delle operazioni attivabili dalle istituzioni finanziarie partecipanti al mercato l'iniziativa della transazione è rimessa alle istituzioni stesse controparti dell'Eurosistema. Le controparti abilitate hanno accesso a due tipi di operazioni marginali. Il *refinanziamento marginale* consente di ottenere liquidità *overnight* (per l'arco di 24 ore) dalle banche centrali nazionali. Il deposito consente di effettuare depositi *overnight* presso le banche centrali nazionali. Di norma l'accesso ai due tipi di operazioni avviene senza limite (eccezion fatta per il versamento di una adeguata garanzia a fronte della concessione del rifinanziamento marginale, come per tutte le operazioni di credito dell'Eurosistema). Di conseguenza, le oscillazioni del tasso d'interesse sul mercato *overnight* sono generalmente limitate all'interno del corridoio definito dai tassi d'interesse applicati alle due operazioni su iniziativa delle controparti.

Nel gestire le condizioni di liquidità nell'area dell'euro attraverso operazioni di mercato aperto, la BCE concentra la propria attenzione sul mercato interbancario delle riserve, dove per queste ultime devono intendersi i depositi in conto corrente che le istituzioni creditizie dell'area dell'euro detengono presso l'Eurosistema per ottemperare all'obbligo di riserva. L'offerta di tali riserve è

determinata dall'effetto netto della liquidità immessa attraverso le operazioni di politica monetaria e della liquidità assorbita dai cosiddetti "canali o fattori autonomi" ossia le voci del bilancio della banca centrale che non dipendono dalle operazioni di politica monetaria. Esiste infatti una corrispondenza precisa tra i fattori di creazione o distruzione di liquidità e le voci di bilancio di ogni banca centrale. Le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni centrali (ossia i flussi derivanti dal canale Tesoro) e le attività nette sull'estero sono le principali voci di bilancio indipendenti dalle operazioni di politica monetaria.

Quando le riserve sono in eccesso rispetto al vincolo medio, le banche più efficienti sono stimolate a cedere i fondi superflui alle istituzioni in deficit presenti nel mercato monetario (arbitraggio di breve periodo). Sul piano macroeconomico le aziende di credito, arbitrando i fondi in eccesso nel sistema, possono contribuire alla stabilizzazione dei tassi di breve periodo. Anche in questo caso tuttavia, si intuisce che il buon funzionamento del meccanismo riallocativo dei fondi dipende solo in parte dall'orientamento ottimizzante delle istituzioni. In larga misura entra in gioco la natura più o meno concorrenziale ed efficiente del mercato interbancario stesso, che favorisce o impedisce la riallocazione corretta. In caso di carenza o eccesso di liquidità i tassi di mercato a breve termine potranno salire o scendere repentinamente. La BCE tenta di calibrare con precisione la quantità di liquidità da fornire ogni settimana al mercato per mantenere stabili i tassi d'interesse.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Papadia Francesco, *La Banca Centrale Europea*, Il Mulino, 2006, pp. 68 – 88.

## CAPITOLO II

### Il sistema della Federal Reserve

#### 2.1 Una visione d'insieme sul Federal Reserve System

La Federal Reserve è la banca centrale Americana. E' stata fondata dal Congresso nel 1913 per dotare la nazione di un sistema finanziario che fosse altamente stabile, flessibile e sicuro. Questa esigenza derivava dai disordini provocati durante il diciannovesimo secolo dalle numerose crisi finanziarie che avevano colpito gli USA, causando il fallimento di molte banche e imprese che inevitabilmente segnarono un crollo dell' economia statunitense.

In particolare la crisi del 1907 indusse il Congresso a creare una istituzione che potesse prevenire e controllare crisi finanziarie di questo tipo. Nel 1913 fu quindi varato il Federal Reserve Act “ *per stabilire la costituzione di Banche Centrali che potessero garantire una moneta elastica, permettere operazioni di sconto di commercial papers<sup>6</sup>, stabilire un controllo più efficiente sul sistema bancario statunitense, e altri propositi*”.<sup>7</sup> La Federal Reserve è considerata una banca centrale indipendente in quanto le sue decisioni non devono essere ratificate da nessun membro del ramo esecutivo. Tuttavia la FED non opera in totale libertà: l'intero sistema è supervisionato dal Congresso e deve svolgere le sue funzioni nel

---

<sup>6</sup> Sebbene sia spesso usata come sinonimo di polizza di credito commerciale, con l' espressione *commercial paper* si indica uno strumento del mercato monetario il cui documento rappresentativo è costituito da un "pagherò cambiario". Il suo utilizzo in Italia è molto limitato.

<sup>7</sup> “ to provide for the establishment of Federal Reserve Banks , to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial papers, to establish a more effective supervision of banking in the United States, and for other purposes”. System Publication, *The Federal Reserve System: purposes and functions*, p. 2.

rispetto delle linee guida fornitegli dal governo, raggiungendo gli obiettivi di politica economica e monetaria su tutto il territorio nazionale.

I compiti assegnati alla Federal Reserve possono essere raggruppati in quattro grandi aree:

- Condurre la politica monetaria nazionale
- Controllare e regolare il sistema bancario nazionale
- Mantenere la stabilità del sistema finanziario
- Fornire servizi finanziari alle depository institutions .<sup>8</sup>

Il sistema americano è un sistema federale, formato da un'agenzia centrale, Board of Governors, e dodici Fed locali ( Federal Reserve Banks) . Questi istituti hanno il controllo sull'intero sistema, provvedono a munire di adeguati servizi le depository insitutions e il governo federale, e si impegnano per far giungere ai consumatori adeguate informazioni per poter interagire in assoluta trasparenza con il sistema bancario.

La Federal Reserve mette in atto la politica monetaria controllando il *federal funds rate*.<sup>9</sup> Influenzando la domanda e l'offerta di riserve bancarie la FED riesce a controllare i tassi d'interesse, ricorrendo a:

- Operazioni di mercato aperto
- Riserva obbligatoria
- Contractual clearing balances
- Discount window lending

---

<sup>8</sup> A financial institution that obtains its funds mainly through deposits from the public. This includes commercial banks, savings and loan associations, savings banks and credit unions.

<sup>9</sup> Negli Stati Uniti il federal funds rate è il tasso d'interesse al quale le depository insitution ( per la maggior parte banche) prestano le riserve detenute presso la Fed ad altre istituzioni finanziarie , solitamente overnight.



Il Board of Governors , composto da sette membri, è sicuramente l'organo del Federal Reserve System che ottempera alla maggior parte degli obblighi e responsabilità dell'intero sistema. In primo luogo, il Board analizza la situazione economica e finanziaria sia nazionale che internazionale; questo è possibile grazie al supporto informativo che gli altri organi del sistema offrono all'agenzia centrale. Ancora il Board controlla e regola le operazioni condotte dalle Fed locali, disciplina numerose leggi in merito alla tutela del credito dei consumatori ed è il responsabile assoluto del sistema dei pagamenti dell'intera nazione. Il Board è l'unico organo ad avere autorità sui cambi che modificano la riserva obbligatoria e qualsiasi iniziativa proveniente dalle Fed locali, in merito ai tassi di cambio, deve essere inderogabilmente approvata dall'agenzia centrale.

Altra componente del sistema sono le dodici Fed locali . Ciascuna Fed è responsabile per una determinata area o distretto degli Stati Uniti, svolgendo funzioni di controllo sulle banche commerciali e sulle *bank holding companies*<sup>10</sup> che operano nel distretto di riferimento, distribuzione della moneta nazionale e garantendo un sistema dei pagamenti omogeneo. Ciascuna Fed locale funge da "deposito" per tutte le banche del proprio distretto e tutte e dodici insieme sono considerate il braccio operativo del Federal Reserve System.

Le banche commerciali nazionali possono essere suddivise in tre gruppi , a seconda di quale organo governativo le ha istituzionalizzate e se fanno parte o meno del sistema federale. Le banche istituzionalizzate dal governo federale sono

---

<sup>10</sup> A bank holding company, under the laws of the United States, is any entity that directly or indirectly owns, controls or has the power to vote 25% or more of a class of securities of a U.S. bank. Bank holding companies are required to register with the Board of Governors of the Federal Reserve System.

definite **banche nazionali** e per legge sono membri del Federal Reserve System; le banche istituite dagli Stati sono divise in **state member banks** e **state nonmember banks**.<sup>11</sup>

Ultimo organo, ma non per importanza, è il FOMC (Federal Open Market Committee) che controlla le operazioni di mercato aperto, il principale strumento di politica monetaria per gli Stati Uniti. Il FOMC, inoltre, dirige le operazioni intraprese dalla FED sui mercati stranieri.

La Federal Reserve si avvale inoltre di una serie di consigli di consulenza . Tali consigli sono:

- Federal Advisory Council: formula giudizi e consigli su tutte le materia che sono sotto la giurisdizione del Board
- Consumer Advisory Council: affianca il Board nelle sue funzioni di supervisore del credito dei consumatori, per garantire trasparenza e affidabilità
- Thrift Institutions Advisory Council: fornisce al Board tutte le informazioni riguardanti il comportamento e i problemi delle istituzioni economiche.

---

<sup>11</sup> Le state member banks sono banche commerciali che rientrano nel Federal Reserve System a differenza delle state nonmember banks. System Publication, *The Federal Reserve System: Purposes and functions*, p. 12.

## 2.2 L'attuazione della politica monetaria

Il termine politica monetaria si riferisce a tutte quelle azioni intraprese da una banca centrale, in questo caso la Federal Reserve, per influenzare la disponibilità e il costo della moneta e del credito così da poter raggiungere quegli obiettivi economici che uno Stato si propone. Tutti i cambiamenti che intervengono sulla moneta e sul credito condizionano i tassi d'interesse e naturalmente le performance dell'economia statunitense. Il Federal Reserve Act del 1913 attribuisce alla Federal Reserve il compito di gestire la politica monetaria.

La Federal Reserve attua la politica monetaria statunitense controllando la domanda e l'offerta di riserve bancarie che le numerose depository institutions detengono presso le Fed locali. Così facendo la Fed influenza il federal funds rate, il tasso di occupazione e il livello di stabilità dei prezzi.<sup>12</sup> Il focus della politica monetaria della Federal Reserve è quindi il mercato delle riserve bancarie. Andiamo ad analizzare la domanda e l'offerta delle cosiddette *Reserve balances*.

La domanda di riserve bancarie conta tre componenti: *required reserve balances*, *contractual clearing balances* ed *excess reserve balances*.

Le *required reserve balances* (riserva obbligatoria) sono riserve che le depository institutions devono detenere con la Federal Reserve per soddisfare gli obblighi di riserva. Le depository institutions adempiono agli obblighi di riserva detenendo liquidità (vault cash). La differenza fra il livello di riserva obbligatoria

---

<sup>12</sup> Elevata occupazione, stabilità dei prezzi e riduzione della volatilità dei tassi di interesse a lungo termine sono individuati dal *Federal Reserve Act* come i tre obiettivi a cui la politica monetaria statunitense deve tendere. In realtà il *Full Employment and Balanced Growth Act* aggiunge a questi altri tre obiettivi: tasso di crescita sostenuto dell'attività economica, stabilità del sistema finanziario e stabilità del mercato valutario.

di una singola istituzione e la quantità di liquidità detenuta per soddisfare l'obbligo è definita *required reserve balance*.<sup>13</sup>

Una *contractual clearing balance* è una somma che una *depository institution* decide di detenere presso la rispettiva Fed locale oltre alla riserva obbligatoria richiesta. In cambio, la *depository institution* guadagna un interesse implicito, sottoforma di “earnings credits” , sulla riserva posseduta per soddisfare la *contractual clearing balance*.

Infine abbiamo le *excess reserves balances* (riserve in eccesso) detenute dalle istituzioni per finalità di liquidità e diversificazione del portafoglio.<sup>14</sup>

Dal lato dell' offerta, il mercato delle riserve bancarie è costituito da:

- *Discount window lending*: si tratta di una linea di credito che intercorre fra banche e autorità monetarie, sulla quale le banche pagano alla Fed un prezzo pari al tasso di sconto. L'accesso alla *Discount window lending* è stabilito da una serie di regole disciplinate dal Board of Governors. Le banche decidono di rivolgersi a questa linea di credito basandosi sul livello del tasso collegato al prestito e sull' effettivo bisogno di liquidità. A partire dal 2003 i tassi d'interesse applicati sulla *discount window* risultano essere superiori a quelli mediamente applicati sul mercato. Ne deriva che gli istituti finanziari utilizzano questo tipo di credito solo quando le condizioni del mercato sono tali da avvicinare il *federal funds rate* al *discount rate*. Questo nella realtà tende difficilmente a verificarsi. Infatti, il credito così fornito alle banche è divenuto una vera e propria “ standing facility” prezzata ad

---

<sup>13</sup> System Publication, *The Federal Reserve System: Purposes and functions*, p. 31.

un tasso superiore al tasso sui fed funds di almeno 100 punti base, rendendo minimale il ruolo della discount window , dato che il livello del prezzo delle riserve offerte con questo sistema supera il tasso sui fed funds.

- *Securities Portfolio*: si tratta di riserve offerte con operazioni di mercato aperto, prevalentemente pronti – termine. La Fed compra e vende titoli sotto forma di *repurchase agreements* e *reverse repurchase agreements*.<sup>15</sup> La vendita o l’acquisto di titoli, a titolo definitivo o temporaneo, sono definiti come *open market operations* (operazioni di mercato aperto).

Le operazioni di mercato aperto sono di certo lo strumento più efficace utilizzato dalla Fed per controllare il federal funds rate. Queste operazioni sono condotte giornalmente, per mantenere il tasso sulle riserve in linea con l’obiettivo, vendendo e acquistando titoli, a titolo definitivo o temporaneo, assorbendo o iniettando liquidità nel sistema. La riserva obbligatoria e le *contractual clearing balances* facilitano la conduzione di OMO creando una domanda prevedibile di riserve bancarie. In teoria, la Fed potrebbe condurre tali operazioni vendendo e comprando sul mercato qualsiasi tipo di asset. In pratica però, la maggior parte degli assets non possono essere scambiati così velocemente da poter permettere di condurre operazioni di mercato aperto quotidianamente. Infatti, affinché le OMO siano efficaci, la Fed dovrebbe essere in grado di vendere a acquistare assets

---

<sup>14</sup> Giorgio Di Giorgio, *Lezioni di Economia Monetaria*, CEDAM, 2007, p. 92.

<sup>15</sup> Stiamo parlando della vendita di titoli ad una data futura ad un prezzo più alto, secondo un accordo stabilito fra le parti ( pronti – termine). Per la parte che vende i titoli ( e che si impegna a riacquistarli in futuro) si tratta di un *repurchase agreement*. Per la controparte che acquista i titoli e si impegna a rivenderli in futuro, si tratta di un *reverse repurchase agreement*.

molto velocemente e soprattutto in qualunque quantità permetta di mantenere il federal funds rate al livello target. Queste condizioni richiedono che gli strumenti che la Fed compra e vende debbano essere scambiati in un mercato altamente attivo e solido, che possa permettere di svolgere le operazioni di mercato aperto senza che queste siano influenzate dalle distorsioni del mercato stesso. Il mercato dei titoli del Tesoro soddisfa queste condizioni.

La Federal Reserve Bank di New York effettua OMO per conto della Fed, con autorizzazione del FOMC. Il gruppo che conduce queste operazioni è comunemente chiamato “ the Desk”. Ogni giorno il Desk decide se effettuare operazioni di mercato aperto e che tipo di operazioni condurre. Esso esamina la previsione giornaliera di offerta di riserve bancarie dalla discount window e dagli *autonomous factors*.<sup>16</sup> Queste previsioni, confrontate con la previsione futura di domanda di riserve, determinano il bisogno di operazioni di mercato aperto. Il tipo di strumenti da utilizzare è invece determinato da quanto ci si aspetta un surplus o un deficit di riserve bancarie possa durare.

Abbiamo già anticipato che le OMO si dividono in operazioni temporanee (*repurchase agreements, reverse repurchase agreements* o *Matched sale-purchase transactions*) e definitive (*outright purchase e outright sales*). Iniziamo con le operazioni temporanee.

*Repurchase agreements*: con tali operazioni temporanee, il *Desk* acquista titoli da una controparte che si impegna a riacquistare detti titoli ad una data futura. Il

---

<sup>16</sup> Gli *autonomous factors* sono dei fattori che causano movimenti di una serie di voci del bilancio della Fed ( *Federal Reserve balance sheet*) e che inevitabilmente vanno ad influenzare l’ offerta di riserve bancarie. Si tratta di fattori che sfuggono al controllo giornaliero della Fed . I più importanti sono: *Federal Reserve notes*, riserve detenute dal Tesoro presso la Fed, *Federal Reserve float*.

mercato dei *repurchase agreements* è un mercato sicuro legato ai titoli del Tesoro che quindi garantiscono bassi livelli di rischio. I *repurchase agreements* di breve termine oscillano dall'overnight ai quindici giorni e sono di regola preferiti rispetto a quelli a lungo termine, che non eccedono i novanta giorni, in quanto sono gli strumenti più adatti a limitare giornalmente l' influenza degli *autonomous factors*. Con tale strumento la Fed immette riserve sul mercato.

Altro strumento utilizzato dalla Fed sono i *reverse repurchase agreements*. Questi non sono altro che dei *repurchase agreements* ma in questo caso è il *Desk* che vende titoli. Dal 2003 però, la Fed ha deciso di optare per uno strumento sostitutivo dei *reverse repurchase agreements*, i *matched sale- purchase transactions* con i quali assorbe liquidità dal mercato. Tale transazione prevede che una controparte acquisti immediatamente dei titoli detenuti dalla Fed, che li riacquisterà ad una data futura.

Gli strumenti definitivi usati dalla Fed sono infine gli *outright purchases* e *outright sales*. Con tali operazioni viene immessa liquidità ( *purchase*) o ritirata liquidità ( *sale*) utilizzando buoni del Tesoro ed obbligazioni con cedole. Il meccanismo utilizzato è molto simile alle aste a tasso variabile adottate dalle BCE. Le controparti, quindi, presentano le offerte di acquisto e di vendita e il *Desk* seleziona quelle a prezzo più alto ( per le vendite) e a prezzo più basso ( per gli acquisti).<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Giorgio Di Giorgio, *Lezioni di economia monetaria*, CEDAM, 2007, pp. 108 – 109.

## 2. 3 Gli effetti della politica monetaria sull' economia statunitense

Gli obiettivi ufficiali della politica monetaria statunitense, stabiliti dal *Federal Reserve Act*, sono: massimo impiego, stabilità dei prezzi e riduzione della volatilità dei tassi a lungo termine. L'anello di congiunzione fra la politica monetaria e l'andamento dell' economia sono le riserve bancarie detenute presso le Fed locali. Le *depository institutions* che posseggono tali conti nelle Fed locali, scambiano le disponibilità depositate attraverso il *federal funds market* ad un tasso che è definito come *federal funds rate*.<sup>18</sup>

La Fed controlla tale tasso influenzando la domanda e l'offerta di riserve bancarie. Un cambiamento del *federal funds rate*, o persino un cambiamento sulle aspettative future del tasso, potrebbero innescare una catena di eventi che andrebbero ad influenzare l'andamento dei tassi d' interesse di breve periodo, i tassi d'interesse di lungo periodo, il tasso di cambio del dollaro e il prezzo delle azioni.

I tassi d'interesse di breve periodo sono influenzati non solo dal livello corrente del *federal funds rate*, ma anche dalle aspettative sull'*overnight federal funds rate*. Questo ci fa intuire che si verifica un abbassamento dei tassi di breve periodo quando la Fed sorprende il mercato con un abbassamento del *federal funds rate* o se eventi inaspettati convincono i partecipanti al mercato che il *federal funds rate* sarà più basso di quanto anticipato. I tassi d'interesse di breve periodo andranno ad aumentare quando si verifica il caso opposto.

---

<sup>18</sup> Per il concetto di *federal funds rate* vedi nota a pag. 24.



I cambiamenti che interessano i tassi nel breve periodo si riflettono anche sui tassi di lungo periodo. Tali tassi sono condizionati non solo dai movimenti di quelli a breve ma anche dalle aspettative sui tassi a breve. Ancora, i cambiamenti dei tassi di lungo periodo vanno ad incidere sul prezzo delle azioni, che potrebbe condizionare fortemente la ricchezza domestica. Gli investitori cercano di mantenere i guadagni sulle azioni in linea con i guadagni sui bonds <sup>19</sup>, dopo aver optato per le scelte finanziarie meno rischiose. Ad esempio, se si verifica un declino dei tassi di lungo periodo allora i guadagni sulle azioni andrebbero ad eccedere quelli sui bonds, incoraggiando il pubblico ad acquistare più azioni, causando un rialzo dei prezzi delle stesse ad un punto in corrispondenza del quale le aspettative sui guadagni delle azioni sono più alte rispetto a quelle sui bonds.

Tutti i movimenti che interessano la politica monetaria vanno poi ad influenzare il tasso di cambio del dollaro. Se i tassi d'interesse salgono negli USA, il rendimento sulle azioni quotate sui mercati statunitensi sembrerebbe più favorevole. Questo porterebbe ad un innalzamento del dollaro sui mercati esteri. Il dollaro ad un livello così alto andrebbe a causare un abbassamento del costo delle importazioni ed aumentare il prezzo delle esportazioni. Il variare del costo dei *financial assets* (per lo più azioni) è la variabile che decisamente condiziona una serie di comportamenti dei risparmiatori in merito alle scelte di spesa. Consideriamo il caso di un calo dei tassi d'interesse, un basso tasso di cambio del dollaro e un prezzo sulle azioni abbastanza elevato. In queste condizioni gli investitori si rivolgeranno a quei progetti d'investimento che presentano il costo

---

<sup>19</sup> I bond, o obbligazioni, sono dei titoli di credito. Sono quindi un prestito che l'investitore concede all'emittente. L'emittente si impegna a restituire il valore nominale dell'obbligazione più degli interessi periodici (cedole) calcolati in base ad un tasso d'interesse prestabilito.

più basso , un più basso tasso sui prestiti andrebbe a incrementare la domanda sui beni di consumo, un più basso tasso sui mutui renderebbe più sostenibile l'acquisto di un alloggio e si andrebbero ad acquistare più beni domestici.

Un basso tasso di cambio del dollaro associato a un abbassamento dei tassi d'interesse, renderebbe meno costose le esportazioni sui mercati stranieri e contemporaneamente il costo delle importazioni crescerebbe, spingendo imprese e famiglie ad acquistare prodotti nazionali. Tutte queste reazioni andranno a raddrizzare la crescita della domanda aggregata.

Se il tasso di crescita dell' economia e il tasso d'impiego dovessero subire un rallentamento, i policy makers cercheranno di stimolare la domanda aggregata. Infatti, quando il livello di crescita della domanda aggregata è spinto al di sopra del livello di crescita dell' economia, il rallentamento dell'economia sarà assorbito e il tasso d'impiego ritornerà a livelli adeguati.

Tali scelte di politica monetaria sembrano essere chiare e concise ma ogni giorno i policy makers hanno a che fare con una serie di fattori caratterizzati da un elevata incertezza, che non rendono tali scelte poi così immediate e spesso causano dei fallimenti nella condotta della politica monetaria.

## CAPITOLO III

### Il rapporto euro/dollaro

#### 3.1 La nascita dell' euro e il deprezzamento rispetto al dollaro

Nel descrivere la struttura e gli strumenti di politica monetaria di due imponenti sistemi, quello della Federal Reserve e quello della Banca Centrale Europea, non potevamo di certo tralasciare le rispettive monete, o meglio il rapporto che intercorre fra euro e dollaro.

L'andamento dell' euro, nel corso della sua vita, è stato piuttosto travagliato soprattutto nei confronti del dollaro. L'euro nasce il 3 gennaio del 1999. All'epoca il cambio dollaro/ euro era di 1, 089, toccando l'anno dopo un minimo di 0,825 per poi stabilizzarsi e successivamente risalire, generando ad oggi un'inversione di tendenza. La quotazione euro/ dollaro attualmente è pari a 1, 4389.



Grafico del cambio euro / dollaro <sup>20</sup>

Le deludenti performance iniziali dell'euro hanno scatenato tra il 2000 e il 2001 un dibattito economico – politico volto a individuare le cause della debolezza dell'euro e soprattutto valutare una serie di interventi per poter stabilizzare la nuova moneta. Fondamentale in proposito è la soluzione e il dibattito del *Committee on Economic and Monetary Affairs* dell'Europarlamento. E' da tenere presente, prima di iniziare la nostra analisi, che il cambio non rientra fra gli obiettivi della BCE, che fin dall'inizio ha assunto un approccio *benign neglect* considerando solo gli effetti che il valore esterno della moneta ha sull'inflazione. Il *Committee on Economic and Monetary Affairs* ritiene che le difficoltà dell'euro sono dovute a motivi di origine reale, come il differenziale di crescita a favore degli USA e il buon andamento della borsa americana. Inoltre, il processo di diversificazione dei portafogli internazionali favoriva un'elevata domanda di attività reali americane (investimenti in azioni e investimenti diretti) che deprimeva il cambio.<sup>21</sup>

In tale situazione una politica monetaria basata su una restrizione monetaria risultava poco rilevante. Interessante era la proposta di Fitoussi <sup>22</sup>, che proponeva di abbassare i tassi ufficiali per rafforzare il cambio questo perché una riduzione dei tassi da parte della Bce avrebbe potuto migliorare le aspettative di crescita nei

---

<sup>20</sup> Currency chart, <http://finance.yahoo.com/>

<sup>21</sup> G. Verga, *Il cambio dollaro – euro*, Osservatore monetario, 2007, pp. 326 – 327.

<sup>22</sup> È docente all'istituto di studi politici di Parigi dal 1982 e presiede l'osservatorio francese delle congiunture economiche (OFCE) dal 1989. È membro del consiglio scientifico dell'istituto "François Mitterrand".

paesi dell' UME, incrementato la domanda di attività reali interne e arrestato la fuga di capitali, influenzando , in questo modo, anche l' inflazione.<sup>23</sup>

Secondo il *Committee on Economic and Monetary Affairs* vi sarebbero state altre cause, legate a delle vere e proprie variabili economiche, che sarebbero state influenti sull' andamento del cambio euro / dollaro, in particolare i rendimenti delle attività reali. Nel dibattito del *Committee* sembra sia stato dato molto più spazio alle variabili americane che a quelle europee, suggerendo che le fluttuazioni del cambio dollaro / euro siano dovute più alle oscillazioni del dollaro che dell'euro. Inoltre negli ultimi anni la crescita dei prezzi delle azioni americane e il livello dei tassi d'interesse reali degli USA risultano legati alla crescita del PIL. Data la rilevanza che i rendimenti delle attività reali sembrano avere e la rilevanza che l'andamento dell'economia americana sembra avere per quanto riguarda il cambio, possiamo affermare che esiste un legame inverso tra le variazioni di breve periodo del cambio e dell' indice delle azioni USA. Per l'importanza delle variabili USA nel determinare il cambio dollaro / euro, si può quindi suggerire che il diffondersi di ottimismo su quell'economia, provochi un contemporaneo aumento dei prezzi delle azioni e un rafforzamento del dollaro, con la discesa del cambio dollaro / euro. Il miglioramento di tali aspettative, reso riconoscibile dall'aumento dei prezzi delle azioni, porta a un aumento dei rendimenti attesi del complesso degli investimenti USA che, a parità di condizioni, tende a rafforzare il dollaro.

---

<sup>23</sup> L' idea di Fitoussi era che i flussi di capitale da e verso l' area dell' euro sono di tipo reale e quindi sensibili alle aspettative di crescita dell' economia.

### 3. 2 Un' inversione di tendenza: la svalutazione del dollaro

L'euro, che diventa valuta di riserva <sup>24</sup> e, soprattutto, il deficit record della bilancia dei pagamenti americana sono i fattori che principalmente spingono al ribasso il dollaro. Dall'inizio del 2002 a oggi, la valuta americana si è deprezzata di circa l'11 per cento in generale e di ben il 22 per cento se guardiamo solamente il cambio euro - dollaro. Ma la causa principale dell'attuale deprezzamento del dollaro è strutturale: dipende in larga misura dalla necessità di riequilibrare il gigantesco deficit della bilancia dei pagamenti americana. Negli Stati Uniti il deficit della bilancia dei pagamenti ha raggiunto quasi il 5 per cento del prodotto interno lordo. Ma che cos'è il deficit (o surplus) di bilancia dei pagamenti?

La bilancia dei pagamenti misura le esportazioni nette di beni e servizi di un paese, a cui si sommano i redditi da investimenti esteri. Ma in modo più immediato la bilancia dei pagamenti è la differenza tra risparmio (sia pubblico che privato) e investimento. In alcuni casi, un deficit di bilancia dei pagamenti può essere del tutto desiderabile. Se per esempio un paese è colpito da una recessione, aumentare le importazioni è il modo per attenuare gli effetti negativi sul consumo interno. Oppure, se un paese vive una fase di nuove e redditizie opportunità di

---

<sup>24</sup> Una valuta di riserva è una valuta che è tenuta nelle quantità significative da molti governi e nelle istituzioni come componente delle loro riserve di divise estere. Inoltre tende ad essere la valuta di valutazione internazionale per i prodotti commerciati su un mercato globale, quali petrolio, oro, ecc. Ciò consente il paese di pubblicazione di comprare i prodotti ad un tasso marginalmente meno costoso che altre nazioni, che devono scambiare la loro valuta con ogni acquisto e pagare un costo di transazione. (Per le valute importanti, questo costo di transazione è trascurabile riguardo al prezzo del prodotto.) inoltre consente il governo che pubblica la valuta per prendere in prestito i soldi ad un tasso migliore, poiché ci sarà sempre un più grande mercato per quella valuta che altre.

investimento può essere ottimale finanziare questi progetti prendendo a prestito all'estero, soprattutto quando il tasso di risparmio domestico è insufficiente.

Per comprendere meglio questo fenomeno andiamo a ripercorrere le tappe che hanno portato ad una così forte svalutazione del dollaro e il crollo, attuale, dell'economia statunitense. Analizziamo, quindi, gli squilibri nei flussi di capitale che si sono venuti a determinare nell'ultimo decennio a favore dell'economia statunitense. Le cause degli squilibri in questione sono tra le più varie. Sono innanzitutto il risultato di cambiamenti importanti nelle dinamiche dell'economia mondiale, che inizialmente sono stati sottovalutati.

Le partite correnti degli USA a partire dagli anni '80 sono diventate velocemente e in maniera sempre più persistente negative. Le esportazioni nette hanno seguito la stessa tendenza, anche se in misura inferiore. Sembra quindi esserci un punto di rottura, individuabile probabilmente in corrispondenza del primo quarto degli anni '80, a partire dal quale qualcosa muta strutturalmente negli indirizzi dei flussi finanziari planetari. Da quegli anni, infatti, la bilancia commerciale americana inizia a registrare deficit sempre più massicci, fenomeno che si trasferisce poi sui conti della bilancia dei pagamenti. Man mano che la posizione debitoria degli USA nei confronti del resto del mondo peggiora, l'entità dei dividendi e degli interessi che maturano su tale esposizione finanziaria diventa più consistente, ma questi sono quasi completamente compensati dai rendimenti delle posizioni creditizie degli USA all'estero.

In linea di massima, l'entità e la persistenza di tali squilibri sembrano essere il risultato dell'interazione di due forze: il declino nel livello del risparmio statunitense rispetto agli investimenti nazionali, dovuto all'aumento dei consumi

privati, ad una corrispondente riduzione del risparmio privato e a continui deficit di bilancio; e il corrispondente aumento del risparmio rispetto al livello degli investimenti in altre parti del mondo, soprattutto in Asia e nei Paesi principali produttori di petrolio. Se i consumi privati aumentano in un dato Paese, per ciascun livello di reddito totale disponibile (al netto cioè delle tasse) il risparmio privato diminuisce. Se il governo aumenta il proprio livello di spesa pubblica - producendo magari deficit di bilancio come nel caso degli Stati Uniti - per ogni determinato livello di gettito fiscale il risparmio pubblico (tasse meno spesa pubblica) si riduce. Il risparmio totale del Paese, quindi, si abbassa in seguito all'interazione di queste due forze. Se il livello di risparmio totale è insufficiente per finanziare gli investimenti che si sono stabiliti, il Paese in questione è costretto ad indebitarsi con l'estero. Ciò produce un afflusso di capitali che però devono un giorno essere restituiti con gli interessi (il debito estero cresce e l'esposizione finanziaria potenzialmente peggiora se la dinamica descritta persiste nel tempo).

In questa maniera, gli Stati Uniti sono diventati debitori netti nei confronti del resto del mondo. Per una naturale tendenza delle forze economiche a ripristinare l'equilibrio nel lungo periodo, le dinamiche finanziarie internazionali che hanno creato il deficit ed il debito statunitense si sono invertite, provocando enormi fughe di capitali, deprezzamento del dollaro, larghe oscillazioni nei movimenti dei prezzi relativi (amplificate dalle spinte al rialzo del prezzo del petrolio, scatenate queste ultime da una crescente domanda energetica proveniente da Cina ed India), volatilità nei prezzi delle attività finanziarie e reali; crescita lenta, quest'ultima non solo negli USA ma anche altrove.



### 3. 3 La crisi finanziaria statunitense e il caso Bear Sterns

La politica adottata dalla Fed nei primi mesi di quest'anno è stata pesantemente condizionata dalla crisi finanziaria e di liquidità innescata dalle difficoltà nel settore di mutui *subprime*.

Questa crisi, esplosa nell'agosto dello scorso anno, e solo ora è in fase di parziale superamento, ha portato la Fed ad adottare una politica di emergenza volta soprattutto a contrastare la scarsa liquidità dei mercati e a ricostituire la fiducia degli operatori e degli investitori a parziale discapito della potenziale stabilità dei prezzi. La minaccia di una crisi finanziaria che, come nel periodo della grande depressione, avrebbe potuto generare una pericolosissima restrizione del credito, ha convinto la Fed che la stabilità dei mercati finanziari fosse prioritaria rispetto agli altri suoi due obiettivi istituzionali, e in particolare quello inflazionistico. La Banca Centrale Americana ha infatti deciso che anche la crescita economica, in flessione dall'ultimo trimestre dell'anno, fosse un obiettivo da perseguire parallelamente alla sua attività a favore della stabilità finanziaria. Un eccessivo peggioramento delle aspettative del pubblico sulla crescita economica avrebbe potuto vanificare gli sforzi per ridare fiducia ai mercati finanziari. Ha così deciso di contrastare il pericolo recessivo con una rapida e massiccia riduzione dei tassi che, per altro, ha anche contribuito, almeno parzialmente, a frenare la crisi del settore immobiliare che è all'origine dei problemi legati ai mutui *subprime*.

Durante gli ultimi mesi la Fed si è avvalsa di un ventaglio di strumenti di politica monetaria più ampio dell'usuale, di cui gran parte dedicati a ristabilire le

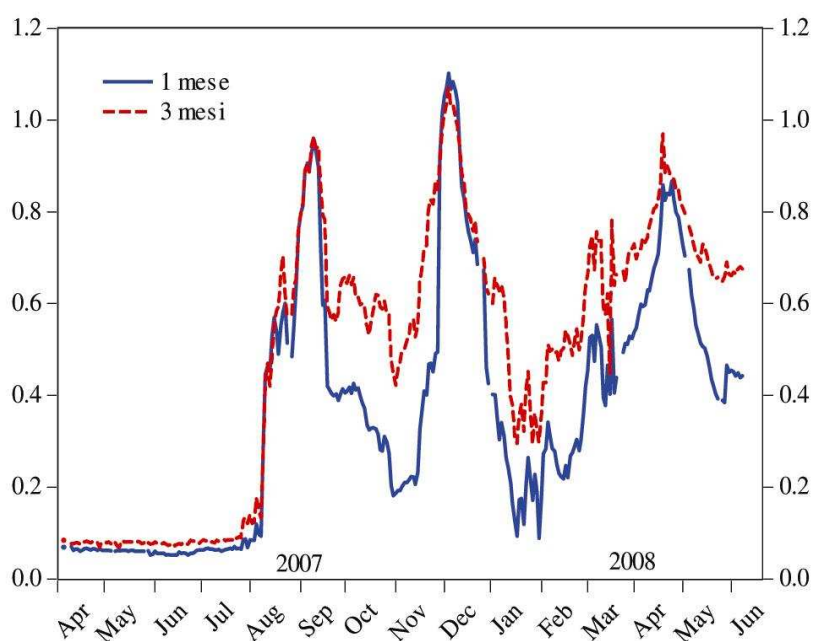
condizioni di stabilità e liquidità nei mercati finanziari, e spesso adattati o innovati *ad hoc* alla situazione contingente. Gli interventi della Fed nel 2008 hanno comunque seguito la falsariga di quelli del 2007, e sono sostanzialmente costituiti in:

- massicce immissioni di liquidità (rese possibili dall'introduzione a dicembre delle TAF (Term Auction Facility) ad ampliamento delle attività ammesse come *collaterals*<sup>25</sup> nelle operazioni di sconto);
- cooperazione con altre banche centrali per fornire liquidità al sistema (per la prima volta attivata il 12 dicembre 2007);
- riduzione dei tassi ufficiali (e del differenziale tra tasso di sconto e tasso *target* dei Federal Funds);
- interventi *ad hoc* per affrontare particolari episodi (quello di Bear Sterns) e introduzione di nuove linee di liquidità per il sistema;
- massiccia diffusione di informazioni sulle intenzioni della Banca Centrale (enfasi sulla situazione di crisi e impegno da parte della Fed di contrastarla, particolare pubblicità alle decisioni sulle immissioni di liquidità, maggiore diffusione dei dati sullo sviluppo dell'economia e indicazione dei motivi alla base dei diversi provvedimenti di politica monetaria);
- 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.

---

<sup>25</sup> Property acceptable as security for a loan or other obligation ( garanzia reale).

## Il differenziale LIBOR – OIS <sup>26</sup>



I problemi di liquidità attraversati dal mercato monetario USA sono ben visibili dall'evoluzione del differenziale tra il Libor <sup>27</sup> e l'OIS (*overnight interest swaps*), che la stessa Fed usa come “misura” dell'impatto della carenza di liquidità e del rischio di insolvenza nel mercato monetario.

Il differenziale, molto modesto sino al luglio dello scorso anno, è poi letteralmente esploso a partire dall'8 agosto, con punte elevatissime a settembre e dicembre e, per quanto riguarda il 2008, a metà marzo e a cavallo tra aprile e maggio, e solo di recente ha subito (almeno per la scadenza a 1 mese) un significativo ridimensionamento. Per quanto riguarda l'anno in corso, l'episodio

<sup>26</sup> Domenico Delli Gatti, Giovanni Verga *Osservatore monetario*, n. 2 / 2008, p. 17.

<sup>27</sup> L'abbreviazione Libor indica il *London Interbank Offered Rate* (tasso interbancario 'lettera' su Londra), un tasso di riferimento per i mercati finanziari. Si tratta di un tasso variabile, calcolato giornalmente dalla *British Bankers Association* in base ai tassi d'interesse richiesti per cedere a prestito depositi in una data divisa (tra le altre, sterlina inglese, dollaro USA, franco svizzero ed euro) da parte delle principali banche operanti sul mercato interbancario londinese.

più drammatico rimane comunque quello di marzo relativo a Bear Sterns, anche se qualche giorno dopo, grazie ai massicci interventi della Fed, il differenziale Euribor-OIS si è temporaneamente ridimensionato.

Verso metà marzo, Bear Sterns, una delle principali banche d'affari americane, giudicata fino a qualche tempo prima tra le più affidabili, è entrata improvvisamente in crisi non riuscendo più a raccogliere la liquidità a breve che tradizionalmente usava per finanziare una significativa quota delle sue attività. In assenza di fonti di finanziamento alternative, la banca sarebbe così diventata insolvente, ma un suo fallimento avrebbe costretto i creditori a disfarsi delle attività che avevano ricevuto in garanzia. Ciò avrebbe determinato un'ulteriore forte pressione al ribasso sui prezzi di tali attività che già stavano calando anche a causa dell'illiquidità dei mercati che, a sua volta, aveva determinato la crisi del finanziamento monetario della banca d'affari.

I creditori di Bear Sterns avrebbero così subito forti perdite e sarebbero entrati a loro volta in crisi di liquidità, con un pericolosissimo effetto a catena sugli altri istituti e sui *primary dealers*. Le preoccupazioni che sarebbero sorte tra gli investitori avrebbero potuto coinvolgere l'intero sistema finanziario e sia la crisi di liquidità che la caduta dei prezzi sarebbero diventati universali. In queste condizioni critiche i membri del Board della Fed, all'unanimità, hanno deciso di agire prontamente, anche utilizzando misure piuttosto atipiche, ma giustificate dallo stato di necessità e di allarme in cui era entrato il sistema finanziario.

La Fed ha deciso di utilizzare i suoi poteri di emergenza sulla creazione di liquidità (non avveniva più dal 1960)<sup>2</sup> per salvare Bear Sterns dal fallimento, le cui azioni JPMorgan Chase and Co. Si dichiarava disposta ad acquistare al prezzo

di due dollari l'una (contro una quotazione di 30 dollari di appena qualche giorno prima). Il 14 marzo il Board approvava così all'unanimità l'accordo annunciato da JPMorgan Chase e Bear Sterns, e il 16 ufficializzava l'accordo di finanziamento. Per sostenere l'operazione, in connessione all'acquisizione di Bear Sterns da parte della Chase, la Fed di New York erogava un prestito di 29 miliardi di dollari a scadenza decennale<sup>3</sup> che, insieme a un altro miliardo fornito dalla stessa Chase, andava a finanziare una *Delaware limited liability company* ("LLC"), costituita appositamente allo scopo di detenere le attività di Bear Sterns.

Il prestito della Fed veniva garantito da un portafoglio di Bear Sterns del valore di 30 miliardi di dollari: se però nella liquidazione del portafoglio gestita dalla LLC dovessero emergere delle perdite, il primo miliardo di perdite sarebbe a carico della Chase, ma tutto il rimanente a carico della Fed di New York .

Gli interventi per contrastare la penuria di liquidità nei mercati non si sono limitati a questo. Lo stesso il 16 marzo la Fed attivava un nuovo strumento, detto PDCF (Primari Dealer Credit Facility) volto ad agevolare i finanziamenti dei *primary dealers* ai mercati. Si tratta di una particolare *lending facility* creata dalla Federal Reserve Bank di New York – simile a una *discount window* – dove i *primary dealers* possono rifornirsi di liquidità. La Fed ha stabilito che questo strumento rimarrà attivo per almeno sei mesi e che il costo dei finanziamenti (di durata *overnight*), collateralizzabili con un ampio spettro di attività, è pari al tasso di sconto applicato alle banche considerate solide (*primary credit rate*), il quale, nella stessa riunione veniva per l'occasione abbassato di 25 punti base. A parte questo, l'11 marzo era già stato annunciato un intervento congiunto con altre banche centrali per fornire liquidità ai mercati, cui ne seguiva un altro il 2 maggio.

Un importante strumento cui la Fed ha fatto massicciamente ricorso per fornire regolarmente liquidità al sistema creditizio sono state le TAF (Term Auction Facility) quindicinali e di durata 28 giorni, introdotte per la prima volta a dicembre 2007.<sup>28</sup>

Anche nei primi mesi del 2008 la Fed ha introdotto significative riduzioni nei tassi ufficiali. In particolare, il rendimento *target* dei Fed-Funds è stato abbassato quattro volte ed ora si trova al 2% contro il 5,25% di un anno fa. Di queste riduzioni, due sono state di 75 punti base. Le ragioni di questa politica così aggressiva vanno ricercate nel sovrapporsi della crisi finanziaria sulla fase depressiva in cui è entrata l'economia americana. La Banca Centrale ha ritenuto essenziale non aggiungere sfiducia sulla crescita economica alla gravissima sfiducia già presente nei mercati finanziari e alla minore offerta di credito alle famiglie e alle imprese. Ha quindi deciso di abbassare i tassi per rendere meno costosi i finanziamenti sia per gli intermediari con problemi di liquidità (non solo il rendimento *target* è stato abbassato, ma anche il differenziale tra il tasso di sconto e i Fed- Funds), sia per le famiglie e le imprese. La Banca ha così inteso riaffermare la sua determinazione a combattere la crisi finanziaria e soprattutto a frenare le aspettative sempre più pessimiste sul futuro andamento del settore reale.

Le decisioni sui tassi sono sempre state prese in relazione ai rischi verso il basso della crescita. Fino a marzo, inoltre, la Fed ha sempre sottolineato come questi rischi continuassero a rimanere. E' solo ad aprile che, con l'ultima decisione di ridurre ulteriormente il *target* Fed- Fund dal 2,25 al 2% (per altro approvata con 2 voti contrari su 10), il FOMC è apparso più ottimistico non

---

<sup>28</sup> Domenico Delli Gatti, Giovanni Verga *Osservatore monetario*, n. 2 / 2008, pp. 18 – 21.

avendo più parlato di *ulteriore* indebolimento delle prospettive di crescita e anzi sottolineando le potenziali conseguenze positive delle iniziative intraprese.<sup>29</sup>

Particolare attenzione e ulteriore analisi meriterebbe la crisi dei *subprime* che ha coinvolto gli Stati Uniti. L'argomento però risulta essere molto vasto, quindi qui ci soffermeremo brevemente sulle cause che hanno scatenato questa crisi.

Secondo chi ha analizzato la crisi<sup>30</sup> il primo anello debole della catena è la caduta degli standard con cui gli *originators* (gli erogatori dei mutui) concedevano i loro prestiti. In parte questa è stata la conseguenza del fatto che la cartolarizzazione ha spesso reso i ricavi degli *originators* più legati ai “volumi” dei crediti erogati e ceduti ai “veicoli” e ai *packagers* che alla loro “qualità”. Convinzione diffusa era che, comunque, questi crediti, una volta ceduti non costituissero più un rischio per gli erogatori e che quindi, per loro, non fosse poi così importante verificarne l'effettiva qualità. Questo problema, poco rilevante finché il prezzo delle case è stato in continua ascesa, ha manifestato tutta la sua negatività nella nuova fase di crisi del mercato immobiliare. Il credito concesso a molti debitori di bassa qualità è infatti andato in mora contribuendo in maniera decisiva alla crisi finanziaria iniziata nell'agosto 2007.

A questo primo fattore di crisi, secondo le analisi condotte in proposito, se ne sono aggiunte altre come:

---

<sup>29</sup> “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”.

<sup>30</sup> L'analisi della Fed e di altri enti che si sono interessati alla crisi dei mutui *subprime* ha infatti rilevato tutta una serie di errori nel comportamento degli operatori che, aggiunta alla caduta dei prezzi del mercato immobiliare, ha innescato la crisi finanziaria.

- Insufficiente attenzione da parte degli investitori nel valutare i rischi degli strumenti creditizi strutturati, in parte conseguente a un'eccessiva fiducia nella capacità segnaletica del *rating*, in parte per la complicazione “tecnica” di alcuni strumenti. In realtà le procedure di determinazione del *rating* si sono spesso dimostrate inadeguate e i successivi *downgrades* hanno di fatto minato la fiducia degli investitori, con l'effetto di ridurre drasticamente i loro acquisti e di incentivare le vendite delle attività già in portafoglio.
- Gestione del rischio poco efficiente in molte grandi istituzioni finanziarie. Per esempio è risultato che molti intermediari non avevano ben misurato la loro esposizione complessiva alla crisi perché ne avevano sottovalutato l'impatto su diverse importanti linee della loro attività. Sono stati così sottovalutati i rischi delle voci fuori bilancio, dei prestiti agli investitori in titoli cartolarizzati, delle perdite di valore dei collaterali. Sono inoltre state sottovalutate le pressioni sulla liquidità, poi emerse a livello di sistema quando ci si è trovati nell'impossibilità di cedere i crediti e/o vendere le attività cartolarizzate, o anche di far rientrare la loro clientela in difficoltà.



## CAPITOLO IV

### Un confronto fra il Federal Reserve System e la Banca Centrale Europea

#### 4. 1 Differenze e analogie nel mercato delle riserve bancarie

Nei precedenti capitoli abbiamo esaminato da vicino la struttura della Banca Centrale europea e della Federal Reserve, la politica monetaria adottata nei due sistemi e abbiamo anche fatto un confronto fra le rispettive monete. In quest'ultimo capitolo ci soffermeremo sulle differenze, nonché su alcuni punti convergenti, dei due sistemi.

La struttura operativa utilizzata per la gestione della politica monetaria in Europa e negli USA è molto simile nelle sue linee generali: in entrambi i sistemi un ruolo centrale è assegnato al mercato delle riserve bancarie. La politica monetaria è gestita attraverso il controllo delle riserve bancarie. Se la banca centrale vuole mantenere la politica monetaria invariata, l'offerta di riserve deve essere tenuta in linea con la domanda; se la banca centrale vuole mettere espansione (restrizione), l'offerta di riserve deve essere incrementata rispetto alla domanda.<sup>31</sup>

Il controllo dell'offerta di riserve ha un'influenza diretta sul tasso overnight applicato alla negoziazione di fondi fra le istituzioni finalizzato al regolamento delle loro posizioni con la banca centrale. Nel Federal Reserve System il tasso di riferimento è il tasso sui *federal funds*, nel sistema europeo il tasso è invece

---

<sup>31</sup> Papadia Francesco, *La Banca Centrale Europea*, Il Mulino, 2006, p. 36.

chiamato EONIA. Questi tassi a breve giocano un ruolo molto importante nel meccanismo attraverso cui le decisioni di politica monetaria sono trasmesse all'economia reale.

La gestione della politica monetaria può essere inquadrata come un meccanismo che si basa sui seguenti passaggi:

- Stima della domanda di riserve: la banca centrale prima di effettuare qualsiasi operazione deve conoscere quante riserve sono necessarie al sistema bancario.
- Stima dei fattori tecnici che influenzano l'offerta di riserve: ci si riferisce ai fattori che non sono sotto il controllo della banca centrale
- Controllo delle riserve offerte al sistema bancario: la banca centrale, in relazione alla quantità necessaria al sistema, deve decidere circa l'ammontare di riserve che intende offrire attraverso il suo controllo.

Tale struttura è una struttura di base che viene adottata sia dalla Fed che dalla Bce. Sussistono però delle differenze. Nel Federal Reserve System viene effettuata una distinzione fra Borrowed Reserves (BR) e Non Borrowed Reserves (NBR). Le prime sono le riserve rese disponibili al sistema bancario attraverso le operazioni di risconto della Fed. Le NBR sono influenzate sia dalle operazioni di mercato aperto sia dai cambiamenti nei fattori tecnici. La differenza fra i due tipi di riserva era molto importante in passato. Il finanziamento del sistema bancario attraverso il risconto è diventato meno importante negli ultimi anni, perciò la distinzione fra le due tipologie di riserve è oggi molto meno importante nella gestione della politica monetaria.

Le principali differenze fra ed e Bce sono legate alle caratteristiche istituzionali e regolamentari.

In entrambi i sistemi abbiamo riserve obbligatorie e riserve libere. Le riserve obbligatorie hanno caratteristiche comuni nel Federal Reserve System e nel sistema europeo, infatti in entrambi le riserve sono ritardate ed è consentita una certa flessibilità nel corso del periodo di mantenimento. Il Federal Reserve System ha però due caratteristiche peculiari: le riserve obbligatorie sono costituite con denaro in cassa e non solo con le posizioni detenute presso la banca centrale come nell' Eurosystem. Inoltre nel FRS nessun interesse è pagato sulle riserve e c'è un incentivo per le banche a economizzare sulle riserve attraverso una gestione attiva delle passività. Queste due peculiarità rendono la domanda di riserve nel FRS molto più volatile e difficile da prevedere.

## 4. 2 Fattori tecnici che influenzano l' offerta di riserve

Quando andiamo a definire l'equilibrio del mercato delle riserve gli elementi che non sono sotto il controllo della banca centrale sono definiti come *fattori tecnici che influenzano l' offerta di riserve*.

Possiamo considerare come l'offerta di riserve può variare con riferimento a tre componenti: riserve di valuta estera, circolante e posizione netta del settore pubblico.

- Riserve di valuta estera: l'ammontare di tali riserve aumenta quando c'è un surplus nella bilancia dei pagamenti. In questa situazione, la banca centrale acquista attività denominate in valuta e accredita il conto della banca che vende tali attività, per il valore corrispondente nella valuta interna; in tal modo l'offerta di riserve aumenta.
- Circolante: quando una banca chiede circolante alla banca centrale si verifica una riduzione delle riserve del sistema bancario. L'ammontare di circolante richiesto dal pubblico è piuttosto volatile e la domanda di circolante ha una forte componente stagionale, che permette alla banca centrale di prevedere, con una buona approssimazione, l'impatto di questa sull' offerta di riserve.
- Posizione netta del settore pubblico: quando il settore pubblico effettua un pagamento, il suo conto presso la banca centrale diminuisce e il conto presso la banca centrale della banca che beneficia del pagamento aumenta. In questo caso abbiamo un incremento nell'offerta di riserve bancarie. Nel caso di un pagamento a favore del settore pubblico, il suo

conto presso la banca centrale registra un aumento e c'è una corrispondente diminuzione dell'ammontare di riserve disponibili per il sistema bancario.

- Altri elementi: oltre ai tre elementi considerati sopra, vi sono poi altri elementi eterogenei. Da considerare è il flottante netto. Il flottante è creato quando il conto di una banca che presenta un assegno all'incasso è accreditato prima che venga addebitato il conto della banca che ha emesso l'assegno. Il flottante incrementa temporaneamente l'ammontare di riserve del sistema bancario: fino a quando il conto della banca sulla quale è stato emesso l'assegno non è addebitato, le due banche hanno essenzialmente a disposizione la stessa riserva.

I fattori tecnici che influenzano l'offerta di riserve sono molto volatili sia nel FRS che nell' ES. L'elevata difficoltà non implica in genere particolari difficoltà nella previsione.

La posizione netta del settore pubblico è forse il fattore che è più volatile e più difficile da prevedere. Tale volatilità è più elevata nel ES poiché le norme relative alla detenzione dei fondi da parte del settore pubblico sono tuttora abbastanza diverse nei paesi che fanno parte dell' area dell' euro. Anche la volatilità del flottante dipende dai diversi contesti istituzionali e dalle specificità dei singoli sistemi dei pagamenti nazionali.

#### **4. 3 L' offerta di riserve: rifinanziamento e operazioni di mercato aperto**

La banca centrale può controllare l'offerta di riserve in due modi: concedendo prestiti al sistema bancario attraverso il rifinanziamento; effettuando operazioni di mercato aperto.

In tutti i paesi industrializzati il rifinanziamento è diventato progressivamente meno importante negli ultimi anni, mentre le operazioni di mercato aperto sono oggi il principale strumento utilizzato dalle banche centrali per perseguire il controllo dell'offerta di riserve.

Un elemento comune a entrambi i sistemi è la scarsa rilevanza in termini quantitativi del rifinanziamento. In termini qualitativi è necessario dire che le caratteristiche istituzionali delle operazioni di rifinanziamento sono molto diverse nei due sistemi. In particolare nel FRS il costo di finanziamento attraverso il risconto è al di sotto del tasso di mercato e l'accesso al finanziamento è ristretto, mentre nell'ES il rifinanziamento avviene ad un costo superiore ai tassi di mercato ed è aperto a tutte le banche.

La ratio sottostante il meccanismo di rifinanziamento è molto semplice da comprendere nell' ES, dove il rifinanziamento agisce come "valvola di sicurezza" per le pressioni sulla liquidità alla fine della giornata ed è diretto a prevenire eccessive tensioni nei tassi interbancari, nel caso di necessità inattese di liquidità, che derivano da squilibri relativi a singole istituzioni finanziarie.

Un altro elemento comune nei due sistemi è che, sia nel FRS che nell' ES, le autorità monetarie danno segnali al mercato sui tassi di interesse a breve termine.

Nel FRS il tasso controllato dalla politica monetaria è il livello target annunciato per il tasso sui federal funds. Nell'ES il tasso controllato è stato fino a giugno 2000 il tasso fissato per l'operazione di rifinanziamento settimanale. Successivamente il segnale viene dato attraverso la variazione del tasso minimo a cui l'operazione di rifinanziamento viene proposta.

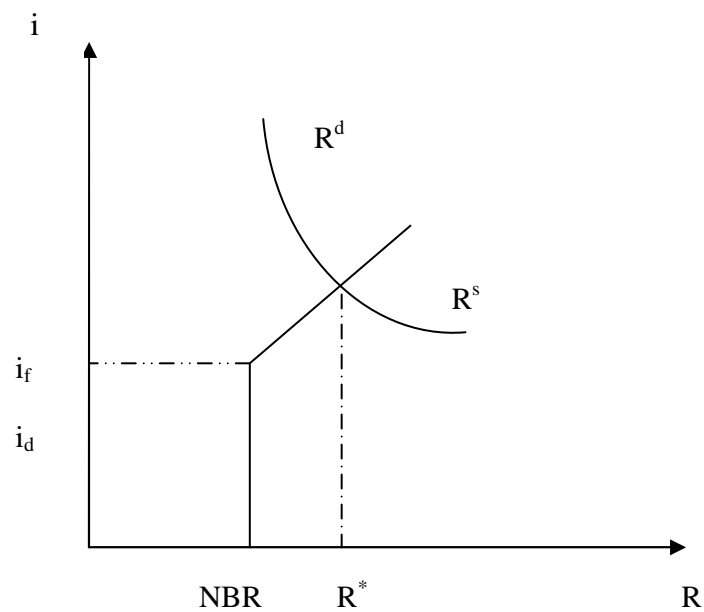


Figura 1<sup>32</sup>

Dalla figura 1, si può vedere come la Fed può agire nel caso in cui sia necessario un aumento dei tassi d'interesse, si pensi ad una situazione di tensioni inflazionistiche. La Fed può contrarre l'offerta di NBR ad esempio vendendo titoli contro moneta sul mercato aperto. Tale azione ha l'effetto di spingere verso l'alto i tassi del mercato monetario e aumentare la domanda di BR. Questo causa

una riduzione di  $R$  e un valore più elevato di  $i_f$ . Alternativamente la Fed può decidere di alzare il tasso di sconto riducendo la domanda di  $BR$ . L'effetto sarà ancora una riduzione di  $R$  e un aumento di  $i_f$ .

A partire dal 2003 però la Fed ha modificato l'uso della *Discount window*. Il “primary credit” fornito alle banche è divenuto una vera e propria standing facility con un tasso superiore di 100 punti base a quello applicato sui fed funds. Il “secondary credit” è invece prezzato ad un tasso superiore di 50 punti base al tasso di sconto. L'offerta di riserve diventa così infinitamente elastica, e non più positivamente inclinata, in corrispondenza delle  $NBR$ . Per livelli normali della domanda di riserve, le  $BR$  sono nulle, dato che il loro prezzo supera il tasso sui fed funds. Il ruolo della *Discount window* diviene quello usuale di una standing facility di fissare un tetto alle variazioni sull'interbancario. Tale nuovo ruolo della finestra allo sconto è illustrato nella Figura 2.

---

<sup>32</sup> Giorgio Di Giorgio, *Lezioni di economia monetaria*, CEDAM, 2007, p. 93.



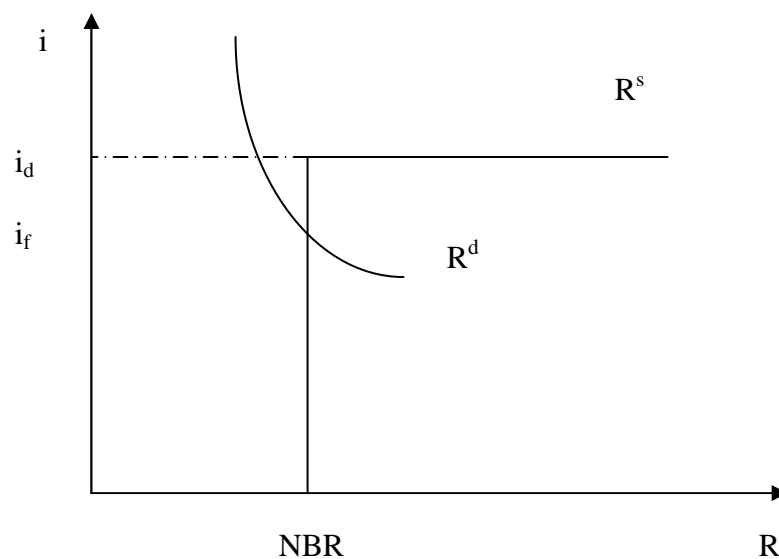


Figura 2<sup>33</sup>

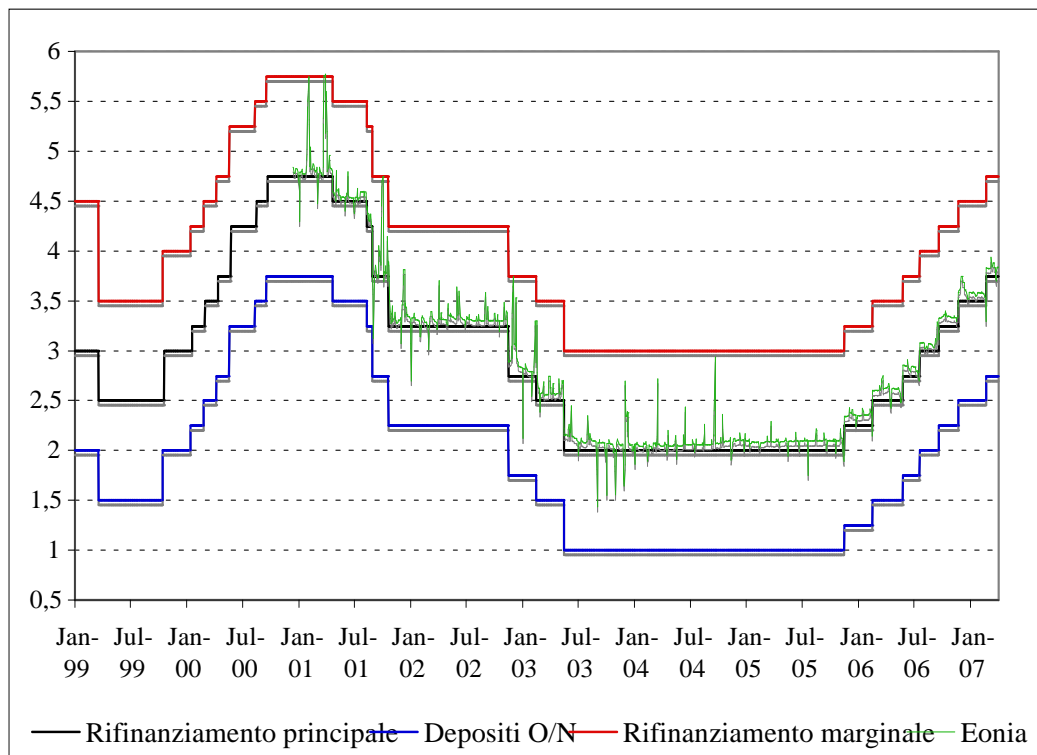
Nell'area dell'Euro sono state adottate due “standing facilities”: il rifinanziamento marginale che consente alle banche di ottenere liquidità *overnight* ad un prefissato tasso d'interesse e una *deposit facility* che consente alle banche di utilizzare la liquidità giornaliera in eccesso ad un tasso garantito minimo. Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale costituisce in genere un limite massimo per il tasso di interesse del mercato *overnight*. Se il tasso interbancario salisse al di sopra del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, gli istituti di credito che si trovano con carenza di liquidità troverebbero più conveniente indebitarsi (senza limiti quantitativi) con la BCE piuttosto che sul mercato interbancario.

Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale costituisce in genere

<sup>33</sup> Giorgio Di Giorgio, *Lezioni di economia monetaria*, CEDAM, 2007, p. 95.

un limite minimo per il tasso di interesse del mercato *overnight*. Se il tasso *overnight* scendesse al di sotto del tasso sui depositi presso la BCE, le banche con eccessi di liquidità non avrebbero più convenienza ad investire questi eccessi sul mercato interbancario, ma trarrebbero maggior vantaggio depositandoli presso la banca centrale, ove non è previsto nessun limite quantitativo.

Figura 3 Tassi di interesse nell'area dell'euro <sup>34</sup>



Tale meccanismo, illustrato in Figura 3, fa sì che le fluttuazioni dei rendimenti a brevissimo termine si collochino all'interno di un *corridoio* delimitato dai tassi di deposito *overnight* e di rifinanziamento marginale. All'interno di esso si

<sup>34</sup> M. Arcelli, *L'economia monetaria e la politica monetaria dell'Unione Europea*, nona edizione, CEDAM, Padova 2007.

collocano gli altri tassi del mercato monetario, compresi quelli «segnale» delle autorità monetarie, collegati alle operazioni di rifinanziamento principali. Il tasso di equilibrio a breve termine è determinato interamente dalla domanda di liquidità bancaria entro l'intervallo di variazione consentito. La Bce può spingere verso l'alto o verso il basso tale tasso agendo sia sulla liquidità bancaria offerta con operazioni pronti contro termine che, nel caso di operazioni a tasso fisso, sul livello del tasso d'intervento. Questo schema di controllo monetario è coerente con un obiettivo operativo definito in termini di riserve bancarie totali.

#### 4. 4 Osservazioni conclusive

Le procedure operative della politica monetaria nel FRS e nell'ES si collocano all'interno di uno schema di riferimento che attribuisce un ruolo centrale al mercato delle riserve bancarie. Essendo la struttura di base simile nei due sistemi, le differenze nelle procedure operative dipendono da specifici aspetti tipici dei due sistemi, che differiscono per ragioni istituzionali e a volte anche storiche.

La domanda di riserve sembra essere più instabile nel FRS, ove non è pagato alcun interesse sulle riserve obbligatorie e c'è un chiaro incentivo per le banche a evitare di coprire l'obbligo di riserva attraverso una gestione attiva delle passività.

L'instabilità dei fattori tecnici è molto elevata in entrambi i sistemi: l'ES ha il problema addizionale che deriva dall'esistenza di diverse regole nazionali che riguardano le posizioni detenute dal settore pubblico presso la banca centrale. Le condizioni a cui sono offerte le riserve sono molto diverse nei due sistemi: le operazioni di mercato aperto sono condotte in modo molto più flessibile nel FRS; ma nell'ES, dove le operazioni sono più rigide, le modalità di rifinanziamento sono più elastiche.

Un'ulteriore e significativa differenza sta negli obiettivi finali della politica monetaria negli USA e nell'area dell' Euro.<sup>35</sup>

Oltre a non essere previsto alcun ordinamento gerarchico fra i diversi obiettivi che la Fed si propone di raggiungere, un'ulteriore caratteristica è la rinuncia alla definizione di un contenuto numerico agli obiettivi stessi cioè la Fed non stabilisce quantitativamente dei livelli che le variabili devono raggiungere, tali da garantire l'obiettivo prefissato. Da ciò si deduce una notevole autonomia e

flessibilità di comportamento della Fed nella gestione della politica monetaria, dato che le sue azioni possono passare da un obiettivo all'altro senza un esplicito vincolo a dei parametri ufficiali di riferimento.

La situazione è totalmente capovolta nell'area dell'euro, dove la Bce deve perseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi, basandosi su una serie di vincoli di tipo quantitativo.<sup>36</sup>

---

<sup>35</sup> Giorgio Di Giorgio, *Lezioni di economia monetaria*, CEDAM, 2007, pp. 79 – 80.

<sup>36</sup> Vedi rif. Capitolo 1 , La Banca Centrale Europea.

## Conclusione

Nel confrontare il sistema della Banca centrale europea con quello della Federal Reserve mi sono resa conto di quanto difficile sia valutare effettivamente i due sistemi nonché gli strumenti e le politiche monetarie adottate. Quello della Banca centrale europea è un sistema che punta al raggiungimento di obiettivi di tipo quantitativo, gerarchicamente ordinati ed è un sistema non accentrato: molto spazio viene lasciato alle singole Banche centrali nazionali. La Federal Reserve è una banca centrale che risulta essere molto flessibile nelle politiche adottate in quanto nulla è stabilito in merito ai limiti quantitativi legati agli obiettivi da raggiungere e risulta inoltre essere un sistema di tipo accentrato con potere decisionale detenuto a livello centrale piuttosto che periferico.

Queste e molte altre importanti differenze, e analogie, sono state analizzate nello svolgimento della tesi e altrettanto importanti sono una serie di considerazioni che sono venute a galla analizzando le monete adottate nei due sistemi. Il dollaro e l'euro sono monete che si influenzano a vicenda: i movimenti che interessano il dollaro si ripercuotono inevitabilmente sull'andamento dell'euro e viceversa, stabilendo una stretta connessione fra le politiche monetarie dei due sistemi. Esemplare è la crisi finanziaria che in questo periodo ha colpito l'America: si temono delle conseguenze parimenti negative anche nell' Eurosystema. Questo è motivo di grande attenzione e studio delle dinamiche dell'economia statunitense. Per quanto possano essere diversi gli strumenti adottati o la struttura dei due sistemi, inevitabile e inscindibile è l'interazione di uno con l' altro.

## Bibliografia

Papadia Francesco, *La Banca Centrale Europea*, Il Mulino, 2006

Banca Centrale Europea, *Monthly Bulletin*, Agosto 2008

System Publication, *The Federal Reserve System: purposes and functions*

Giorgio Di Giorgio, *Lezioni di Economia Monetaria*, CEDAM, 2007

G. Verga, *Il cambio dollaro – euro*, Osservatore monetario, 2007

Olivier Blanchard & Francesco Giavazzi & Filipa Sa, 2005. *The U.S. Current Account and the Dollar*, NBER Working Papers 11137, National Bureau of Economic Research, Inc.

Favero, Carlo A & Flabbi, Luca & Giavazzi, Francesco, 1999. "The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Europe: Evidence from Banks' Balance Sheets," CEPR Discussion Papers 2303, C.E.P.R. Discussion Papers.

Roberto A. De Santis & Carlo A. Favero & Barbara Roffia, 2008. *Euro area money demand and international portfolio allocation - a contribution to assessing risks to price stability*, Working Paper Series 926, European Central Bank.

Pocar Fausto, Secchi Carlo, *Il trattato di Nizza e l' Unione Europea*, Giuffrè, 2001

Arcelli M. e G. Di Giorgio, 1995, *Politica monetaria e accordi di cambio*, in UIC: *Studi per il Cinquantenario*, Laterza, Roma

*Mondo bancario*, gennaio – febbraio 2005

Porta Angelo, *La struttura operativa del sistema europeo di banche centrali: un confronto con il Federal Reserve System*, in Fondazione Rosselli. Dalla banca all' eurobank

*Federal Reserve Bulletin*, Giugno 2008

Shapiro M. D. *Federal Reserve policy: causes and effect*, Working paper series , NBER

Marco Pifferi, Angelo Porta, *La Banca Centrale Europea: la politica monetaria nell' area dell' euro*, terza ed. EGEA, 2003

Giuseppe Guarino, *Eurosistema: analisi e prospettive*, Giuffrè, 2005

M. Arcelli, *L'economia monetaria e la politica monetaria dell'Unione Europea*, nona edizione, CEDAM, Padova 2007

Domenico Delli Gatti, Giovanni Verga *Osservatore monetario*, n. 2 / 2008,



## **Ringraziamenti**

Giunti alla conclusione di questo mio lavoro non potevo di certo evitare di ringraziare tutte quelle persone che mi hanno seguito e sostenuto in questo percorso appena concluso.

Vorrei partire ringraziando il Prof. Alessandro Pandimiglio che mi ha indirizzata nella stesura di questa tesi mostrandosi sempre interessato e disponibile e che, grazie alle lezioni tenute in classe, mi ha trasmesso la passione per l' economia monetaria.

Ringraziamenti sinceri e profondi vanno alla mia famiglia: mio padre, mia madre e mio fratello che sempre mi hanno sostenuta e incoraggiata, che sono sempre stati presenti e continueranno ad esserlo nelle scelte della mia vita perché continuamente hanno pensato alla mia felicità e devo unicamente a loro tutti i miei successi.

Ringrazio ancora i miei nonni materni e paterni che sono sempre stati orgogliosi di me e sempre si sono interessati alle mie scelte. Tutti i miei cugini, quelli vicini e quelli lontani, in particolare Adriana e Angelo che sono cresciuti con me e mi hanno aiutato essendo sempre sinceri e cercando di trasmettermi tutte le loro esperienze. Ai miei zii, Tina e Tonino, che mi vogliono bene come una figlia e ai miei zii che purtroppo sono lontani ma che so tengono tanto a me.

Ringrazio di cuore tutte le persone che si sono fidate di me, che mi vogliono bene e sono quotidianamente presenti: i miei amici. Angelo, Valeria, Paola, Biagio, Katia, Leo, Mario e tutti quelli che fanno parte della mia vita ( la lista è troppo lunga per poterli citare tutti).

Un ringraziamento va infine a me stessa perché grazie alla mia forza di volontà e alla mia caparbità sono sempre riuscita a raggiungere i miei obiettivi, questo sicuramente uno dei più importanti.

**Antonella Longo**