



Libera Università Internazionale degli Studi Sociali

Dipartimento di: Impresa e Management

Cattedra: Diritto Pubblico dell'economia

**BCE e FED di fronte alla crisi. Spunti per la
costruzione di un pensiero critico informato.**

RELATORE

Professoressa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Anita Gabriele matr. 195701

ANNO ACCADEMICO: 2017/2018

*A chi, fin da piccola, mi ha insegnato che ogni
cosa che si inizia, va svolta al meglio delle
proprie potenzialità,
e portata a compimento,
perché tutto quello che facciamo ci definisce
e ci rende ciò che siamo.*

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO I	6
1.1 LA STORIA DELLA GRANDE RECESSIONE: NATA NEGLI USA, CRESCIUTA IN EUROPA	6
1.1.1 LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME	7
1.1.2 IL MECCANISMO DI TRASMISSIONE DELLA CRISI NEL MONDO	10
1.1.3 LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI	12
1.2 DALLA CRISI FINANZIARIA ALLA CRISI DELL'ECONOMIA REALE	15
1.2.1 GLI EFFETTI IMMEDIATI SUL PIL	16
1.2.2 LE RISPOSTE DELL'EUROGRUPPO: IL FISCAL COMPACT	20
1.3 LE AUTORITÀ MONETARIE	23
1.3.1 LA BANCA CENTRALE EUROPEA E IL SEBC	24
1.3.2 LA FEDERAL RESERVE	26
CAPITOLO II	30
2.1 LA FED DI FRONTE ALLA CRISI	30
2.1.1 LA REAZIONE DELLA FED	32
2.1.2 LA "POLICY NORMALIZATION" DEL FOMC	37
2.2 LA BCE DI FRONTE ALLA CRISI	39
2.2.1 LA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA	40
2.2.2 LA REAZIONE ALLA CRISI	43
CAPITOLO III	49
3.1 LE AUTORITÀ MONETARIE A CONFRONTO	49
3.1.1 GLI OBIETTIVI E LE FUNZIONI A CONFRONTO	50
3.1.2 GLI STRUMENTI A CONFRONTO	56
3.2 UN CASO PARTICOLARE: IL QUANTITATIVE EASING	61
3.2.1 IL RICORSO AL QUANTITATIVE EASING IN EUROPA	62
3.2.2 IL RICORSO AL QUANTITATIVE EASING NEGLI USA	64
3.2.3 LA VALUTAZIONE STRATEGICA E GLI EFFETTI	65
3.3 LE CRITICHE AL RUOLO DELLE DUE BANCHE	66
CONCLUSIONI	71
BIBLIOGRAFIA	74
SITOGRAFIA	75
RINGRAZIAMENTI	76

*“Scritta in cinese, la parola crisi è
composta da due caratteri.
Uno rappresenta il pericolo
e l’altro
rappresenta l’opportunità.”*
John Fitzgerald Kennedy

Introduzione

Il presente lavoro nasce dalla mia spiccata curiosità riguardo una materia in continuo divenire, quale è l'ordinamento giuridico e l'architettura europea, all'interno di cui quest'ultimo trova spazio. In particolare, lo scopo della presente analisi è quello di fornire materiale di facile comprensione, per economisti e non, utile per la creazione di un'opinione individuale informata.

In quanto cittadini di una democrazia partecipativa, difatti, è cosa buona e giusta che ognuno di noi abbia un'opinione circa i fatti più importanti che caratterizzano la società odierna e, nello specifico, riguardo le modalità di azione cui hanno ricorso le istituzioni europee e, in particolare, la Banca Centrale Europea, per reagire ad uno shock economico di grandissime dimensioni, come non avveniva dalla crisi del '29. Altro è, però, rivolgere critiche riguardo fatti e circostanze che non si conoscono a pieno o, quanto meno, di cui non si conoscono tutte le sfaccettature rilevanti.

Per colmare questa lacuna, probabilmente dovuta, in parte, alla disinformazione e, in parte, all'eccessiva specificità di manuali storico-economici, articoli accademici, giornali e quotidiani, che hanno approfondito il tema, il mio lavoro è partito dalla ricerca e dalla contestuale analisi del contenuto di questi ultimi che ho cercato di semplificare, oltre che sintetizzare, e rendere accessibili a tutti.

Spero che il frutto di tale lavoro sia offrire al cittadino europeo medio, e, nel nostro caso italiano, un'arma volta non solo alla creazione di un'opinione che sia pertinente e fondata, ed utilizzabile contro le numerose critiche superficiali che, purtroppo, troppo spesso, oggi, sfociano nei populismi anti-europeisti, ma anche e soprattutto uno strumento che possa, per noi giovani, essere d'aiuto per comprendere la situazione attuale, al fine di trovare soluzioni, che di certo presupporranno cambiamenti, alle problematiche dell'oggi ancora incompleta architettura istituzionale di vertice europea.

Per tali ragioni, la seguente tesi si apre con un approfondimento, prettamente di carattere storico, svolto nel primo capitolo sugli eventi della recente congiuntura, denominata “*Grande Recessione*”. Nello stesso capitolo vengono, poi, presentate le figure delle due autorità di politica monetaria, protagoniste assolute della crisi e, di seguito, anche di questa analisi.

Il lavoro, infatti, è diretto, attraverso il confronto tra la struttura, gli obiettivi, gli strumenti e le reazioni delle due banche centrali alla recessione, a fornire la possibilità di operare un confronto le cui fondamenta siano la completezza, correttezza e totalità delle informazioni in materia.

Tale prerogativa risulta fondamentale per comprendere quale sia il filo logico della tesi.

Difatti, il secondo capitolo è dedicato alla spiegazione, sotto forma quasi di racconto, delle reazioni che le due banche hanno avuto di fronte alla crisi; infine il terzo e ultimo, contiene l’analisi e l’approfondimento delle ragioni di fondo, esplicative e giustificative di tali comportamenti. Nell’ultimo capitolo, è, inoltre, affrontato un caso concreto, il ricorso all’operazione di politica monetaria, non convenzionale, denominata Quantitative Easing oltre che la trattazione delle maggiori critiche, operate da economisti, storici, giornalisti e politici, verso il ruolo delle due banche centrali: la Bce e la Fed.

Capitolo I

1.1 La storia della Grande Recessione: nata negli USA, cresciuta in Europa

Il periodo economico tutt'altro che florido, che va dal 2007 al 2012, dei quali effetti ancora oggi risentiamo, viene chiamato e verrà ricordato come “*Grande Recessione*”¹.

Così come la *Grande Depressione*, (vd. Crisi del '29²), anche la più recente è una crisi nata sul mercato americano, che poi si è propagata in Europa, e anch'essa, trae origine dallo scoppio di una bolla, quella generatasi nel mercato immobiliare, in seguito all'uso esasperato di strumenti di “finanza creativa”.

Un aspetto caratteristico di tale crisi, contrariamente alla precedente, è che essa nasce in un primo momento, come crisi finanziaria per poi allargare, solo in un secondo momento, i suoi effetti all'economia reale, coinvolgendo in maniera più o meno accentuata tutte le componenti della domanda aggregata.

Per favorire una migliore comprensione dell'evoluzione storica e l'esposizione degli eventi che caratterizzano il periodo in questione, gli economisti sono soliti distinguere due fasi, sebbene interconnesse, della recessione:

- Prima fase (2007-2009): “La crisi dei mutui subprime”
- Seconda fase (2010-2012): “La crisi dei debiti sovrani”

¹ In questo stesso periodo, le economie dei paesi del G7 (Giappone, Germania, Italia, Francia, Canada e Regno Unito) hanno attraversato gravi recessioni, mentre le economie dei principali paesi commerciali a medio reddito, quali Brasile, Corea del Sud e Taiwan, hanno registrato brevi, se pur intense, fasi di declino. La contrazione è stata così grave e così prolungata, che c'è chi ha persino utilizzato il termine depressione, prima di optare per Grande Recessione. “*Come è definita una recessione?*”, Michael Boskin, *Il Sole 24 Ore*.

² La grave crisi economico-finanziaria del 1929, iniziata negli Stati Uniti d'America, sconvolse l'economia mondiale dalla fine degli anni venti fino a buona parte del decennio successivo, con devastanti ripercussioni sociali e politiche. Da J.B. Galbraith, *Il grande crollo*, Ed. BUR (2009), pag. 102.

Particolarmente interessante può, poi, apparire la dinamica che ha permesso alla crisi di diffondersi dagli Stati Uniti a tutti i paesi industrializzati, in particolare l'Europa, dovuta al fatto che, tutti i paesi capitalisti erano e sono ancora soliti ricorrere all'utilizzo di varie forme di intermediazione finanziaria - più o meno pericolose - volte a favorire la diversificazione del rischio, da un lato, e a nascondere comportamenti speculativi, dall'altro.

1.1.1 La crisi dei mutui subprime

La crisi dei mutui subprime, anche nota come “crisi americana”, viene spesso descritta – e oserei dire semplificata – come dovuta al fatto che, le banche avessero commesso un errore prestando e, quindi, concedendo credito ad individui poco meritevoli³.

La realtà è un po' più complessa.

La crisi americana cominciò a farsi sentire sin dalla fine dell'anno 2006, apparendo come nient'altro che un'inaspettata evoluzione, ovviamente non desiderata, della politica monetaria espansiva, intrapresa dalla Federal Reserve (FED) all'inizio del nuovo millennio, con la finalità di sostenere i mercati attraverso l'immissione di liquidità, ad un costo, il tasso d'interesse, contenuto, e alla luce dei fatti, accessibile a tutti.

Per meglio comprendere la nascita e l'evoluzione di questa prima fase della crisi, è necessario capire come la FED influenzò il sistema finanziario e soprattutto le banche ordinarie, ossia quelle che effettivamente prestano credito ai consumatori, coloro i quali hanno bisogno di denaro per soddisfare i propri bisogni.

³ Le banche concedevano fiducia agli individui, senza dare alcun peso alle valutazioni circa la solvibilità del debitore, che si accingevano, con il capitale in prestito, all'acquisto di un immobile. Dando per scontata l'impossibilità che il mattone si svalutasse, infatti, i finanziatori ritenevano che il prestito fosse assicurato dalla possibilità del debitore di rifinanziare il prestito o vendere l'immobile nel caso di difficoltà nel sostegno delle rate o di impossibilità di pagarle. Da Paul Krugman “Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008”, Garzanti (2009), pag 187.

La Riserva Federale, in quanto banca centrale americana, stabilisce un tasso di interesse, il Tasso d'Interesse di Riferimento, che addebita alle banche sui prestiti a queste ultime, concessi. Nel periodo di riferimento, tale tasso d'interesse fu stabilito intorno alla soglia dell'1%, divenendo lo strumento principale della politica che fu promulgata dall'autorità monetaria negli USA. Ciò comportò, di fatto, che le banche ordinarie si trovassero in eccesso di liquidità, quindi emerse la necessità di collocare tale surplus presso gli individui, chiamati investitori, perché avrebbero con quel denaro investito, rimettendo in circolo l'economia, attraverso l'indebitamento. Quello di riattivare l'economia era lo scopo principale della stessa banca centrale, quindi quest'ultima accettò di buon grado l'elevata creazione e circolazione di operazioni di *leverage*, finalizzate all'acquisto di beni durevoli, gli immobili, e garantite da questi ultimi⁴. Così si diffusero i famosi *Mutui Subprime*⁵.

Il meccanismo che si innescò è facilmente comprensibile con un esempio:

Dato un consumatore, il suo bisogno primario di un'abitazione e l'assenza di capitale proprio da utilizzare, egli ha due alternative: A. Comprare una casa; B. Prendere in affitto una casa. Al momento della scelta, il consumatore opterà per la soluzione più conveniente, operando una valutazione basata sulla comparazione di due possibili costi: A. Il costo annuale di un prestito, quindi la somma delle rate costituite dalla quota capitale, dovuta alla restituzione della somma presa in prestito, più la quota interessi che rappresenta il costo del denaro preso a prestito; B. Il costo annuale del canone di affitto.

Se il costo A sarà inferiore a quello B, il consumatore deciderà di accendere un prestito e comprare una casa, a maggior ragione convinto ed entusiasta dal

⁴ Chiminazzo T., *Crisi, Ricchezza, Povertà. Nuovi modelli per affrontare la crisi e costruire nuovi scenari*, Libreriauniversitaria.it (2008).

⁵ I subprime sono prestiti o mutui erogati a clienti definiti "ad alto rischio". Sono chiamati prestiti subprime perché a causa delle loro caratteristiche e del maggiore rischio a cui sottopongono il creditore sono definiti di qualità non primaria, ossia inferiore ai debiti primari (prime) che rappresentano dei prestiti erogati in favore di soggetti con una storia creditizia e delle garanzie sufficientemente affidabili.
<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>

fatto che, sta per far entrare un bene durevole, teoricamente non soggetto a svalutazione, nel suo patrimonio.

Nel periodo di riferimento, i tassi di interesse sui prestiti, cioè i tassi di interesse attivi per le banche ordinarie, furono mantenuti al di sotto della soglia del 2%, per cui prendere a prestito apparì, in più casi, l'alternativa più vantaggiosa rispetto a quelle sopra riportate, essendo il costo del denaro molto basso.

Dal punto di vista delle banche, invece, non si presentò il problema della mancata solvibilità di soggetti poco meritevoli di fiducia, in quanto sugli immobili acquistati venne iscritta un'ipoteca ed inoltre, si pensò che essi non avrebbero mai perso valore.

L'esempio sopra riportato e le precisazioni del caso, spiegano in maniera dettagliata cosa ha, nella pratica, portato ad una così ampia diffusione dei subprime.

Qual è stato allora il problema?

La risposta è insita nel meccanismo stesso che oggi regola tutti i mercati - della moneta e immobiliare compresi – domanda e offerta.

La domanda aumenta in presenza di un prezzo più basso.

Il prezzo diminuisce in presenza di una maggiore quantità offerta⁶.

A causa del basso costo del denaro preso a prestito, nel mercato della moneta si registrò un aumento esponenziale del numero di prestiti richiesti e ciò comportò un aumento dei tassi di interesse applicati ai mutui. Essendo quelli già precedentemente negoziati a tassi di interesse tanto bassi quanto **variabili**, l'aumento di domanda danneggiò coloro che dovevano onorare la rata del prestito a loro carico e che, a causa dell'aumento dei tassi, non ne furono più in grado.

In parallelo, anche sul mercato immobiliare cominciarono a salire i prezzi perché gli individui disposti ad acquistare un immobile aumentarono, grazie alla

⁶ *Macroeconomia, N.Gregory Mankiw e Mark P. Taylor, Sesta edizione italiana, Zanichelli 2015.*

possibilità di indebitarsi ad un basso costo e ciò, comportò una rivalutazione: la bolla si stava gonfiando⁷.

Le banche, per far fronte alla situazione che si creò a causa dell'insolvibilità di un numero sempre maggiore di individui, avviarono i pignoramenti e le vendite degli immobili posti a garanzia dei prestiti, al fine di coprire questi ultimi, provocando direttamente una situazione di eccesso di offerta nel mercato immobiliare, la svalutazione del "sicurissimo mattone" e lo scoppio della bolla.

Si era verificato sul mercato immobiliare, un fenomeno la cui dinamica ricorda la "corsa agli sportelli" avvenuta poco meno di settant'anni prima nel giorno ricordato "Giovedì Nero"⁸.

1.1.2 Il meccanismo di trasmissione della crisi nel mondo

La prima fase della crisi, di cui i mutui ipotecari furono i protagonisti indiscussi, appare – secondo quanto detto fin qui – come circoscritta o, quanto meno, circoscrivibile al solo territorio degli States. Se tutto fosse stato già detto e descritto, l'Europa, così come tutti gli altri paesi industrializzati più o meno coinvolti, non avrebbe dovuto risentire minimamente del fallimento di strumenti finanziari creati, indirettamente, da una reazione della FED e del governo americano, che oggi è senza dubbio definibile come inadeguata⁹.

Come accennato in precedenza, anche altri paesi furono travolti dagli effetti del fallimento dei subprime e la motivazione non può essere ridotta a mera

⁷ <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

⁸ La mattina del 24 ottobre 1929, che segna l'inizio della Grande Depressione, furono messe in vendita più di 13 milioni di azioni, comportando una diminuzione drastica del valore delle azioni. La vendita collettiva riprese il lunedì e il martedì successivi, causando un'ulteriore diminuzione: tutti si erano precipitati a vendere, causando la rovina di chi aveva investito o preso denaro a prestito per "giocare" in borsa. *Da Ennio De Simone, "Storia Economica", Quinta Edizione, FrancoAngeli (2014).*

⁹ Paul Krugman parla, di stimolo inadeguato, in riferimento allo stimolo fiscale che Obama, agli inizi del 2008, cercò di avviare, quando si rese conto che la FED, avendo tassi già prossimi allo zero, non poteva ulteriormente ridurli per sostenere la ripresa della crescita. *"Fuori da questa crisi, adesso!", Paul Krugman, GARZANTI (2012).*

conseguenza della globalizzazione, ma va ricercata nell'essenza stessa, nelle caratteristiche e negli obiettivi delle economie in questione.

I paesi che hanno maggiormente risentito della crisi nata in USA, sono paesi le cui economie si basano sul concetto di capitalismo moderno e il cui obiettivo è, sostanzialmente, la massimizzazione del profitto, in qualsiasi modo possibile, oserei dire alla luce dei fatti¹⁰.

Andando nello specifico, la trasmissione della crisi è stata possibile grazie alla compresenza di almeno quattro fattori:

1. La necessità degli intermediari finanziari americani di diversificare il rischio e il conseguente sfruttamento di operazioni di “ingegneria finanziaria¹¹”.
2. La globalizzazione dei mercati, non sempre regolamentati.
3. La presenza di asimmetrie informative.
4. La ricerca da parte degli altri paesi di investimenti ad alto rendimento per ottenere facili profitti.

Le banche ordinarie americane che avevano fornito prestiti ai clienti, meritevoli o meno di fiducia, cominciarono a preoccuparsi circa gli effetti di un eccessivo immobilizzo, ossia il rischio di mancata liquidità, nel breve termine, dovuto al fatto che i piani di rientro dei mutui fossero a lungo termine.

Per far fronte a tale circostanza le banche, riprendendo le idee degli economisti Scholes e Merton¹², cominciarono a ricorrere ripetutamente ad operazioni di cartolarizzazione, tramite le quali trasformare i mutui, o parte di essi, in titoli da

¹⁰ Peter A. Hall (2012): *The Economics and Politics of the Euro Crisis, German Politics*, 21:4, 355-371.

¹¹ La combinazione di diversi strumenti già esistenti per creare nuovi prodotti finanziari. *Brealey-Myers*. L'uso dei derivati per gestire il rischio e creare strumenti finanziari personalizzati. *Peter Tufano, Harvard Business Review*.

¹² Robert C. Merton e Myron S. Scholes furono insigniti del premio Nobel per l'Economia nel 1997, in seguito allo sviluppo del loro lavoro “Un nuovo metodo per il calcolo del valore dei derivati”.

trasferire a terzi, le società veicolo, recuperando in tal modo parte del credito e tornando ad essere in possesso di liquidità da investire in nuovi mutui. I titoli risultato della trasformazione, chiamati “*Asset locked securities*”, di fatto non furono altro che strumenti riversati liberamente in mercati, spesso non regolamentati ed esteri, che pur essendo in teoria garantiti, in realtà avrebbero dato profitti solo subordinatamente alla restituzione del prestito, infatti vennero per tale ragione denominati “*Derivati*”. Visti gli alti rendimenti che assicuravano, i derivati furono acquistati non solo da imprenditori grandi e piccoli, ma anche da enti pubblici appartenenti alle pubbliche amministrazioni di paesi europei, che si illusero e pensarono di patrimonializzarsi, di effettuare investimenti a lungo termine, non rendendosi conto di andare in contro alla costruzione di un patrimonio meramente nominale, privo di valore intrinseco. Parte della colpa fu infine, delle agenzie di rating, che occupandosi di valutare i prodotti in commercio sui mercati finanziari, non si accorsero che i prodotti che stavano valutando erano non convenzionali e quindi non assoggettabili alle stime derivanti dai modelli utilizzati tradizionalmente¹³.

Tutti i limiti di ciò che appariva come un sistema perfetto per riavviare l’economia erano appena emersi e ciò aveva comportato, dopo la caduta delle borse valori e la crisi di fiducia degli investitori, il fallimento di diversi istituti: la bancarotta di Lehman Brothers rappresenta solo l’esempio più lampante.

1.1.3 La crisi dei debiti sovrani

Alla fine del 2009, cominciarono ad essere avvertiti i primi segni di ripresa e di uscita da una crisi che, pur essendo nata in America, non aveva incontrato ostacoli a propagarsi, ampliarsi e a far sentire i propri effetti in tutta l’Europa. Tuttavia, l’illusione di una crisi lampo e di una rapida ripresa dovette ben presto essere

¹³Peter A. Hall (2012): *The Economics and Politics of the Euro Crisis*, *German Politics*, 21:4, 355-371. E. Salsano e R. Lombardi, “*Crisi finanziaria e crisi reale*”, Editrice Gaia, 2009.

abbandonata a causa dell'inizio della seconda fase della crisi, o per meglio dire, di una seconda crisi: la crisi dei debiti sovrani¹⁴.

La crisi dei debiti sovrani, sebbene connessa alla precedente americana, si dispiega e si evolve in maniera e per motivazioni diverse; di certo, i paesi apparivano indeboliti dal fallimento dei subprime, ma le cause concrete del diffondersi del “rischio di default¹⁵” dei paesi coinvolti, vanno ricercate nella mancanza o nell'incompletezza di determinati pilastri portanti dell'architettura dell'Unione Europea.

I paesi coinvolti furono principalmente Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna - tanto che cominciarono ad essere individuati dai tabloid con l'acronimo PIIGS – ma, nonostante ciò, a risentire degli effetti di una seconda crisi, fu tutta l'Europa¹⁶.

Brevemente, la crisi dei debiti sovrani nacque nel momento in cui, alcuni paesi cominciarono a dubitare della loro stessa solvibilità e quindi, circa la propria capacità di pagare i creditori, cioè i detentori di titoli del debito pubblico. Le cause comuni ai paesi coinvolti furono principalmente: la crisi precedente e la recessione innescata da questa; la sfiducia degli operatori finanziari riguardo costituzione di un'unione monetaria e infine, la massiccia quantità di titoli del debito pubblico emessa e venduta, tale da portare i tassi di interesse a livelli mai raggiunti precedentemente.

Ciascuno dei PIIGS, però, fu coinvolto così bruscamente anche per ragioni differenti da paese a paese, tutte responsabili dell'accumulazione di un debito pubblico eccessivo.

La Grecia aveva condotto una politica fiscale poco prudente e aveva falsato i conti pubblici; l'Italia fronteggiava, da più decenni, un debito pubblico pari al 100%

¹⁴ *Francesco Capriglione e Gabriele Semeraro, Law and Economics Yearly Review, Editori F. Capriglione-R.M. Lastra- R. McCormik- C. Paulus- L. Reichlin- M. Sakuramoto, 2012.*

¹⁵ Anche rischio di credito. Situazione in cui il creditore non può assicurare il pagamento di parte o di tutto il debito pubblico e degli interessi maturati ai creditori. *Borsa Italiana, GLOSSARIO.*

¹⁶ http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-giuridici/2013-0072a/quaderno_72_app.pdf

del PIL, risultato di un'economia stagnante e della tolleranza di un'alta percentuale di evasione fiscale; l'Irlanda aveva visto crescere, enormemente il proprio debito pubblico, a causa del salvataggio di numerose banche, operato per far fronte alla bolla immobiliare sul mercato irlandese; il Portogallo pagava eccessivamente i dipendenti della pubblica amministrazione; la Spagna doveva far fronte alle debolezze del proprio sistema bancario.

Storicamente, la crisi ebbe inizio nel 2010 quando si scoprì che la Grecia aveva falsificato i suoi conti, per rientrare nei parametri europei, compiendo diverse operazioni tutt'altro che prudenti, in collaborazione con Goldman Sachs e JP Morgan, finalizzate a nascondere la reale entità del proprio indebitamento. A quel punto, venne dichiarato il rischio di default per la Grecia, che intanto richiedeva aiuto sia alla Commissione Europea che al Fondo Monetario Internazionale (FMI), concordando con questi ultimi l'erogazione di finanziamenti per un ammontare complessivo di circa 110 milioni di euro e promettendo di avviare una politica di risanamento fiscale. La dichiarazione ufficiale che la Grecia potesse risultare insolvente aprì la strada per il coinvolgimento di altri paesi, le cui situazioni di indebitamento erano simili o peggiori; quindi Portogallo, Italia, Irlanda e Spagna, trovandosi coinvolti, non poterono fare a meno di avviare, seguendo l'esempio greco, politiche di risanamento fiscale per ridare fiducia ai mercati: si erano appena manifestati i primi effetti di contagio e i tassi di interesse crescevano, insieme allo spread ed ai premi pagati dai detentori dei titoli di stato, per assicurarsi contro l'insolvenza. Alzandosi i tassi di interesse, il valore dei titoli di stato cominciò ad essere eroso e questo andò soprattutto a discapito delle numerose banche che li detenevano, il cui attivo perse valore, facendo sentire la necessità di doversi ricapitalizzare.

La recessione, avviata dalle banche, dopo aver coinvolto gli Stati, era ritornata a colpire il sistema bancario.

1.2 Dalla crisi finanziaria alla crisi dell'economia reale

La recessione, che ebbe inizio negli anni tra il 2007 e il 2008, innescata nella prima fase dal fallimento dei subprime negli USA e, proseguita con l'aumento vertiginoso del debito pubblico di diversi stati in Europa, ha prodotto i suoi effetti inizialmente, generando problemi nel mondo della finanza, per poi coinvolgere l'economia reale fino a costituire un vero e proprio problema sociale.

La trasmissione degli effetti di un periodo di congiuntura negativa dal mondo della finanza al mondo dell'economia reale, va spiegata e compresa alla luce degli eventi accaduti. Il fallimento dei subprime ha evidenziato le conseguenze che possono derivare da un uso eccessivo e spregiudicato di strumenti finanziari non tradizionali e le ripercussioni di queste, nella vita quotidiana degli individui. Il crollo del sistema finanziario e le bolle speculative scoppiate e sgonfiate, sia nel mercato monetario che in quello immobiliare, hanno aperto la strada ad una sempre più marcata prudenza, da parte degli operatori economici in generale, che però ha prodotto, in questo caso, più effetti negativi che positivi.

In seguito al fallimento dei mutui ipotecari, si assiste ad una contrazione nel mercato creditizio; le banche appaiono meno propense a concedere prestiti e questo causa una diminuzione degli investimenti, innescando una reazione a catena che si concretizza in un calo drastico della produzione. Il calo della produzione diventa la miccia che causerà, di lì a poco, l'esplosione e il manifestarsi di un vero e proprio dramma sociale: *“la scomparsa dei posti di lavoro¹⁷”*.

Il problema “disoccupazione” non potrà mai dirsi risolto, se si crede che la risoluzione comporti la scomparsa di essa; anche nei periodi di espansione economica si sente spesso parlare di disoccupazione, quella porzione di essa dovuta al fatto che gli individui impiegano un determinato arco di tempo a trovare

¹⁷ *“Fuori da questa crisi, adesso!” Paul Krugman, Garzanti, 2012*

un lavoro adeguato, rispetto non solo alle proprie esigenze, ma soprattutto rispetto alle proprie competenze. Tale disoccupazione viene definita come *frizionale*.

Prima della crisi, i disoccupati negli States erano circa 7 milioni, ma di essi solo uno su cinque è rimasto senza lavoro per più di sei mesi ed uno su dieci per più di un anno. Ciò testimonia come anche in un'economia sana, la disoccupazione esista e sia un fenomeno fisiologico, che non rappresenta un problema sociale, trattandosi di disoccupazione frizionale, ma un lubrificante per il mercato del lavoro, grazie al quale gli individui riescono a trovare un impiego tanto adeguato quanto soddisfacente.

All'indomani della crisi però, la situazione è precipitata e i valori sono aumentati esponenzialmente: oggi pare sia libero un posto di lavoro per ogni quattro persone disoccupate e il numero di persone che rimangono senza lavoro per più di sei mesi è di 6 milioni di americani, cinque volte il valore censito nel 2007.

Quello relativo alla disoccupazione, inoltre, non è un problema circoscritto: le persone che perdono il lavoro decidono, inevitabilmente, di spendere meno e risparmiare di più, incentivando un'ulteriore diminuzione della produzione e quindi, una diminuzione del reddito aggregato che ogni paese produce. Se tutto ciò viene sommato ad una fisiologica contrazione del commercio internazionale, il risultato non può che essere una sempre maggiore paralisi dell'economia reale.

1.2.1 Gli effetti immediati sul PIL

Il Prodotto Interno Lordo è considerato l'indicatore economico più affidabile, per analizzare l'andamento di un determinato sistema economico, in quanto il suo obiettivo è quello di misurare e riassumere attraverso un valore numerico e monetario, l'attività economica in un determinato arco di tempo¹⁸.

Esso non è altro che la somma delle componenti di spesa che costituiscono la produzione di un paese e quindi, anche il reddito prodotto da quest'ultimo.

¹⁸ *Macroeconomia, N.Gregory Mankiw e Mark P. Taylor, Sesta edizione italiana, Zanichelli 2015.*

Questa grandezza è data dalla somma della spesa pubblica, del consumo, dell'investimento e delle esportazioni.

- La spesa pubblica è la spesa effettuata dalle amministrazioni pubbliche, a tutti i livelli, per i consumi finali e per gli investimenti.
- Il consumo è la spesa per consumi finali di famiglie, istituzioni benefiche e soggetti senza scopo di lucro.
- L'investimento racchiude sia l'investimento delle imprese che quello delle famiglie.
- Le esportazioni nette rappresentano il commercio con l'estero, essendo la differenza tra quanto esportato e quanto importato.

Riprendendo le considerazioni fatte nel paragrafo precedente e, utilizzando le nozioni sopra elencate, procediamo all'analisi degli effetti della recessione sulle singole componenti del PIL.

La spesa pubblica è quanto speso dalla pubblica amministrazione in generale che quest'ultima sostiene grazie alle proprie entrate, risultato dell'imposizione.

Quando la pubblica amministrazione non dispone di entrate sufficienti a finanziare il proprio fabbisogno di spesa, s'indebita, provocando l'aumento del debito pubblico attraverso l'emissione di titoli. Nel periodo in questione – soprattutto durante la seconda crisi - la pubblica amministrazione dei paesi coinvolti ha, per motivi diversi da paese a paese, precedentemente discussi, sfruttato l'indebitamento, ciò vuol dire che le imposte pagate allo Stato, dai cittadini, non erano sufficienti a coprire le spese da sostenere. Le imposte dipendono strettamente da quanto ogni individuo guadagna e da quanta materia imponibile genera; ciò significa che se l'economia permane in una situazione di

paralisi, mantenendo un elevato livello di disoccupazione, lo Stato avrà a disposizione sempre meno entrate e, a parità di condizioni – trascurando, per il momento, le politiche di austerità avviate – dovrà indebitarsi di più.

D'altro canto, nell'ipotesi in cui lo Stato spendesse meno e risparmiasse di più, in linea teorica, provocherebbe un'ulteriore diminuzione del reddito prodotto da un determinato paese.

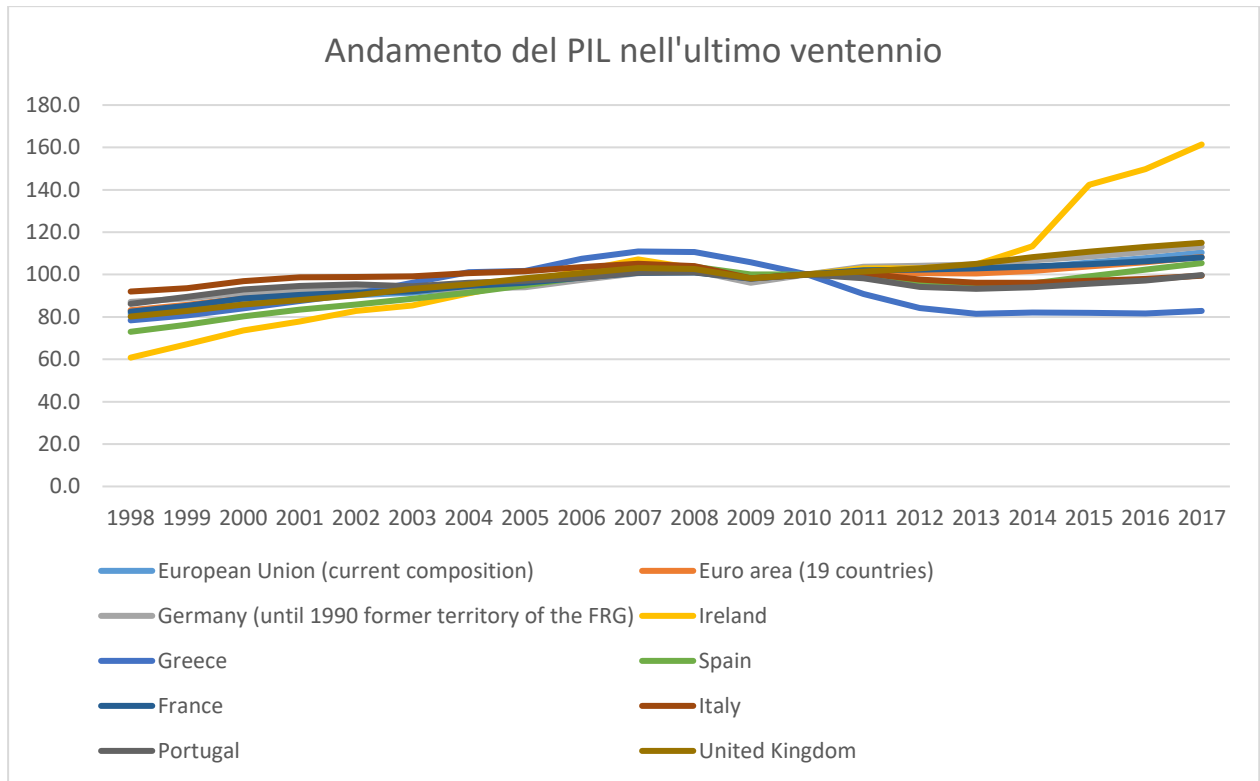
I consumi, visti come spesa degli individui e delle famiglie, diminuiscono perché questi attori, sconvolti dagli eventi delle crisi accadute, non sono più disposti a spendere per svariate motivazioni. Se i consumatori perdono il lavoro, avendo perso la loro fonte di reddito, cominciano ad attingere dai loro risparmi senza produrre nulla. Se i consumatori non perdono il lavoro comunque, sviluppano una maggiore attitudine al risparmio dovuta alle aspettative negative circa il futuro. Inoltre, in questa seconda ipotesi, essendo nel caso concreto fallito il mercato finanziario e creditizio, i consumatori che risparmiano non sono intenzionati a destinare tali risparmi ad un investimento sul mercato finanziario e questo, provoca, almeno in parte, anche la diminuzione della terza componente del PIL, cioè l'investimento.

La terza componente del PIL già erosa dalla minore fiducia dei consumatori e delle famiglie, diminuisce maggiormente considerando la diffidenza delle banche, nel periodo immediatamente successivo all'inizio della crisi, a prestare fiducia e quindi, credito ai propri clienti. L'effetto diretto è la diminuzione degli investimenti delle imprese, cioè quelli definiti produttivi in grado di generare nuovi posti di lavoro, che in questo modo vengono ulteriormente a mancare.

Infine le interdipendenze commerciali tra paesi (es. import/export di materie prime prodotte da un paese ed utilizzate nel processo produttivo di un altro) hanno comportato un rallentamento del commercio internazionale, rappresentato dalla quarta componente del nostro indicatore che quindi crolla vertiginosamente.

Le ipotesi avanzate sull'andamento del PIL negli anni della crisi sono sintetizzate dalla fig.1.

Fig. 1



Fonte: elaborazione su dati Eurostat.

Osservando il grafico che descrive l'andamento del Pil dei paesi europei maggiormente coinvolti dalla recessione, dell'Euro Area e dell'Unione europea nel suo complesso negli ultimi vent'anni, emerge come tali paesi abbiano attraversato una fase di crescita generale fino al 2008. Solo dal 2012 in poi, si avverte una difficile e ostacolata ripresa, eccezion fatta per l'Irlanda, il cui Pil è cresciuto drasticamente dal 2014. Altra eccezione è rappresentata dalla Grecia, che dal 2012 ha solamente frenato la decrescita del Pil, senza segni di uscita dalla stagnazione economica.

1.2.2 Le risposte dell'Eurogruppo: Il fiscal compact

All'indomani della seconda crisi, emerse con maggiore evidenza una problematica caratterizzante l'architettura europea. L'Unione Europea nacque con l'intento di favorire una maggiore integrazione e questa, è stata man mano raggiunta – più in determinati ambiti che in altri – quale obiettivo delle politiche di vertice¹⁹.

La problematica che l'Europa si trovò a dover affrontare dopo l'avvento della crisi dei debiti sovrani, riguardò l'esistenza di un'unione prettamente monetaria che non era supportata da alcun tipo di coordinazione delle politiche economiche degli Stati Membri (SM). Infatti, la coordinazione della politica economica, riguardante l'occupazione e le politiche sociali, non era annoverata tra le competenze né esclusive né concorrenti dell'UE, secondo quanto stabilito dal TFUE²⁰. Si trattava di una competenza “parallela” di ciascuno stato, che l'avrebbe guidata e coordinata tenendo conto degli indirizzi stabiliti dal TFUE. Questo significava che il vertice europeo poteva semplicemente emanare degli “indirizzi di massima”, non vincolanti in materia, per spingere ciascuno SM a rientrare nei vincoli, che comunque, essendo stati imposti dal Trattato di Maastricht, dovevano essere rispettati (cd. braccio preventivo²¹). Solo quando uno degli SM veniva sorpreso dalla Commissione²² e questa avviava la “procedura di disavanzo pubblico eccessivo”, l'Unione Europea poteva occuparsi della politica economica di tale stato, sottoponendolo a procedure la cui efficacia era determinata da passaggi vincolati (cd. braccio correttivo).

¹⁹ Carmela Decaro, *L'integrazione europea: un percorso in divenire*, pag. 25, *Corso di Diritto Pubblico*, a cura di Mirella Pellegrini, CEDAM 2016.

²⁰ Artt 2-3, Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea.

²¹ <https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/00739689.pdf>

²² La commissione Europea ha poteri di vigilanza e sorveglianza sugli SM. *Corso di scienza delle finanze*, a cura di Paolo Bosi, *Il Mulino*, Settima Edizione 2015.

Subito dopo le prime risposte transitorie alla crisi e l'assistenza finanziaria offerta ai paesi in difficoltà, cominciarono così ad essere affrontate le questioni in sospenso.

Il primo passo fu l'approvazione di un primo intervento nel 2011, il *six pack*, composto da cinque regolamenti e una direttiva. L'anno dopo, tra il 13 e il 14 dicembre 2012, venne approvato il cd. "Rapporto del quartetto", un piano strategico di decisioni circa il futuro dell'Unione Europea. Del 2013, invece, l'approvazione del *two pack*²³, composto da due regolamenti, volti a stabilire controlli multilaterali più stringenti, per consentire una coordinazione macroeconomica dei disavanzi eccessivi.

Tuttavia, l'intervento di portata maggiore si affermò solo con l'approvazione, subordinata alla condizione di ratifica di almeno dodici degli SM, del "Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance dell'Unione economica e monetaria" meglio conosciuto come Fiscal Compact o TSCG²⁴.

Il Fiscal Compact nasce come un patto intergovernativo, nato al di fuori della tradizionale procedura europea, con lo scopo di:

“Rafforzare il pilastro economico dell’Unione economica e monetaria adottando una serie di regole intese a rinsaldare la disciplina di bilancio attraverso un patto di bilancio, a potenziare il coordinamento delle loro politiche economiche e a migliorare la governance della zona euro, sostenendo in tal modo il conseguimento degli obiettivi dell’Unione Europea in materia di crescita sostenibile, occupazione, competitività e coesione sociale.” (art. 1)

²³Essendo stato approvato nel 2013, il two pack è un atto cronologicamente posteriore ma, al tempo stesso, complementare al TSCG. *Corso di Diritto Pubblico, a cura di Mirella Pellegrini, CEDAM 2016.*

²⁴ *M.Siclari, Il trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance dell’Unione economica e monetaria, pag.199, Corso di Diritto Pubblico, a cura di Mirella Pellegrini, CEDAM 2016.*

I principali punti del TSCG, contenuti dell'art. 16, sono:

- Obiettivo di deficit pubblico strutturale²⁵ pari o inferiore allo 0,5% o all'1%, per i paesi il cui rapporto debito pubblico/Pil non eccede il 60%.
- L'obbligo per i paesi che non rispettano il parametro debito pubblico/Pil inferiore al 60%, di rientrare ad un ritmo di un ventesimo dell'eccedenza ogni anno.
- L'obbligo per ogni stato che non rientra nel piano di bilancio concordato, di garantire l'attivazione di procedure correttive e con scadenze determinate.
- L'impegno di recepire le nuove regole all'interno delle legislazioni nazionali tramite norme di rango costituzionale²⁶.
- L'impegno di mantenere il rapporto deficit/Pil al di sotto del 3%, pena sanzioni semi-automatiche.
- L'impegno di riunire almeno due vertici l'anno, alla presenza dei leader dei 18²⁷ paesi che hanno adottato l'euro.

Dunque, tale trattato rappresenta una svolta decisiva per l'Unione Europea, che in tal modo adotta, per la prima volta, misure finalizzate al progressivo trasferimento a livello sovranazionale, delle decisioni in materia di sovranità fiscale. Il cammino per il raggiungimento di un'unione fiscale è ancora lungo, ma le autorità europee sembrano determinate a raggiungere l'obiettivo, tanto che si

²⁵ La differenza tra le entrate (gettito fiscale) e le uscite (spesa) della pubblica amministrazione. *Corso di scienza delle finanze, a cura di Paolo Bosi, Il Mulino, Settima Edizione 2015.*

²⁶ Il 20 aprile 2012 viene approvata la legge costituzionale n.1, composta di sei articoli. Con essa vengono recepite nel nostro ordinamento le disposizioni del FC. I primi quattro articoli apportano modifiche agli articoli della Costituzione (artt. 81, 97, 117, 119). L'art 5 introduce disposizioni che, non modificando la Costituzione, indicano gli strumenti volti al conseguimento dell'obiettivo di pareggio di bilancio. L'art 6 riguarda l'applicazione della riforma a partire dall'anno 2014. *G.Lo Conte, L'introduzione del principio del pareggio di bilancio nella Costituzione, pag.201, Corso di Diritto Pubblico, a cura di Mirella Pellegrini, CEDAM 2016.*

²⁷ Oggi 19. La Lituania è entrata nell'eurozona il 1° gennaio 2015. https://europa.eu/european-union/index_it

prevede che il Fiscal Compact, entrato in vigore il 1° gennaio 2013, venga incorporato²⁸, entro il 2018, nella vigente legislazione europea.

1.3 Le autorità monetarie

Le autorità monetarie sono gli organi preposti alla direzione ed al controllo della politica monetaria di uno Stato o di un insieme di Stati; in quanto tali, esse sono state i principali attori del palcoscenico in cui si sono susseguite le vicissitudini della recente recessione.

La politica monetaria è lo strumento attraverso cui le autorità ad esso preposte controllano la creazione di base monetaria²⁹, in grado di influenzare il livello dei tassi di interesse e dei prezzi³⁰. Appare chiaro come, essendo a tali organismi demandato il controllo totale di uno strumento in grado di influenzare l'andamento di tutta l'economia, la politica monetaria e le autorità in quanto organi che la dirigono, svolgono compiti strettamente interdipendenti, in relazione alla politica di governo dello Stato in questione.

Essendo la mia ricerca orientata all'analisi dei fatti e delle circostanze in cui si sono verificate le due crisi e delle risposte date dall'Europa, ma, parallelamente anche dagli Stati Uniti, l'attenzione verrà rivolta, in questo paragrafo, al processo che ha portato alla nascita ed alla vigente struttura delle autorità monetarie operanti in tali paesi.

²⁸ Nonostante si sia già concluso il termine entro cui era programmata la trasposizione del FC all'interno della normativa europea, quest'ultimo non è stato ancora incorporato a causa dell'insorgere di numerosi dubbi non solo riguardo al contenuto dello stesso, che appare in parte uguale a quello dei Regolamenti 1466/97 e 1467/97, ma anche riguardo il rango normativo da attribuirgli nel quadro complesso della normativa europea. *"L'inserimento del Fiscal Compact nel diritto UE"*, *Flash n.7/4 agosto 2017*, Ufficio Parlamentare di bilancio.

²⁹ L'insieme di tutte le attività che influenzano l'offerta del credito e dei depositi delle banche e conseguentemente il loro ammontare e il livello del tasso dell'interesse. *Macroeconomia*, N.Gregory Mankiw e Mark P. Taylor, Sesta edizione italiana, Zanichelli 2015.

³⁰ *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, Mirella Pellegrini, Cacucci, Bari, 2003.

Si noti che le due autorità operanti in Europa e USA, rispettivamente Banca Centrale Europea e Federal Reserve, non sono mosse dagli stessi obiettivi per motivi statutari e storici, che verranno discussi nel corso di tutta la ricerca e che bisogna tenere a mente, per giustificare alcune differenze nelle caratteristiche e nell'operato attuato dalle stesse.

1.3.1 La Banca Centrale Europea e il SEBC

In seguito alla crisi del 2008 e ancor più dopo la crisi che ha coinvolto i debiti sovrani europei, l'architettura di vertice ha deciso di porre le basi per la creazione di un'unione bancaria che possa, in futuro, affrontare eventi simili a quelli appena accaduti, in modo diverso e sicuramente più coordinato, evitando la catastrofe. Tuttavia, la creazione di un'unione bancaria appare in prospettiva storica, come l'ultimo degli obiettivi che l'UE ha deciso di porsi da quando, agli inizi degli anni Settanta, si cominciò a parlare dell'opportunità di creazione di un'area monetaria unica, che avrebbe comportato l'adozione della moneta comune. Da quel momento in poi, si cominciò a lavorare per il raggiungimento di tale scopo, che ha previsto nel 1998 la costituzione della Banca Centrale Europea (BCE) per coordinare l'introduzione della nuova moneta: l'euro.

La BCE, con sede a Francoforte sul Meno, in Germania, è l'organo oggi preposto alla direzione della politica monetaria dell'area dell'euro, cioè l'autorità sovranazionale che ha ricevuto per "abdicazione" dei singoli Stati Nazionali, il controllo della politica monetaria dei paesi che hanno adottato la moneta unica. Per svolgere i propri compiti, la BCE opera all'interno del SEBC (Sistema Europeo delle Banche Centrali), costituito dalle BCN (Banche Centrali Nazionali) di tutti gli stati membri dell'UE, che abbiano o meno adottato la nuova valuta. All'interno del SEBC si distingue poi l'Eurosistema, caratterizzato da specifici compiti e costituito dalla BCE e dalle BCN dei soli stati aderenti all'euro.

Per svolgere le sue funzioni volte al conseguimento degli obiettivi dell'Eurosistema, di cui discuteremo più avanti, la BCE agisce per mezzo di tre organi:

- Il **Consiglio Direttivo**, che è l'organo decisionale più importante, si occupa dell'adozione delle linee guida e delle decisioni necessarie, per lo svolgimento dei compiti attribuiti all'Eurosistema e formula le linee guida di politica monetaria da attuare nell'euro area. I membri che lo compongono sono i sei membri del Comitato Esecutivo e tutti i governatori delle BCN dell'area euro.
- Il **Comitato Esecutivo**, in quanto tale, svolge il compito di impartire le istruzioni relative all'attuazione della politica monetaria, decisa dal consiglio, alle BCN dei paesi che hanno adottato l'euro. I suoi membri sono sei, quali il presidente e il vicepresidente della BCE, cui si affiancano altri quattro membri eletti di comune accordo dai governi dei paesi dell'euro area.
- Il **Consiglio Generale della BCE** si occupa invece, di importanti compiti amministrativi relativi alla redazione della Relazione Annuale della BCE e alla raccolta dei dati statistici consultabili sul sito ufficiale. Tale organo è composto da presidente e vicepresidente della BCE e da tutti i governatori delle BCN aderenti all'UE, a prescindere dall'adozione della moneta comune. Da sottolineare, che tale organo non ha nessuna competenza né responsabilità in materia di politica monetaria³¹.

³¹ Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. *Il caso italiano*, Mirella Pellegrini, Cacucci, Bari, 2003.

La BCE, va puntualizzato, gode della piena indipendenza nell'esercizio delle proprie funzioni e nello svolgimento dei propri compiti, ciò è dovuto all'esigenza di un organo tecnico, di evitare ogni influenza politica nell'espletamento delle proprie mansioni. Questo comporta di fatto che, dato il possesso della personalità giuridica attribuita alla stessa, sia la BCE che le BCN non devono – e questo rappresenta un vero e proprio divieto – né ricevere, né richiedere istruzioni da qualsiasi organo politico europeo e/o nazionale; inoltre per assicurare tale indipendenza è vietata la concessione di linee di credito al settore pubblico.

Il principio di indipendenza è però bilanciato dal principio di responsabilità, che assicura il perseguimento del mandato della stessa al meglio delle proprie capacità; infatti, è responsabilità della BCE il raggiungimento dei propri obiettivi, che deve avvenire con *trasparenza*, intendendo come tale, il dovere di fornire informazioni circa l'evoluzione delle decisioni in materia di politica monetaria, funzione che viene puntualmente svolta, tramite incontri con la stampa o attraverso la pubblicazione puntuale delle decisioni di politica, monetaria sul sito ufficiale della BCE.

Particolarmente interessante appare, infine, un'analisi generale sull'evoluzione del ruolo svolto dalla BCE, che si può definire con il passare del tempo come un governo sempre più discrezionale. Ciò è probabilmente dovuto o ad un'interpretazione dei trattati sempre più estensiva al fine di raggiungere l'obiettivo primario, o ad una vera e propria evoluzione del suo ruolo- ipotesi supportata dalla recente attribuzione della funzione di vigilanza del sistema bancario europeo - verso la figura di vera e propria banca centrale che un giorno, forse, fungerà anche da “prestatrice di ultima istanza”.

1.3.2 La Federal Reserve

La Federal Reserve (FED) presenta una struttura non convenzionale e la motivazione di ciò, va ricercata nello spirito di diffidenza che gli americani nutrivano nei confronti della creazione di un'autorità, titolare di un potere

centralizzato, quale sarebbe stata una vera e propria banca centrale. Dopo una serie di crisi bancarie, dovute alla mancanza di un organismo che coordinasse la politica monetaria, susseguitesì negli anni tra il diciannovesimo e il ventesimo secolo e culminate nel panico nel 1907, un compromesso fu trovato con l'emanazione del Federal Reserve Act, da cui nacque la FED nel 1913, ond'evitare ulteriori fallimenti bancari e le perdite dei depositanti ad essi immancabilmente connesse³².

Alla luce di ciò può essere spiegato perché, attraverso l'emanazione del suddetto atto, il potere di direzione della politica monetaria venga attribuito su base regionale e tra l'altro a metà tra il governo e il settore privato.

Attualmente, la FED risulta costituita da dodici Banche Federali, dal Consiglio Direttivo e dal Comitato Federale del Mercato Aperto (FOMC).

Le **Banche Federali** sono dodici in relazione al numero dei distretti esistenti; ogni distretto ha una banca federale principale, nella città più importante, a cui possono affiancarsi delle filiali nelle città minori. Le tre banche federali più importanti sono quelle di New York (la più importante in assoluto per la quantità di attivo detenuta, pari ad un quarto del totale), Chicago e Las Vegas. Tali istituzioni, semi-pubbliche, in quanto proprietà in parte del governo ed in parte di banche commerciali, che appartengono al sistema della riserva federale, svolgono diverse funzioni tra le quali quelle di detenere i depositi e amministrare i finanziamenti erogati relativamente ad un determinato distretto. La più rilevante caratteristica delle banche federali è che esse svolgono anche un ruolo attivo, all'interno del Comitato Federale del Mercato Aperto; cinque dei dodici presidenti di tali banche esercitano, difatti, diritto di voto nell'ambito decisionale del comitato: il presidente della Banca di New York è membro permanente, evidenziando così l'importanza di quest'ultima, mentre i restanti quattro membri vengono scelti a rotazione tra i presidenti delle restanti undici banche³³.

³² F.S. Mishkin, K. Matthews, M. Giuliadori, *The economics of money, banking and financial markets*, Pearson (2013).

³³ <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-board.htm>

Il **Consiglio Direttivo** è preposto attivamente alla conduzione ed alla direzione della politica monetaria che controlla, infatti, attraverso il voto che i suoi membri esercitano all'interno del processo decisionale del Comitato Federale del Mercato Aperto. Inoltre, il Consiglio si occupa di fissare i limiti di riserva obbligatoria e di gestire il livello del tasso di sconto. La composizione è di sette membri che, essendo nominati dal Presidente degli USA e confermati dal Senato, possono restare in carica per un solo mandato, al fine di assicurare l'indipendenza dell'organo tecnico da quello politico. Tra i sette membri, è scelto poi, il Presidente del Consiglio Direttivo, il cui mandato ha possibilità di essere rinnovato. Da notare che essendo sette i voti esercitabili all'interno del FOMC, composto da dodici membri con diritto di voto, il Consiglio detiene la maggioranza per le votazioni riguardanti l'approvazione delle linee guida di politica monetaria³⁴.

Il **Comitato Federale del Mercato Aperto** è l'organo decisionale che adotta le linee guida di politica monetaria attraverso il controllo delle operazioni di mercato aperto, lo strumento principale di politica monetaria per la FED. Di fatto, anche la fissazione dei limiti di riserva obbligatoria e la gestione del tasso di sconto, teoricamente competenze del Consiglio, avvengono durante uno degli otto meeting annuali del FOMC. Il FOMC è composto da dodici membri, sette membri del consiglio e cinque presidenti delle banche federali, ma anche i restanti sette presidenti non votanti assistono alle assemblee e prendono parte alla discussione, rendendo così più attivo il ruolo delle banche federali nella conduzione della politica monetaria³⁵.

Anche la FED, così come la BCE, è un organo indipendente, sia in relazione agli strumenti che in relazione alle finalità da conseguire. Lo strumento che consacra tale indipendenza è la fonte di guadagno che la FED trae dalle proprie partecipazioni, titoli e in parte, anche dai prestiti erogati alle banche; infatti, i

³⁴ <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-banks.htm>

³⁵ <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-open-market-committee.htm>

relativi profitti non “passano” dalla Tesoreria di Stato, assicurando una piena autonomia e il distacco della banca centrale da possibili influenze da parte delle agenzie governative.

In relazione alla BCE, tuttavia, la FED appare maggiormente sottoposta all’influenza della politica, sia perchè il suo statuto è frutto dell’approvazione del Congresso, che può in qualsiasi momento avviarne una revisione o modifica, sia per l’influenza esercitata dal Presidente degli USA, non solo attraverso la nomina dei membri del Consiglio ed eventualmente, del relativo Presidente ogni quattro anni, ma anche grazie alla possibilità di costui, di rappresentare un fervente alleato in ambito decisionale all’interno del Congresso³⁶.

³⁶ *La battaglia d’indipendenza della FED, Martin Feldstein, 2 agosto 2014, ILSOLE24ORE.*

Capitolo II

2.1 La FED di fronte alla crisi

Come già constatato nel corso del capitolo precedente, la crisi americana fu, sostanzialmente, scatenata da una reazione, poi definita inadeguata, della FED e del governo³⁷.

Ma reazione a che cosa?

All'inizio del nuovo millennio, la Banca Centrale (BC) americana volle dare inizio ad una politica monetaria espansiva, al fine di sostenere la crescita economica rallentata, non solo dal presentarsi di una bolla- come di consuetudine- la “*Dot.com Bubble*”, ma anche dal crollo della borsa, registratosi nel 2001, nel giorno in cui avvenne l'attentato terroristico che distrusse le “torri gemelle”, simbolo di New York: l'11 settembre³⁸.

Con la finalità di stimolare l'inizio di un nuovo periodo di espansione, che era stata frenata, causa sia l'eccessiva fiducia degli investitori nel progresso tecnologico e il conseguente scoppio della bolla creatasi, sia il terrore diffusosi in seguito all'attentato terroristico manovrato da Al Queda, la Riserva Federale decise di intraprendere una politica di sostegno alla crescita economica. Effettivamente, l'obiettivo che la FED si propose, all'inizio del nuovo secolo, venne raggiunto e il PIL crebbe sostenendo un ritmo di crescita annua del 3% fino al 2005.

³⁷ Paul Krugman definì inadeguato non solo lo stimolo che la FED all'inizio del nuovo millennio volle imprimere al ciclo economico, ma anche l'azione del governo Obama che, pur ispirandosi a politiche keynesiane, dovette fronteggiare sia limiti politici che amministrativi. Dal punto di vista politico infatti Krugman puntualizza che l'ormai ex presidente USA aveva fatto tutto il possibile relativamente ai suoi poteri, tra l'altro limitati dal limite di 60 voti di maggioranza, all'interno del Senato, per superare l'ostruzionismo; dal punto di vista amministrativo emerge, invece, l'incapacità dell'amministrazione di percepire le gravi ripercussioni politiche frutto di un piano di spesa insufficiente. *Paul Krugman, Anatomia di una reazione inadeguata, pag.147, “Fuori da questa crisi, adesso!”, GARZANTI (2012).*

³⁸ Durante gli anni della *New Economy*, dal 1994 in poi, l'economia attraversò un periodo di rapido sviluppo legato all'incremento dell'utilizzazione di servizi internet; ciò comportò l'aumento delle quotazioni di borsa e lo scoppio della relativa bolla (la dot.com bubble) a cavallo tra gli anni 2001 e 2002, durante la recessione aggravatasi in seguito al presentarsi degli attentati terroristici del 2001. *ILSOLE24ORE*

Le conseguenze di tali decisioni di politica monetaria furono, però, una vera tragedia il cui epilogo è riconducibile al fallimento del mercato finanziario e al rischio di default di cui ebbero esperienza numerosi paesi del mondo occidentale. Teoricamente, le decisioni di politica monetaria della banca centrale americana dovrebbero seguire una regola, la “*Taylor Rule*”, formulata dall’economista da cui prese il nome, poco più di dieci anni prima, rispetto al momento in cui tornarono a presentarsi sul mercato le condizioni sufficienti, affinché si formasse una nuova bolla e si dovesse fronteggiare una nuova crisi.

La Taylor Rule, in breve, non è altro che una regola, utilizzabile dalle autorità di politica monetaria, per stabilire un tasso di interesse di riferimento, da applicare ai prestiti verso banche commerciali, che sia funzione dello scostamento dell’inflazione dal valore obiettivo e dell’output effettivo dal valore dell’output potenziale del paese in questione³⁹.

Molti economisti, sostenitori dell’applicazione della regola, imputano proprio al mancato ricorso a quest’ultima, che suggeriva una battuta d’arresto della politica espansiva sin dal 2002, la causa delle conseguenze drammatiche presentatesi.

La Fed si rese conto, infatti, solo a partire dal 2004, di dover aumentare la soglia dei tassi, per evitare la creazione di una nuova bolla.

Dunque una reazione alla crisi, che si sarebbe di lì a poco manifestata, può dirsi, in un certo senso, avviata ancor prima dell’inizio della stessa.

³⁹ La formula della Taylor Rule: $\text{interest rate target} = \text{inflation rate} + \text{equilibrium real interest rate} + 0,5 (\text{inflation gap}) + 0,5 (\text{output gap})$. Taylor, nella sua ricerca, partì dall’assunto che il tasso di interesse di equilibrio fosse del 2% così come il valore obiettivo dell’inflazione e attribuì un coefficiente positivo sia allo scostamento dell’inflazione dal suo valore obiettivo, che allo scostamento del Pil (output) dal suo valore potenziale. Ciò significa che l’aumento del tasso di interesse nominale, predisposto dalle autorità monetarie, causerà un incremento dell’inflazione proporzionalmente pari alla metà del primo; tale principio è noto come **Taylor Principle** ed è di fondamentale importanza tenerlo in considerazione per garantire il successo della politica monetaria. Pag.370, F.S. Mishkin, K. Matthews, M. Giuliadori, *The economics of money, banking and financial markets*, Pearson (2013).

Resta solo da capire in cosa si sia concretizzata tale reazione, che cambiamenti istituzionali e strutturali abbia comportato e quanto sia stata effettivamente efficace.

2.1.1 La reazione della FED

La politica monetaria intrapresa, cui la FED diede avvio, ancor prima degli anni della crisi, aveva come obiettivi il sostegno della crescita economica e dell'occupazione e il controllo del livello dei prezzi, l'inflazione⁴⁰.

L'iter di tale politica venne portato avanti dall'autorità monetaria attraverso diverse operazioni, che modificando il tasso di riferimento, immettendo liquidità o modificando la scadenza delle attività nel portafoglio della BC, hanno avuto effetti sul bilancio delle autorità, anche governative⁴¹, evidenziando, nel caso specifico, la necessità di collaborazione e coordinazione lavori tra la Riserva Federale ed il governo.

La politica monetaria "anti-crisi" della FED, ebbe inizio tra il 2004 e il 2005, anni prima dello scoppio della bolla immobiliare, perché il governo tecnico si rese conto del fatto che i tassi di interesse, mantenuti tra il 2002 ed il 2004 intorno al valore dell'1,4%, dovevano essere incrementati, al fine di evitare la creazione di una bolla che si sarebbe presentata, se individui poco meritevoli di fiducia avessero ulteriormente contribuito all'aumento della quantità domandata di immobili, perché le banche concedevano loro credito, dovendo trovare un

⁴⁰ "Il Comitato Federale del Mercato aperto prende decisioni in materia di politica monetaria degli Stati Uniti, in accordo con il mandato ad essa attribuito dal Congresso per promuovere la massima occupazione e stabilità dei prezzi e moderare l'oscillazione dei tassi di interesse a lungo termine."
https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_3.pdf

⁴¹ Le politiche, d'ispirazione keynesiana, portate avanti dal governo statunitense per sostenere la spesa, all'indomani della crisi, provocarono un esponenziale aumento del bilancio federale e gli US rischiavano sostanzialmente il default. Ciò provocò la nascita di un dibattito tra democratici e repubblicani all'interno del Congresso. I democratici, infatti, sostenevano l'aumento del *debt ceiling*, la somma massima che il ministero del tesoro americano può prendere in prestito, per sostenere annualmente i vari programmi politici approvati e contabilizzati precedentemente. Con la minaccia di ostruire l'approvazione tetto massimo di debito sostenibile, i repubblicani ottennero l'approvazione del *Budget Control Act*, che definisce procedure volte a controllare il livello di debito e la progressiva diminuzione del deficit. Da Valerio Briani, *Il dibattito del Congresso USA e la crisi del bilancio federale, ottobre 2013, Istituto Affari Internazionali.*

impiego all'ingente liquidità presente nel sistema. Nel 2005, appunto, per far fronte alla crescente speculazione, il FOMC supportato dal Consiglio direttivo (*Board of Governors*), decise di alzare il livello dei tassi di due punti percentuali per raggiungere poi il valore del 5% entro l'anno 2006. L'influenza di tale manovra si manifestò sui tassi variabili applicati ai subprime, che crebbero, causando l'impossibilità per i contraenti degli stessi di onorare il proprio debito e lo scoppio della bolla che avviò la recessione⁴².

La vera e propria politica di contrasto alla crisi ebbe inizio a partire dalla fine dell'anno 2008, attraverso l'avvio di una serie di operazioni tra cui distinguiamo le tre fasi di *Quantitative Easing*, dalla *Zero Interest Rate Policy* e le operazioni *Twist*.

Le prime operazioni, avviate nel dicembre 2008, furono la prima ondata di QE e la ZIRP.

Il QE1, partito nel 2008 e conclusosi all'inizio del 2010, si concretizzò con l'acquisto da parte della banca centrale americana del debito del settore privato cioè di imprese, tra le quali ricordiamo Fannie Mae e Freddie Mac, per 100 miliardi di dollari, da un lato, e di *Mortgage Backed Securities*⁴³ per 500 miliardi di dollari, dall'altro⁴⁴. La prima ondata di QE fu, di certo, giudicata come la più efficace, infatti, già il suo annuncio indusse la diminuzione dei tassi di interesse, di due punti base per i Treasuries a due anni e di quaranta punti base sia per le MBS che per le obbligazioni che supportavano il debito delle imprese; la spiegazione di tale efficacia va attribuita al fatto che nel novembre 2008, quando

⁴² “È stata la Fed a causare la bolla immobiliare?”, David Henderson, 15 aprile 2009.

⁴³ Una mortgage backed security (MBS) è un titolo che deriva i flussi di cassa con i quali fare fronte alla remunerazione del capitale raccolto all'atto dell'emissione sulla base di un portafoglio di prestiti ipotecari sottostanti.

Il contenuto finanziario delle MBS dipende dal flusso di pagamenti derivanti dai prestiti ipotecari e dal rischio di rimborso anticipato degli stessi prima della loro naturale scadenza. *Borsa Italiana, GLOSSARIO, 17 gennaio 2011.*

⁴⁴ *Da Stefano Corsari, Un bilancio del Quantitative Easing della FED, 3 giugno 2014.*

fu annunciato l'avvio di tale manovra, un'operazione di tali modalità ed entità non rientrava nelle aspettative degli operatori di mercato.

La *Zero Interest Rate Policy*, nota anche come ZIRP, avviata nel 2008 e portata avanti fino al 2015 in USA, fu una manovra di politica monetaria non convenzionale, cui la BC ricorse in circostanze nelle quali i tradizionali strumenti di politica monetaria non si rivelarono effettivi, come accadde quando la FED fronteggiò la galoppante crisi. Tale operazione si concretizza nell'incentivo alla diminuzione dei tassi di interesse fino a livelli prossimi allo zero. Lo scopo è quello di ridurre i tassi di interesse, a breve e a lungo termine, per stimolare una ripresa del Pil, conseguente alla ripresa degli investimenti, che sostengono, a loro volta, i consumi tramite la riduzione - trattandosi in parte di investimenti produttivi- della disoccupazione⁴⁵. In tale circostanza, inoltre, la ZIRP portò particolari benefici alle banche; infatti, i tassi o rendimenti delle attività, essendo negativamente correlati ai valori e prezzi delle stesse, diminuendo, comportarono un aumento del valore degli asset detenuti dalle banche, il cui incremento di valore rese possibile una ripresa dei loro bilanci, dovuta a tale rivalutazione dell'attivo. Nel novembre 2010, fu lanciata la seconda fase di *quantitative easing*. Il QE2, che durò fino a giugno dell'anno successivo, stavolta, non si rivelò di pari efficacia rispetto alla sua prima fase di applicazione, causa la mancanza dell'effetto sorpresa che aveva caratterizzato l'annuncio della prima. Infatti, il mercato aveva tenuto in considerazione, la possibilità di un secondo ricorso a tale misura da parte della BC, di conseguenza si assistette, tra agosto ed ottobre 2010, ad un aumento del livello dei rendimenti di obbligazioni e Treasuries che comportò, in seguito all'attuazione della manovra, la dilatazione del portafoglio della Riserva Federale. Il programma del QE2 prevedeva, difatti, l'acquisto di buoni del tesoro con scadenza a lungo termine, per 600 miliardi ad un ritmo di 75 miliardi al mese⁴⁶.

⁴⁵ <http://rooseveltinstitute.org/zirp/>
<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200410072/default.htm>

⁴⁶ Da Stefano Corsari, *Un bilancio del Quantitative Easing della FED*, 3 giugno 2014.

In realtà, la seconda ondata di QE può essere interpretata come l'anticipazione di parte delle operazioni *Twist*; la FED, subì, in seguito al QE1, l'incremento spropositato del valore delle passività nel proprio bilancio, dunque decise nel 2011 di far fronte a tale circostanza, ricorrendo ad una modificazione della durata degli asset in bilancio, alla ricerca di un equilibrio. Le operazioni, che utilizzarono la tecnica di "*twisting of found*", ebbero lo scopo di modificare la scadenza, da breve a lunga, dei titoli del tesoro in portafoglio della BC, attraverso la vendita dei bond con scadenza inferiore a tre anni e l'acquisto contestuale di quelli con scadenza tra i sei e i trent'anni. Non prevedendo immissioni di liquidità né ampliamento del portafoglio, esse, di fatto, permisero una riduzione dei rendimenti a lungo termine, quindi, un ulteriore stimolo agli investimenti, per favorire la ripresa⁴⁷.

L'ultima significativa manovra fu orientata alla diretta riduzione della disoccupazione. Nel settembre del 2012, il FOMC annunciò la terza ondata di QE, che pur prevedendo, ancora una volta, l'immissione di liquidità nel sistema, non stabiliva il ritmo di quest'ultima⁴⁸. Vennero acquistati MBS per 40 miliardi al mese e tale operazione diede spazio a numerose critiche: il QE è una manovra di politica monetaria non convenzionale, che non fu giudicata necessaria nel 2012, in quanto l'economia statunitense stava già vivendo la ripresa; l'avvio da parte di Ben Bernanke, di tale operazione venne interpretata come gesto di affermazione dell'indipendenza assoluta della FED dal governo, in particolare dalla leadership repubblicana, che aveva chiesto al Presidente Bernanke di non fare più niente "per il bene del paese", visto il crescente timore di indebolimento del dollaro e di peggioramento della situazione⁴⁹.

⁴⁷ *Federal reserve issues FOMC statements, Press Release, 21 settembre 2011.*

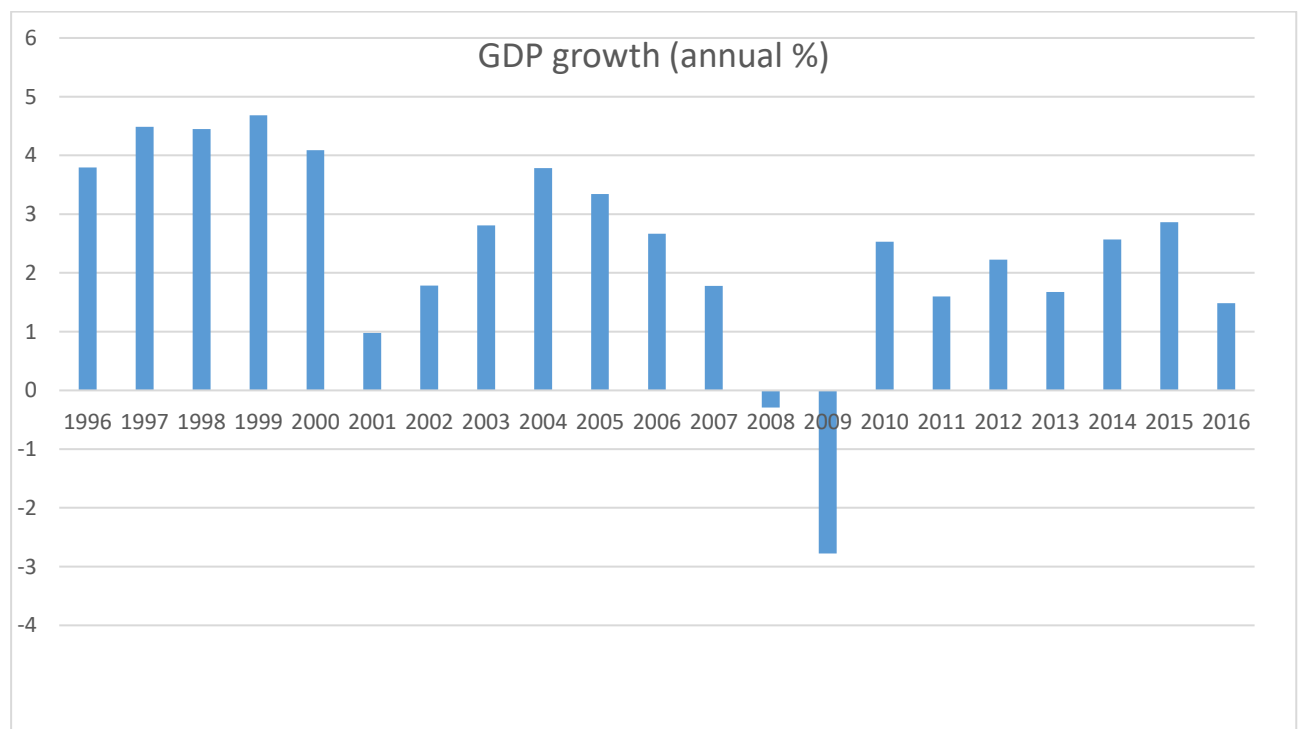
⁴⁸ *Da Stefano Corsari, Un bilancio del Quantitative Easing della FED, 3 giugno 2014
Federal reserve issues FOMC statements, Press Release, 12 dicembre 2012.*

⁴⁹ <https://www.teleborsa.it/News/2012/10/02/il-qe3-non-si-discute-bernanke-mette-a-tacere-falchi-e-repubblicani-614.html#.WuhtUS9aY0o>

Il QE3, che doveva proseguire fino ad ottobre 2014, subì un progressivo rallentamento sin da dicembre 2013, quando il FOMC annunciò che avrebbe diminuito gradualmente l'immissione di liquidità nel sistema⁵⁰.

La fig.2 mostra la percentuale di crescita annua del Pil americano, negli anni dal 1996 al 2017.

Fig. 2



Fonte: elaborazione su dati World Bank.

Il grafico a barre in fig. 2 mostra come la crescita, annua in percentuale, del Pil sia sempre stata positiva nel ventennio in questione, fatta eccezione per gli anni 2008 e 2009. Il 2009, in particolare, è l'anno in cui si registra la crescita in percentuale negativa più elevata, pari al -2,8%, cui sono associati livelli negativi di inflazione, appunto, si ebbe deflazione al 2,1% e un altissimo livello di disoccupazione, pari al 10,2%. La straordinaria ripresa economica che iniziò già

⁵⁰ <https://www.forbes.com/sites/samanthasharf/2014/07/09/fed-finally-sets-a-date-to-end-its-monthly-asset-purchases/#33276a1175ad>

nel 2010, raggiunse i valori più alti negli anni 2014 e 2015, cui sono associati valori di crescita annua del Pil rispettivamente del 2,6% e del 2,9%⁵¹.

Quanto emerge dalla figura coincide con quanto detto a livello di politica monetaria; nel 2014 infatti, il FOMC, rendendosi conto di essere in presenza di crescita sostenuta, decise di interrompere le misure non convenzionali precedentemente avviate e diede il via alle cosiddette politiche di normalizzazione.

2.1.2 La “Policy Normalization” del FOMC

Con l’espressione “*Policy Normalization*”, facciamo, in questa sede, riferimento a tutte le misure e manovre intraprese dalla FED, attraverso l’approvazione del FOMC, in seguito alla constatazione di circostanze di crescita sostenuta che non necessitavano più del ricorso ad una politica monetaria accomodante⁵².

L’avvio della politica di normalizzazione risale all’incontro del FOMC del settembre 2014, occasione in cui il Comitato delineò gli obiettivi di tale politica, individuandoli nel progressivo aumento dei tassi di interesse sui federal funds, dati in prestito al sistema bancario, e nel graduale alleggerimento del portafoglio della Riserva Federale, che avrebbe dovuto, man mano, detenere sempre meno titoli⁵³.

Maggiori dettagli, circa le modalità e le condizioni economiche necessarie al raggiungimento del primo dei due obiettivi, vennero resi noti, solo in seguito al meeting del FOMC tenutosi nel marzo 2015; bisognerà aspettare il dicembre 2015, infine per assistere all’incontro che approverà, per la prima volta dopo dicembre 2008, l’aumento dei tassi di interesse.

⁵¹ <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&country=USA#>

⁵² <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-does-federal-reserve-mean-when-it-talks-about-normalization-of-monetary-policy.htm>

⁵³ https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_PolicyNormalization.pdf

Solo in seguito, nel corso dell'anno 2017, si assisterà alla discussione circa i dettagli per il raggiungimento del secondo obiettivo, l'alleggerimento del portafoglio della BC, che venne pianificato durante il meeting, tenutosi a giugno 2017, del FOMC. Il Comitato approverà tale pianificazione solo nel mese di settembre dello stesso anno, concordando l'avvio graduale di operazioni, finalizzate ad un sempre minor possesso, da parte della FED, di titoli e obbligazioni, che avevano appesantito il portafoglio della stessa, nel periodo immediatamente successivo alla crisi.

Tuttavia il raggiungimento degli scopi sopra menzionati, è sottoposto ad una serie di condizioni che differiscono per il primo e il secondo.

Per quanto riguarda l'abbassamento dei tassi sui Federal Funds, esso è subordinato al presentarsi di una condizione di espansione economica, che non necessita l'avvio di politiche di sostegno, per la fissazione di un tasso di interesse, che oscilli nel range di quello pagato dalla FED sulle riserve detenute dalle banche, presso quest'ultima. In presenza di tale condizione le azioni verranno intraprese attraverso la fissazione del tasso di interesse *overnight*⁵⁴ applicato sulle operazioni repo⁵⁵ e altri strumenti supplementari.

Di seguito, è necessaria la dimuzione dei tassi entro il range dei tassi sulle riserve in eccesso, per avviare le operazioni volte al raggiungimento del secondo obiettivo, subordinato anche all'andamento dello sviluppo economico e finanziario. Lo scopo, più dettagliatamente, è quello di diminuire il possesso della FED di titoli, per ridurre l'impatto, dovuto a tale enorme possesso di attività, delle azioni della banca centrale, sul mercato creditizio e finanziario in generale.

⁵⁴ Letteralmente "da un giorno all'altro", è il tasso di rifinanziamento applicato, nel mercato interbancario, ai prestiti di durata massima 24 ore. *it.global-rates.com*

⁵⁵ Abbreviazione di "*Repurchase Agreement*", contratto attraverso cui si perfeziona, contemporaneamente, una vendita di un titolo a pronti, e l'accordo di riacquisto a termine, ad un prezzo prestabilito. *Bankpedia.org*

Ci si augura che tali operazioni abbiano due effetti:

1. L'oscillazione del federal funds rate entro un'intervallo, il cui limite superiore sarebbe rappresentato dal tasso applicabile alle riserve in eccesso e quello inferiore dal tasso applicabile alle riserve minime richieste, trasferibili tramite le repo.
2. La diminuzione di liquidità, conseguente alla dismissione delle attività o dei rendimenti delle stesse che non saranno più reinvestiti, tale da far coincidere, esattamente, la liquidità disponibile, con la richiesta di riserve nel mercato, da parte delle banche commerciali.

2.2 La BCE di fronte alla crisi

La Banca Centrale Europea, così come la Federal Reserve, affrontò la crisi ricorrendo a specifiche misure. Operando un confronto con la FED, però, la politica monetaria che la BCE intraprese, sotto la direzione di Trichet e successivamente di Draghi, si contraddistinse per un minor ricorso alle misure non convenzionali, – che pur si utilizzarono- , rispetto alla strategia anti-crisi americana. Per tale motivazione, l'azione della BCE, spesso definita “non abbastanza”, fu oggetto di numerose critiche, mosse da economisti e non.

Nel corso di tale paragrafo, l'attenzione è rivolta all'analisi della generale strategia monetaria che guida l'azione della nostra banca centrale e, in secondo luogo, agli interventi intrapresi per combattere l'incessante recessione.

Sarà oggetto del prossimo capitolo, invece, l'approfondimento del confronto tra le due banche centrali, sia dal punto di vista degli strumenti e degli obiettivi che dal punto di vista dell'esplicazione delle ragioni di fondo, che rispondendo in parte alle critiche, giustificano la diversità degli interventi e delle reazioni delle due autorità, protagoniste assolute della Grande Recessione.

2.2.1 La strategia di politica monetaria

Ogni banca centrale, nel momento stesso in cui viene costituita e vengono fissati i suoi obiettivi, deve operare una decisione circa l'adozione di una strategia di politica monetaria da intraprendere.

La teoria monetaria propone due strategie alternative: *Monetary Targeting* e *Inflation targeting*⁵⁶.

La strategia di *monetary targeting* prevede la fissazione di un tasso di crescita "obiettivo", in riferimento ad uno o più aggregati monetari. I principali vantaggi che essa comporta sono l'immediatezza dell'azione e la possibilità, una volta fissato il target, di giudicare la responsabilità della BC in merito al raggiungimento dell'obiettivo, dunque, rende l'attività dell'autorità più trasparente. Tale approccio, che era molto diffuso negli anni '70, ha perso importanza oggi, in quanto il controllo dell'inflazione o dell'attività economica presuppone la stabilità della quantità di moneta domandata e la possibilità di controllare lo stock di moneta, anche nel breve periodo.

L'implementazione della strategia di *inflation targeting*, invece, si basa sulla compresenza di diversi fattori e comportamenti che la BC deve intraprendere. Innanzitutto si rende necessaria la pubblicazione, successiva alla fissazione, di un obiettivo numerico di breve termine, per l'inflazione, e la comunicazione di qualsiasi decisione o intervento di politica monetaria, al fine di garantire la trasparenza dell'azione dell'autorità. In merito agli obiettivi, ne consegue che quello primario debba essere il mantenimento di un livello dei prezzi stabile, nel lungo termine, ed è richiesto l'impegno istituzionale dell'autorità, per il raggiungimento del target predefinito. Inoltre tale approccio presuppone che le decisioni di politica monetaria vengano prese tenendo in considerazione non solo una grande quantità di informazioni, circa la situazione economica, ma anche

⁵⁶ F.S. Mishkin, K. Matthews, M. Giuliadori, *The economics of money, banking and financial markets*, Pearson (2013).

considerando la completezza di queste ultime. L'*inflation targeting* è la strategia cui maggiormente ricorrono, oggi, le banche centrali⁵⁷. Ciò è dovuto al fatto che, a partire dagli anni '90, si è verificata una vera e propria rottura della relazione tra gli aggregati monetari e le variabili obiettivo, come l'inflazione, condizione necessaria ma anche sufficiente per garantire l'efficacia della strategia alternativa.

All'indomani della sua costituzione, la Banca Centrale Europea, non avendo a disposizione tutto il materiale empirico necessario all'implementazione di una delle due strategie proposte, decise di seguire una strategia propria orientata alla stabilità⁵⁸. Tale approccio si fonda su due pilastri strategici:

1. La conduzione di un'**analisi economica**, orientata al breve-medio termine, che possa servire al raggiungimento della stabilità dei prezzi, attraverso lo studio dell'economia, reale e finanziaria, e degli effetti che agli shock economici possono conseguire nell'Eurozona.
2. La conduzione di un'**analisi monetaria**, orientata al lungo termine, basata sul presupposto di una forte relazione tra la moneta e il livello dei prezzi, che sussiste in un orizzonte temporale più ampio.

⁵⁷ Lo stesso B. Bernanke fu, ancora prima del suo insediamento come presidente della FED, un fervente sostenitore della strategia di *inflation targeting*, ritenendola perfettamente coerente ed adeguata rispetto al doppio mandato della Riserva Federale. *Ben S. Bernanke and Frederic S. Mishkin, 'Inflation targeting: a new framework for monetary policy', Journal of Economic Perspectives 11, 2 (1997)*.

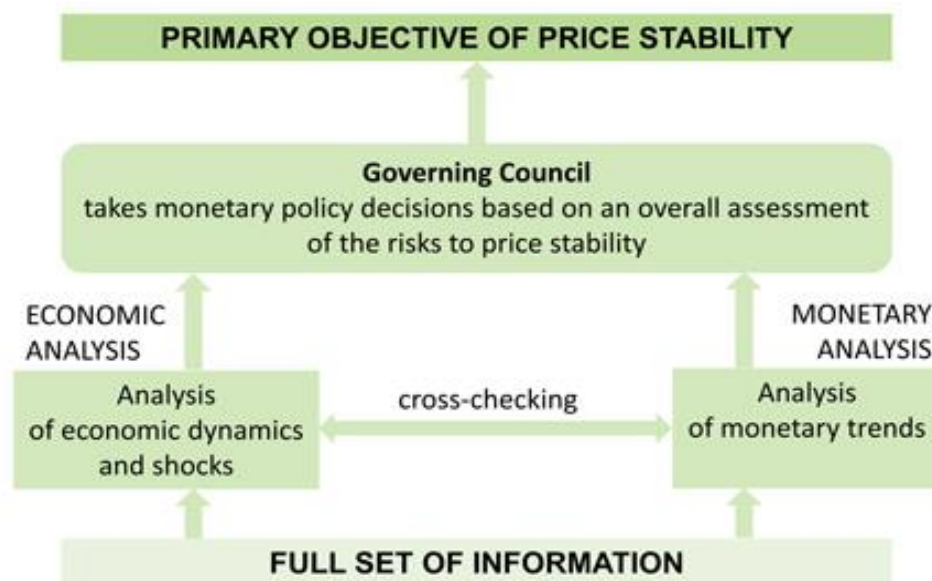
⁵⁸ *INSIDE THE EUROPEAN CENTRAL BANK The two-pillar monetary policy strategy of the ECB*, pag. 360, *F.S. Mishkin, K. Matthews, M. Giuliadori, The economics of money, banking and financial markets, Pearson (2013)*.

Lo scopo di tale particolare strategia seguita dalla BCE, è la raccolta di quante più informazioni possibili, di diversa natura con valenza sia nel breve che nel lungo periodo.

La *strategia di politica monetaria orientata alla stabilità*, dunque, appare come un mix tra le strategie proposte dalla dottrina economica; infatti, la banca centrale da un lato, fissa il tasso di crescita obiettivo riferito all'aggregato monetario M3 (che non viene aggiornato dal 2003⁵⁹), dall'altro conduce uno studio delle condizioni economiche, ricorrendo ad indicatori come il costo del lavoro, per prevedere l'andamento futuro dei prezzi e preservarne la stabilità.

Il meccanismo sottostante all'attuale strategia di politica monetaria è spiegato dalla figura 2.

Fig. 2



Fonte: ecb.europa.eu

⁵⁹ La strategia di politica monetaria, che prevedeva la fissazione di un obiettivo di crescita di riferimento per l'aggregato monetario M3, fu oggetto di svariate critiche che rimproveravano alla BC di aver creato una strategia di politica monetaria solo nominalmente nuova, ma di fondo molto simile al *monetary targeting*. In risposta a tali critiche la banca centrale ha abbandonato la revisione annuale del target di crescita per l'M3 fin dal 2003 e, dal 2011, ha dichiarato che la crescita di tale aggregato viene monitorata in relazione agli standard di compatibilità con l'obiettivo di stabilità dei prezzi nel medio termine. Oggi quindi le autorità non sono più solite reagire meccanicamente, alle deviazioni degli aggregati monetari dai target fissati, in passato, come valori di riferimento. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html>

2.2.2 La reazione alla crisi

Parallelamente al caso americano, anche il governo tecnico europeo, doveva, in teoria rispondere alla crisi, prima ancora che essa esplodesse nel 2008. L'intervento della BCE, si rivelò molto meno immediato, radicale e innovativo rispetto a quanto fatto dalla gemella americana⁶⁰. Probabilmente è possibile che questo sia spiegato mettendo, innanzitutto, in evidenza che la nostra BC fu, nel periodo in esame, sottoposta alla direzione di due diversi presidenti, prima Trichet e poi Draghi, che decisero di fronteggiare la crisi in maniera diversa. Trichet, ricorse, infatti, perlopiù agli strumenti tradizionali, e solo quando strettamente necessario avviò operazioni non convenzionali, con lo scopo di raggiungere, finalmente, attraverso il pieno impiego dei primi, il massimo risultato ottenibile. Draghi e la sua politica, invece, si contraddistinsero, per il ricorso ad un numero superiore di misure “non convenzionali”, probabilmente, ma solo in parte, ispirate dall'esempio americano.

Tenuto in considerazione il fatto che, Jean-Claude Trichet fu in carica dal 2003 a fine ottobre 2011, momento in cui gli subentrò Mario Draghi, analizziamo, la politica monetaria di reazione alla crisi come, idealmente, divisa in due fasi:

- Prima fase: L'epoca Trichet, dalle misure pre-crisi ai primi ricorsi a misure non convenzionali.
- Seconda fase: L'epoca Draghi e le misure non convenzionali, cui si ricorse a causa dei fallimenti nella trasmissione della tradizionale politica monetaria.

La prima fase è inquadrata nel periodo in cui il Consiglio Direttivo continuò a portare avanti una politica, avviata nel 2005, volta al mantenimento dell'equilibrio

⁶⁰ Peter A. Hall (2012): *The Economics and Politics of the Euro Crisis*, *German Politics*, 21:4, 355-371
James Surowiecki (2011): *Il grande errore di Trichet*. *Internazionale*.

tra il livello del tasso Eonia e del tasso di riferimento BCE⁶¹. Alla luce dei fatti non appare chiaro se una reazione, nei confronti di una galoppante speculazione nel mercato immobiliare e monetario, in questo periodo, sia stata rimandata volontariamente o, se il *board* non si accorgesse davvero dell'avvento della crisi, risultato delle tensioni e turbolenze nei relativi mercati. Nel gennaio 2007, Trichet diceva:

*"Nel mercato di oggi non riusciamo a individuare perfettamente dove siano allocati i rischi"*⁶²

Dunque qualcosa si avvertiva, ma non era chiara nè la strada da seguire nè quale fosse il pericolo da sventare. Man mano ci si accorse, attraverso la conduzione delle analisi sia economica che monetaria, della presenza di evidenti pressioni al rialzo sul livello dei prezzi, dovute all'eccessiva espansione del mercato del credito, che permetteva una maggiore creazione di moneta, e all'aumento dei prezzi delle materie prime. Essendo la stabilità dei prezzi l'obiettivo primario, per statuto, dell'Eurosistema, il Consiglio Direttivo deliberò un aumento del livello dei tassi, tra i mesi di marzo e giugno, di 50 punti base. Un ulteriore aumento si ebbe solo un anno dopo, nell'ottobre 2008⁶³.

Solo in seguito al fallimento di Lehman Brothers, Trichet, che stava ancora utilizzando la manovra del livello dei tassi ufficiali e il limite di riserva obbligatoria quali strumenti principali di politica monetaria, si rese conto, attraverso successive analisi, del peggioramento, seppur leggero, degli indicatori di crescita e del Pil, che preannunciavano la recessione.

⁶¹ Il tasso Eonia, calcolato come media dei tassi applicati ai prestiti overnight nel mercato interbancario, ha sempre seguito l'andamento del tasso Euribor, ufficiale di riferimento, fissato dalle banche più rappresentative dell'area euro. Essendo influenzato da fattori quali il rischio di credito, nel corso del 2007, il divario tra i due tassi aumentò, rendendo necessario l'intervento e l'attenzione del Consiglio Direttivo a partire dal 2005. *Borsa Italiana, 19 ottobre 2012.*

⁶² <http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/politicamonetariaevitareale/europa/interventi-bce/inteventi-bce.htm>

⁶³ *La risposta della BCE alla crisi finanziaria. Bce Bollettino mensile, ottobre 2010.*

La prima conseguenza che il mantenimento di un approccio tradizionale comportò, fu il quasi congelamento del mercato interbancario che, in seguito agli eventi accaduti, si contrasse a causa di una sempre minor fiducia delle banche che decidevano di mantenere le riserve in eccesso, piuttosto che concederle prestito ad altri istituti, per paura che questi non sarebbero stati in grado di restituire né remunerare il finanziamento. A quel punto la BCE, così come la stessa banca centrale americana, si rese conto, dell'incessante necessità del mercato di maggiore liquidità, soprattutto finalizzata ad evitare il fallimento a catena degli istituti bancari, danneggiati dalla presenza, nell'attivo dei propri bilanci, dei derivati che si rivelarono principale strumento di trasmissione della crisi in Europa. Per far fronte a tale circostanza, vennero avviate diverse operazioni di politica monetaria espansiva, come con la duplicazione del valore delle linee swap⁶⁴, che immettevano liquidità in dollari nel mercato europeo, e la progressiva diminuzione del tasso di interesse, fino ad un livello prima del 3,75% e poi, a fine anno, del 2,5%, valore raggiunto attraverso diversi interventi al ribasso. Mentre la crisi si allargava, dunque, la BCE prese atto della debolezza del sistema bancario e per evitarne il fallimento, ampliò la gamma di garanzie che potevano essere offerte dalle banche che prendevano in prestito liquidità e continuò a condurre aste settimanali, a tasso fisso, di cui man mano venne ampliata anche la durata.

Negli ultimi anni del suo mandato, Trichet, si trovò al centro di un'Europa dilaniata dalla seconda crisi che colpiva i debiti sovrani dei suoi paesi. In risposta, la BCE mise a punto il *Securities Market Programme*⁶⁵, per intervenire sul mercato dei titoli di stato in aiuto dei PIIGS; purtroppo gli effetti di tale

⁶⁴ Le linee di swap sono contratti, basati su un accordo bilaterale tra due banche centrali, che permettono l'immissione di liquidità in valuta estera sul mercato. Durante gli anni della crisi, dal 2007 in poi, esse vennero utilizzate per aiutare gli istituti bancari in difficoltà. Infatti quando le banche ebbero bisogno di liquidità in dollari, per evitare il ricorso al mercato in presenza di costi molto elevati, come accadde nel periodo in questione, chiesero l'intervento della banca centrale che, senza attingere alle proprie riserve ufficiali, ha soddisfatto la richiesta grazie, nel caso in questione, alla linea swap che la BCE aveva aperto e, successivamente, raddoppiato con la FED. https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/currency_swap_lines.it.html

⁶⁵ https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb201006_focus01.en.pdf?2b5c64d483a41a019fd461f595a36b46

programma, che avrebbero potuto rappresentare una soluzione, non si poterono pienamente realizzare, causa l'atteggiamento di paesi nord-europei che, come la Germania e i Paesi Bassi, vedevano la piena attuazione del piano come una collettivizzazione del debito di tali paesi, a danno delle loro economie⁶⁶.

La seconda fase di conduzione della politica monetaria da parte della BCE si apre con la nomina a governatore dell'italiano Mario Draghi. Il suo insediamento avvenne nel novembre 2011, mentre venivano emanate le prime riforme sulla governance europea, che sottoponevano i paesi a controlli in materia di politica fiscale, per evitare il ripetersi del rischio di default cui i PIIGS avevano fatto fronte e per cui avevano richiesto aiuto all'architettura di vertice europea.

La politica monetaria di Draghi può, complessivamente, essere definita come maggiormente interventista; infatti già alla fine del 2011, il governatore aveva ridotto i tassi portandoli ad un livello dell' 1% , ridotto il coefficiente di riserva obbligatoria e avviato le prime due ondate di *long term refinancing operation*⁶⁷.

La prima LTRO fu avviata il 21 dicembre 2011, giorno in cui la BCE collocò 489,19 miliardi di euro presso 523 offerenti europei, ad un tasso dell'1%, con scadenza nel 2015.

La seconda LTRO, il 29 febbraio 2012, fornì ulteriore liquidità alle banche per 529,53 miliardi di euro, scadenza nel 2015 e tasso fisso all'1%.⁶⁸Lo scopo di tali misure fu quello di favorire la ripresa del mercato bancario, incitando le banche a comprare i titoli del debito pubblico europei, con la liquidità immessa nel sistema dalla banca centrale⁶⁹.

⁶⁶ Si fa riferimento al dibattito tra paesi "indebitati" e "rigoristi", nato in seguito alla crisi dei debiti sovrani. I primi infatti si appellavano, nell'ambito dell'Unione Europea, a principi di solidarietà nel richiedere aiuto all'UE; i secondi, invece, rifiutavano l'adozione di procedure volte alla collettivizzazione del debito, che sarebbe diventato europeo, appellandosi al principio di responsabilità di ogni singolo Stato Membro. *Il diritto dell'integrazione europea*, Vincenzo Cannizzaro, G. Giappichelli Editore, 2017.

⁶⁷ Le LTRO sono transazioni normalmente volte a fornire liquidità al sistema, con una scadenza di 3 mesi che può essere allungata anche a 6 o 12 mesi. *Borsa Italiana, GLOSSARIO*.

⁶⁸ <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/le-longer-term-refinancing-operation193.htm>

⁶⁹ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwpws/ecbwp359.pdf?b822e3758edd79c03daf72200fd7470f>

Proprio quando sembrava essere stata trovata una soluzione, Draghi si trovò a dover fronteggiare la situazione creatasi nel luglio 2012, in seguito al fallimento di Cipro e alla diffusione di *rumors* circa la possibile disgregazione dell'Europa e la fine dell'euro.

Il banchiere centrale disse, il 26 luglio 2012:

*“Ho un messaggio chiaro da darvi: nell'ambito del nostro mandato la Bce è pronta a fare tutto il necessario per preservare l'euro. E credetemi: sarà abbastanza.”*⁷⁰

Una tale dichiarazione, oltre che mostrare l'intenso impegno del governo tecnico per la conservazione dell'euro come moneta unica, servì a respingere le pressioni che gli speculatori avevano avanzato. Inoltre nel corso del discorso venne chiarito che la BCE si sarebbe occupata della questione dei debiti sovrani e dell'innalzamento dello spread, in quanto tali questioni influivano sulla corretta trasmissione della politica monetaria⁷¹.

Coerentemente a quanto detto da Draghi, la BCE cominciò ad occuparsi della questione dei debiti sovrani con l'annuncio, da parte del Consiglio Direttivo, delle *Outright Monetary Transaction* (OMT), il successivo 2 agosto⁷². Si trattava della possibilità, da parte della banca centrale, di acquistare titoli del debito pubblico, sul mercato secondario, dei soli paesi che avevano ricorso al cd. “fondo salvastati”⁷³. Tali operazioni non vennero mai effettivamente avviate, visto che le turbolenze sui mercati cominciarono ad appianarsi, ma la portata del relativo annuncio e l'effetto che questo ebbe sulle aspettative degli

⁷⁰ Mario Draghi. Global Investment Conference, Londra, 26 luglio 2012.

⁷¹ I canali di trasmissione di politica monetaria sono diversi, tuttavia diversi e ripetuti studi hanno fatto emergere come nell'eurozona il più efficace sia quelli dei tassi di interesse, piuttosto che il canale offerto dal tasso di cambio o dal prezzo delle attività. *La risposta della BCE alla crisi finanziaria. Bce Bollettino mensile, ottobre 2010.*

⁷² https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html

⁷³ Questa è la differenza principale tra le OMT e il SMP.

operatori economici furono significativi ed aprirono sempre più la strada alla possibilità che la Banca Centrale Europea divenisse, in un certo senso, prestatore di ultima istanza.

Ulteriori interventi, caratterizzanti il mandato di Draghi, furono avviati a partire dal 2014, nel periodo di ripresa, per stimolare la crescita e controllare l'inflazione. Le *Targeted Long Term Refinancing Operation* (T-LTRO), furono operazioni avviate nel 2014 e nel 2016 che, mettendo a disposizione delle banche nell'area dell'euro maggiore liquidità, erano finalizzate alla concessione di prestiti a sostegno dei consumi e degli investimenti. Il sostegno che tali interventi dovevano fornire ad una fiacca ripresa non si manifestò, in quanto le banche utilizzarono tale liquidità per consolidare la stabilità ritrovata⁷⁴.

Interventi successivi furono l'avvio, nel 2015, dell'*Asset Purchase Programme*, che prevedeva l'acquisto diretto di titoli al fine di stimolare l'inflazione, e le misure di *Quantitative Easing*.

Quest'ultimo strumento menzionato, il *Quantitative Easing*, utilizzato da entrambe le banche centrali, oggetto della nostra analisi, verrà esaminato in dettaglio nel capitolo successivo, che stabilirà attraverso il confronto di obiettivi, strumenti e operazioni, quali sono effettivamente le diversità operative che contraddistinguono la FED e la BCE, e di conseguenza il loro diverso posizionamento istituzionale.

⁷⁴ <http://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tltro/>
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>

Capitolo III

3.1 Le autorità monetarie a confronto

La Banca Centrale Europea e la Federal Reserve, come già constatato nel corso della nostra analisi, presentano tante analogie quante diversità strutturali, istituzionali, e operative che emergono, marcatamente, soprattutto se l'analisi viene condotta operando un confronto tra le due autorità.

Il capitolo terzo è quello attraverso cui tale indagine si dispiegherà, mettendo in evidenza, attraverso il paragone, le cause e le motivazioni per cui le due BC hanno agito ricorrendo ad operazioni che, nella maggior parte dei casi, pur essendo denominate facendo ricorso agli stessi termini tecnici, nella realtà, vennero avviate e portate avanti in maniera profondamente diversa⁷⁵.

Le motivazioni alla base di tali diversità operative sono perlopiù di natura statutaria, riconducibili dunque ai diversi obiettivi delle due autorità, da un lato, e agli strumenti di cui esse si servono – e si servono tuttora –, dall'altro. Quanto appena detto motiva, tra l'altro, la struttura del capitolo stesso, che opera dapprima – con approccio prettamente teorico – l'analisi del confronto tra gli obiettivi e gli strumenti delle suddette autorità, spiegandone le funzioni, per poi analizzare il caso concreto di attuazione della misura del *Quantitative Easing*, nei due paesi in questione.

L'ultima parte rappresenta poi, la raccolta delle critiche mosse da numerosi economisti, europeisti⁷⁶ e non, nei confronti delle due BC, con riferimento non solo all'azione delle stesse nel periodo post-crisi, ma anche e soprattutto, a riguardo del loro ruolo statutario e delle loro missioni, in base alle quali vengono

⁷⁵ L'esempio più lampante, pur non essendo un caso isolato, è il *Quantitative Easing*.

⁷⁶ Si fa riferimento, in questa sede, all'europeismo inteso come corrente idealistica o movimento politico che sostiene l'idea del raggiungimento dell'obiettivo Europa unita, non solo economicamente ma anche politicamente, attraverso il superamento sovranità statale e dell'anarchia internazionale. TRECCANI, *Enciclopedia delle scienze sociali*, 1993.

messe in evidenza diverse mancanze, che esistendo potrebbero minare alla stessa sostenibilità di tali banche.

Trattandosi di banche centrali, che rappresentano i pilastri delle nostre economie, tali critiche e talvolta dibattiti, hanno destato non poche preoccupazioni.

In particolare, con riferimento alla BCE, sono emersi numeri interrogativi riguardo al posizionamento dell'autorità monetaria all'interno dell'architettura europea e all'evoluzione di cui quest'ultima sarà protagonista, soprattutto nel momento in cui si avrà la certezza che l'Europa stia intraprendendo la strada di trasformazione verso un vero e proprio stato federale, che potrebbe essere la soluzione democratica più adeguata ai problemi emersi, nel periodo immediatamente successivo alla crisi, a causa degli "egoismi" dei singoli stati nazionali⁷⁷.

3.1.1 Gli obiettivi e le funzioni a confronto

Lo statuto della Banca Centrale Europea, che è un protocollo allegato al Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, stabilisce sia le funzioni che gli obiettivi, non solo della BCE ma di tutto il Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC). A quest'ultimo, peraltro, non è fatto riferimento diretto per il presupposto o la convinzione, esistente al momento della stesura e della ratifica del TFUE, di adozione della moneta unica da parte di tutti gli allora Stati Membri dell'Unione Europea.

Il mandato della BCE, viene, nella prassi, definito come "gerarchico", ciò in riferimento al fatto che vi è un unico obiettivo primario che l'autorità deve perseguire e, solo subordinatamente al raggiungimento di questo, poi, l'autorità può perseguire obiettivi definibili come "secondari". Inoltre, ciò permette di evidenziare la prima difformità dello statuto dell'autorità monetaria europea,

⁷⁷ Da Paolo Carrozza, *Ricomporre il governo dell'economia. Who governs? Crisi finanziaria, secessionismi e prospettive europee*. p.185, *Corso di Diritto Pubblico*, a cura di Mirella Pellegrini, CEDAM 2016.

rispetto a quello della gemella americana che viene invece, descritto come *dual mandate*, letteralmente “duplice mandato”, facendo riferimento al fatto che la FED debba perseguire diversi obiettivi, dei quali nessuno appare prioritario rispetto al conseguimento degli altri.

Secondo quanto stabilito, invece, dall’art. 127 del TFUE l’obiettivo primario e prioritario, citando, appunto, l’articolo, *principale*, è quello del mantenimento della stabilità dei prezzi; fermo restando tale obiettivo come principale, l’autorità è impegnata anche a garantire, attraverso la conduzione della politica monetaria, il raggiungimento degli obiettivi dell’Unione nel suo complesso, elencati dall’art. 3 del Trattato sull’Unione Europea (TUE).

La BCE, dunque, ha poteri che, seppur estremamente ampi, appaiono come limitati all’obiettivo di mantenere stabile l’inflazione intorno ad un livello di equilibrio che è stato stabilito essere pari al 2%; solo in secondo luogo, l’autorità e gli organi che la compongono possono utilizzare gli strumenti e i poteri a loro disposizione, per il raggiungimento di obiettivi più generali rispetto a quelli propri di politica monetaria.

Tali obiettivi si fondano sui principi cardine alla base della costituzione dell’Unione Europea; si tratta, infatti, dell’obiettivo di crescita sostenibile dell’Unione che basandosi sulla stabilità dei prezzi, deve mirare al mantenimento, sostegno e un sempre maggior sviluppo dell’economia di libero mercato, che possa rafforzare la coesione sociale tra gli Stati Membri e possa consentire una diminuzione della disoccupazione.

Coerentemente rispetto a tali istruzioni che alla BC vengono fornite dal proprio statuto, essa svolge diverse funzioni articolabili in due categorie: fondamentali e secondarie.

Le funzioni fondamentali definite tali, in quanto strettamente necessarie al raggiungimento dell’obiettivo principale della stabilità dei prezzi, sono la definizione e l’attuazione della linea di politica monetaria, la detenzione e la

gestione delle riserve dell'area euro, lo svolgimento delle operazioni su cambi e infine, la promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.

Appare immediato il collegamento tra le prime tre funzioni elencate e l'obiettivo da perseguire, in particolare è necessario evidenziare l'importanza delle operazioni su cambi. All'indomani della creazione ed introduzione della moneta unica, all'interno dell'Europa fu eliminata la possibilità degli SM, di usufruire della svalutazione della propria moneta per acquisire maggiore competitività sul mercato; si delineò un ambiente più stabile sotto questo punto di vista e, i commerci tra i paesi divennero più semplici, grazie all'uso da parte di questi ultimi della stessa valuta. Tuttavia, a livello globale, la nostra moneta non è l'unica, quindi la BC sfrutta questa sua funzione per preservare il valore dell'euro, che svalutandosi provocherebbe l'aumento del livello dei prezzi e rivalutandosi il decremento, quindi, il fenomeno della deflazione.

Per quanto riguarda la quarta, elencata tra le funzioni fondamentali, essa fa riferimento all'attività di sorveglianza di attuazione degli standard, regolamentazione e controllo degli strumenti di pagamento utilizzati nell'euro-area, con specifico riferimento alle transazioni di importi importanti; nello specifico, la BCE svolge il ruolo di catalizzatore, permettendo il completo, ma graduale, passaggio e affermazione del sistema unico di pagamento nell'area euro, meglio noto come SEPA⁷⁸ e supervisiona, scrupolosamente, il mercato dei titoli. Inoltre di –relativa- recente attribuzione⁷⁹, è la funzione della BCE di vigilanza bancaria, cioè di vigilanza e supervisione degli istituti creditizi tanto grandi e importanti da creare, in seguito al loro possibile fallimento, il presentarsi del rischio sistemico che potrebbe coinvolgere l'intero mercato creditizio. Lo scopo di tale funzione è di controllare l'andamento e la detenzione di asset “pericolosi”

⁷⁸ *Single Euro Payments Area*. <https://www.ecb.europa.eu/paym/retpaym/html/index.en.html>

⁷⁹ Art 127, par 6, TFUE.
Regolamento (UE) n. 1024/2013, Consiglio dell'Unione Europea.

da parte di questi istituti che, incentivati dal principio del “*Too Big to fail*”⁸⁰, potrebbero acquisire comportamenti riconducibili al *Moral Hazard*⁸¹.

In secondo luogo, la Banca Centrale Europea svolge anche ulteriori funzioni.

Prima tra tutte, la funzione, che è un potere esclusivo di tale autorità, di stampare moneta: le banconote in euro. Ciò ha eliminato la possibilità degli Stati di ricorrere al signoraggio⁸² piuttosto che far fronte all’indebitamento, tramite l’emissione dei Titoli di Stato, per finanziare la parte eccedente della spesa pubblica che non viene coperta dalle imposte.

Tra queste funzioni rientrano anche l’elaborazione delle statistiche e la pubblicazione delle stesse, in collaborazione con le Banche Centrali Nazionali e gli operatori economici, che sono, peraltro, anche i destinatari delle suddette pubblicazioni e la cooperazione a livello sia europeo che internazionale con organizzazione e consessi, compatibilmente e coerentemente, agli obiettivi dell’Eurosistema.

Infine, tra le funzioni secondarie rientra anche la vigilanza prudenziale, volta al mantenimento della stabilità finanziaria che si concretizza nella vigilanza dei settori di competenza, per l’eventuale rilevazione di rischi che possano ledere la stabilità dei settori stessi⁸³.

La Riserva Federale negli Usa, invece, come detto poc’anzi, persegue un duplice mandato. Esso gli è stato attribuito fin dal 1913, dal Federal Reserve Act, che

⁸⁰ Letteralmente “troppo grande per fallire”. È il principio per cui l’autorità monetaria non consente di cadere in stato di insolvenza (e di fallire) a una banca o ad altro intermediario finanziario di dimensioni tali da generare potenziali effetti sistemici negativi. <http://www.bankpedia.org/index.php/it/129-italian/t/22810-too-big-to-fail>

⁸¹ È un problema che nasce a causa delle asimmetrie informative tra le controparti, nel momento successivo rispetto alla transazione. Nel caso in questione, le banche consapevoli di essere troppo grandi o importanti, acquisiscono comportamenti di azzardo morale incentivate dalla certezza che l’autorità monetaria le salverà dal fallimento al fine di evitare effetti sistemici nel settore. *F.S. Mishkin, K. Matthews, M. Giuliadori, The economics of money, banking and financial markets, Pearson (2013).*

⁸² Il termine deriva da “Signore”, cioè colui che aveva la possibilità di emettere moneta. Oggi le banche centrali nazionali si occupano solo di coniare le monete, mentre l’emissione delle banconote è competenza esclusiva della banca centrale. <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/seigniorage.it.html>

⁸³ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.it.html>

stabili che la missione⁸⁴ della banca centrale fosse orientata al raggiungimento e al mantenimento della stabilità non solo del livello dei prezzi, ma anche, più in generale dell'output. Ciò significa, di fatto, che il mandato della FED è diretto a garantire non solo che il livello di inflazione rimanga stabile, ma che rimanga stabile l'andamento di tutta l'economia, come testimoniato dal perseguimento dell'obiettivo di stabilità del livello di output, che ovviamente influisce su diversi indicatori economici, tra i quali uno dei più importanti può essere individuato nel tasso di disoccupazione⁸⁵.

La banca centrale americana, dunque, al contrario della nostra, più orientata a difendere la stabilità dei prezzi a tutela dell'euro e del suo valore, è a tutti gli effetti un garante a tutela dell'interesse pubblico e collettivo.

Per svolgere tale ampia e generica mansione, le istituzioni che la compongono⁸⁶, svolgono cinque funzioni chiave, che solo in alcuni casi combaciano perfettamente con quelle svolte dalla BCE.

Le funzioni svolte dalla FED, sono elencate in figura 1.

Fig.1



Fonte: federalreserve.gov

Le funzioni in figura, almeno le prime quattro in elenco, sono le stesse svolte dalla nostra banca centrale; tuttavia, ciò che va messo in evidenza, è che la BC

⁸⁴ Inflazione bassa e stabile, massima produzione e potere d'acquisto, minima disoccupazione. *Employment Act, 1946.*
https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_3.pdf

⁸⁵ L'indice che misura la quota di forza lavoro attiva priva di occupazione stabile. *Macroeconomia, N.Gregory Mankiw e Mark P. Taylor, Sesta edizione italiana, Zanichelli 2015.*

⁸⁶ Vd. paragrafo 1.3.2

americana gode di uno spazio di manovra molto più ampio di quello a disposizione della BCE, come è emerso anche nel periodo in cui, entrambe, dovettero fronteggiare la crisi e gli effetti che questa aveva manifestato sull'economia reale.

La quinta funzione chiave della Fed, poi, rappresenta un'ulteriore conferma e testimonianza di come il mandato della stessa tuteli l'interesse generale; infatti, l'autorità monetaria in questione, dovendosi occupare della protezione dei consumatori⁸⁷ e dello sviluppo della comunità economica, di fatto, si preoccupa del paese e dei suoi cittadini, nel complesso; tale considerazione, che può sembrar di poco valore, in realtà è la più importante per mettere in evidenza quanto il *dual mandate* americano sia più flessibile del mandato gerarchico europeo. Tale generalità e flessibilità sono le motivazioni, vere e proprie, per cui, in determinate circostanze, come nel periodo post-crisi, la conduzione della politica monetaria americana è stata più libera, sia nei piani che negli strumenti utilizzati, rispetto alla politica monetaria condotta in Europa, limitata, per certi versi, dal vincolo di perseguimento di un livello di inflazione del 2%⁸⁸.

In merito a ciò, il mantenimento di una bassa e stabile inflazione, pari al 2%, che deve essere raggiunta anche dagli Stati Uniti, fa emergere l'ennesima differenziazione. Negli USA, infatti, l'obiettivo deve essere raggiunto entro il termine dell'anno in corso, l'Europa, invece, non è soggetta a tale scadenza. Ma non è l'ultima.

In materia di emissione della moneta, anche tale autorità si occupa di stampare le banconote, avendone il potere esclusivo, ma differentemente dall'istituzione

⁸⁷ La protezione dei consumatori in Europa avviene, tramite l'adesione, ad un costo annuo di 5 centesimi a persona, al programma di protezione dei consumatori, che pur essendo vigente a livello europeo, di fatto, presuppone una stretta collaborazione con le autorità che di tale tutela si occupano nei singoli Stati Membri. In Italia, ad occuparsene è l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, AGCM, autorità amministrativa indipendente a cui, dal 1994, è stato attribuito il compito di vigilare sull'attuazione della disciplina della pubblicità ingannevole e di contrastare le pratiche commerciali scorrette a danno dei consumatori. *Elisabetta Bani, L'autorità garante della concorrenza e del mercato, p. 263, Corso di Diritto Pubblico, a cura di Mirella Pellegrini, CEDAM 2016.*

⁸⁸ Si noti che, le politiche monetarie di risposta alla crisi, condotte dalle due autorità monetarie, cominciarono a differenziarsi marcatamente nella seconda fase della recessione, causa il ripetuto ricordo della FED a strumenti di natura non convenzionale.

operante in Europa, la FED, può stampare moneta senza la necessità di ricorrere ad alcuna consultazione, parere o approvazione da parte dei singoli Stati Federali o dai loro rappresentanti. La Banca Centrale Europea, al contrario, consulta e sente il parere e si sottopone all'approvazione dei 19 stati membri attualmente aderenti all'area euro.

Quanto appena detto, apre la strada a svariate considerazioni riguardo la strategia di politica monetaria che la Riserva Federale adotta e il relativo confronto con la strategia europea. Benché potrebbe apparire ovvio che la BCE utilizzi una “semplice” strategia di *inflation targeting* per il raggiungimento dei suoi obiettivi e che la FED, visto il più ampio ventaglio di scopi perseguiti, ne utilizzi una più complessa, la realtà che appare è quasi opposta.

La BCE, a causa della mancanza di informazioni e alle varie necessità cui una banca centrale relativamente “neonata” deve far fronte, difatti, ha adottato, la *strategia di politica monetaria orientata alla stabilità*⁸⁹; di contro, invece la FED usa, tutt'oggi, un approccio implicito alla strategia di *inflation targeting*, che è giustificato dall'ambiguità di obiettivi che persegue e attribuisce a quest'ultima maggiore libertà d'azione, senza renderla meno efficiente di banche che si avvicinano alla strategia in modo più esplicito⁹⁰.

3.1.2 Gli strumenti a confronto

La Banca Centrale Europea, in Europa, e la Riserva Federale, negli Usa, conducono e dirigono la politica monetaria ricorrendo all'utilizzo di determinate categorie di strumenti. Sia nell'eurozona, che negli Stati Uniti, i più importanti strumenti di politica monetaria sono le operazioni di mercato aperto, la fissazione dei limiti di riserva obbligatorie per le banche commerciali e le operazioni su

⁸⁹ Vd. paragrafo 2.2.1

⁹⁰ Un esempio è la *Bank of England. The economics of money, banking and financial markets*, F.S. Mishkin, K. Matthews, M. Giuliadori Pearson (2013)

iniziativa delle controparti. Sebbene entrambe le due autorità monetarie utilizzino gli stessi strumenti, – perlomeno per quanto riguarda gli strumenti convenzionali – di fatto, le modalità di utilizzo fanno emergere ulteriori dissimilarità tra le due banche centrali, permettendoci, in questa sede, di approfondirne e ampliarne il confronto.

Le operazioni di mercato aperto sono lo strumento più importante, attraverso cui, le banche centrali attuano i programmi di politica monetaria, influenzando sia il livello dei tassi di interesse sul mercato della moneta, che l'offerta di moneta stessa. Tale importanza è dovuta al fatto che, oltre ad essere completamente flessibili e trasparenti, reversibili e facilmente implementabili, le *open market operation*, essendo avviate su sola iniziativa della banca centrale, risultano essere il solo strumento che ogni BC riesce a controllare perfettamente⁹¹. Esse possono concretizzarsi in operazioni sia di acquisto che di vendita, temporanee o permanenti; con gli acquisti la BC provoca, inevitabilmente, un aumento dell'offerta di moneta e una diminuzione del tasso di interesse, ossia il costo della stessa; con le vendite, l'autorità provoca una diminuzione della liquidità, causando l'aumento del tasso di interesse e la diminuzione della quantità di moneta offerta⁹². Un ulteriore distinzione viene fatta, poi, tra le operazioni permanenti, le *outright open market operation*, e quelle temporanee, le *temporary open market operation*, che consistono in contratti a pronti contro termine, sia per quanto riguarda gli acquisti⁹³ che per quanto riguarda le vendite⁹⁴.

La Bce avvia le operazioni di mercato aperto accettando le proposte che reputa più attrattive, avanzate da parte degli istituti di credito e, tramite tali operazioni, influenza non solo il tasso di rifinanziamento, *Main refinancing rate*, ma anche il

⁹¹ pag. 333, *The economics of money, banking and financial markets*, F.S. Mishkin, K. Matthews, M. Giuliadori Pearson (2013)

⁹² Si fa riferimento al meccanismo di variazione dei prezzi dovuto alla variazione della quantità offerta o domandata, in questo caso, nel mercato delle riserve.

⁹³ Sono questi i cd. *Repurchase agreement*, spesso abbreviato in repo.

⁹⁴ *Reverse Repurchase agreement*, spesso abbreviato in reverse repo.

livello di riserve offerte; le operazioni, infatti, vengono condotte finchè non si raggiunga l'equilibrio sul mercato delle riserve.

Quelle appena descritte sono denominate *Main refinancing operation*, da cui si distinguono, sempre nell'ambito di tale categoria di strumenti, le già citate *Long Term Refinancing Operation*, cui la BC più volte ricorse durante la crisi, volendo offrire alle banche la possibilità di accedere a finanziamenti a più lungo termine⁹⁵. Le operazioni di mercato aperto, in Europa, differentemente da quanto avviene negli Usa, seppur di competenza della BCE, vengono gestite in maniera decentralizzata dalle banche nazionali di ogni singolo Stato Membro. In America, invece, esse vengono programmate, e poi gestite, in modo interamente centralizzato presso il *Trading Desk* della banca federale di New York⁹⁶. La loro programmazione avviene giornalmente, analizzando la disponibilità di riserve sul mercato al fine di raggiungere un livello prestabilito, intorno a cui deve mantenersi il tasso di interesse applicato sui fondi federali. Se le riserve offerte sono in eccesso, il tasso subirà una caduta, al contrario, in caso di scarsità di riserve, aumenterà. Analizzando il mercato, ogni mattina, si decide se implementare una di tali operazioni, di cui viene stabilita la tipologia, l'ammontare e la scadenza, caso per caso, richiedendo la collaborazione della divisione che si occupa degli affari monetari, del Consiglio Direttivo e di uno dei quattro presidenti delle banche federali, votanti, eccezion fatta per il Presidente della Banca di New York⁹⁷.

La seconda categoria più importante, di strumenti di politica monetaria, è rappresentata dalle operazioni su iniziativa delle controparti, anche note come *Standing Facilities*.

⁹⁵ Nel novero delle operazioni di mercato aperto vi sono anche le operazioni di *fine tuning*, cui si ricorre per far fronte a situazioni inaspettate, e le operazioni strutturali, utilizzate per il riposizionamento dell'Eurosistema nell'ambito dell'ambiente finanziario. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html>

⁹⁶ Open Market Operations - Federal Reserve, *The economics of money, banking and financial markets*, F.S. Mishkin, K. Matthews, M. Giuliadori Pearson (2013).

⁹⁷ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>

Attraverso tali operazioni, le banche centrali provvedono alla fornitura e all'assorbimento di riserve, per periodi di tempo brevissimi, rispettivamente nei casi di scarsità ed eccesso di queste ultime. Si parla di *deposit facilities*, allorquando, la banca centrale assorbe le riserve in eccesso detenute dalle banche commerciali, pagando a quest'ultime un interesse sulle riserve detenute. Le *lending facilities*, di contro, sono quelle utilizzate dalle banche commerciali, quando queste ultime non riescono, con le sole riserve proprie, a rispettare il limite minimo di riserve obbligatorie da detenere, fissato dall'autorità.

In Europa, per le *standing facilities*, vige lo stesso regime di gestione decentralizzata delle *open market operation*, presso le banche centrali nazionali degli Stati Membri. Quando una banca commerciale necessita di un determinato ammontare di riserve, lo richiede alla banca centrale nazionale, che lo eroga ad un costo chiamato tasso di rifinanziamento marginale. Quando, al contrario, una banca detiene riserve in eccesso, rispetto al limite minimo, le deposita presso la banca centrale che su di esse pagherà un tasso di interesse sui depositi di riserva⁹⁸. Nel meccanismo che si innesca, la Bce, tramite le BCN, diviene l'intermediario attraverso cui le banche con riserve in eccesso, prestano alle banche che si trovano in condizioni di scarsità, quando il mercato interbancario non provvede totalmente alle richieste avanzate. I tassi applicati a tali operazioni, va precisato, sono più alti per i prestiti di riserve e più bassi per la remunerazione delle riserve depositate presso la BC, rispetto alle operazioni ordinarie. Questo trova giustificazione nel fatto che le banche commerciali possono richiedere un prestito – in presenza di collateralità e fino ad un certo ammontare – in qualsiasi momento e ritirare i depositi, quando desiderano ed a costo zero.

Anche la Fed utilizza e ricorre alle *standing facilities* come strumenti di politica monetaria, strutturandone, però, le tipologie e le categorie in maniera diversa rispetto al caso europeo.

⁹⁸ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html>
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/sf/html/index.en.html>

Difatti, la Fed offre tre tipologie di prestito. Alle banche commerciali, che pur essendo momentaneamente in condizione di scarsità di riserve, godono di ottima salute economica e finanziaria, la BC pratica il credito primario, la categoria più simile alle operazioni di rifinanziamento marginale della Bce, erogando un prestito a brevissima scadenza, di solito una sola notte, ad un costo chiamato tasso di sconto, che è più alto del tasso applicato sui fondi federali di 100 punti base. Al credito secondario hanno, invece, accesso le banche che si trovano in una situazione finanziaria più problematica o con problemi di liquidità, cui viene applicato un tasso più alto che rappresenta una sorta di penalità. Infine, l'ultima tipologia utilizzata è il credito stagionale, erogato ad un numero limitato di piccole banche che, trovandosi in aree agricole o essendo coinvolte in attività prettamente stagionali, presentano esigenze periodiche di credito e deposito. Anche in questo caso, viene applicato un tasso di interesse rappresentato dalla media dei tassi sui fondi federali e sui certificati di deposito⁹⁹.

Le operazioni, su iniziativa delle controparti, assumono particolare importanza in quanto consentono alle autorità monetarie di farsi prestatori di ultima istanza; tuttavia, le banche, in particolare quelle più grandi o più importanti, potrebbero, essere rassicurate dalla presenza di un *lender of last resort*, assumere un atteggiamento di non curanza riguardo la detenzione di asset particolarmente rischiosi, sfociando in comportamenti assimilabili all'azzardo morale.

Per ultimo, lo strumento rappresentato dalla fissazione del limite minimo di riserve obbligatorie che, in quanto tali, devono essere detenute dalle banche commerciali. Attraverso la fissazione di tale limite, le banche centrali sono in grado di influenzare non solo l'offerta di moneta, che è inversamente proporzionale a tale valore, ma anche il tasso praticato sulle riserve nel mercato interbancario. Solitamente, il valore minimo richiesto, una volta fissato, non viene fatto oscillare frequentemente¹⁰⁰, per evitare che si creino problemi di liquidità,

⁹⁹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/discountrate.htm>

¹⁰⁰ La Banca Centrale Europea ha provveduto alla riduzione del coefficiente minimo di riserva, nel dicembre 2011, che rappresenta, oggi, l'ultimo aggiornamento dell'indice.

quindi, attualmente tale strumento è utilizzato dalle banche centrali per stabilizzare la domanda di riserve, creando un minimo di scarsità delle stesse, che permetta alle autorità di mantenere, più facilmente, il controllo pieno sul livello dei tassi di interesse.

Sia la Bce che la Fed mantengono tutt'oggi vivo tale strumento¹⁰¹, mentre altre banche centrali, nel mondo, lo hanno soppresso in quanto la pretesa che le banche detengano un minimo di riserve è, concretamente, una tassa che le banche pagano. Per tale ragione, le riserve obbligatorie sono oggi remunerate, sia in Europa che negli Stati Uniti.

3.2 Un caso particolare: il Quantitative Easing

Nella conduzione dell'analisi, fin qui portata avanti, si è più volte fatto cenno alla misura utilizzata sia in Europa, che negli Usa, denominata *Quantitative Easing* (QE).

Si tratta di un'operazione di politica monetaria non convenzionale, cui ricorse per la prima volta la banca centrale giapponese, tra il 2001 e il 2006, utile soprattutto nei casi in cui gli strumenti tradizionali di politica monetaria non si rivelano efficaci¹⁰². Tale mancanza di efficacia è, nella maggior parte dei casi, imputabile ad un cattivo funzionamento del meccanismo di trasmissione di politica monetaria che, di solito, rappresenta il presupposto fondante tramite cui le banche centrali, che controllano il livello dei tassi di interesse e l'offerta di moneta, riescono ad influenzare e, in un certo senso, manovrare l'economia reale, ottenendo gli effetti desiderati, obiettivo dei programmi di politica monetaria.

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/mr/html/calc.en.html>

¹⁰¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/mr/html/index.en.html>

¹⁰² Quantitative Easing, p.336, *The economics of money, banking and financial markets*, F.S. Mishkin, K. Matthews, M. Giuliadori Pearson (2013).

Ciò che contraddistingue il QE da altre operazioni che comportano la creazione e l'erogazione di liquidità è, nella pratica, la caratteristica temporale. Operazioni come le LTROs o il TLTRO, infatti, di certo hanno avuto l'obiettivo di incrementare il volume di liquidità, ma per un arco di tempo massimo di 3 anni, cosa non riscontrabile nel QE¹⁰³.

Tale fattore, peraltro, desta non poche preoccupazioni¹⁰⁴. Non prevedendo l'assorbimento del volume di liquidità creato, tramite la creazione di nuova moneta, ed erogato tramite l'acquisto di titoli di stato dalle banche commerciali, a breve o a più lunga scadenza, e di quote di società di capitali, molti economisti, critici e non, si chiedono cosa succederà e come si comporteranno le BC, quando verranno davvero avviate politiche di normalizzazione che, in quanto tali, richiederebbero, il rientro e la cessazione di operazioni che, come queste, assumono il carattere della straordinarietà.

3.2.1 Il ricorso al Quantitative Easing in Europa

La Banca Centrale Europea avviò a partire dal 2015 il primo programma di QE, con lo scopo di immettere liquidità volta a favorire la ripresa dei mercati finanziari, indeboliti dall'allora recente crisi. La modalità di immisione di tale liquidità consistette, di fatto, nella creazione di nuova moneta che fu utilizzata e destinata all'acquisto di titoli di Stato, prima a brevissima scadenza, poi a più lunga scadenza. La liquidità, che confluiva nelle casse delle banche commerciali che erano proprietarie di tali titoli, doveva servire a far sì che queste ultime, concedendo prestiti, rimettessero in moto l'economia, tramite l'incremento sia degli investimenti, che, indirettamente, dei consumi. Purtroppo, non tutte le banche commerciali, scoraggiate e diffidenti, dopo il fallimento dei subprime e l'abuso nella concessione di prestiti, furono pronte ad elargire denaro ai privati,

¹⁰³ Da Silvia Mangiavini, La BCE di fronte alla crisi, Comitato di redazione Quale Impresa.

¹⁰⁴ Quantitative easing: sì, siamo tutti drogati (la Fed più che la Bce), Giuseppe Brianza, 10 ottobre 2017, *Il Fatto Quotidiano*.

immettendolo nell'economia reale; di contro, utilizzarono la maggiore disponibilità liquida per auto-garantirsi, dotandosi di un maggiore patrimonio che le potesse tutelare di fronte alla possibilità di rischi futuri.

La prima ondata di QE venne avviata nel 2015, sorprendendo i mercati, con la previsione di effettuare acquisti mensili, ad un ritmo di 60 miliardi, diretti esclusivamente all'acquisto di Titoli di Stato. Terminata tale fase, nel marzo 2016, l'alleggerimento quantitativo, con il QE2, non solo continuò, ma ne fu incrementato il volume, fino a 80 miliardi di acquisti mensili, e la possibilità d'acquisto fu allargata anche agli ABS ed ai *Covered Bonds*. Il QE2 terminò a dicembre 2016, quando venne annunciata la terza ondata di tale manovra, che sarebbe durata fino alla fine del 2017. Il QE3, si concretizzò nel decremento del volume di acquisti, che tornarono al ritmo di 60 miliardi mensili e nell'ulteriore allargamento delle categorie di attività acquistabili, tra cui rientrarono anche le obbligazioni emesse dagli enti locali e regionali¹⁰⁵.

La Bce, secondo quanto detto fin qui, attuò, con tali operazioni, una politica monetaria fortemente espansiva, in realtà nella programmazione delle stesse si pose determinati limiti. Difatti, venne messa a punto una procedura per cui i titoli venivano acquistati non direttamente dalla banca centrale, bensì dalle BCN dei singoli SM, che la BC avrebbe condiviso con queste ultime solo il 20% del rischio di eventuali perdite, per evitare critiche in materia di collettivizzazione del debito. Inoltre, negli acquisti non era possibile superare due limiti: 1. Era acquistabile una quantità di titoli pari al massimo al 25% relativamente ad ogni emissione; 2. Nel complesso era vietato acquistare più del 50% del debito pubblico di ogni Stato sovrano¹⁰⁶.

¹⁰⁵ Cos'è il Quantitative Easing: il qe della Bce, ottobre 2017. *La Stampa*.

¹⁰⁶ I paletti del QE, 26 ottobre 2017, *La Stampa*.

3.2.2 Il ricorso al Quantitative Easing negli USA

In America, il ricorso al Quantitative Easing avvenne molto prima che in Europa. Probabilmente la Riserva Federale, nel rispondere alla crisi, prese consapevolezza dell'inefficacia degli strumenti tradizionali con largo anticipo rispetto al caso europeo, tanto che il QE venne avviato negli Usa già dal 2008, divenendo uno tra i più importanti strumenti della politica monetaria anti-crisi¹⁰⁷.

I programmi di QE avviati dalla Fed, furono diretti all'acquisto di Titoli di Stato, Mortgage Based Securities e cartolarizzazioni dei mutui ipotecari e il loro volume fu, similmente a quanto fatto in Europa, incrementato di volta in volta, per consentire la ripresa dei mercati sia finanziario che interbancario.

Gli obiettivi che l'autorità americana voleva perseguire erano, sostanzialmente, gli stessi che si sarebbe proposta di perseguire la gemella europea dopo qualche anno. Come precedentemente discusso, il tentativo di rifornire le istituzioni finanziarie di liquidità per consentire una ripresa degli investimenti produttivi non si rivelò proficuo, per cui l'acquisto di tali attività, per un volume totale di 3500 miliardi, ebbe l'effetto immediato di appesantire il bilancio della banca centrale americana, che visse, perciò, un periodo di incertezza circa la propria stessa sostenibilità¹⁰⁸. Ma non solo.

Le istituzioni finanziarie americane, banche e fondi pensione, da sempre più inclini – rispetto agli europei - e fiduciosi circa l'efficienza del mercato azionario, riversarono su di esso gran parte della nuova liquidità acquisita, causando attraverso l'incremento della domanda di azioni, il conseguenziale aumento dei prezzi delle stesse. Alcuni, addirittura, pensarono alla possibile creazione di una nuova bolla e cominciarono a preoccuparsi del suo eventuale scoppio, la preoccupazione si diffuse in modo incredibilmente veloce: si era, di fatto, creata una nuova opportunità speculativa.

¹⁰⁷ *Un bilancio del Quantitative Easing della FED*, Stefano Corsari, 3 giugno 2014.

¹⁰⁸ <http://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=25852>

3.2.3 La valutazione strategica e gli effetti

Dal punto di vista strategico, prima di essere implementate, le operazioni di Quantitative Easing apparivano come un piano geniale, stimolante per il mercato creditizio e orientato alla diminuzione dello spread tra i tassi di interesse e i tassi interbancari, che, peraltro, nelle condizioni macroeconomiche già descritte, non avrebbero provocato l'aumento del livello dei prezzi, né la deflazione¹⁰⁹. Difatti, se non è auspicabile un alto livello di inflazione, maggiormente preoccupante è, per l'economia, una condizione di deflazione; essa, provocando una diminuzione del livello dei prezzi, ha dei vantaggi solo nel brevissimo periodo e per i consumatori. Le imprese, invece, ben presto, si troverebbero a far fronte a costi che non riescono a coprire e sarebbero spinte alla riduzione di questi ultimi. Tra i costi di un'impresa rientrano, ovviamente, i salari da pagare ai dipendenti per il loro lavoro, che essendo i costi più facilmente eliminabili, sono i primi che vengono tagliati da un'impresa in condizioni di difficoltà. L'effetto immediato è un incremento della disoccupazione, il conseguente calo dei consumi e della domanda e, nel lungo termine, il ritorno alla recessione¹¹⁰. Un pericolo da scongiurare assolutamente e con tutti i mezzi possibili!

Per quanto riguarda il raggiungimento degli obiettivi che le banche centrali si erano prefissate, ricorrendo a tali misure non convenzionali, si rivelano positivi, ma solo superficialmente.

Il divario tra i tassi di interesse del mercato creditizio e quelli del mercato interbancario è diminuito, tuttavia, nonostante ciò, le banche commerciali continuano a ricorrere all'aiuto della banca centrale, fornito con le operazioni di finanziamento a lungo termine, piuttosto che richiedere prestiti ad altre banche, consentendo un effettiva rinascita della fiducia nei confronti del mercato interbancario.

¹⁰⁹ <https://it.quora.com/Perché-il-Quantitative-Easing-della-BCE-e-della-Federal-Reserve-non-hanno-creato-inflazione>

¹¹⁰ Il quantitative easing, da Silvia Mangiavini, La BCE di fronte alla crisi, Comitato di redazione Quale Impresa.

Situazione analoga è riscontrabile sul mercato creditizio. Il QE, avviato con lo scopo di destinare indirettamente ad investimenti e consumi questa nuova liquidità, tramite le istituzioni finanziarie, non ebbe particolare successo. Nonostante la drastica diminuzione dei tassi di interesse sui prestiti, fatta eccezione che per i mutui ipotecari, è ipotizzabile – come già accennato – che siano state le stesse istituzioni ad “approfittare” della situazione per assicurarsi maggiore stabilità, ma di contro, appare verosimile che, le famiglie, visto il loro elevatissimo livello di indebitamento in tale periodo, abbiano preferito non incrementarlo ulteriormente. Anche le imprese, solitamente soggetti molto attivi nella richiesta di credito alle banche, per effettuare investimenti produttivi, non incrementarono il loro volume di investimenti e non si indebitarono a causa della scarsa domanda, che fu anche causa dell’aumento dei prezzi cui si assistette nel 2010.

Alla fine dei fatti, appare chiaro che la completa riuscita del QE sarebbe potuta avvenire solo se supportata da un incremento della domanda, sia a livello creditizio, che di consumi; dunque, il problema sembra essere l’ancora troppo elevato livello di disoccupazione, oltre che di indebitamento degli individui.

E se fosse mancata la giusta coordinazione tra politica monetaria e politica sociale?

3.3 Le critiche al ruolo delle due banche

In seguito all’annuncio, ma ancora di più, a valle, dopo la conduzione delle molteplici operazioni di alleggerimento quantitativo, sia la Banca Centrale Europea, il cui ruolo è stato più volte oggetto di dibattito, discussione e fonte di non poche preoccupazioni, insieme alla Federal Reserve, è entrata, irreversibilmente nel mirino delle critiche.

Le critiche che alle due banche, soprattutto alla Bce, vennero mosse, riguardavano, di fondo, l’effettiva efficacia delle operazioni. Di fatti, numerosi economisti puntualizzarono che la missione di alleggerimento quantitativo era una

misura che le BC avevano usato allo scopo di sostenere un benessere astratto, di cui i popoli, europeo ed americano, avevano avuto esperienza solo grazie all'esagerato ricorso agli strumenti finanziari¹¹¹. Quanto appena detto vuol dire che, concretamente, a godere di questo maggior benessere, fino al presentarsi della crisi, non erano i comuni cittadini, bensì i cosiddetti *insider* del mercato finanziario, facendo riferimento a coloro, che istruiti in materia o seguiti da agenzie di intermediazione, hanno acquistato titoli o azioni, in misura sempre maggiore, prima del rigonfiamento e dello scoppio della bolla.

Conseguentemente a ciò, i programmi di alleggerimento quantitativo, vennero giudicati, dal cittadino medio, sia in Europa che negli Usa, come programmi di sostegno ai ricchi e una soluzione temporanea alla crisi, presentatasi in seguito al gioco finanziario di questi ultimi, mentre gli altri subivano una tassazione sempre più alta. Una tale opinione pubblica trovava fondamento e giustificazione negli altissimi tassi di disoccupazione che, a cavallo dell'Oceano Atlantico, indicavano una situazione concreta di benessere molto limitata.

A valle, la problematica che emerge oggi, mentre la Fed porta avanti le operazioni di *tapering*¹¹² e la Bce cerca di comprendere come stoppare l'uso di strumenti non convenzionali, riguarda l'assorbimento della liquidità immessa negli Usa dal 2008 e in Europa nel 2015.

Per quanto riguarda il caso americano, sono già da tempo emerse le conseguenze dei QE, che hanno appesantito eccessivamente il bilancio della Riserva Federale e che – questa è la maggiore preoccupazione – mettono in pericolo la stessa sostenibilità del dollaro. La Fed dalla sua parte, nonostante l'avvio della politica di normalizzazione annunciata a fronte di una situazione economica lievemente

¹¹¹ Bce, la pericolosa (e arrogante) bolla dei tassi sottozero creata da Draghi, Luca Ciarrocca, 14 agosto 2016, *Il Fatto Quotidiano*

¹¹² Utilizzato per la prima volta nel 2013 dall'allora numero uno della Fed, Ben Bernanke, la parola *tapering* fa riferimento al processo di rallentamento del ritmo di acquisti mensile dei titoli di Stato, da parte di una banca centrale. <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/tapering.html>

migliorata, pare stia ancora reinvestendo il controvalore dei titoli di Stato in scadenza; dunque, non si comprende come sia attuabile un piano di rientro che possa riportare la condizione economica e finanziaria della stessa BC al livello pre-crisi. Inoltre, grandi preoccupazioni nascono riguardo l'effetto che il tapering potrebbe avere sull'economia reale, probabilmente dopata dalle immissioni di liquidità¹¹³. Emerge la possibilità che l'economia reale risenta di un forte contraccolpo, qualora tutta la liquidità immessa venga riassorbita e che lo Stato Federale americano si possa trovare impossibilitato a soddisfare le esigenze, che da sempre ha, di continuo riarmo. I meno pessimisti sperano solo che il riassorbimento avvenga lentamente ed in maniera graduale, come stabilito dal programma della Riserva, per evitare il traumatico passaggio da una politica monetaria fortemente accomodante, ad una marcatamente restrittiva. In questo scenario appare preoccupante anche l'annuncio di Trump di revisione della riforma bancaria, fortemente voluta da Obama. Pare proprio che in America, oggi, la stabilità finanziaria, che rappresenta una delle priorità che l'autorità deve garantire, sia minacciata su tutti i fronti.

La polemica aizzata, in Europa, in seguito al ricorso agli strumenti di politica monetaria non convenzionali, rappresenta, invece, per la Bce una delle tante critiche che, soprattutto dall'inizio del mandato di Draghi, sono state inflitte all'autorità, da parte non solo di economisti ed esperti in materia, ma anche – e purtroppo- soprattutto da parte di voci populiste, animate da bollori politici. Non si tratta semplicemente di una critica, ma di un vero e proprio dibattito, che sembra aprirsi ogni qualvolta l'autorità monetaria prende una determinata decisione, che desta preoccupazioni visto che, di fatto, le generazioni vecchie e giovani sembrano essere orientate, sempre più, verso l'anti-europeismo.

Pare che i “piani alti” puntino ad una maggiore integrazione, mentre il popolo è sempre più sfavorevole e poco informato.

¹¹³ Quantitative easing: sì, siamo tutti drogati (la Fed più che la Bce), Giuseppe Brianza, 10 ottobre 2017, *Il Fatto Quotidiano*.

In materia di QE, l'Europa è frammentata.

Da un lato gli Stati sovrani in difficoltà chiedono aiuto alla Bc, dall'altro i paesi più stabili economicamente si rifiutano di finanziare il loro debito attingendo dalle casse dell'autorità, rifornite dalle riserve degli SM. Da ciò, trovano spiegazione i paletti imposti sulle operazioni di alleggerimento quantitativo¹¹⁴, che imposti dall'autorità per “mettere d'accordo tutti” rappresentano un'ulteriore soluzione temporanea alla frammentazione europea. Il maggior limite è possibile sia, di certo, la mancanza di piani di rientro dal finanziamento erogato agli stati indebitati, che dovrebbero essere redatti con tanto di rate di restituzione e interessi. D'altra parte, se non possiamo biasimare i paesi nord-europei, che non vogliono pagare un debito che non gli appartiene, bisognerebbe ricordare a questi ultimi l'obiettivo dell'UE: una sempre maggiore unione volta all'integrazione, che gradualmente da semplicemente economica, deve evolversi verso un'unione necessariamente politica.

Diversamente, ogni confronto con gli Usa sarà, con il passare del tempo, sempre meno sensato.

I problemi europei, anche ed eventualmente in assenza di critiche, si sintetizzano nella mancata convergenza, o accordo sugli obiettivi da perseguire e ciò si riflette automaticamente sulla Bce, che seppur indipendente, è parte di un'architettura in parte incompleta.

Anche i risultati e gli obiettivi da essa conseguiti, non vengono reputati soddisfacenti; ravviso anche qui mancanza di informazione. A paragone con la Fed e gli Usa, la Bce e tutta l'Europa vengono sempre giudicate meno efficienti, ma questo non è, nei fatti, vero. L'efficienza della nostra banca centrale va discussa tenendone sempre in riferimento gli obiettivi statuari. Non mi pare adeguato giudicare la Bce prendendo dati alla mano che riguardino la disoccupazione o, meglio, la costante difficoltà di raggiungere il pieno impiego; l'unico obiettivo della nostra autorità, che ci piaccia o meno, è l'inflazione al 2%,.

¹¹⁴ Vedi pagg. 14-15.

Il resto, seppur nella cornice integrata dell'ordinamento europeo, è oggi di competenza delle politiche fiscali dei singoli Stati.

È vero che, attualmente, la Bce sta concentrando tutte le sue forze per combattere la deflazione, visto che si ravvisa un decremento del livello dei prezzi all 1,5%, e che l'obiettivo del 2% sembra sempre più lontano, ma la lotta alla deflazione rappresenta l'unico strumento attraverso cui l'autorità può auspicarsi che l'occupazione, nell'area euro, aumenti.

Per quanto riguarda la crescita e l'output, pare che l'Europa non sia per niente da meno rispetto agli Stati Uniti e, come emerge dai dati Eurostat discussi in occasione del G20 tenutosi a Hangzhou, alla Cina¹¹⁵. Difatti l'Europa, già nel 2016, produceva più di un quarto del Pil mondiale, battendo con la percentuale del 23,8% sia gli Usa (22,2%) che la Cina (13,4%). Anche in queste occasioni, quindi, emergono le potenzialità del vecchio continente, che risulta non solo tra i più popolosi ma anche tra i più industrializzati, ma che necessita di un'unione politica che possa mettere fine alla frammentazione, che in queste occasioni, più che mai, rappresenta il nostro più grande punto debole.

¹¹⁵ <http://www.infodata.ilsole24ore.com/2016/09/06/g20-leuropa-unita-peserebbe-piu-di-usa-e-cina-insieme/>

Conclusioni

Lo scopo dell'analisi condotta fin qui era ed è, appunto, comprendere quali siano le maggiori dissimilarità, interne e non, tra le banche centrali operanti in Europa e negli Stati Uniti che, inevitabilmente, motivano e giustificano i diversi modi di agire di fronte ad un fenomeno di enormi dimensioni, come è stata la recente recessione.

Il processo di integrazione europea, in continuo divenire, è stato avviato a partire dagli anni '50 del secolo scorso, per far fronte alle esigenze di adeguamento delle economie di piccoli Stati, di fronte al processo di globalizzazione. L'attuale Unione Europea presenta dunque, una struttura istituzionale che, certamente, subirà ulteriori evoluzioni, fino, si spera, all'arrivo e, al conseguimento dell'obiettivo dell'unità su tutti i fronti.

Di contro, invece, gli Stati Uniti, nati dopo la rivoluzione delle colonie, che ebbe inizio il 4 luglio 1776, sono oggi una Repubblica Federale, composta da cinquanta Stati e un distretto federale.

Questa breve premessa appare fondamentale per proseguire nelle conclusioni, volte, come tutto il lavoro, a fornire al cittadino europeo medio, nel nostro caso italiano, il materiale per la creazione di un'opinione individuale che, anche per coloro che non hanno condotto o non conducono studi economici, sia pertinente oltre che informata.

Operare un confronto tra la Banca Centrale Europea e la Federal Reserve, nonché sulle politiche monetarie avviate per far fronte alla crisi, è possibile, ma bisogna tenere in considerazione le diversità istituzionali tra i due paesi che, inevitabilmente, hanno effetti sulle possibilità di reazione che le banche centrali hanno.

Avendo già messo in evidenza la maggiore diversità in senso stretto tra le due autorità, legata agli obiettivi statutari, bisogna ricordare la differenza più grande

tra i paesi: gli Usa sono un unico stato federale; l'Europa, invece, un'unione, prettamente economica, tra diversi stati.

Nonostante l'UE sia attualmente dotata di un proprio ordinamento, esso, nella maggior parte dei casi, rappresenta una cornice da integrare alle singole legislazioni nazionali, che in numerosi ambiti presentano una competenza esclusiva. In quest'ottica si comprende, come sia venuta a crearsi un'Europa titolare di sovranità sovranazionale per alcune materie di competenza, accanto alla presenza e all'alternanza della sovranità statale dei singoli Stati Membri, per altre. Pare che ci sia qualcosa di incompleto, inattuato, ma speriamo attuabile.

Abdicando, in favore della sovranità europea, le decisioni di politica monetaria, i singoli SM hanno, di fatto, perso lo strumento del controllo del valore della propria moneta per essere più competitivi e hanno adottato l'euro. Questo vuol dire che, quando uno Stato si trova in difficoltà, non riuscendo a sostenere le spese che aveva programmato, l'unica possibilità è quella di indebitarsi, attraverso l'emissione di titoli di Stato o chiedere aiuto alla Banca Centrale.

Come già constatato, però, la Bce non può sempre correre in aiuto dei singoli SM in difficoltà, per cercare di mantenere un determinato equilibrio tra chi chiede aiuto e intervento, e chi, rappresentando la risorsa principale delle casse europee, si rifiuta di darlo.

Operando un ulteriore confronto tra le banche centrali, seppur in linea teorica, la Fed appare meno indipendente perché più legata agli organi politici. Di fatto, essa riesce ad avere, tramite questo legame, ampi spazi di manovra che permettono una più veloce reazione agli shock economici in generale, e un maggior utilizzo e ricorso agli strumenti di politica economica non convenzionali, che nei casi descritti, si rivelano maggiormente efficaci. Per non parlare poi, della maggiore integrazione che l'America riesce ad ottenere, tra le politiche monetarie e le politiche fiscali.

La problematica europea è molto semplice. La nostra autorità monetaria non gode della stessa libertà di cui gode la Fed, grazie al posizionamento che quest'ultima, nel corso della storia, ha acquisito, all'interno dello Stato Federale.

La Bce, che è stata resa indipendente fin dalla sua nascita, nel 1998, per evitare di essere travolta dalle varie tendenze politiche vigenti negli SM, è dotata di un quadro di obiettivi, strumenti e possibilità, che le vengono attribuite dalle norme contenute dai trattati. Ed all'interno di tale cornice, è limitato il suo spazio d'azione. Infatti, nonostante l'interpretazione estensiva dei trattati, cui più volte ha ricorso Mario Draghi, per avviare i diversi programmi di politica monetaria, l'autorità non riesce a reagire tanto velocemente ed efficacemente, quanto la gemella americana.

Se si tiene, poi, in considerazione la presenza e la forte influenza dei paesi nord-europei, che tanto hanno giovato dell'entrata nell'euro-area, soprattutto in presenza di uno spread così alto, e che come la Germania, continuano non solo a giovarne, ma ad imporre la propria autorità all'interno del nostro istituto bancario – che pare proprio essere nata come l'erede della banca centrale tedesca – la situazione diventa non risolvibile, se non a fronte di un cambiamento.

Ci si augura che, una volta superato questo periodo di congiuntura, tutti gli Stati Membri, soprattutto i più stabili finanziariamente, si impegnino ad accelerare il processo di integrazione, fino alla costituzione dello stato federale europeo, che presuppone la creazione di istituzioni che coordinino le decisioni di politica, non solo monetaria, ma anche fiscale, sanitaria, ambientale, a livello sovranazionale. Solo quando l'Europa sarà uno stato federale battezzato in quanto tale, al pari degli Usa, si potrà operare un confronto tra le istituzioni, qualunque esse siano, degli stati, senza effettuare ulteriori precisazioni e studi, più in profondità.

Bibliografia

- *Bce Bollettino mensile. La risposta della BCE alla crisi finanziaria. ottobre 2010.*
- *Bernanke Ben S. and Mishkin Frederic S. 'Inflation targeting: a new framework for monetary policy', Journal of Economic Perspectives 11, 2 (1997).*
- *Bosi, Paolo. Corso di scienza delle finanze, Il Mulino, Settima Edizione 2015.*
- *Boskin, Michael. "Come è definita una recessione?", Il Sole 24 Ore.*
- *Brianza, Giuseppe. "Quantitative easing: sì, siamo tutti drogati (la Fed più che la Bce)", 10 ottobre 2017, Il Fatto Quotidiano.*
- *Cannizzaro, Vincenzo. Il diritto dell'integrazione europea, G. Giappichelli Editore, 2017.*
- *Capriglione e Semeraro. Law and Economics Yearly Review, Editori F. Capriglione-R.M Lastra- R. McCormik- C. Paulus- L. Reichlin- M. Sakuramoto, 2012.*
- *Chiminazzo T. "Crisi, Ricchezza, Povertà. Nuovi modelli per affrontare la crisi e costruire nuovi scenari", Libreriauniversitaria.it (2008).*
- *Ciarrocca, Luca. Bce, la pericolosa (e arrogante) bolla dei tassi sottozero creata da Draghi, 14 agosto 2016, Il Fatto Quotidiano*
- *Corsari, Stefano. Un bilancio del Quantitative Easing della FED, 3 giugno 2014.*
- *De Simone Ennio. Storia Economica, Quinta Edizione, FrancoAngeli (2014).*
- *Federal reserve issues FOMC statements, Press Release, 12 dicembre 2012.*
- *Federal reserve issues FOMC statements, Press Release, 21 settembre 2011.*
- *Feldstein, Martin. La battaglia d'indipendenza della FED, 2 agosto 2014, ILSOLE24ORE.*
- *Galbraith J.B. "Il grande crollo", Ed. BUR (2009).*
- *Hall, Peter A. The Economics and Politics of the Euro Crisis, German Politics, 21:4, 355-371 (2012).*
- *Henderson, David. "È stata la Fed a causare la bolla immobiliare?", 15 aprile 2009.*
- *Il dibattito del Congresso USA e la crisi del bilancio federale, Valerio Briani, ottobre 2013, Istituto Affari Internazionali.*
- *Krugman, Paul. "Fuori da questa crisi, adesso!", GARZANTI (2012).*
- *Krugman, Paul. "Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008", Garzanti (2009).*
- *La Stampa. Cos'è il Quantitative Easing: il qe della Bce, ottobre 2017.*
- *Mangiavini, Silvia. "La BCE di fronte alla crisi", Comitato di redazione Quale Impresa.*
- *Mishkin, F.S., Matthews, K. e Giuliadori, M. The economics of money, banking and financial markets, Pearson (2013).*
- *Pellegrini, Mirella. (a cura di) Corso di Diritto Pubblico, CEDAM 2016.*
- *Pellegrini, Mirella. Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano, Cacucci, Bari, 2003.*
- *Salsano E. e Lombardi R. Crisi finanziaria e crisi reale, Editrice Gaia, 2009.*

- TRECCANI, *Enciclopedia delle scienze sociali*, 1993.
- Ufficio Parlamentare di bilancio. “L’inserimento del Fiscal Compact nel diritto UE”, *Flash* n.7/4 agosto 2017.

Sitografia

- bankpedia.org
- bnpparibas.com
- borsaitaliana.it
- consob.it
- ecb.europa.eu
- europa.eu
- federalreserve.gov
- forbes.com
- ft.com
- ilsole24ore.com
- quora.com
- rooseveltinstitute.org
- senato.it
- teleborsa.it
- worldbank.org

Ringraziamenti

A Mamma e Papà, che da dietro le quinte, senza essere invadenti o insistenti, hanno sempre indirizzato e sostenuto le mie scelte, a volte dettate dall'impulso, nonostante le difficoltà e gli ostacoli che la vita ci ha presentato, ma che ci hanno reso la famiglia unita ed il trio inscindibile che siamo oggi.

A Nonno, da sempre uno dei miei più grandi amori, che fin da piccola, scherzosamente mi ha spinto a sperimentare ed imparare, a contare solo su me stessa ed a credere in me anche quando nessuno è pronto a farlo. A te che mi hai sostenuto, affrontando con me ogni singola difficoltà e brutta circostanza, sorreggendomi in religioso silenzio quando le lacrime non potevano più essere frenate, e sopportando la mia sguaiata risata quando ridere era l'unica cosa che, raggiunti traguardi importanti come questo, mi meritavo di fare.

Alle mie due nonne, così diverse, ma entrambe presenti. A nonna Anita che nonostante la sua apparente freddezza e rigidità, nelle "letterine" continua a ripetermi quanto sia fiera di me. A nonna Ninna, a tutti i thè presi al Piccadilly, ad i cartoni animati, e alle fiabe, alla tua voce debole che mi chiama, quasi giornalmente, per sapere come vada e alle risposte "sto studiando", che ormai ti aspetti di ricevere.

Al resto della mia famiglia, alle mie zie, zii e cugini chi più presente, chi meno. A mio zio Mario, inaspettatamente, fondamentale fonte di ispirazione per la conduzione di tale studio.

A Franca, all'accendino che al primo anno mi hai domandato sul terrazzino del primo piano della Luiss, alla prima volta che abbiamo ripetuto insieme economia aziendale, nella mia allora ordinatissima stanza, a tutti gli esami che abbiamo preparato insieme, che sono praticamente tutti. Ad una ragazza, tanto diversa, quanto uguale a me, che mi mancherà tantissimo ma a cui auguro di vivere Milano e di essere accolta come io sono stata accolta qui. Alla nostra bellissima e, spero, interminabile amicizia, ai pianti, ai crolli psicologici, alle risate e ai grandi momenti che abbiamo vissuto e che credo tanto che continueremo a vivere insieme.

A Lucrisini, a volte bambina a volte mamma, un appoggio che anche quando sembra non esserci, di fatto, c'è. Alle similarità ed alle cose che ci accomunano, alle telefonate asse Maastricht- Roma, ed ai giri in macchina. Spero infinitamente di averti ancora accanto.

A Grazietta, per la sua allegria e la sua capacità di capire cose del mio essere che neanche io comprendo e per tutti i pensieri che mi hai scritto, nero su bianco, facendomi più volte emozionare.

A Giulia, la mia polentona preferita, grande amica, complice di un'esperienza unica, ma a tratti traumatica. Non sai quanto fossi spaventata dall'idea di dover convivere con una persona sconosciuta, nordica peraltro. Sei stata una delle cose più belle e di maggior valore che l'erasmus mi abbia lasciato.

Alle mie coinquiline Carla, Clorinda e Clotilde, che sono più di questo. A Carla per i giri in macchina a Corso Francia, pieni di speranze indiscrete e contenuti non riportabili. A Clorinda ed alle sue storie, alle foto, ai cenoni in casa e al tuo napoletano, che sai è uno dei pochi che sopporto. A Clotilde, alle nostre passeggiate accompagnate da sigarette nostalgiche. Siete diventate la mia famiglia, vi siete sorbite il mio infinito periodo problematico di ritorno da Maastricht, e spero che, nonostante le nostre strade stiano per dividersi, rimarremo sempre quelle di via Bolzano 34, interno 5.

Alle mie amiche di sempre, Ilenia, Chiara, Vittoria, Damiana, Velia e Federica, che sopportano la mia scarsa costanza, che nonostante la mancanza della quotidianità sono persone su cui posso sempre contare. A Ilenia, alla fine saranno più gli anni trascorsi da quando siamo amiche che gli altri. A Chiara e alla sua dolcezza, pazienza e comprensione, che ha affrontato con me cose a cui entrambe non eravamo preparate, sostenendomi e rimanendo con me senza che le fosse nemmeno chiesto. A Damiana e alla nostra convivenza telefonica, alla totale mancanza di privacy e di segreti. A Vittoria, alle sue idee e alla sua innocenza, ed anche ad i "te lo avevo detto" che ho ricevuto. A Velia ed ai suoi sogni, alla sua mamma Ines ed alle sigarette in terrazzo guardando il nostro mare. A Federica, presente e complice anche quando è l'ultima cosa che ti aspetteresti.

A tutti gli altri, quelli che ci sono stati e non, a chi mi ha aiutato, rimanendo nonostante tutto al mio fianco, e a chi, mettendomi di fronte ostacoli apparentemente insormontabili, mi ha insegnato come superarli. A chi ha apprezzato me, il mio carattere e la mia testa, un mix difficile da gestire, e a chi, accorgendosi di non essere in grado di gestirlo, mi ha lasciato andare e fare.

A questa incredibile città, Roma, che mi ha accolta e mi accoglie sempre a braccia aperte. Alle bellissime esperienze che qui ho vissuto e vivrò, e alla fantastica sensazione di completezza che, tralasciando gli scarsi in cui momenti in cui mi sento racchiusa in una prigione dorata, mi trasmetti.

Grazie,
vi voglio un bene esagerato, almeno quanto lo sono io.

Anita Gabriele

