



Dipartimento di Scienze Politiche

Diritto dell'economia

**GLI INTERVENTI DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA E DELLA FEDERAL
RESERVE SYSTEM NELL'ULTIMO DECENNIO E LE POLITICHE MONETARIE NON
CONVENZIONALI**

Relatore: Luigi Alla

Candidata: Rebecca Schipa

Matricola: 090692

Anno Accademico: 2019 - 2020

Sommario

<i>GLI INTERVENTI DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA E DELLA FEDERAL RESERVE SYSTEM NELL'ULTIMO DECENNIO E LE POLITICHE MONETARIE NON CONVENZIONALI</i>	3
<i>CAPITOLO 1 – LA BANCA CENTRALE EUROPEA</i>	3
1.1 La Banca Centrale Europea. La nascita e l'evoluzione	3
1.2 L'indipendenza della Banca Centrale Europea e la sua struttura	6
1.3 Gli obiettivi e la politica monetaria	10
1.4 Le iniziative della BCE a seguito della crisi finanziaria	15
<i>CAPITOLO 2 – LA FEDERAL RESERVE SYSTEM</i>	20
2.1 La Federal Reserve System. La nascita e l'evoluzione.....	20
2.2 L'organizzazione e la struttura della Federal Reserve System	23
2.3 L'indipendenza.....	26
2.4 Gli obiettivi e la politica monetaria	28
<i>CAPITOLO 3 – IL CONFRONTO TRA LE POLITICHE NON CONVENZIONALI DELLA BCE E DELLA FED</i>	35
3.1 La politica monetaria di BCE e FED: strategie e obiettivi a confronto	35
3.2 L'evoluzione della politica monetaria della BCE durante la crisi.....	37
3.3 Le misure non convenzionali di politica monetaria di BCE e Fed	43
3.4 La risposta della FED alla crisi.....	48
3.5 Conclusioni	51
<i>Bibliografia</i>	52

GLI INTERVENTI DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA E DELLA FEDERAL RESERVE SYSTEM NELL'ULTIMO DECENNIO E LE POLITICHE MONETARIE NON CONVENZIONALI

CAPITOLO 1 – LA BANCA CENTRALE EUROPEA

1.1 La Banca Centrale Europea. La nascita e l'evoluzione

All'interno dell'Unione Europea, pietre miliari della storia dell'area dell'euro sono l'introduzione della nuova moneta comune a tutta l'UE, e la sua adozione in 19 paesi. Per favorire il buon funzionamento della moneta unica, si è resa necessaria la creazione di un'istituzione unitaria: la Banca centrale europea.

L'idea di una moneta comune per gli Stati membri della CEE emerse per la prima volta nel memorandum della Commissione europea del 24 ottobre 1962¹, il quale sollecitava il passaggio dall'unione doganale a un'unione economica entro la fine degli anni Sessanta, tramite la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio tra le monete degli Stati membri. Ciononostante, il sistema di Bretton Woods assicurava la stabilità generale dei cambi, così gli Stati membri ritennero che quest'ultima potesse essere mantenuta all'interno della comunità europea senza ricorrere a nuovi dispositivi istituzionali su scala comunitaria.²

Fondamentale al fine dell'istituzione della BCE è stata la decisione risalente al 1988, di realizzare l'Unione economica e monetaria, da attuarsi tramite la libera circolazione di capitali in Europa, un'autorità monetaria comune e una politica monetaria unica per i paesi dell'area dell'euro³.

¹ Il Memorandum sul “*Programma d'azione della Comunità nella seconda tappa*”, cosiddetto “Memorandum Marjolin” dal nome dell'allora commissario europeo per gli affari economici e monetari.

² H. K. SCHELLER, *La Banca Centrale Europea. Storia, ruolo e funzioni*, seconda ed., Francoforte, 2006, p. 17.

³ *Storia*, in Banca Centrale Europea, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/html/index.it.html>

Infatti, nel giugno 1988, il Consiglio europeo confermò l'obiettivo della realizzazione dell'Unione economica e monetaria (UEM) e assegnò all'allora Presidente della Commissione europea l'incarico di elaborare un programma per il suo concretamento, Comitato era composto dai governatori delle banche centrali nazionali della Comunità europea, dal Direttore generale della Banca dei regolamenti internazionali dell'epoca, oltre che da un rispettivamente Professore di economia in Danimarca e dal Presidente del Banco Exterior de España⁴.

Dai lavori che ne seguirono conseguì il "Rapporto Delors", il quale proponeva di suddividere la realizzazione dell'Unione economica e monetaria in tre fasi distinte.

Di queste, la prima fase si decise nel giugno 1989, ponendo come data di inizio il 1° luglio 1990. A partire da questa data, il progetto prevedeva di eliminare, in via di principio, qualsiasi restrizione alla circolazione dei capitali tra gli Stati membri.

Inoltre, il Consiglio (il 12 marzo 1990) decise di conferire maggiori responsabilità al Comitato dei governatori delle banche centrali degli Stati membri: infatti, fino a quel momento, l'importanza del Comitato era andata sempre crescendo nell'ambito della cooperazione monetaria. Dal 1990 il Comitato assunse l'incarico di svolgere consultazioni sulle politiche monetarie degli Stati membri e la promozione del coordinamento in tal senso al fine di stabilizzare i prezzi.

Il Comitato dovette iniziare i lavori preparatori considerando la molteplicità di compiti da svolgere in un periodo breve, necessari al fine di realizzare l'Unione economica e monetaria (UEM). Così, dopo aver individuato le questioni da risolvere, venne redatto un programma di lavoro previsto entro la fine del 1993; inoltre, vennero stabiliti i mandati dei sottocomitati e dei gruppi di lavoro istituiti *ad hoc*.

Per definire poi dal punto di vista giuridico la seconda e la terza fase occorreva modificare il Trattato di Roma, istitutivo della Comunità europea, creando la necessaria infrastruttura istituzionale. Nel 1991, parallelamente alla Conferenza intergovernativa sull'unione politica, fu convocata la Conferenza intergovernativa sull'UEM.

Il 7 febbraio del 1992 venne firmato a Maastricht il Trattato sull'Unione europea. Esso emendava il Trattato che istituisce la Comunità economica europea, in seguito rinominato "Trattato che istituisce la Comunità europea". Esso conteneva, tra le altre previsioni, il Protocollo sullo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea e il Protocollo sullo Statuto dell'Istituto monetario europeo. Per via dei ritardi nel processo di ratifica, il Trattato di Maastricht entrò in vigore, tuttavia, soltanto il 1° novembre 1993⁵.

⁴ *Storia*, in Banca Centrale Europea, cit.

⁵ *L'unione economica e monetaria (UEM)*, in Banca Centrale Europea, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.it.html>

Il 1° gennaio 1994 venne poi creato l'Istituto monetario europeo (IME), dando così avvio alla seconda fase e determinando la fine del Comitato dei governatori. L'istituto aveva carattere transitorio e non era responsabile della conduzione della politica monetaria dell'Unione Europea, competenza delle autorità degli Stati membri, e neppure aveva prerogative in materia di operazioni in valuta.

Le funzioni dell'IME sostanzialmente si concretavano, da un lato, nel rafforzare la cooperazione tra le banche centrali e il coordinamento delle politiche monetarie, e dall'altro, nello svolgere i preparativi necessari per la costituzione del Sistema europeo di banche centrali (SEBC), per la conduzione della politica monetaria unica e per l'introduzione di una moneta comune nella terza fase⁶.

A fine 1995 il Consiglio europeo stabilì che l'unità monetaria europea da introdursi con l'avvio della Terza fase dell'UEM si dovesse chiamare "euro", e confermò che questa avrebbe avuto inizio il 1° gennaio 1999. Per la transizione all'euro fu preannunciato un calendario di eventi, basato di fatto su proposte formulate dall'IME.

Un anno dopo l'IME presentò al Consiglio europeo un rapporto che costituì la base di una risoluzione, adottata da quest'ultimo nel giugno 1997, sui principi e sugli elementi fondamentali dei nuovi Accordi europei di cambio, o AEC II.

A seguito dell'adozione del Patto di stabilità e crescita⁷, nel 1998 il Consiglio dell'Unione Europea decise che undici paesi erano pronti per la terza fase e l'adozione della moneta unica⁸. Nel maggio 1998 i ministri finanziari degli Stati membri che avevano adottato la moneta unica, unitamente ai governatori delle rispettive banche centrali nazionali, alla Commissione europea e all'IME, decisero che le parità centrali bilaterali delle valute degli Stati membri partecipanti al meccanismo di cambio dello SME sarebbero state utilizzate per la determinazione dei tassi irrevocabili di conversione con l'euro.

“Il 25 maggio 1998 i governi degli 11 Stati membri partecipanti nominarono il Presidente, il Vicepresidente e gli altri quattro membri del Comitato esecutivo della BCE, con effetto il 1° giugno 1998, data di istituzione della BCE. La BCE e le banche centrali nazionali degli Stati membri

⁶ *L'unione economica e monetaria (UEM)*, in Banca Centrale Europea, cit.

⁷ Esso comprende due regolamenti e ha come fine quello di garantire la disciplina di bilancio nell'ambito dell'UEM. Una dichiarazione del Consiglio del maggio 1998 completava il Patto e ne ampliava gli impegni. Le norme a tale proposito sono state modificate nel 2005 e nel 2011.

⁸ In particolare, Belgio, Germania, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia.

partecipanti costituiscono l'Eurosistema, che formula e definisce la politica monetaria unica nella Terza fase dell'UEM⁹.

A seguito dell'istituzione della BCE, l'IME fu posto in liquidazione, conformemente all'articolo 123 (ex articolo 109 L) del Trattato che istituisce la Comunità europea. Il lavoro preparatorio che l'IME doveva curare fu portato a termine nei tempi previsti, e la BCE dedicò i restanti mesi del 1998 ai controlli finali delle procedure e dei sistemi adottati.

Il 1° gennaio 1999 ha avuto inizio la Terza e ultima fase dell'UEM, caratterizzata dalla fissazione irrevocabile dei tassi di cambio delle valute dei primi 11 Stati membri partecipanti all'unione monetaria e la conduzione di una politica monetaria unica sotto la responsabilità della BCE.

Il 1° gennaio 2001 ha visto l'ingresso della Grecia nell'UEM, aumentando così il numero dei paesi partecipanti all'area dell'euro a 12. La Slovenia ha aderito come tredicesimo il 1° gennaio 2007, seguita un anno dopo da Cipro e Malta, dalla Slovacchia nel 2009, dall'Estonia nel 2011, dalla Lettonia nel 2014 e dalla Lituania nel 2015. Alla data in cui questi paesi sono entrati a far parte dell'area, le rispettive banche centrali sono state automaticamente inglobate nell'Eurosistema¹⁰.

1.2 L'indipendenza della Banca Centrale Europea e la sua struttura

La BCE, istituita dal Trattato CE, si inserisce nel quadro giuridico e istituzionale specifico della Comunità europea. In questo senso, l'euro e la BCE si distinguono rispettivamente dalle valute nazionali e dalle banche centrali nazionali per il loro carattere sovranazionale, nel contesto di una comunità di Stati sovrani. A differenza di altre banche centrali comparabili, quali la Federal Reserve System statunitense e la Banca del Giappone, le quali rappresentano le autorità monetarie dei rispettivi Stati nazionali, la BCE costituisce un'autorità centrale che dirige la politica monetaria per un'area economica costituita da diversi Stati che viceversa sarebbero in ampia misura autonomi.

⁹ *L'unione economica e monetaria (UEM)*, in Banca Centrale Europea, cit.

¹⁰ *L'unione economica e monetaria (UEM)*, in Banca Centrale Europea, cit.

Un'altra peculiarità dell'UEM¹¹, è che l'area dell'euro non comprende tutti gli Stati membri dell'UE, in quanto la realizzazione dell'UEM risponde a un criterio di integrazione differenziata¹².

Fondamentale per il funzionamento della BCE è la sua indipendenza dall'influenza politica, allo stesso modo delle banche centrali nazionali degli Stati membri. Il principio è di importanza centrale e discende dal suo obiettivo¹³ di garantire la stabilità dei prezzi, nonché dalla sua competenza esclusiva rispetto alla direzione della politica monetaria e relative funzioni nell'area dell'euro.

A tal fine, si suole distinguere diversi tipi di indipendenza: l'indipendenza istituzionale, l'indipendenza giuridica, l'indipendenza personale dei membri degli organi decisionali, l'indipendenza funzionale e operativa, e infine l'indipendenza finanziaria e organizzativa.

L'indipendenza istituzionale trova il suo fondamento positivo nell'articolo 108 TFUE, il quale stabilisce che “nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti [...], né la BCE né una banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni o dagli organi comunitari, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo”. In questo senso, non è possibile dare “istruzioni” alla BCE né per le istituzioni europee né per quelle degli stati membri; rimane tuttavia possibile chiedere informazioni¹⁴.

L'indipendenza giuridica si esplica nella personalità giuridica accordata tanto alla BCE quanto alle BCN. Ciò comporta per la BCE il diritto di portare controversie dinanzi alla Corte di giustizia, per preservare le proprie prerogative qualora siano pregiudicate da un'istituzione comunitaria o da uno Stato membro.

L'indipendenza personale, poi, dei membri dei suoi organi decisionali, si concretizza in mandati lunghi, di almeno cinque anni per i governatori delle BCN e di otto anni non rinnovabile per i membri del Comitato esecutivo, mandati peraltro difficoltosi da troncarsi prima del tempo¹⁵.

L'indipendenza funzionale e operativa attiene all'obiettivo della stabilità dei prezzi. In particolare, l'Eurosistema detiene la competenza esclusiva in materia di politica monetaria e il monopolio per

¹¹ V. *infra*, cap. 1 par. 1.

¹² H. K. SCHELLER, *La Banca Centrale Europea. Storia, ruolo e funzioni*, seconda ed., Francoforte, 2006, p. 29.

¹³ V. *infra*, cap. 1 par. 4.

¹⁴ H. K. SCHELLER, *La Banca Centrale Europea. Storia, ruolo e funzioni*, seconda ed., Francoforte, 2006, p. 128.

¹⁵ H. K. SCHELLER, *La Banca Centrale Europea. Storia, ruolo e funzioni*, seconda ed., Francoforte, 2006, p. 129.

l'emissione delle banconote. Il diritto degli Stati membri di battere moneta è infatti ristretto a bassi valori unitari e il volume emesso deve essere approvato dalla BCE. Perciò, non è possibile creare moneta avente corso legale contro la volontà della BCE, che ha il pieno controllo della base monetaria nell'area dell'euro. In questo tipo di indipendenza vi rientra anche il divieto di accordare prestiti al settore pubblico.

Infine, l'indipendenza finanziaria e organizzativa consente alla BCE di svolgere gli incarichi ad essa assegnati. Infatti, dal punto di vista finanziario, "il capitale della BCE è sottoscritto e versato dalle BCN. La BCE è dotata di un bilancio proprio, indipendente da quello dell'UE. Lo Statuto consente altresì alla BCE di adottare autonomamente le condizioni di impiego del suo personale e di organizzare la propria struttura interna come ritiene opportuno"¹⁶. La Banca Centrale gode dei privilegi e delle immunità necessarie, e gode inoltre di l'inviolabilità dei locali e degli archivi della BCE e l'intangibilità dei suoi beni e dei suoi averi¹⁷.

*

La struttura della BCE è articolata, con un **presidente che** rappresenta la banca nelle riunioni ad alto livello dell'UE e internazionali. Gli **organi decisionali** della BCE sono tre.

Il primo è il Consiglio Direttivo, il **principale organo decisionale**, il quale comprende il Comitato esecutivo e i governatori delle banche centrali nazionali dei paesi dell'eurozona. Tra le competenze figurano l'adozione indirizzi e decisioni al fine di assicurare lo svolgimento dei compiti affidati alla BCE e all'Eurosistema; la formulazione della politica monetaria per l'area dell'euro (il che comporta anche l'assunzione delle decisioni in merito agli obiettivi monetari, ai tassi di interesse di riferimento e all'offerta di riserve nell'Eurosistema, oltre alla definizione degli indirizzi per l'attuazione di tali decisioni); e nel contesto delle nuove competenze di vigilanza bancaria della BCE, l'adozione di

¹⁶ H. K. SCHELLER, *La Banca Centrale Europea. Storia, ruolo e funzioni*, seconda ed., Francoforte, 2006, p. 130.

¹⁷ V. capitolo 1 del Protocollo sui privilegi e sulle immunità delle Comunità Europee dell'8 aprile 1965. In esso è anche affermato, peraltro, che i beni e gli averi della BCE non possono essere oggetto di alcun provvedimento di coercizione amministrativa o giudiziaria senza l'autorizzazione della Corte di giustizia delle Comunità europee.

deliberazioni rispetto al quadro generale entro il quale le decisioni di vigilanza sono assunte, nonché di progetti di decisione completi del Consiglio di vigilanza secondo la procedura di non obiezione¹⁸.

L'attività di vigilanza bancaria della BCE è stata oggetto di un dibattito rivolto alla sua possibile evoluzione al fine di garantirne un concreto aiuto allo sviluppo di economia, occupazione e benessere dell'Unione Europea. Infatti, la vigilanza si esplica nell'assicurare che l'attività delle banche e degli intermediari finanziari non determini crisi finanziarie ed economiche.

La prima fase della nuova architettura della vigilanza bancaria europea si ritrova nel 2009 quando la Commissione rese nota la propria posizione in materia di vigilanza, recependo molte delle conclusioni del Rapporto de Larosière e cercando allo stesso tempo di conciliare le diverse esigenze dei Paesi in cui la supervisione è affidata agli istituti distinti dalle banche centrali. Nel 2010 venne emanata una riforma approvata poi dal Parlamento e dal Consiglio dell'UE; essa aveva l'obiettivo di rafforzare le istituzioni europee della finanza, e non ne cambiò l'assetto precedentemente esistente. Tuttavia, furono però istituiti un Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), con finalità e poteri di carattere macro-prudenziale ed un Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF) rappresentato da un *network* di tre autorità dedicate alla vigilanza micro-prudenziale: l'Autorità europea per la vigilanza bancaria (ABE); l'Autorità europea degli Strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM); l'Autorità europea delle Assicurazioni e delle Pensioni aziendali e professionali (AEAP).¹⁹ La Commissione europea tracciò poi la Road Map verso la Banking Union, al fine di creare un sistema bancario unitario in Europa, approvando un pacchetto di riforme basato su tre pilastri: un Meccanismo unico di supervisione sulle banche, il Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU); un Meccanismo unico per la 'risoluzione' delle banche in difficoltà, chiamato Meccanismo di Risoluzione Unico (MRU) e l'armonizzazione e il rafforzamento dei sistemi di garanzia dei depositi. La positivizzazione del sistema si ebbe con il Regolamento UE n. 1024/2013, il quale ha attribuito alla Banca centrale europea compiti specifici in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi. L'anno successivo, nel 2014, il Parlamento europeo ha approvato tre ulteriori provvedimenti: il regolamento istituente un Meccanismo di risoluzione unico (regolamento n. 806/2014), una direttiva riguardante un quadro di risanamento e risoluzione delle banche (dir. 2014/59/UE), armonizzante gli strumenti per affrontare le crisi bancarie in Europa e una direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi che contiene una profonda armonizzazione dei regimi nazionali di garanzia che sono istituiti in ogni Stato membro la

¹⁸ *Consiglio Direttivo*, in Banca Centrale Europea, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.it.html>

¹⁹ S. AUGELLO, *La ricetta europea alle crisi bancarie: la nuova vigilanza bancaria europea tra prudenziale e bail-in*, in Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna.

dir. 2014/49/UE. Questi provvedimenti hanno aperto un grande dibattito sia in sede politica – accademica che nell'opinione pubblica, sulla sua reale concretezza nel salvaguardare il sistema bancario e finanziario in Europa²⁰.

*

Il Comitato esecutivo, altro organo della BCE, gestisce gli **affari correnti** della BCE e comprende il presidente e il vicepresidente della BCE e altri quattro membri nominati per un periodo di otto anni dai leader dei paesi dell'eurozona. Il terzo è il Consiglio Generale, che svolge perlopiù funzioni **consultive e di coordinamento**, e include il presidente e il vicepresidente della BCE e i governatori delle banche centrali nazionali di tutti i paesi dell'UE²¹.

1.3 Gli obiettivi e la politica monetaria

Il Trattato, all'art. 105 e lo Statuto ex art. 2 assegnano al SEBC l'obiettivo principale del "mantenimento della stabilità dei prezzi"; fatto salvo questo obiettivo, il SEBC "sostiene le politiche economiche generali della Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'art. 2 del Trattato".

Questi obiettivi riguardano, in particolare, la crescita equilibrata delle economie e dell'occupazione, oltre allo sviluppo di una società equa e solidale.

La stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario della banca centrale; esso non implica tanto l'individuazione di una scala di priorità degli obiettivi, ma piuttosto l'assegnazione di ciascuno di essi alle politiche più adeguate al loro conseguimento.

In altre parole, la stabilità dei prezzi non è più importante della piena occupazione o dell'assistenza ai cittadini bisognosi o della tutela dell'ambiente; quest'ultima si può raggiungere con gli strumenti propri della politica monetaria, mentre gli altri obiettivi, ugualmente importanti, sono affidati ad altre politiche, quali ad esempio quella fiscale e di bilancio, o della concorrenza.

²⁰ Per approfondimenti, v. S. AUGELLO, *La ricetta europea alle crisi bancarie: la nuova vigilanza bancaria europea tra prudenziale e bail-in*, in Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna, op. cit.

²¹ Banca Centrale Europea, in europa.eu, https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-central-bank_it

Nell'assegnare alla politica monetaria l'obiettivo principale della stabilità dei prezzi, il Trattato ha fatto proprie le conclusioni di importanti filoni di analisi economica, per i quali l'inflazione, nel medio termine, è sostanzialmente un fenomeno monetario, a prescindere dalle cause immediate.²²

Da ciò consegue che essa è controllabile con la politica monetaria: infatti, un aumento dei prezzi può essere causato da fattori esterni (ad esempio, un rialzo dei prezzi delle fonti energetiche) o interni (ad esempio, una variazione delle aliquote dell'IVA; aumenti dei salari eccedenti quello della produttività che possono spingere le imprese a tentare di ripristinare i margini di profitto con un rialzo dei listini). Tuttavia, non si avrà inflazione se tramite una politica monetaria rigorosa e credibile, l'espansione monetaria verrà controllata e influenzerà le aspettative degli operatori economici nella direzione della stabilità²³.

Peraltro, la stabilità dei prezzi, secondo il Consiglio Direttivo, crea “le condizioni in cui le altre politiche possono essere più efficaci”; diversamente “le aspettative inflazionistiche e i premi per il rischio crescerebbero, aumentando i tassi di interesse a più lungo termine ed elevando il costo degli investimenti necessari a produrre miglioramenti sostenibili e duraturi nel tenore di vita”.²⁴

Nel perseguimento dei fini statutari, come detto, gli organi direttivi della BCE sono indipendenti.

La generalizzata attribuzione per legge alle banche centrali dell'obiettivo primario della stabilità dei prezzi e dell'indipendenza operativa per conseguirlo è un fenomeno degli anni Settanta, alla cui base vi sono gli sviluppi del pensiero economico che individua, appunto, nella stabilità dei prezzi l'obiettivo primario della politica monetaria, e le esperienze inflazionistiche degli anni Settanta e di parte degli anni Ottanta, che misero in atto “un meccanismo redistributivo gigantesco e interamente arbitrario in violazione di uno dei principi alla base delle democrazie, *No taxation without representation*. In una visione di legittimità democratica, quel principio investe l'istituto di emissione del diritto-dovere di farsi assertore delle ragioni della difesa monetaria”²⁵.

Se la moneta è un bene pubblico, che deve essere regolata in funzione dell'interesse generale, allora sarebbe opportuno affidare il potere di creare moneta a uomini diversi rispetto a quelli che presiedono

²² Voce *Banca Centrale Europea*, in Treccani online, par. 4, http://www.treccani.it/enciclopedia/banca-centrale-europea_%28Enciclopedia-delle-scienze-sociali%29/

²³ Voce *Banca Centrale Europea*, in Treccani online, http://www.treccani.it/enciclopedia/banca-centrale-europea_%28Enciclopedia-delle-scienze-sociali%29/

²⁴ Banca Centrale Europea, *La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità*, in Bollettino mensile, gennaio 1999, p. 41.

²⁵ P. BAFFI, *Considerazioni finali*, in *Banca d'Italia, Relazione annuale*, Roma, 1976 pp. 442-443.

alla spesa pubblica; uomini che possano operare in autonomia, senza perdere di vista gli obiettivi di interesse generale.²⁶

Si è detto che l'assegnazione alla banca centrale della stabilità dei prezzi come obiettivo primario e dell'autonomia operativa per conseguirlo. Risulta utile quindi esaminare le strategie e degli strumenti che lo Statuto e, soprattutto, l'esperienza operativa delle banche centrali hanno individuato come i più efficaci per l'attuazione della strategia di politica monetaria scelta dal Consiglio direttivo.

Dal punto di vista strategico, la conseguenza del pensiero monetarista è la fissazione di una regola che imponga alla banca centrale di far crescere la moneta a un determinato tasso annuo, che diventa in tal modo l'obiettivo intermedio della politica monetaria, ritenuto compatibile con la stabilità dei prezzi, obiettivo finale²⁷.

Ciononostante, “la fissazione di obiettivi intermedi quantitativi sotto specie di aggregati monetari e la stessa teoria monetaria appaiono oggi alquanto turbate dal dilagante fenomeno dell'innovazione finanziaria”, in presenza del quale “non solo il controllo degli aggregati monetari, ma anche il loro significato diviene particolarmente incerto”.²⁸

Nell'analisi monetaria e nell'esperienza delle banche centrali, gli aggregati monetari rivestono un ruolo di informativa variabile, ossia di una variabile in cui l'evoluzione migliora la capacità delle autorità di politica monetaria di valutare i rischi inflazionistici. Nonostante molte banche centrali che compongono il SEBC si siano spesso basate per la loro politica monetaria sul controllo di un determinato aggregato monetario (fra queste la Banca d'Italia e la Bundesbank, la banca centrale della Repubblica federale di Germania, che, in Europa, ha anche conseguito i maggiori successi nel contenimento dell'inflazione), il Consiglio direttivo della BCE, dovendo definire la strategia per la politica monetaria dell'area euro, doveva necessariamente considerare il diffondersi delle innovazioni finanziarie²⁹.

In particolare, ha dovuto fronteggiare quella particolare innovazione rappresentata dalla confluenza di diverse monete nazionali in una moneta unica, l'euro. Quella confluenza ha poi prodotto mutamenti

²⁶ A. FAZIO, *Celebrazione del centenario della fondazione della Banca d'Italia*, in Banca d'Italia, "Bollettino economico", XXII, febbraio 1994, p. 71.

²⁷ Voce *Banca Centrale Europea*, in Treccani online, cit.

²⁸ M. ARCELLI, *L'economia monetaria e la politica monetaria dell'Unione Europea*, Padova 2000, pp. 538-539.

²⁹ Voce *Banca Centrale Europea*, in Treccani online, cit.

nel comportamento degli agenti economici (e ciò era abbastanza prevedibile), la cui natura ed intensità erano incerti, mancando ogni esperienza.

Pertanto, l'approccio seguito è stato improntato a un ragionevole pragmatismo, concretandosi in due modi. Da un lato, infatti, per la crescita dell'aggregato monetario prescelto si è individuato un 'valore di riferimento', e non un tasso di crescita che avrebbe potuto far pensare alla fissazione di una regola stretta e vincolante. Dall'altro, accanto all'osservazione e al controllo di un aggregato monetario, si è introdotta una valutazione, basata su diversi indicatori, delle prospettive dell'andamento dei prezzi nell'area dell'euro.

Da ciò è derivata una strategia di politica monetaria basata su "due pilastri"³⁰, che inglobano gli elementi costitutivi delle due strategie di politica monetaria più utilizzate nell'esperienza delle banche centrali: il *monetary targeting* e l'*inflation targeting*.

Per quanto concerne la prima, essa "si basa sull'annuncio [...] di un tasso di crescita per l'aggregato monetario considerato rilevante [...] non appena la quantità di moneta si discosta dal sentiero di crescita previsto, la banca centrale interviene"; la seconda, invece, "identifica invece una strategia basata sull'annuncio della banca centrale di un profilo desiderato per l'inflazione futura. In questo caso la banca centrale decide i suoi interventi correttivi sulla base degli scostamenti dell'inflazione effettiva da quella programmata"³¹.

Insomma, la politica monetaria della BCE reagisce alle informazioni fornite sia rispetto all'andamento dell'aggregato monetario, scelto come obiettivo intermedio, sia ad una serie di indicatori dell'inflazione futura: qualora queste informazioni convincano il Consiglio direttivo che la stabilità dei prezzi è in pericolo nel futuro, esso reagisce operando una politica monetaria maggiormente restrittiva³².

Nei primi momenti della politica monetaria unica, il Consiglio direttivo della BCE ha scelto, quale aggregato monetario da controllare, il primo dei "due pilastri", per cui ha previsto come 'valore di riferimento' un tasso annuo di crescita del 4,5 per cento. L'aggregato in parola comprende il circolante e le passività bancarie con scadenza fino a due anni: la sua relativa ampiezza si giustifica da una maggiore stabilità, mentre la crescita del 4,5 percentuale è coerente con uno sviluppo in termini reali

³⁰ Banca Centrale Europea, *La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità*, in Bollettino mensile, gennaio 1999, pp. 39 ss.

³¹ M. PIFFERI, A. PORTA, *La Banca Centrale Europea*, Milano, 1999, p. 56.

³² Banca Centrale Europea, *La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro*, in "Bollettino mensile", luglio 2000, pp. 41 ss.

dell'economia dell'area euro intorno a un tasso del 2,5-3 per cento, senza che ciò generi tensioni inflazionistiche³³.

Il secondo pilastro su cui si basa la politica monetaria nell'area dell'euro trae significato dalla definizione che il Consiglio della BCE ha dato della stabilità dei prezzi. Quest'ultima deve essere valutata in termini di un tasso annuo di aumento dei prezzi al consumo inferiore al 2 per cento; quel tasso va conseguito nel medio periodo: scostamenti dal 2 per cento possono non comportare reazioni di politica monetaria se ritenuti accidentali e temporanei³⁴.

Gli strumenti della politica monetaria possono cambiare, e in effetti sono cambiati, nel corso del tempo: alcuni possono perdere rilievo o essere del tutto abbandonati, altri diventare importanti.

Le banche centrali operano attraverso i mercati monetari e finanziari, e hanno, come controparti, gli intermediari creditizi: la loro operatività è influenzata dalle mutazioni, dalle innovazioni che si affermano sui mercati e che scaturiscono dall'evolversi dei rapporti fra agenti economici. Le stesse banche centrali contribuiscono con le loro azioni ad innovare i mercati.

La BCE ha previsto per l'operatività del sistema due tassi guida, che delimitano un 'corridoio' all'interno del quale si situano i tassi di interesse a breve termine che si formano sul mercato interbancario. Questi tassi si applicano alle operazioni compiute per iniziativa delle banche.

Il tasso più alto è quello sulle operazioni di 'rifinanziamento marginale', cioè sul credito overnight che le banche centrali dell'Eurosistema sono tenute a concedere, dietro adeguate garanzie, alle aziende di credito che abbiano carenza di mezzi liquidi.

Il tasso sulla facilitazione di deposito rappresenta poi la parte bassa di tale corridoio. Il tasso di interesse a breve termine si forma sul mercato interbancario e oscilla all'interno del corridoio; dalla sua collocazione gli operatori di mercato possono trarre indicazioni circa le intenzioni di politica monetaria del Consiglio direttivo.

Un suo movimento verso l'alto potrebbe essere interpretato come il preannuncio di una restrizione monetaria e viceversa.

Per questo motivo, è fondamentale che una banca centrale disponga degli strumenti operativi atti a garantire una sostanziale stabilità del tasso di mercato intorno al valore desiderato.

La variazione dei tassi guida e, pertanto, lo spostamento verso l'alto o verso il basso del corridoio, segnalano in modo inequivocabile una modifica della linea di politica monetaria: nel senso della restrizione, nel primo caso, dell'allentamento, nel secondo.

³³ Banca Centrale Europea, *Gli aggregati monetari dell'area dell'euro e il loro ruolo nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema*, in "Bollettino mensile", febbraio 1999.

³⁴ Voce *Banca Centrale Europea*, in Treccani online, cit.

Per mantenere il tasso di interesse di mercato nella posizione desiderata all'interno del corridoio, la BCE si avvale delle operazioni di mercato aperto e della riserva obbligatoria³⁵.

Nell'Unione Europea, della politica del cambio, così come emerge dall'art. 111 del Trattato, sono responsabili congiuntamente il Consiglio europeo e la BCE. Al primo, ossia ai governi, spetta concludere eventuali accordi di cambio fra euro e monete terze oppure, in assenza di intese formali, formulare eventuali orientamenti generali di politica del cambio nei confronti di queste valute. Alla BCE invece, compete la gestione degli accordi di cambio o degli orientamenti generali; le azioni della Banca Centrale devono però essere coerenti con l'obiettivo della stabilità dei prezzi. Ad esempio, si può affermare che la BCE non effettuerebbe acquisti di dollari contro euro sul mercato dei cambi, se ritenesse che l'indebolimento della moneta europea che ne deriverebbe sarebbe tale da compromettere la stabilità dei prezzi.

In ultima analisi, va detto che il passaggio delle responsabilità della politica monetaria dall'ambito nazionale a quello sovranazionale non ha affievolito la ragion d'essere delle Banche Centrali Nazionali. Queste mantengono piena operatività nel settore della politica monetaria e del cambio e in quello della gestione delle riserve valutarie; conservano i propri centri di studio e di analisi economica, al servizio in primo luogo del contributo che il rispettivo governatore è chiamato a dare alla politica monetaria unica. Le BCN, sotto la loro responsabilità, possono svolgere, *ex art.* 14.4 dello Statuto, funzioni diverse, purché non incompatibili, da quelle previste per il SEBC: tra queste, per molte banche centrali, tra cui la Banca d'Italia,³⁶ sono preminenti quelle connesse con la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, sugli intermediari non bancari, sui mercati.

1.4 Le iniziative della BCE a seguito della crisi finanziaria

³⁵ Attraverso le operazioni di mercato aperto, la banca centrale acquista o vende titoli contro disponibilità liquide sul mercato finanziario in contropartita con le banche; essa in altre parole regola la quantità di liquidità disponibile coerentemente con il tasso di interesse desiderato.

L'Eurosistema è in grado di effettuare diverse operazioni di mercato aperto: a titolo provvisorio o definitivo, a tasso fisso o variabile, contro titoli o contro valute estere. Le molte tipologie permettono di scegliere la forma tecnica che più si confà alle condizioni di mercato e ai segnali che la BCE intende inviare al mercato (per approfondimenti, v. M. PIFFERI, A. PORTA, *La Banca Centrale Europea*, Milano, 1999, pp. 4-5).

³⁶ C. SANTINI, P. ZAMBONI GARAVELLI, *La Banca d'Italia nel sistema europeo di banche centrali*, in Banca d'Italia, *Scritti in memoria di Pietro De Vecchis*, Roma 1999, pp. 893 ss.

Prima della crisi, come si vedrà³⁷, la BCE prevedeva un importo pre-impostato di credito alle banche attraverso aste, in cui le banche mettono garanzie per garantire i prestiti. Le banche prestano e prendono in prestito l'una dall'altra nel mercato interbancario per soddisfare le loro esigenze di liquidità.³⁸

Dall'inizio della crisi finanziaria nel 2007, la BCE ha introdotto diverse misure di politica monetaria non convenzionali. Tali misure della BCE hanno risposto alle sfide poste dalle diverse fasi della crisi.

Nella prima fase della crisi finanziaria, il principale obiettivo delle misure non convenzionali della BCE era quello di fornire liquidità alle banche e di mantenere il funzionamento dei mercati finanziari. Il mercato interbancario si è prosciugato nell'autunno 2008 e le banche non potevano più contare sul prestito reciproco, così la BCE ha modificato il suo approccio e ha fornito credito illimitato alle banche a un tasso di interesse fisso. L'approccio modificato è stato conosciuto come assegnazione completa a tasso fisso. La maturità di queste operazioni è stata in seguito notevolmente estesa. È stata poi ampliata la gamma di attività ammissibili che potrebbero essere utilizzate come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento³⁹.

Nella seconda fase della crisi, che ha assunto la forma di una crisi del debito sovrano, le misure non convenzionali della BCE miravano ad affrontare il malfunzionamento dei mercati, riducendo le differenze nelle condizioni di finanziamento che le imprese e le famiglie dei diversi paesi dell'area dell'euro devono affrontare⁴⁰.

La BCE ha acquistato titoli di debito (Securities Markets Programme), ha effettuato operazioni di rifinanziamento a lungo termine (VLTRO), ha annunciato operazioni monetarie a titolo definitivo condizionate (OMT), che hanno agito come un potente interruttore contro i timori di auto-rafforzamento nei mercati obbligazionari sovrani.

Nella terza fase della crisi le misure non convenzionali della BCE hanno affrontato l'insorgenza di una stretta creditizia e il rischio di deflazione. Con tassi di interesse a breve termine già vicini allo

³⁷ V. *infra*, cap. 3.

³⁸ *Monetary Policy decisions*, in European Central Bank, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html>

³⁹ V. *Indirizzo della Banca centrale europea, del 7 marzo 2002, che modifica l'Indirizzo BCE/2000/7 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema (BCE/2002/2)*, 2002, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32002O0002>, paragrafi 3 ss.

⁴⁰ *Monetary Policy decisions*, in European Central Bank, cit.

zero, le misure non standard della BCE erano destinate a influenzare l'intera costellazione dei tassi di interesse rilevanti per le condizioni di finanziamento nell'area dell'euro.

Le misure della BCE comprendevano: un tasso di interesse negativo sulla linea di deposito; operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO), volte a sostenere i prestiti bancari alle imprese e alle famiglie; un programma di acquisto di attività (APP), che coinvolge titoli del settore pubblico e privato, per esercitare una pressione al ribasso sulla struttura a termine dei tassi di interesse; indicazioni pratiche, il che significa comunicare come la BCE si aspetta che le sue misure politiche si evolvano in futuro e quali condizioni giustifichino un cambiamento nella posizione politica⁴¹.

Per quanto riguarda il primo degli strumenti, il tasso di interesse negativo si esplica nei seguenti termini. Se la banca centrale vuole agire contro un'inflazione troppo elevata, generalmente aumenta i tassi di interesse, rendendo più costoso il prestito e più attraente per risparmiare. Al contrario, se vuole contrastare un'inflazione troppo bassa, riduce i tassi di interesse⁴².

Il secondo strumento, sono le c.d. TLTRO, operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO), che forniscono finanziamenti agli istituti di credito. Offrendo alle banche finanziamenti a lungo termine a condizioni interessanti, conservano condizioni di indebitamento favorevoli per le banche e stimolano i prestiti bancari all'economia reale. I TLTRO, pertanto, rafforzano l'attuale orientamento accomodante della politica monetaria della BCE e rafforzano la trasmissione della politica monetaria incentivando ulteriormente i prestiti bancari all'economia reale⁴³.

Il terzo, l'APP, fa parte di un pacchetto di misure di politica monetaria non standard che comprende anche operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e che è stato avviato a metà 2014 per sostenere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e fornire la quantità di accomodamento politico necessario per garantire la stabilità dei prezzi⁴⁴.

⁴¹ *Monetary Policy decisions*, in European Central Bank, cit.

⁴² The ECB's negative interest rate, in European Central Bank, 12 giugno 2014, <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/why-negative-interest-rate.en.html>

⁴³ *Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)*, in European Central Bank, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>

⁴⁴ *Asset purchase programmes*, in European Central Bank, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

Ancora, Se una banca centrale fornisce indicazioni a termine, significa che fornisce informazioni sulle sue future intenzioni di politica monetaria, sulla base della sua valutazione delle prospettive di stabilità dei prezzi.

La BCE ha iniziato a utilizzare le indicazioni a termine nel luglio 2013, quando il Consiglio direttivo della BCE ha dichiarato di aspettarsi che i tassi di interesse rimangano bassi per un lungo periodo di tempo. Da allora la formulazione delle indicazioni pratiche della BCE è stata adattata in diverse occasioni e ora chiarisce le intenzioni del Consiglio direttivo non solo per quanto riguarda l'atteso percorso futuro dei tassi di interesse chiave della BCE, ma anche per quanto riguarda l'orizzonte del suo programma di acquisto di attività.

Per rimanere credibile, il contenuto delle indicazioni pratiche della BCE sulle sue intenzioni politiche deve sempre essere coerente con la valutazione del Consiglio direttivo dell'attuale situazione economica e delle prospettive per il futuro, in particolare per quanto parte dell'inflazione⁴⁵.

Peraltro, alcuni strumenti della BCE sono stati messi in dubbio. La Corte Costituzionale tedesca si è pronunciata circa la legittimità dell'operato della BCE e, quindi, sulla legittimità del fondo ESM con l'ordinamento tedesco. Questo costituisce un'istituzione finanziaria internazionale avente lo scopo di mobilitare risorse e fornire un sostegno alla stabilità a beneficio degli Stati che già si trovino o rischino di ritrovarsi in gravi problemi finanziari⁴⁶.

L'ESM è stato istituito dalle modifiche al Trattato di Lisbona approvate il 23 Marzo 2011 dal Parlamento Europeo, ratificate dal Consiglio europeo a Bruxelles il 25 Marzo 2011. Nonostante l'entrata in vigore del fondo fosse inizialmente prevista per la metà del 2013, a causa dell'aggravarsi della crisi dei debiti pubblici, il Consiglio Europeo, il 9 dicembre 2011, è intervenuto anticipandone i tempi. Tuttavia, l'esigenza di ridurre i tempi ha trovato un ostacolo nella Corte Costituzionale tedesca la quale ha dovuto pronunciarsi sulla legittimità del fondo con l'ordinamento tedesco. La Corte di Karlsruhe ha dapprima esaminato la questione con la sentenza il 12 Settembre 2012,

⁴⁵ *What is forward guidance?*, in European Central Bank, 15 dicembre 2017, https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.en.html

⁴⁶ R. ANNOSCIA, *Il ruolo della BCE nella crisi europea: le misure non convenzionali e il contenzioso dinanzi la Corte Costituzionale tedesca*, p. 42.

pronunciandosi in senso positivo circa la compatibilità del fondo con l'ordinamento tedesco, con alcune limitazioni. L'8 Ottobre 2012 l'ESM è così entrata in vigore⁴⁷.

Gli OMT sono stati oggetto di pronuncia da parte della Corte tedesca 7 Febbraio 2014. La Corte Costituzionale Tedesca ha infatti affermato che "il Senato ha separato le questioni che riguardano l'OMT del Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea del 6 Settembre 2012, ha messo in attesa questo procedimento e ha sottoposto diverse questioni alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea per una pronuncia pregiudiziale. Il tema delle questioni pregiudiziali sollevate è in particolare se l'OMT è compatibile con il diritto di primo livello dell'Unione Europea".

Nella sentenza è stato evidenziato come l'ordinamento dell'UE disponga che l'attività della BCE sia soggetta al controllo della Corte di giustizia riguardo ai principi di attribuzione e di proporzionalità. Da ciò consegue che, sulla scia di quanto affermato dalla CGUE circa la legittimità del fondo OMT, a determinate condizioni, anche la Corte tedesca, coerentemente, ha ritenuto il programma uno strumento volto a garantire la solidità finanziaria per mezzo della stabilità dei prezzi. La Corte Costituzionale tedesca ha comunque chiarito che assicurare la stabilità finanziaria è un compito affidato agli Stati membri. Ciononostante, vi sono diverse ragioni per considerarla anche un obiettivo implicito dell'Istituto. La Banca Centrale, ex art. 3, III TFUE e 25, I dello Statuto, coadiuva nella vigilanza prudenziale degli enti creditizi e nella stabilità del sistema finanziari; essa poi, ex art. 127, II TFUE e 3, I dello Statuto, favorisce e sostiene il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento., La stabilità finanziaria è strettamente correlato con l'obiettivo primario dell'Istituto previsto dall'art.127, ossia la stabilità dei prezzi. Se infatti l'Eurozona implode ed ogni Stato membro ritorna alla propria valuta, sarà ben difficile mantenere il potere d'acquisto dell'euro.

Proprio in ragione di ciò, non di poco conto è stato, probabilmente, anche il contesto temporale in cui la sentenza è stata emessa. Infatti, durante la medesima settimana era stato annunciato il referendum in Regno Unito riguardo l'uscita dell'Inghilterra dall'Unione Europea e si era in attesa del risultato. Così, la pronuncia della Corte tedesca aiuterà a superare gli effetti che la cosiddetta "Brexit" potrebbe causare, grazie alla possibile di farvi fronte con il piano OMT⁴⁸.

⁴⁷ R. ANNOSCIA, *Il ruolo della BCE nella crisi europea: le misure non convenzionali e il contenzioso dinanzi la Corte Costituzionale tedesca*, op. cit., p. 43.

⁴⁸ R. ANNOSCIA, *Il ruolo della BCE nella crisi europea: le misure non convenzionali e il contenzioso dinanzi la Corte Costituzionale tedesca*, op. cit., pp. 48 ss.

CAPITOLO 2 – LA FEDERAL RESERVE SYSTEM

2.1 La Federal Reserve System. La nascita e l'evoluzione

La Federal Reserve System, noto come Federal Reserve e con l'acronimo di FED, è la banca centrale degli USA, specularmente alla domestica Banca d'Italia e alla BCE di cui si è trattato in precedenza. Tale istituzione è stata fondata nel 1913, divenendo però operativa solo nel 1916. Nasce come struttura privata indipendente dal governo centrale americano, e ha obiettivi pubblici che possono essere raggiunti anche attraverso la presenza di privati⁴⁹.

L'indipendenza della FED è garantita dal fatto che le decisioni prese dalla Federal Reserve non vengono in alcun modo approvate da organi che rispondano al potere esecutivo o legislativo⁵⁰.

Nel periodo del “Panico del 1907”, si sentì la necessità di una banca centrale che immettesse liquidità nel sistema economico al fine di poter contrastare crisi finanziarie o ondate di panico. Nel 1907, infatti, la Borsa Valori di New York ebbe un'importante caduta, così da riversare migliaia di persone agli sportelli per ritirare il proprio denaro. Successivamente, il “panico del 1907” si diffuse in tutta la nazione quando molte banche dichiararono bancarotta. Le cause principali di tale avvenimento furono la contrazione della liquidità da parte di numerose banche di New York, la perdita di fiducia sulla solidità del sistema bancario e l'assenza di un prestatore di ultima istanza stabilito dalla legge.

Il finanziere J. P. Morgan intervenne e impegnò enormi somme di denaro, riuscendo così a limitare gli effetti del panico convincendo così altri banchieri a fare lo stesso⁵¹.

Nel 1913, l'allora presidente Woodrow Wilson approvò il Federal Reserve Act; esso diede vita alla nuova banca centrale, che aveva lo scopo di creare un sistema in grado di contribuire a regolare e ad arginare la marea di fallimenti bancari che coinvolsero gli Stati Uniti. Lo scopo principale della banca centrale era quello di creare una stabilità del quadro macroeconomico e del sistema finanziario. Fino ad allora, tutte le azioni erano intraprese da istituzioni private che fungevano da prestatori di ultima istanza. Ad esempio, la New York Clearing House, un'organizzazione istituita nel 1853 costituita

⁴⁹ *Federal Reserve*, in Wall Street Italia, <https://www.wallstreetitalia.com/trend/federal-reserve/>

⁵⁰ V. sul punto *infra*, cap. 2, par. 3.

⁵¹ G. LAZZARIN, *La Federal Reserve e la Grande Depressione*, in Università degli Studi di Padova, 2016, p. 15.

dalle banche commerciali di New York aveva lo scopo di facilitare la regolamentazione dei rapporti di debito e credito tra tutte le banche, originati fra le stesse dagli assegni bancari messi in circolazione dai titolari dei depositi di conto corrente. “Quando una banca riceveva da parte dei propri correntisti la richiesta di accredito di assegni tratti su una delle altre banche associate, anziché entrare in contatto direttamente con ognuna di esse per l’incasso di ciascun assegno e per tutte le altre conseguenti operazioni che comportavano l’effettivo trasferimento della moneta, si rivolgevano alla stanza di compensazione”⁵². Ogni giorno ciascuna banca inviava alla stanza di compensazione l’elenco degli assegni a credito tratti sulle altre banche. Dalla differenza tra questi e gli assegni a debito verso le altre associate, veniva calcolato l’ammontare del dare e dell’avere in quella giornata e solo le eventuali differenze in essere venivano liquidate dalla stanza di compensazione.

Con il tempo le stanze di compensazione iniziarono ad assumere alcune funzioni di una banca centrale, ad esempio la funzione di prestatore di ultima istanza cioè, nel caso in cui una banca si trovasse in crisi, le altre banche aderenti alla stanza di compensazione potevano fornire fondi necessari per rimborsare i depositanti.

Tuttavia, questi organismi si dimostrarono insufficienti in quanto, rispetto ad una banca centrale, non avevano risorse sufficienti e credibilità verso il popolo. Si diffuse infatti il dubbio che le banche non operassero nell’interesse pubblico, essendo tutte istituzioni private. Un altro episodio che spinse verso la creazione della FED, furono i problemi creati dal sistema del *gold standard*⁵³; nel periodo in cui fu in vigore questo sistema, si registrò il fallimento di numerose banche.

Il *gold standard* restò in vigore fino agli anni Trenta del Novecento; in questo periodo, la Federal Reserve dovette interfacciarsi con un sistema che le impediva di usare arbitrariamente la politica monetaria per stabilizzare l’economia, privandola della flessibilità di aumentare o ridurre il tasso di interesse in caso di eccessiva inflazione o recessione⁵⁴.

Nella seconda metà del XIX secolo si registrò una forte crescita economica negli Stati Uniti, che destabilizzò il sistema del *gold standard* in quanto non in grado di sostenere la crescita, comportando

⁵² G. LAZZARIN, *La Federal Reserve e la Grande Depressione*, op. cit., p. 15.

⁵³ Sistema di monometallismo aureo, per cui la circolazione è composta di monete d’oro e di biglietti di banca pienamente convertibili in monete d’oro e viceversa, e vige libertà di coniazione e di fusione nonché di importazione e di esportazione del metallo. Il sistema fu adottato a partire dal 1870 (voce *Gold Standard*, in Treccani online, <http://www.treccani.it/enciclopedia/gold-standard/>).

⁵⁴ *Roosevelt’s Gold Program*, in *Federal Reserve History*, 2013, https://www.federalreservehistory.org/essays/roosevelts_gold_program?WT.si_n=Search&WT.si_x=3

una contrazione dell'offerta di moneta rispetto alle dimensioni dell'economia e quindi dando il via ad un processo di deflazione.

La creazione della FED, insomma, fu spinta da un lato affinché esercitasse una funzione di prestatore di ultima istanza, dall'altro, per gestire il regime aureo mitigandone gli effetti, in modo da evitare bruschi cambiamenti del tasso di interesse e di altre variabili macroeconomiche.

Fino alla crisi finanziaria del 1929, la FED non incontrò difficoltà. La crisi di portata mondiale, ricordata anche come la Grande depressione, fu provocata da molteplici cause. Innanzitutto, il veloce arricchimento che, nella metà degli anni '20, aveva fatto crescere l'idea della facilità di potersi arricchire grazie alle speculazioni finanziarie in borsa; inoltre, essa fu causata dalla cattiva struttura del sistema bancario, dalla cattiva distribuzione del reddito, da problemi legati al regime aureo, e ancora, all'espansione troppo rapida dell'economia.

I problemi causati dalle cattive politiche adottate dalla FED in quegli anni furono risolti con la creazione della *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), l'istituzione incaricata all'assicurazione dei depositi; essa aveva come scopo garantire la sicurezza dei fondi dei depositanti in caso di fallimenti bancari.

Altra importante manovra fu l'abbandono del *gold standard*, eliminando in tal modo le restrizioni che tale sistema comportava nell'utilizzo della politica monetaria, favorendo un'espansione monetaria che pose fine alla recessione. In quegli anni la FED non si dimostrò in grado di fronteggiare la crisi, e ciò portò al collasso del sistema bancario ed al fallimento sia della politica monetaria che della stabilità finanziaria. La fiducia che la FED si creò nel corso degli anni Venti, fu messa in discussione, fallì e venne meno al suo mandato che gli era stato attribuito con il Federal Reserve Act. Negli anni successivi, alla FED furono attribuiti incarichi di minore importanza, dovendosi adattare ai mutamenti economici invece che controllarli direttamente.

Nel 1944 le cose mutarono a seguito dell'adozione di un nuovo sistema monetario internazionale, i cosiddetti Accordi Bretton-Woods. Grazie alla conferenza a Bretton Woods, venne istituito l'International Monetary Fund (il Fondo Monetario Internazionale), con un sistema di convertibilità in oro⁵⁵.

⁵⁵ *Creation of the Bretton Woods System, in Federal Reserve History*, 22 novembre 2013, https://www.federalreservehistory.org/essays/bretton_woods_created

A seguito della gestione della crisi del 2008, ad oggi, la Federal Reserve è un sistema di banche in grado di influenzare la vita degli statunitensi e le sue decisioni esercitano sia un impatto sulla politica monetaria degli USA sia un'influenza egemonica in tutto il mondo.

2.2 L'organizzazione e la struttura della Federal Reserve System

I tre organi principali della Federal Reserve sono il consiglio direttivo, o Board of Governors, la cosiddetta FOMC (Federal Open Market Committee), le dodici *Federal Reserve Banks* aventi sede nelle maggiori città statunitensi, e ciascuna Federal Bank locale ha un proprio *Board of directors* (consiglio di amministrazione) composto da nove membri, oltre a diverse altre banche private, che sottoscrivono azioni non trasferibili delle *Reserve Bank* della regione in cui operano, e a diversi consigli consultivi. Insieme, essi promuovono la stabilità dell'economia americana e del suo sistema finanziario.

Il consiglio direttivo⁵⁶, con sede a Washington, D.C., è l'organo direttivo della FED, diretto da sette membri, i “*governors*”, nominati dal Presidente degli Stati Uniti e confermati dal Senato. Il consiglio guida le operazioni della Federal Reserve, promuovendone gli obiettivi e le responsabilità date dal Federal Reserve Act⁵⁷.

Tutti i membri del consiglio fanno parte della Federal Open Market Committee, l'organo preposto a dirigere la politica monetaria. I membri del consiglio sono nominati per quattordici anni in modo tale da terminare il mandato il 31 gennaio di ogni anno pari, mandato non rinnovabile.

Il consiglio è incaricato di supervisionare le operazioni delle 12 Reserve Banks, condividendone certe attività. Inoltre, esso osserva quando le Reserve Banks concedono prestiti agli istituti di deposito e quando le banche di riserva forniscono servizi finanziari alle istituzioni depositanti e al governo

⁵⁶ Per approfondimenti v. G. IDEN, the Federal Reserve Act 1913, The Bank News, Philadelphia, 2008, https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/books/fract_iden_1914.pdf, p. 104.

⁵⁷ *The Three Key System Entities*, in federalreserve.gov, ultimo aggiornamento 4 agosto 2020, https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_2.pdf, p. 10.

federale⁵⁸. Inoltre, il consiglio possiede ampia responsabilità di supervisione riguardo l'operato delle Federal Reserve Banks. Tale competenza include l'osservazione dei servizi concessi da queste ultime, nonché al Dipartimento del Tesoro. L'organo direttivo si assicura poi che i consumatori siano protetti da mercato trasparente dei servizi finanziari al consumatore.

Le Reserve Banks svolgono funzioni fondamentali della Federal Reserve, supervisionando ed esaminando le banche membri dello Stato⁵⁹, le *holding* bancarie e di paesi e le istituzioni finanziarie non bancarie che sono state designate come importanti dal punto di vista sistemico nell'ambito dell'autorità loro delegata dal Consiglio; concedendo prestiti agli istituti depositanti per garantire la liquidità nel sistema finanziario; fornendo servizi finanziari chiave che sono alla base del sistema di pagamento della nazione, tra cui la distribuzione della valuta e della moneta della nazione alle istituzioni depositarie, i controlli di compensazione, l'utilizzo dei sistemi FedWire e della stanza di compensazione automatizzata (ACH), e fungendo da banca per il Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti; ed esaminando alcune istituzioni finanziarie per garantire e far rispettare il rispetto delle leggi federali sulla protezione dei consumatori e sui prestiti equi, promuovendo anche lo sviluppo della comunità locale⁶⁰.

Nel suo ruolo di fornire servizi finanziari chiave, la Reserve Bank agisce, essenzialmente, come un istituto finanziario per le banche e le cooperative di credito nel suo distretto, vale a dire, ogni Banca di riserva agisce come una "banca per le banche". In tale veste, essa offre (e addebita) servizi a tali istituti di deposito simili a quelli che le banche ordinarie forniscono ai loro clienti individuali e commerciali: l'equivalente dei conti correnti; prestiti; moneta e valuta; servizi di custodia; e servizi di pagamento (come l'elaborazione di assegni e la realizzazione di pagamenti ricorrenti e non ricorrenti di piccole e grandi dimensioni) che aiutano le banche, e in ultima analisi i loro clienti, ad acquistare e vendere beni, servizi e titoli.

Inoltre, attraverso i loro leader e le loro connessioni con i membri delle loro comunità locali, le Federal Reserve Banks forniscono alla Federal Reserve System una ricchezza di informazioni sulle condizioni praticamente in ogni parte della nazione, informazioni che sono vitali per formulare una politica monetaria nazionale che contribuirà a mantenere la salute dell'economia e la stabilità del sistema finanziario nazionale. Ogni due settimane, il consiglio di ciascuna Reserve Bank raccomanda tassi di sconto, ossia i tassi di interesse da pagare per i prestiti agli istituti di deposito effettuati

⁵⁸ *The Three Key System Entities*, in federalreserve.gov, op. cit., pp. 10-11.

⁵⁹ Banche statali che hanno scelto di diventare membri del Federal Reserve System.

⁶⁰ *The Three Key System Entities*, in federalreserve.gov, op. cit., p. 14.

attraverso la finestra di sconto della banca; queste raccomandazioni sui tassi d'interesse sono soggette a revisione e determinazione da parte del Consiglio dei governatori⁶¹.

L'organo denominato Federal Open Market Committee (o FOMC) è l'organo del sistema della Federal Reserve che definisce la politica monetaria nazionale. Il FOMC prende tutte le decisioni riguardanti lo svolgimento di operazioni di mercato aperto, che influenzano il tasso dei fondi federali (il tasso al quale gli istituti di deposito si prestano a vicenda), le dimensioni e la composizione delle attività della Federal Reserve e le comunicazioni con il pubblico sul probabile futuro corso della politica monetaria. Il Congresso promulgò una legislazione che creò il FOMC come parte della Federal Reserve System nel 1933 e 1935.

Il FOMC è incaricato di supervisionare le "operazioni di mercato aperto", lo strumento principale con cui la Federal Reserve esegue la politica monetaria degli Stati Uniti. Queste operazioni influiscono sul tasso dei fondi federali, che a sua volta influenzi le condizioni generali monetarie e di credito, la domanda aggregata e l'intera economia. Il FOMC dirige anche le operazioni intraprese dalla Federal Reserve sui mercati dei cambi e, negli ultimi anni, ha autorizzato programmi di swap valutario con le banche centrali estere.

Altri due gruppi svolgono un ruolo importante nelle funzioni principali della Federal Reserve System: da un lato gli istituti di deposito: banche e cooperative di credito; dall'altro, i comitati consultivi della Federal Reserve System, che formulano raccomandazioni al Consiglio dei governatori e alle banche di riserva in merito alle responsabilità del sistema⁶².

I primi, gli istituti di deposito offrono conti di transazione, o di controllo, al pubblico e possono mantenere i propri conti presso le banche federali locali. Gli istituti di deposito sono tenuti a soddisfare i requisiti di riserva, ovvero per mantenere una certa quantità di denaro a disposizione o in un conto presso una banca di riserva in base ai saldi totali nei conti correnti che detengono.

Essi, quando hanno saldi più elevati nei loro conti della Reserve Bank di quanto ne abbiano bisogno per soddisfare i requisiti di riserva possono fornire prestiti ad altri istituti di deposito che hanno bisogno di tali fondi per soddisfare i propri requisiti di riserva. Questo tasso influenza i tassi di interesse, i prezzi delle attività e la ricchezza, i tassi di cambio e, di conseguenza, la domanda aggregata nell'economia. Il FOMC fissa un obiettivo per il tasso dei fondi federali durante le sue riunioni e autorizza le azioni chiamate operazioni di mercato aperto per raggiungere tale obiettivo.

⁶¹ *The Three Key System Entities*, in federalreserve.gov, op. cit., p. 15.

⁶² *The Three Key System Entities*, in federalreserve.gov, op. cit., pp. 16-17.

I secondi, i quattro comitati consultivi assistono e consigliano il Consiglio in materia di politica pubblica. I comitati sono: il Federal Advisory Council (FAC), che comprende 12 rappresentanti del settore bancario; il Community Depository Institutions Advisory Council (CDIAC), è stato originariamente istituito dal Consiglio dei governatori per ottenere informazioni e opinioni da thrift institutions (istituti di risparmio e prestiti e casse di risparmio) e cooperative di credito, arrivando poi a includere le banche comunitarie; il Model Validation Council, che ha come scopo quello di migliorare la qualità degli stress test e quindi rafforzare la fiducia nel programma di stress-test; e il Community Advisory Council (CAC), che offre diverse prospettive sulla situazione economica e le esigenze dei servizi finanziari dei consumatori e delle comunità, con particolare attenzione alle preoccupazioni delle popolazioni a basso e moderato reddito (il CAC integra il FAC e il CDIAC, i cui membri rappresentano le istituzioni depositanti).

2.3 L'indipendenza

La Federal Reserve gode di un'elevata indipendenza. Ad essa, infatti, è riconosciuta la facoltà di definire gli strumenti e gli obiettivi di politica monetaria. La sua indipendenza deriva anche dal fatto che, come detto, i sette governatori del Federal Reserve Board sono nominati dal Presidente degli Stati Uniti e confermati dal Senato, e da ciò consegue che le nomine siano scaglionate in modo da ridurre la possibilità che un solo Presidente possa "appesantire" il Consiglio con le proprie nomine; inoltre i governatori rimangono in carica quattordici anni e tecnicamente questa durata non è rinnovabile, eliminando così la possibilità che i governatori possano ingraziarsi il Presidente e il Congresso.

L'indipendenza si concreta anche nell'autonomia patrimoniale della Fed che la rende autosufficiente. Questa autonomia viene conseguita grazie ai guadagni derivanti dagli interessi ottenuti dal portafoglio titoli della Fed e dai prestiti concessi alle banche. Recentemente la Federal Reserve ha avuto profitti netti pari a 20 miliardi di dollari l'anno, che non vengono incassati dalla Fed ma dal Tesoro degli Stati Uniti; la Fed, quindi, non si arricchisce con le proprie attività. Ad ogni modo, questo reddito concede alla Fed un vantaggio rispetto ad altri enti governativi, in quanto non è soggetta al processo

di stazionamento fondi controllato dal Congresso. “Infatti, il “General Accounting Office”, l’agenzia di verifica contabile del governo federale, non può eseguire un’attività di monitoraggio sulla politica monetaria né sulle funzioni di mercato dei cambi esteri della Fed”⁶³. La Federal Reserve non dipende dal controllo amministrativo del Congresso; essa è comunque soggetta all’influenza del Congresso e al controllo e alla revisione del Governo. Infatti, i Governatori e il Presidente del Federal Reserve Board e i Presidenti delle Federal Reserve Banks devono presentare regolarmente relazioni al Congresso riguardo alla politica monetaria, regolamentazione bancaria e non solo. Tra gli altri, il Congresso ha approvato la “House Coucurent Resolution 133”, il quale contiene disposizioni affinché la Fed sia più responsabile delle sue azioni, stabilendo che la FED annunci i suoi obiettivi per i tassi di crescita degli aggregati monetari; altro strumento è il “Full Employment and Balanced Growth Act” del 1978, il quale afferma che la Fed è obbligata a motivare i suoi obbiettivi in modo tale da verificare se questi sono coerenti con i programmi economici del Presidente degli Stati Uniti⁶⁴.

La Federal Reserve subisce l’influenza anche del Presidente degli Stati Uniti, il quale può condizionare l’operato della Federal Reserve attraverso il Congresso. Il Presidente può essere un suo alleato potente e il Congresso e può influire sulla Fed direttamente o intervenire sulla sua capacità di condurre la politica monetaria. Il Presidente degli Stati Uniti nomina in via teorica solo uno o due membri del Consiglio dei governatori nel corso della sua carica, ma nella prassi accade che il Presidente elegge questi membri più spesso⁶⁵.

Il potere del Presidente degli USA è però limitato per quanto riguarda le nomine nel Consiglio dei Governatori. Un Presidente generalmente opera con un incaricato nominato da una precedente gestione in quanto la scadenza del mandato del Presidente del Consiglio dei Governatori non coincide necessariamente con la sua.⁶⁶

⁶³ G. LAZZARIN, *La Federal Reserve e la Grande Depressione*, op. cit., p. 22.

⁶⁴ *Full Employment and Balanced Growth Act of 1978 (Humphrey-Hawkins)*, in Federal Reserve History, 22 novembre 2013, https://www.federalreservehistory.org/essays/humphrey_hawkins_act .

⁶⁵ *Ibidem*.

⁶⁶ Ad esempio, Alan Greenspan che è stato nominato Presidente del Board of Governors dal presidente del tempo, Ronald Reagan nel 1987 e la sua carica è stata poi riconfermata da George Bush. Quando gli succedette Bill Clinton nel 1993, mancavano ancora diversi anni alla fine del mandato di Greenspan. Clinton ricevette diverse pressioni perché rinominasse Greenspan, cosa che accadde nel 1996. George Bush poi lo rielesse come Presidente del Board of Governors nel 2004 (voce *Alan Greenspan*, in Treccani online, <https://www.treccani.it/enciclopedia/alan-greenspan/>).

L'indipendenza della FED è così esplicita dalla grande autonomia in quanto ente governativo, e gode di indipendenza elevatissima rispetto alle altre banche mondiali; tuttavia, non è completamente scevra da pressioni politiche⁶⁷.

2.4 Gli obiettivi e la politica monetaria

La Federal Reserve monitora i rischi per il sistema finanziario e lavora, di solito con le agenzie in patria e all'estero, per contribuire a garantire che il sistema supporti un'economia sana per le famiglie, le comunità e le imprese degli Stati Uniti.

Un sistema finanziario è considerato stabile quando i suoi mercati e le sue istituzioni, tra cui banche, risparmi e prestiti e altri fornitori di prodotti e servizi finanziari, sono resilienti e in grado di funzionare anche in seguito a *shock*. Ciò significa che le famiglie, le comunità e le imprese possono contare sulle risorse, i servizi e i prodotti di cui hanno bisogno per investire, crescere e partecipare a un'economia ben funzionante. Queste risorse e servizi includono varie attività. Tra queste, una serie di opzioni per finanziare investimenti e grandi acquisti, tra cui linee di credito di business, mutui e prestiti agli studenti, tra gli altri; una serie di scelte su come gestire le attività, tra cui conti di risparmio, servizi di intermediazione e conti pensionistici, tra molti altri; e un sistema di pagamento e regolamento statunitense efficiente, efficace e sicuro⁶⁸.

La Fed è un'istituzione preposta a servire l'interesse della nazione tramite la politica monetaria. Gli obiettivi della sua politica monetaria sono contenuti nel Federal Reserve Act, il quale sancisce che il Consiglio dei Governatori della Federal Reserve System e il Federal Open Market Committee devono mantenere una crescita di lungo periodo degli aggregati monetari e creditizi coerentemente alla capacità di lungo periodo dell'economia di aumentare la produzione, così come promuovere

⁶⁷ C. BARRIA, *Why Federal Reserve independence matters*, in The Conversation, 20 giugno 2019, <https://theconversation.com/why-federal-reserve-independence-matters-119215>

⁶⁸ Federal Reserve, *Financial stability*, in federalreserve.com, <https://www.federalreserve.gov/financial-stability.htm>

efficacemente gli obiettivi di massima occupazione, prezzi stabili e di un livello moderato dei tassi di interesse di lungo periodo⁶⁹.

Una delle priorità della Fed è mantenere la stabilità dei prezzi, per evitare che un'inflazione troppo alta crei incertezza nell'economia, che potrebbe frenare lo sviluppo economico. In questo senso si parla di “duplice mandato” della Fed, secondo il quale agli obiettivi della massima occupazione e della stabilità dei prezzi viene data uguale importanza. Questo è diverso dal mandato gerarchico, posseduto da altre banche centrali come ad esempio la BCE, che fissa come obiettivo la stabilità dei prezzi e prevede poi la possibilità di perseguire gli altri obiettivi; questi non devono però essere in contrasto con la stabilità. Il “mandato duale” della Federal Reserve si esplica in questo, anche se i suoi obiettivi sono tre: stabilità dei prezzi, massima occupazione e il contenimento dei tassi di interesse nel lungo periodo. Ciò in quanto l'obiettivo rispetto ai tassi di interesse si ritiene ridondante, già ottenibile con la stabilità dei prezzi, quanto meno un livello moderato dei tassi di interesse nel lungo termine. Nel breve periodo si viene a creare così, un *trade-off* tra i due obiettivi rimanenti, la massima occupazione e la stabilità dei prezzi, il cosiddetto duplice mandato, precedentemente enunciato⁷⁰.

Nel breve periodo è possibile che sia essere necessario un certo livello di inflazione al fine di ridurre eventuali fluttuazioni cicliche. Così, la stabilità dei prezzi sarà inquadrata come obiettivo solo di lungo periodo poiché il tentativo di mantenere nel breve periodo l'inflazione ad un livello stabile potrebbe comportare eccessive fluttuazioni del ciclo economico.

In questo modo, considerando che la stabilità dei prezzi si pone solo come obiettivo di lungo periodo, la banca centrale si può occupare nel breve periodo alla riduzione delle fluttuazioni cicliche e quindi operare secondo un mandato duale. Ciò potrebbe spingere la FED ad adottare politiche troppo espansive, orientate verso un aumento dell'occupazione e della produzione nel breve periodo ma anche ad un aumento dell'inflazione nel lungo termine.

In questo senso alcuni parlano di un contrasto tra gli obiettivi. La stabilità dei prezzi spesso è in conflitto con la stabilità dei tassi di interesse nel lungo periodo e con quello di massima occupazione

⁶⁹ *What economic goals does the Federal Reserve seek to achieve through its monetary policy?*, ultimo aggiornamento 27 agosto 2020, <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-economic-goals-does-federal-reserve-seek-to-achieve-through-monetary-policy.htm>

⁷⁰ G. LAZZARIN, *La Federal Reserve e la Grande Depressione*, op. cit., p. 24.

nel breve termine. Ad esempio, quando l'economia si espande e la disoccupazione scende, sia l'inflazione che i tassi di interesse possono aumentare. Se la FED tentasse di impedire l'innalzamento dei tassi di interesse, potrebbe provocare un surriscaldamento dell'economia e a sua volta un aumento dell'inflazione. Nel caso invece in cui l'inflazione raggiungesse livelli preoccupanti la banca centrale potrebbe intervenire con un aumento del tasso di interesse. L'aumento del c.d. "tasso overnight" applicato sui prestiti erogati dalla Fed agli istituti bancari, denominato tasso sui *federal funds*, spinge a rialzare il tasso di interesse nell'intero sistema economico. Da ciò consegue un aumento del costo di indebitamento sia sull'acquisto che sull'investimento in beni strumentali, e può poi comportare nel breve periodo ad un innalzamento della disoccupazione. Il conflitto tra gli obiettivi, fa sì che la Fed si trovi di fronte a scelte difficili⁷¹.

La Fed attua la politica monetaria statunitense controllando la domanda e l'offerta di riserve bancarie che le numerose "depository institutions" detengono presso le Federal Reserve Banks. La Federal Reserve grazie alle le riserve obbligatorie, le operazioni di mercato aperto e i prestiti alle istituzioni di deposito riesce a modificare l'ammontare di riserve detenute dalle istituzioni di deposito che sono alla base del processo di moltiplicazione della moneta e del credito. In questo modo influenza il *federal funds rate*, il tasso di occupazione e il livello di stabilità dei prezzi⁷².

Il FOMC imposta il *federal funds rate* (tasso di interesse sui fondi federali) ad un livello che ritiene favorirà le condizioni monetarie e finanziarie in modo coerente agli obiettivi di politica monetaria che si vogliono raggiungere.

Le variazioni dell'obiettivo del FOMC per il tasso dei fondi federali influiscono sulle condizioni finanziarie complessive attraverso diversi canali. Ad esempio, le variazioni dei tassi dei fondi federali si riflettono rapidamente nei tassi di interesse che le banche e gli altri istituti di credito addebitano sui prestiti a breve termine l'uno all'altro, alle famiglie, alle imprese non finanziarie e agli enti governativi. In particolare, i tassi di rendimento della carta commerciale e dei buoni del tesoro statunitensi⁷³ in genere si muovono strettamente con il tasso dei fondi federali. Analogamente, le

⁷¹ *Ibidem*.

⁷² S. MARZIONI, *La politica monetaria della Federal Reserve dal 2000 ad oggi. Un'analisi controfattuale della Taylor's rule*, 2015, pp. 12 ss.

⁷³ Ossia titoli di debito a breve termine emessi rispettivamente da società private e dal governo federale, per raccogliere fondi.

variazioni del tasso dei fondi federali si riflettono rapidamente nei tassi applicati ai prestiti a tasso variabile, compresi i mutui a tasso variabile e molte linee di credito personali e commerciali⁷⁴.

Il punto focale della politica monetaria della Fed è quindi il mercato delle riserve bancarie che sono alla base del processo di moltiplicazione della moneta e del credito.

La domanda di riserve bancarie ha tre componenti. La prima concerne le *required reserve balances*, riserve che le depository institution devono detenere presso la Fed per soddisfare gli obblighi di riserva, le quali adempiono agli obblighi di riserva detenendo liquidità. Esse costituiscono la differenza fra il livello di riserva obbligatoria di una singola istituzione e la quantità di liquidità detenuta per soddisfare l'obbligo. A partire dal 1990, gli obblighi di riserva erano solo applicati ai depositi a vista e nei conti fruttiferi. L'obbligo di riserva di un'istituzione è una frazione di tali depositi, che si contrae e si espande a seconda del livello dei suoi depositi di transazione e a seconda del coefficiente di riserve obbligatoria fissato dal Consiglio. Un incremento delle riserve obbligatorie, per una certa quantità di depositi, riduce la quantità di moneta e di credito nell'economia e viceversa. La seconda è la *Contractual clearing balance* (bilancio di compensazione concordato), un importo che una depository institution decide di detenere presso la rispettiva Reserve Bank in aggiunta a alla riserva obbligatoria richiesta. La depository institution, dal canto suo, guadagna un interesse implicito sulla riserva posseduta per soddisfare la *contractual clearing balance*. La terza è costituita dalle *Excess reserve balances*, o riserva in eccesso, che le istituzioni detengono per finalità di liquidità e diversificazione del portafoglio⁷⁵.

Per quanto riguarda l'offerta, il mercato delle riserve bancarie è costituito da tre componenti. Il Securities Portfolio (Portafoglio obbligazionario), ossia riserve offerte con operazioni di mercato aperto, prevalentemente pronti contro termine. La banca centrale compravende titoli sotto forma di *repurchase agreements* e *reserve repurchase agreement*⁷⁶. La vendita e l'acquisto di titoli (sia a titolo definitivo che temporaneo), sono definiti come Open Market Operations (OMO, operazioni di

⁷⁴ *Monetary Policy: What Are Its Goals? How Does It Work?*, in federalreserve.com, ultimo aggiornamento 8 marzo 2018, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/monetary-policy-what-are-its-goals-how-does-it-work.htm>

⁷⁵ A. LONGO, *La gestione della politica monetaria: un confronto fra Banca Centrale Europea e Federal Reserve*, 2008, pp. 27 ss.

⁷⁶ Stiamo parlando della vendita di titoli ad una data futura ad un prezzo più alto, secondo un accordo stabilito fra le parti (pronti – termine). Per la parte che vende titoli (e che si impegna a riacquistarli in futuro) si tratta di un *repurchase agreement*. Per la controparte che acquista i titoli e si impegna a rivenderli in futuro, si tratta di un *reverse repurchase agreement* (G. LAZZARIN, *La Federal Reserve e la Grande Depressione*, op. cit., p. 27).

mercato aperto). Il Discount window lending, poi, è una linea di credito che intercorre fra le banche e le autorità monetarie, sulla quale le banche pagano alla Fed un prezzo pari al tasso di sconto (*discount rate*)⁷⁷. L'accesso alla Discount window lending è stabilito dalle regole del Board of Governors e i prestiti sono erogati a tassi di interesse imposti dalle Reserve Banks e approvati dal Board. Le istituzioni di deposito prendono in prestito sulla base del livello del tasso collegato al prestito e sulla base delle loro esigenze di liquidità. Gli istituti finanziari utilizzano questo tipo di credito solamente quando le condizioni del mercato sono tali da avvicinare il *federal funds* al *discount rate*. Una modifica del *discount rate* può influenzare la convenienza delle istituzioni bancarie di accedere al discount window per ottenere riserve di cui hanno bisogno. Così, attraverso le variazioni di questo tasso, si può influenzare la quantità di moneta in circolazione.

Le operazioni di mercato aperto rappresentano lo strumento più importante e di maggiore flessibilità a disposizione della Fed per influenzare l'ammontare di riserve nel sistema bancario e le permette di immettere o assorbire liquidità all'interno del settore bancario e agire indirettamente anche sui tassi interbancari. Questo strumento consiste nell'acquisto e nella vendita di titoli pubblici. Attraverso l'acquisto di titoli, la Fed incrementa le riserve e dei depositi determinando una diminuzione della base monetaria; viceversa con una vendita di titoli, si produce una restrizione della base monetaria.

La crisi finanziaria del 2008 ha colpito gli Stati Uniti e così anche il sistema FED. Iniziata nell'estate del 2007, diventò particolarmente grave nel 2008, portando il FOMC a tagliare il suo obiettivo per il tasso dei fondi federali dal 5,25% a metà settembre 2007 a quasi zero alla fine di dicembre 2008⁷⁸. Anche dopo questo grande taglio, l'economia degli Stati Uniti ha richiesto un sostanziale sostegno aggiuntivo. Tuttavia, con il tasso dei fondi federali vicino allo zero, la Fed non poteva più fare affidamento sui suoi mezzi primari per allentare la politica monetaria.

Uno dei modi in cui il FOMC ha fornito ulteriore sostegno all'economia è stato offrendo indicazioni pratiche esplicite sulla futura politica monetaria prevista nelle sue comunicazioni. Il FOMC ha comunicato che probabilmente manterrà un orientamento altamente accomodante della politica monetaria fino a quando non sarà stato raggiunto un netto miglioramento del mercato del lavoro. I

⁷⁷ *Ibidem*.

⁷⁸ Nuovo taglio dei tassi Usa: Fed Funds al 4,50%. L'euro sfonda 1,45 dollari, in Il Sole 24 ore, 1 novembre 2007, https://st.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2007/10/fed-pil-usa.shtml?uuid=8740e21c-87c4-11dc-bc3a-00000e251029&DocRulesView=Libero&correlato&refresh_ce=1

tassi d'interesse a breve termine dovrebbero prevalere in futuro e i rendimenti a più lungo termine delle obbligazioni sono diminuiti in risposta a queste indicazioni a termine.

Un altro strumento chiave di politica monetaria implementato in risposta alla crisi finanziaria è stato l'acquisto di attività su larga scala, che sono stati acquisti sui mercati dei titoli in sei anni di circa 3,7 trilioni di dollari in titoli del Tesoro a più lungo termine e titoli emessi da imprese sponsorizzate dal governo. Aumentando la domanda complessiva di questi titoli, la Fed ha esercitato un'ulteriore pressione al ribasso sui tassi di interesse a lungo termine. Inoltre, quando la Fed ha acquistato questi titoli, gli investitori privati hanno cercato altre opportunità di investimento e, così facendo, hanno spinto al basso altri tassi di interesse a lungo termine, come quelli sulle obbligazioni societarie, e hanno spinto al rialzo le valutazioni degli attivi, compresi i prezzi delle azioni. Queste reazioni del mercato agli acquisti di attività su larga scala hanno contribuito ad alleggerire le condizioni generali dei mercati finanziari e quindi hanno sostenuto la crescita dell'attività economica, la creazione di posti di lavoro e un ritorno dell'inflazione verso il 2%.⁷⁹

Nel dicembre 2015, il FOMC ha fatto un primo passo verso il ritorno dell'orientamento della politica monetaria a livelli più normali, aumentando il suo obiettivo per il tasso dei fondi federali da vicino allo zero. Un ulteriore passo verso la normalizzazione si è verificato nell'ottobre 2017, quando il FOMC ha iniziato una graduale riduzione delle sue partecipazioni in titoli. Il FOMC ha indicato che, in futuro, gli adeguamenti del tasso dei fondi federali saranno il modo principale per cambiare l'orientamento della politica monetaria.⁸⁰

Molto di recente, nel settembre 2020, accanto al rafforzamento dell'euro, che per la prima volta dal maggio 2018 è tornato a quota 1,20 dollari, la FED ha modificato la propria linea operativa. Infatti, sulle prospettive del mercato dei cambi pesano le nuove indicazioni giunte dalla banca centrale americana, la quale in occasione del simposio di Jackson Hole ha annunciato una revisione della propria strategia di politica monetaria; la preminenza sarà data al mandato della piena occupazione e punterà a un valore medio dell'inflazione (average inflation targeting) invece che al consueto obiettivo fisso del 2%. Ciò significa che saranno consentiti sforamenti temporanei al rialzo per compensare

⁷⁹ V. B. S. Bernanke, *Monetary Policy since the Onset of the Crisis*, discorso alla Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 31 agosto 2012, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120831a.htm>

⁸⁰ *Politica monetaria: quali sono i suoi obiettivi? Come funziona?*, in federalreserve.com, op. cit.

periodi di performance inferiori dell'inflazione e in questo contesto economico comporta che i tassi rimarranno bassi a lungo per sostenere la congiuntura economica e la ripresa post-covid⁸¹.

⁸¹ C. POGGI, *Borse, dopo il rally scatta la cautela tra gli operatori. L'incognita resta il Covid*, in Il Sole 24 ore online, 3 settembre 2020, <https://www.ilsole24ore.com/art/dopo-rialzi-ora-borsa-aumenta-cautela-si-guarda-ad-andamento-virus-ADtgjym>

CAPITOLO 3 – IL CONFRONTO TRA LE POLITICHE NON CONVENZIONALI DELLA BCE E DELLA FED

3.1 La politica monetaria di BCE e FED: strategie e obiettivi a confronto

Le due banche centrali, come si è visto in precedenza, svolgono un importante ruolo nel sistema economico delle aree geografiche di riferimento. Tuttavia, gli obiettivi e le strategie, seppure non sono completamente divergenti, presentano varie differenze. Da un lato, infatti, la Federal Reserve si pone quali obiettivi la massima occupazione, (nel senso che tutti gli americani che vogliono lavorare abbiano un'occupazione lucrativa) e “prezzi stabili per i beni e servizi che tutti acquistiamo”⁸²: l'obiettivo della piena occupazione conquista, così, il primo posto nelle priorità di policy della Fed. La Banca centrale europea, invece, pone i target in modo abbastanza differente. Anche in questo caso si è avuto modo di esaminare gli obiettivi della BCE⁸³, tra i quali figura dapprima la stabilità dei prezzi, e successivamente gli altri obiettivi. Lo stesso TFUE all'articolo 127 stabilisce che “L'obiettivo principale del Sistema europeo di banche centrali, in appresso denominato «SEBC», è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione definiti nell'articolo 3⁸⁴ del trattato sull'Unione europea. Il SEBC agisce in

⁸² V. *infra*, cap. 2, par. 4.

⁸³ V. *infra*, cap. 1, par. 3.

⁸⁴ Così il testo dell'articolo 3 TFUE:

“L'Unione ha competenza esclusiva nei seguenti settori:

- a) unione doganale;
- b) definizione delle regole di concorrenza necessarie al funzionamento del mercato interno;
- c) politica monetaria per gli Stati membri la cui moneta è l'euro;
- d) conservazione delle risorse biologiche del mare nel quadro della politica comune della pesca;
- e) politica commerciale comune.

2. L'Unione ha inoltre competenza esclusiva per la conclusione di accordi internazionali allorché tale conclusione è prevista in un atto legislativo dell'Unione o è necessaria per consentirle di esercitare le sue competenze a livello interno o nella misura in cui può incidere su norme comuni o modificarne la portata”.

conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo una efficace allocazione delle risorse e rispettando i principi di cui all'articolo 119", ossia prezzi stabili, finanze pubbliche e condizioni monetarie sane nonché bilancia dei pagamenti sostenibile.

Si può così sostenere che per quanto riguarda l'occupazione, la BCE riserva meno attenzioni rispetto alla Federal Reserve. In ogni caso, la BCE dovrebbe evitare in generale un'esagerata fluttuazione dell'occupazione e della produzione, se questo è in linea con l'obiettivo primario, appunto la stabilità dei prezzi.

Un'altra grande differenza tra le due banche centrali è costituita dai livelli d'inflazione perseguiti. La Federal Open Market Committee, infatti, che è di fatto preposta a decidere la politica monetaria della Fed, ha stabilito che il tasso del 2% annuo relativo al cosiddetto PCE, ossia all'Index for Personal Consumption Expenditures, riflette il mandato statutario della Banca. Recentemente, però, la Federal Reserve ha dovuto modificare l'obiettivo dell'inflazione a causa della pandemia di Coronavirus, la quale ha scosso sensibilmente l'economia americana. Per i prossimi cinque anni, nel *Consensus Statement* del Consiglio della Federal Reserve non si farà più riferimento infatti al *target* del 2% nel lungo termine, ma al target medio del 2%, da calcolare in un arco temporale che il Consiglio definirà.⁸⁵ La politica monetaria più espansiva si traduce quindi nel target medio in cui l'approccio è flessibile, non essendo stabilito un orizzonte temporale di riferimento.⁸⁶

⁸⁵ F. LENZI, *Perché la Fed ha cambiato strada*, in [lavoce.info](https://www.lavoce.info), 8 settembre 2020, <https://www.lavoce.info/archives/69263/perche-la-fed-ha-cambiato-strada/>

⁸⁶ Peraltro, prima della Grande recessione “si riteneva che una decisione di politica monetaria esaurisse tutti i suoi effetti in due anni, periodo che sembra troppo breve per valutare questo tipo di strategia. Alcuni economisti - per esempio Lars E.O. Svensson, in uno studio dedicato proprio alla revisione della strategia Fed, ha adottato, a scopi puramente analitici, un orizzonte di cinque anni”.

Riguardo all'obiettivo dell'occupazione, non sono stati stabiliti particolari obiettivi numerici, ma l'innovazione c'è. Infatti, l'obiettivo sarà quello di contrastare gli «shortfalls», solo le situazioni, cioè, in cui l'occupazione effettiva sia inferiore al livello massimo (R. SORRENTINO, *Svolta espansiva Fed: l'obiettivo ora è un'inflazione «media» al 2%*, in *Il Sole 24 ore*, 27 agosto 2020, <https://www.ilsole24ore.com/art/svolta-fed-l-obiettivo-ora-e-un-inflazione-media-2percento-ADHPAQI>). In tal modo, “il dollaro potrebbe rimanere debole per un lungo periodo di tempo, costringendo anche le altre principali banche centrali a seguire quella americana sul percorso ancor più espansivo” (*ibidem*).

Viceversa, la BCE si attesta su un livello non lontano, ma inferiore ai due punti percentuali, ponendosi così ad un livello più basso rispetto al mandato della Fed.⁸⁷

Già nelle prescrizioni di mandato è possibile riscontrare differenze. Infatti, a settembre 2019 il capo economista globale di BNP Paribas, William De Vijlder, aveva evidenziato come la Fed si fosse dichiarata “dipendente dai dati” nel definire le decisioni, a differenza della BCE, la quale fondava la sua policy sulla base della forward guidance, cioè su una serie di previsioni, e l’eventuale gap rispetto agli obiettivi sull’inflazione. “Questa politica dovrebbe ridurre la sensibilità dei mercati finanziari della zona euro alle sorprese prodotte dai dati, perché questi ultimi non influenzeranno la posizione della politica monetaria finché l’inflazione sarà troppo bassa rispetto all’obiettivo della banca centrale”, aveva argomentato l’economista di Bnp Paribas⁸⁸.

Questi gli aspetti comunicativi. Esiste però un’ulteriore grande differenza tra le due banche centrali, ossia la diversa impostazione da parte della Federal Reserve per quanto riguarda l’adozione dei tassi negativi. Ad oggi, la BCE applica un tasso negativo pari al -0,50% sui depositi presso la banca centrale. I sostenitori dei tassi negativi sostengono l’ipotesi che caricare un costo su questi depositi costituirebbe un incentivo al credito per le banche. Questo perché esse non solo non potrebbero ottenere una remunerazione dei propri depositi presso la BCE, ma dovrebbero anche accettare di pagare un tasso negativo. La Federal Reserve ha agito in maniera difforme rispetto alla BCE, e non sembra intenzionata a modificare *modus operandi*. Lo scorso maggio, Jerome Powell, il presidente della Fed, aveva esplicitamente respinto la richiesta del presidente Trump a prendere in considerazione i tassi negativi.

3.2 L’evoluzione della politica monetaria della BCE durante la crisi

Le principali misure di politica monetaria non convenzionali attuate dalla BCE durante la recente crisi in Europa sono state: procedura a tasso fisso per operazioni di rifinanziamento a più lungo

⁸⁷ A. BATTAGLIA, *Crisi globale: BCE e FED politiche a confronto*, in Wall Street Italia, 26 agosto 2020, <https://www.wallstreetitalia.com/bce-fed-confronto-politiche/>

⁸⁸ *Ibidem*.

termine (LTRO), Programma di acquisto di obbligazioni coperte (CBPP), Programma dei mercati dei titoli e transazioni monetarie a titolo definitivo (OMT)⁸⁹.

La più grande azione intrapresa dalla BCE (considerando il coinvolgimento finanziario) è stata lanciata in due round nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012, pari comunemente a 1 miliardo di euro. Il programma consisteva nell'iniettare liquidità di emergenza al sistema bancario europeo utilizzando operazioni di rifinanziamento 3Y (ossia 3-years). Le altre misure non convenzionali introdotte dalla BCE si sono concentrate sugli acquisti a titolo definitivo di titoli finanziari specifici, principalmente di obbligazioni sovrane. In tale contesto, la BCE si era riservata il diritto di effettuare interventi nei titoli di debito pubblico e privato europei acquistando talune attività a titolo definitivo (invece di accettarle solo come garanzia). Lo scopo ufficiale di tali operazioni era garantire la corretta trasmissione degli impulsi di politica monetaria all'economia in generale. La BCE ha agito in questo modo per raggiungere ulteriori importanti obiettivi che comportavano la riduzione dei costi di indebitamento di alcuni paesi indebitati come la Grecia, l'Italia, il Portogallo o la Spagna⁹⁰. Adottando tale strategia, la BCE ha cercato di evitare lo scenario peggiore che avrebbe potuto essere l'insolvenza dei governi dei paesi periferici dell'Eurozona e la possibile rottura dell'intera unione monetaria in Europa.

La dimensione finanziaria di questi programmi di politica monetaria si è tuttavia rivelato molto limitato. La BCE ha acquistato obbligazioni coperte per 100 miliardi di euro e obbligazioni sovrane per 220 miliardi di euro fino alla fine del 2012. Tutte queste operazioni rappresentavano solo il 3,5% del PIL dell'Eurozona. Confrontandolo con altre politiche delle banche centrali, l'azione monetaria non standard della BCE sembrava chiaramente moderata. Solo alla fine del 2012 la Fed ha speso per programmi di acquisto di asset fino a 3.152 miliardi di dollari (22,1% del PIL), la Banca del Giappone

⁸⁹ Cour-Thimann, P., & Winkler, B., (2013) . The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure, ECB, Working Paper Series, 1528, Retrieved from: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1528.pdf>

⁹⁰ Buiters, W.H., & Rahbari, E. (2012) . The ECB as a Lender of Last Resort for Sovereigns in the Euro Area, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper, 8974. Retrieved from: <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP8974.asp>

186.930 miliardi di Yen (37,3% del PIL) e la Banca d'Inghilterra 379 miliardi di sterline (26,3% del PIL).⁹¹

L'approccio conservatore europeo nell'adottare misure di emergenza nella politica monetaria durante la recente crisi è significativo. Le misure adottate da altre grandi banche centrali sono state molto più aggressive. Vale la pena chiedersi quali siano le ragioni di una strategia monetaria della BCE così diversa e se si sia finalmente rivelato essere la giusta risposta alla crisi in Europa.

Con riguardo al metodo, l'analisi della letteratura nel campo della politica monetaria non convenzionale delle principali banche centrali è stata applicata nella ricerca, nonché l'analisi empirica che mostra le somiglianze e le differenze tra la reazione di politica monetaria e i loro effetti.

Per confrontare l'approccio della politica monetaria tra l'autore delle banche centrali, si tiene conto del valore reale dei programmi di acquisto di titoli introdotti negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Giappone e nell'Eurozona nel periodo 2008-2012 (valore nominale e in relazione al PIL). In seguito, l'analisi si concentra sull'analisi delle ragioni di un coinvolgimento relativamente limitato della BCE in tali programmi⁹².

La seconda parte dell'analisi si concentra sulla valutazione degli effetti di politica monetaria della BCE. In condizioni europee, le autorità monetarie intendevano ridurre la pressione del mercato riducendo i rendimenti dei titoli di Stato (soprattutto nei paesi dell'Europa meridionale come Grecia, Spagna, Portogallo e Italia). Evitare lo scenario peggiore che sarebbe stato l'insolvenza di alcuni governi europei periferici è stato il compito essenziale per la BCE al culmine della crisi.

Per valutare gli effetti delle azioni della BCE, l'autore presenta i rendimenti dei Treasury italiani e spagnoli 10Y prima e dopo l'attuazione dei programmi più importanti (misure non convenzionali di politica monetaria).

I risultati della BCE e delle politiche monetarie non convenzionali risultano essere significativamente limitati e la politica più cauta rispetto ad altre banche centrali. In primo luogo, ciò è dovuto a un importo relativamente basso di attività acquistate dalla BCE rispetto ad altre banche centrali, in

⁹¹ B. W. FAWLEY, CH. J. NEELY, *Four Stories of Quantitative Easing*, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, N. 95(1), 2013, <http://research.stlouisfed.org/publications/review/13/01/Fawley.pdf>

⁹² M. PRONOBIS, *Is monetary policy of ECB the right response to Eurozone crisis?*, in *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 156, April 2014, 398 – 403, p. 399.

secondo luogo a causa della riluttanza della BCE a un coinvolgimento più ampio e regolare negli interventi sul debito sovrano, almeno confrontandolo con le aspettative del mercato. Prima di annunciare il programma OMT la BCE è intervenuta sui mercati europei del debito sovrano acquistando una certa quantità di Treasury, ma che le operazioni erano relativamente piccole, rare e senza alcun programma regolare e preannunciato⁹³. Allo stesso tempo, le operazioni sono state completamente sterilizzate in Europa, in modo diverso rispetto ad altri paesi. Ciò significa che tutti gli acquisti di attività non convenzionali effettuati dalla BCE non hanno influenza sulla base monetaria dell'Eurozona.

Certi autori ritengono giustificata una reazione così diversa delle autorità monetarie europee. Prima di tutto la BCE è riuscita a evitare lo scenario peggiore in Europa. Tutti i paesi europei rimangono solvibili e le condizioni economiche stanno gradualmente migliorando. Allo stesso tempo, non era realistico aspettarsi ulteriori azioni da parte della BCE. Le autorità monetarie dell'Eurozona hanno agito in un contesto giuridico e strutturale molto difficile durante la crisi, che si trova ad affrontare ostacoli nell'attuazione di misure più non convenzionali.

Perché la BCE non ha effettuato acquisti di attività su larga scala come quello avvenuto guardando ad altre banche centrali? L'unico motivo era la mancanza di un accordo politico tra i paesi europei in materia. La Germania ha espresso dubbi giuridici e politici particolarmente sollevati. È stato un ostacolo decisivo per la BCE nei loro tentativi di attuare operazioni monetarie più aggressive. La seconda ragione era un modello diverso di mercati finanziari in Europa e negli Stati Uniti o nel Regno Unito, per esempio. Il finanziamento bancario di famiglie e società non finanziarie è molto maggiore nell'Eurozona, mentre i prestatori non bancari e i finanziamenti e le cartolarizzazioni basati sul mercato sono più comuni negli Stati Uniti o nel Regno Unito⁹⁴.

Inoltre, mentre la Fed, la Banca d'Inghilterra e la Banca del Giappone hanno la capacità di acquistare attività senza rischio nelle loro economie (cioè le obbligazioni dei rispettivi governi), l'esistenza di diversi governi sovrani è un importante ostacolo istituzionale per intraprendere operazioni su larga

⁹³ D. GROS, C. ALCIDI, A. GIOVANNI, *Central Banks in Times of Crisis: The FED vs. the ECB*, in CEPS Policy Briefs, 2012, n. 276, <http://www.ceps.eu/book/central-banks-times-crisis-fed-vs-ecb>, p. 4

⁹⁴ M. LENZA, H. PILL, L. REICHLIN, *Monetary Policy in Exceptional Times*, in ECB Working Papers, n. 1253., 2010, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1253.pdf>

scala nei mercati sovrani. Pertanto, la BCE probabilmente ha ritenuto che gli acquisti diretti di titoli sarebbero stati inefficaci e preferisce fare affidamento sui prestiti bancari diretti⁹⁵.

La politica anti-crisi della BCE era generalmente giusta e adeguata risposta a quanto stava accadendo nell'Eurozona. L'obiettivo principale dei programmi avviati dalla BCE era ridurre il rischio sui mercati europei del debito sovrano e quindi aiutare i governi europei a soddisfare le loro esigenze di indebitamento. In tale contesto l'intervento della BCE è stato efficace, perché i rendimenti sono stati abbassati dopo l'introduzione di SMP, LTRO e OMT (i più importanti programmi della BCE). Questi effetti sono mostrati nelle figure seguenti. A metà del 2012, prima dell'avvio dell'OMT, il rendimento delle obbligazioni T spagnole e italiane 10Y ha raggiunto rispettivamente il 7% e il 6,5%. Tale livello è stato considerato insostenibile per questi governi causando crescenti rischi di insolvenza. Dopo aver annunciato che i rendimenti dell'OMT sono diminuiti considerevolmente⁹⁶.

Indipendentemente da tale conclusione, la BCE non è in grado di risolvere tutti i problemi strutturali dell'economia dell'Eurozona. Sebbene finora la BCE abbia svolto un ruolo chiave nell'impedire la rottura dell'Eurozona, il futuro della moneta comune non è solo nelle sue mani. In tale contesto, la BCE contribuisce piuttosto a creare un solido contesto economico e finanziario per ulteriori riforme economiche all'interno dell'Eurozona. I problemi principali permangono: squilibri fiscali soprattutto nei paesi dell'Europa meridionale e ancora aumento del debito pubblico. La politica monetaria facile della BCE facilita il prestito ai governi europei, ma non risolve il problema strutturale degli squilibri fiscali. Per far tornare in carreggiata tutte le economie europee⁹⁷.

L'altro grave problema per l'Eurozona è ancora un grande divario di competitività tra i paesi membri dell'unione monetaria. Tale divergenza è stata il risultato del boom del credito dopo l'adozione dell'euro nel 1999 in alcuni paesi periferici meno sviluppati. È apparso a causa del calo dei tassi di interesse nominali e dell'espansione della spesa che a sua volta ha portato a un rapido aumento dei prezzi e dei salari, minando la competitività verso i paesi principali europei, in particolare la Germania

⁹⁵ J. ANTOLIN-DIAZ, *Understanding the ECB's Monetary Policy*, in Fulcrum Research Notes, 2013, <http://fulcrumasset.com/datasource/FRN201301.pdf>

⁹⁶ M. PRONOBIS, *Is monetary policy of ECB the right response to Eurozone crisis?*, in *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 156, April 2014, 398 – 403, p. 400.

⁹⁷ M. FELDSTEIN, *Coordination in the European Union*, NBER, Working Paper, n. 18672, 2013, <http://www.nber.org/papers/w18672>

– l'economia che è diventata un punto di riferimento europeo per altri. Tornare in carreggiata per le economie greche, italiane, portoghesi o spagnole richiede alcune riforme dolorose, tagli salariali e riduzione dell'indebitamento dopo anni di boom del credito. La politica monetaria facile della BCE è qui utile, ma risolve davvero il problema. La ripresa finale e la prosperità dipendono maggiormente dalle decisioni dei responsabili delle politiche, dalla flessibilità delle economie interne e dalla integrazione europea.

Sebbene finora la BCE abbia svolto un ruolo chiave nell'impedire la rottura dell'Eurozona, il futuro della moneta comune non è solo nelle sue mani. La crisi europea sembra essere ben lungi dall'essere risolta. L'Eurozona non è l'area valutaria ottimale e ciò porterà ad aumentare le tensioni all'interno dell'unione monetaria in Europa.⁹⁸

Il documento ha risposto alla domanda sulle differenze nelle politiche monetarie della BCE e di altre principali banche centrali. In risposta alla crisi, tutte le principali banche centrali hanno varato misure non standard nelle loro politiche monetarie. La risposta della BCE è stata tuttavia chiaramente più cauta rispetto alla Fed, alla Banca d'Inghilterra o alla Banca del Giappone. Il documento mirava anche a scoprire le ragioni di una strategia anti-crisi più conservatrice adottata dalla BCE. Ciò che ha per lo più impedito alla BCE di adottare misure più aggressive è stato: un costante disaccordo tra i politici europei in materia (soprattutto una forte obiezione tedesca), la deframmentazione del mercato del debito sovrano europeo e diversi modelli di finanziamento in Europa (più orientati alle banche e meno basati sul mercato – a differenza degli Stati Uniti o del Regno Unito)⁹⁹.

La questione che rimane ancora senza risposta riguarda la valutazione degli effetti delle politiche monetarie. L'autore del testo ha affermato che la BCE ha fatto il più possibile e che avrebbe potuto affrontare alcune barriere istituzionali nel condurre una politica monetaria più accomodante. Allo stesso tempo, l'economia statunitense ha iniziato a funzionare meglio e possiamo supporre che ciò sia dovuto agli incentivi derivanti dalla politica monetaria della Fed. Ciò che potrebbe essere molto interessante come obiettivo di ricerca in futuro è confrontare entrambe le politiche – la BCE e la Fed – l'approccio conservatore e il più aggressivo – dopo il ritiro finale di stimoli monetari eccezionali e il ritorno alle politiche convenzionali. Il raggiungimento di tali condizioni consentirà solo di effettuare

⁹⁸ J. DANNHAUSER, *The Euro: the Story of Suboptimal Currency Area*, In Booth, P. (Ed.), *The Euro – the Beginning, the Middle and the End* (52-83). The Institute of Economic Affairs, London

⁹⁹ M. PRONOBIS, *Is monetary policy of ECB the right response to Eurozone crisis?*, in *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 156, April 2014, 398 – 403, p. 402.

una valutazione completa e pienamente onesta delle azioni della Fed e della BCE. La politica monetaria degli Stati Uniti sembra essere più efficace in questo momento, ma a lungo termine sarà probabilmente più complicato per la Fed tornare alle politiche convenzionali. Ciò è dovuto alla scala molto più ampia di politiche non convenzionali che sono state attuate negli Stati Uniti. Pertanto, per ottenere l'intero quadro delle politiche monetarie, in futuro sono necessarie ulteriori analisi.

3.3 *Le misure non convenzionali di politica monetaria di BCE e Fed*

Le politiche monetarie non convenzionali sono state adottate da diversi istituti, al fine di far fronte alla crisi finanziaria del 2008, cui è succeduta la crisi del debito sovrano dei paesi dell'UE del 2011 e 2012.

Precedentemente però, in periodi in cui non erano necessari interventi urgenti e “fuori dal comune”, le politiche monetarie di diversi paesi si poggiavano su dei criteri (v. ad esempio la regola di Taylor), per cui una banca centrale modifica il tasso di interesse nominale come reazione ad un cambiamento del tasso di inflazione e del PIL rispetto a un certo livello di inflazione prestabilito.

La crisi finanziaria, come detto, ha portato sconvolgimenti considerevoli in tutto il mondo, motivo per cui le autorità di molti paesi hanno scelto di adottare criteri non tradizionali di conduzione della politica monetaria, preferendo invece l'adozione di misure straordinarie al fine di frenare le crisi di liquidità delle banche, che rischiavano di risultare insolventi. Queste misure si dicono appunto “non convenzionali” o non standard, e hanno visto protagoniste tanto la BCE quanto la Fed.

In particolare, il c.d. *quantitative easing* o alleggerimento quantitativo analizzato nel capitolo precedente nell'ambito della politica monetaria della Federal Reserve, ha permesso di immettere nel mercato massicce dosi di liquidità attraverso operazioni di acquisto sul mercato aperto di titoli di Stato¹⁰⁰.

Le operazioni suddette, oltre ad aver supportato il mercato interbancario, hanno anche avuto come risultato l'abbassamento dei tassi d'interesse, favorendo l'immissione di liquidità. La Fed ha anche

¹⁰⁰ Voce *Politica monetaria non convenzionale*, in Treccani online, https://www.treccani.it/enciclopedia/politica-monetaria-non-convenzionale_%28Lessico-del-XXI-Secolo%29/

allargato la piattaforma dei beni suscettibili di essere presi in garanzia a fronte dei prestiti richiesti dalle banche private alla banca centrale; questa operazione ha facilitato ulteriormente il flusso diretto di liquidità alle banche. Anche la BCE, nonostante non abbia in maniera costante attuato politiche esplicitamente volte al *quantitative easing*¹⁰¹, a partire dal 2010 ha adottato misure straordinarie, non convenzionali appunto, dopo che l'importante disomogeneità delle condizioni monetarie nell'eurozona a causa della crescita della crisi del debito sovrano aveva reso inefficace la politica monetaria tradizionale nei paesi maggiormente colpiti dalla crisi.¹⁰²

Nel maggio del 2010 è stato introdotto il Programma per il mercato dei titoli finanziari (*Securities markets programme*, SMP); esso aveva l'obiettivo di correggere le disfunzioni del mercato dei titoli del debito in diversi paesi europei, salvaguardando l'efficacia e l'uniformità della trasmissione della politica monetaria. Dello stesso anno è il nuovo programma di acquisto di obbligazioni garantite (*Covered bond purchase programme*, CBPP), rilanciato anche nel 2011 (CBPP2), con lo scopo di alleggerire le condizioni di finanziamento per banche e imprese e incoraggiare l'erogazione di credito da parte delle banche. All'inizio di dicembre del 2011 e a febbraio del 2012, sotto la presidenza di Mario Draghi, sono state messe in atto, come visto, due operazioni di rifinanziamento delle banche (*Longer term refinancing operation*, LTRO), della durata eccezionalmente lunga di tre anni (rispetto ai più convenzionali termini di tre mesi o di un anno che caratterizzano operazioni analoghe), che hanno permesso di iniettare liquidità nel sistema della zona euro per oltre 1000 miliardi di euro, scongiurando il rischio di una crisi sistemica che si stava profilando in quel periodo. Nel settembre del 2012, infine, il Consiglio direttivo della BCE ha stabilito le modalità di attuazione delle *Outright monetary transactions* (v. OMT), attraverso cui la BCE si impegnava ad acquistare titoli di stato sul mercato secondario senza vincoli quantitativi e di durata *ex ante*¹⁰³.

L'adozione della decisione sulle caratteristiche tecniche delle transazioni monetarie a titolo definitivo autorizzava acquisti di emergenza e confidenziali di titoli di Stato illimitati di Stati membri in difficoltà finanziarie, nel caso in cui essi non potessero ottenere tassi di interesse sostenibili nei mercati finanziari aperti. Ciò è stato fatto a condizione che lo Stato membro perseguisse le riforme nell'ambito del Forum europeo per la stabilità finanziaria o del meccanismo europeo di stabilità. La decisione non entrò mai in vigore, ma la semplice pubblicazione dell'intenzione della BCE fu

¹⁰¹ V. *infra*, più avanti.

¹⁰² Per approfondimenti, v. voce *PIIGS*, in Treccani online, [https://www.treccani.it/enciclopedia/piigs_\(Lessico-del-XXI-Secolo\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/piigs_(Lessico-del-XXI-Secolo)/)

¹⁰³ *Ibidem*.

sufficiente a calmare i mercati finanziari, e non ne rese quindi necessaria l'attuazione¹⁰⁴. In Germania è stata portata dinanzi alla Corte tedesca la questione, al fine di stabilire se ciò fosse compatibile con il TFUE. In particolare, la Corte costituzionale tedesca si è pronunciata sul se la decisione OMT fosse compatibile con gli articoli 119 e 127 della TFEU, sul mandato della BCE, e con l'articolo 123 della TFEU che vieta il finanziamento monetario dei bilanci degli Stati membri. L'acquisto di titoli di Stato era una misura economica e non monetaria perché il suo obiettivo era quello di neutralizzare gli spread dei titoli di Stato, e acquistava selettivamente le obbligazioni degli Stati membri, mentre la politica monetaria doveva essere uniforme, ed era peraltro legata al salvataggio finanziario degli Stati membri, quindi era funzionalmente equivalente. OMT aveva lo scopo di eludere l'art 123(1), che vieta di *overdraft facilities*. Secondo lo standard *Honeywell*, la decisione OMT supererebbe manifestamente la competenza dell'UE, apportando un cambiamento strutturale nell'equilibrio delle competenze, a meno che non venga interpretato in modo restrittivo.

La Corte tedesca, investita della questione, si è pronunciata in senso favorevole all'utilizzo degli OMT, calmando così i mercati nervosi di quei giorni a causa del referendum britannico sull'uscita dall'UE. Il tribunale di Karlsruhe ha affermato che se la portata dell'OMT fosse limitata e che altre condizioni per gli acquisti siano soddisfatte, il regime “non comprometterebbe attualmente la responsabilità di bilancio complessiva del *Bundestag*” o “supererebbe manifestamente le competenze attribuite alla Banca centrale europea”. La decisione ha eliminato l'ultimo ostacolo allo spiegamento della politica in base alla quale la banca centrale poteva acquistare obbligazioni di Stati membri in difficoltà. Un gruppo di oltre 37.000 accademici, uomini d'affari e politici tedeschi aveva esternato opposizioni a tale regime, sostenendo che violava la legge federale tedesca attraverso il finanziamento monetario illegale dei governi dell'eurozona. Ma prima della decisione tedesca, la Corte di giustizia europea aveva stabilito nel giugno del 2015 che il sistema di LMT era conforme al diritto dei trattati dell'UE¹⁰⁵. In linea con tale decisione, il giudice tedesco ha affermato che se tutte e sei le condizioni stabilite dalla Corte di giustizia non dovessero essere soddisfatte, l'OMT non costituirebbe un “atto *ultra vires*” in violazione della legge federale tedesca. Questi includono assicurarsi che il volume di

¹⁰⁴ S. CAFARO, *Caso OMT: La Corte giudica legittimo l'operato della BCE*, in SIDIBlog, 17 giugno 2015, <http://www.sidiblog.org/2015/06/17/caso-omt-la-corte-giudica-legittimo-loperato-della-bce/>

¹⁰⁵ V. sentenza della Corte di Giustizia del 16 giugno 2015, causa C-62/14, cosiddetto caso Gauweiler. Nel caso di specie la Corte afferma che “gli articoli 119 TFUE, 123, paragrafo 1, TFUE e 127, paragrafi 1 e 2, TFUE, nonché gli articoli da 17 a 24 del Protocollo (n. 4) sullo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, devono essere interpretati nel senso che autorizzano il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) ad adottare un programma di acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari come quello annunciato nel comunicato stampa del quale viene fatta menzione nel verbale della 340ª riunione del Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) dei giorni 5 e 6 settembre 2012”.

qualsiasi acquisto di obbligazioni sia "limitato fin dall'inizio", "gli acquisti non sono annunciati" e la BCE detiene titoli solo fino alla scadenza in "casi eccezionali". Un giudizio negativo avrebbe potuto seriamente frenare il ruolo della Bundesbank tedesca nell'OMT e spaventare i mercati finanziari in vista del sempre più serrato referendum UE del Regno Unito. La sentenza del tribunale ha dichiarato: "Se interpretata in conformità con la sentenza della Corte di giustizia, il programma OMT non presenta una minaccia costituzionalmente rilevante per il diritto del Bundestag di decidere sul bilancio [...]. Perciò attualmente non si può nemmeno stabilire che l'attuazione del programma OMT costituirebbe una minaccia per la responsabilità di bilancio generale". Da allora l'OMT, rimasto inutilizzato, è stato superato dalle misure di allentamento quantitativo della BCE, in cui la banca centrale sta acquistando titoli di Stato, obbligazioni societarie e di attività in tutti gli Stati membri nel tentativo di rilanciare la crescita e l'inflazione nel blocco. Ma queste misure di stimolo, varata nel marzo dello scorso anno, hanno anche incontrato una sfida legale con quattro cause in sospeso in corso contro il regime del QE. La sentenza OMT del tribunale federale ha anche accennato alle continue tensioni tra la sua interpretazione delle azioni della banca centrale e quella detenuta dalla Corte di giustizia sovranazionale. I giudici tedeschi hanno affermato che la Corte di giustizia lussemburghese "non ha fornito alcuna risposta" alla questione dell'indipendenza della BCE, che a suo avviso ha portato a "una notevole riduzione del livello di legittimazione democratica delle sue azioni". Tuttavia, essa non ha ritenuto tali obiezioni sufficienti a respingere le misure della BCE.¹⁰⁶

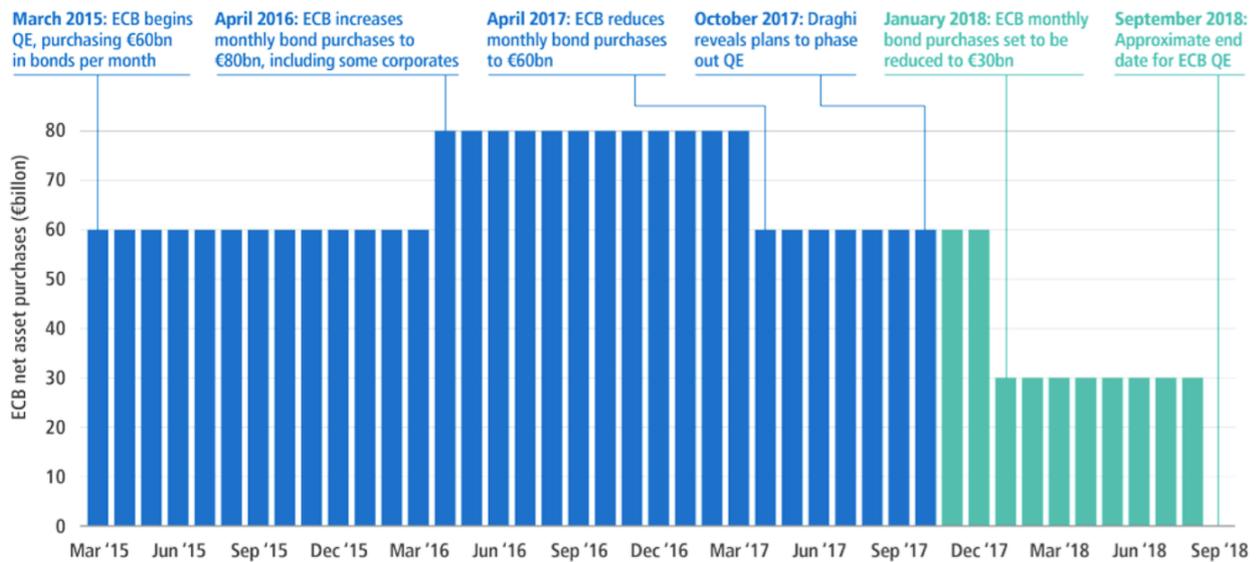
Queste politiche non convenzionali hanno permesso alle due banche centrali, europea e d'oltreoceano, di scongiurare effetti (ancor più) disastrosi che la crisi finanziaria ha portato con sé. Con particolare riferimento al *quantitative easing*, la vicenda si inserisce nella strategia della BCE di revive l'inflazione. Nel luglio 2012, infatti, Mario Draghi promette di fare "whatever it takes", "tutto il necessario" per salvaguardare l'euro dopo l'impennata degli spread obbligazionari. Nel settembre dello stesso anno la BCE presenta il piano di acquisto di obbligazioni di Stato OMT, mentre termina il programma SMP, con una riduzione del bilancio. In seguito, nel luglio 2013, Draghi introduce indicazioni pratiche sui tassi di interesse e l'anno successivo presenta gli strumenti di politica monetaria della BCE e getta le basi per il QE. A giugno del 2014 la BCE diventa la prima grande banca centrale a ridurre i tassi di interesse al di sotto dello zero e alle banche vengono offerti prestiti mirati a lungo termine per aumentare il credito e dopo pochi mesi annuncia un piano di acquisti di obbligazioni coperte e Draghi si impegna a mescolare il bilancio verso le dimensioni del 2012,

¹⁰⁶M. KHAN, *l'Alta Corte tedesca respinge il caso contro lo strumento di crisi della BCE*, nel FinancialTimes, 21 giugno 2016

rendendo inevitabile un programma di acquisto di obbligazioni sovrane più grande. Così, nel gennaio 2015, la BCE annuncia acquisti su larga scala di titoli di Stato dopo che il tasso di inflazione è sceso sotto lo zero per la prima volta dalla crisi finanziaria. Il QE ha inizio a marzo 2015, la BCE annuncia un "pacchetto globale" di tagli dei tassi, un aumento degli acquisti mensili di obbligazioni, l'aggiunta di obbligazioni societarie al QE, nuovi prestiti mirati a lungo termine e ribadisce le indicazioni sui costi di prestito. Nel 2017 la riduzione degli acquisti mensili di QE scatena il dibattito sull'uscita, e la Banca adatta il linguaggio politico per spianare la strada a una graduale riduzione degli stimoli. Successivamente la BCE decide di ridurre il ritmo mensile degli acquisti di attività della metà a 30 miliardi di euro da gennaio e di estendere il programma almeno fino a settembre 2018. I responsabili politici si impegnano inoltre a continuare a reinvestire i proventi del debito in scadenza per un periodo prolungato di tempo dopo la fine degli acquisti netti di attività. Nella fine del 2017 la BCE riduce la metà del ritmo mensile degli acquisti di attività a 30 miliardi di euro, a partire da gennaio e sottolinea l'importanza dei suoi reinvestimenti. A marzo 2018, lascia inaspettatamente la sua cosiddetta propensione all'allentamento, un impegno ad aumentare il ritmo mensile degli acquisti di obbligazioni se le prospettive di inflazione peggiorano, mentre a giugno la BCE afferma che gli acquisti mensili di QE di 30 miliardi di euro proseguiranno fino a settembre, per poi essere gradualmente out con 15 miliardi di euro in ciascuno di ottobre, novembre e dicembre. I tassi d'interesse saranno mantenuti ai minimi storici "almeno per tutta l'estate del 2019". La BCE ha escluso gli acquisti netti di attività dopo l'acquisto a ritmo ridotto negli ultimi tre mesi del 2018. Più recentemente, nel 2019 la banca centrale annuncia che il nuovo ciclo di prestiti mirati a lungo termine inizierà a settembre 2019. Il Consiglio direttivo segnala la volontà di utilizzare ulteriori strumenti (taglio dei tassi di interesse o riavvio dell'acquisto di obbligazioni) se giustificato. Gli economisti prevedono che il tasso sui depositi sarà abbassato a -0,5%. Il terzo ciclo di prestiti mirati a lungo termine viene lanciato alla fine del 2019¹⁰⁷.

Di seguito una linea del tempo con focus sugli anni dal 2015 al 2018:

¹⁰⁷ C. LOOK, J. SCOTT DIAMOND, H. WARREN, *The ECB's long struggle to revive inflation*, in Bloomberg, 19 luglio 2019.



Fonte: PIMCO, 30 ottobre 2017 (<https://global.pimco.com/en-gbl/resources/smartcharts?chart=ECB-Quantitative-Easing-QE-Timeline>).

3.4 La risposta della FED alla crisi

A seguito della crisi finanziaria, la Federal Reserve ha rivisto alcune politiche, risollevando gli USA da possibili scenari catastrofici.

Più di recente, come nelle anticipazioni del mercato¹⁰⁸, la Fed ha mantenuto i tassi di interesse fermi nell'intervallo tra lo 0 e lo 0,25%.

Nel relativo comunicato è fatto presente che i tassi rimarranno fermi fino a quando l'istituto di politica monetaria non sarà "sicuro che l'economia sia sulla buona strada per raggiungere i suoi obiettivi di massima occupazione e stabilità dei prezzi".

Oltre a questa misura, la Federal Open Market Committee¹⁰⁹ si è impegnata a continuare ad acquistare obbligazioni, e a continuare i programmi di prestito e liquidità necessari per far ripartire l'economia americana, in recessione a causa della pandemia di Coronavirus.

La Federal Reserve ha prorogato il piano di prestiti di tre mesi, fino al 31 dicembre 2020, iniziativa importante per l'economia degli Stati Uniti. Infatti, nonostante la scadenza fosse stata inizialmente fissata al 30 settembre, la crescita continua dei contagi negli USA e l'eventuale seconda ondata che

¹⁰⁸ V. M. TESSA, *FED: inizia la due giorni del Fomc, le attese degli analisti*, in Wall Street Italia, <https://www.wallstreetitalia.com/fed-oggi-inizia-la-due-giorni-del-fomc-le-attese-degli-analisti/>

¹⁰⁹ V. cap. 2, par. 2.

pure alcuni ipotizzano, hanno fatto propendere la Fed per la necessità di non ritirare gli stimoli esistenti ora. Una nota della Federal Reserve comunica che l'estensione di tre mesi "faciliterà la pianificazione per chi usufruisce degli strumenti di credito e dà la certezza che i prestiti continueranno a essere disponibili per aiutare l'economia a riprendersi dalla pandemia di Covid-19". Nella nota si sottolinea inoltre che i prestiti "hanno fornito un supporto cruciale, stabilizzando e migliorando in modo significativo il funzionamento del mercato e sostenendo il credito alle famiglie, alle aziende e alle amministrazioni statali e locali".

Gli strumenti, come anche ricordato dalla banca centrale americana, erano stati creati nell'ambito del Federal Reserve Act, con l'approvazione del segretario al Tesoro americano. Tale estensione si applica a diversi prestiti e linee di credito alle singole persone, alle istituzioni pubbliche e alle aziende.

Ancora nella nota, preso in considerazione che l'economia è, sì, in ripresa, ma ancora inferiore ai livelli precedenti al Covid, si legge che "dopo un forte arretramento, l'attività economica e l'occupazione hanno segnato un lieve miglioramento negli ultimi mesi, ma rimangono ben al di sotto dei loro livelli di inizio anno", afferma la nota. "La domanda più debole e i prezzi del petrolio significativamente più bassi stanno riducendo l'inflazione dei prezzi al consumo. Le condizioni finanziarie complessive sono migliorate negli ultimi mesi, in parte riflettendo le misure politiche a sostegno dell'economia e del flusso di credito alle famiglie e alle imprese statunitensi. Il percorso dell'economia dipenderà in modo significativo dal corso della pandemia".

La Fed, da ultimo, ha annunciato l'estensione di nove accordi di *swap line* con altrettante banche centrali fino al 31 marzo 2021.

Tali accordi hanno ad oggetto linee di liquidità fino a 60 miliardi di dollari ciascuna con le banche centrali dell'Australia, del Brasile, della Corea, del Messico, di Singapore e della Svezia. Gli altri tre accordi, del valore massimo di 30 miliardi di dollari, sono invece in essere con le banche centrali di Danimarca, Norvegia e Nuova Zelanda.¹¹⁰

La BCE, dal canto suo, ha adottato una serie di misure al fine di sostenere l'economia dell'area euro. La Banca guidata da Christine Lagarde, infatti, ha innanzitutto adottato Il Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, o PEPP) da 1.350 miliardi di euro ha lo scopo di ridurre i costi di finanziamento e di incrementare il credito nell'area dell'euro. Ciò dovrebbe aiutare i cittadini, le imprese e le amministrazioni pubbliche ad accedere ai fondi di cui

¹¹⁰ M. TESSA, *La Fed conferma i tassi a zero*, in Wall Street Italia, 29 luglio 2020, <https://www.wallstreetitalia.com/fed-conferma-i-tassi-a-zero/>

possono avere bisogno per affrontare la crisi, programma che integra i programmi di acquisto di attività che posti in atto dal 2014. La BCE ha poi mantenuto i tassi di interesse di riferimento su livelli storicamente bassi per fare in modo che il costo del denaro resti contenuto, in quanto i tassi incidono sul costo del credito. Se i tassi sono contenuti, individui e imprese possono ottenere fondi in prestito più facilmente, e questo dovrebbe sostenere la spesa e gli investimenti. La liquidità che le banche possono ottenere in prestito dalla BCE è aumentata ed è stata facilitata l'assunzione di finanziamenti allo specifico scopo di concedere credito ai più colpiti dal diffondersi del virus, incluse le piccole e medie imprese. Per agevolare l'assunzione di finanziamenti i criteri concernenti le garanzie richieste sono stati allentati. La BCE sta inoltre ampliando l'elenco delle attività ammesse come garanzia, e vi sono meno rigidità per la misura da applicare per determinare il valore di queste attività, ossia lo "scarto di garanzia". In tempi di grande incertezza è possibile che le banche abbiano maggiore difficoltà a ottenere i fondi necessari per coprire il proprio fabbisogno a breve termine, e quindi la BCE vuole aiutare le banche solvibili a sormontare eventuali ostacoli temporanei, offrendo opzioni di finanziamento immediato a tassi favorevoli. In questo modo le banche possono continuare a erogare credito ai cittadini e alle imprese bisognosi. Vi sono meno rigidità riguardo all'ammontare di fondi, o "capitale", che gli istituti di credito devono detenere come riserva per poter affrontare i momenti difficili, e vi è maggiore flessibilità per quanto concerne le tempistiche, le scadenze e le procedure di vigilanza.

Queste misure aiutano le banche dell'eurozona a concentrarsi sulla loro funzione di erogare credito anche in questa fase. Le banche centrali di tutto il mondo detengono riserve in valute diverse da quelle dei rispettivi paesi. Il motivo è che le banche operano anche in divisa estera, per cui a volte richiedono prestiti in valuta per assolvere le proprie mansioni quotidiane.

“In tempi di grande incertezza può aumentare la domanda di attività in valuta estera da parte della clientela. Se le banche non dispongono di sufficienti riserve in valuta per soddisfare la maggiore domanda, i mercati possono diventare instabili. Per superare questo ostacolo le banche centrali hanno stabilito le cosiddette linee di swap in valuta, che permettono alla banca centrale di un paese di scambiare le riserve in moneta nazionale con quelle di un'altra banca centrale. In questo modo sono in grado di affrontare un aumento della domanda”¹¹¹. Di recente la BCE ha riattivato linee di swap e potenziato quelle già esistenti con banche centrali di tutto il mondo per affrontare la difficile fase attuale.

¹¹¹ BANCA CENTRALE EUROPEA, *La nostra risposta alla pandemia di coronavirus*, 2020, <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.it.html>

3.5 Conclusioni

Nel corso della loro storia, sia la BCE che la Fed hanno dovuto fronteggiare gravi crisi economiche e finanziarie, seppur partendo da politiche monetarie che come visto, se risultano essere simili per certi versi, si allontanano per tanti altri.

In particolare, la crisi finanziaria del 2007 ha mostrato la vicinanza dei due continenti, tramite l'adozione di misure straordinarie che, come visto, seppur diverse, sono allo stesso modo anche simili. Le due banche centrali hanno fornito un supporto fondamentale ai rispettivi territori ai fini di risolvere le crisi che si presentano. Le loro azioni hanno conseguenze sui tassi di interesse, sull'ammontare dei crediti e sull'offerta di moneta, e ciò ha inevitabilmente un impatto anche sui mercati finanziari così come sull'output aggregato e sull'inflazione. L'indipendenza delle due risulta in questo senso fondamentale per i fini che si propongono, senza la quale esse risulterebbero imbavagliate e i fini ultimi frustrati.

Infatti, come visto, sia la BCE che la Fed, seppure con iniziative diverse, hanno entrambe adottato misure volte in sostanza a garantire che le "rigidità" degli schemi preesistenti vengano smussate dalle misure stesse che hanno come obiettivo fondamentale quello di agevolare gli istituti di credito, per la BCE, e di controllare inflazione ed occupazione in modo più flessibile che in condizioni "normali", come nel caso della Fed. Quest'ultima, infatti, non ha previsto orizzonti temporali per il raggiungimento del 2% di inflazione così come ha allentato le misure volte all'occupazione, obiettivo tra i principali della banca centrale americana. La Banca centrale europea ha adottato misure eterogenee, tutte volte però a garantire che le banche possano fronteggiare il periodo di crisi che le attende (e che già le sta coinvolgendo) su diversi fronti, dall'ampliamento delle garanzie a titolo di assicurazione, alle offrendo opzioni di finanziamento immediato a tassi favorevoli in modo da permettere alle banche di continuare a finanziare persone fisiche e imprese che ne avessero bisogno.

Le misure contengono innovazioni importanti dettate dal bisogno di liquidità e dalla necessità che non si verificino carenze di denaro, puntando alla stabilità (quanto possibile) delle operazioni di finanziamento. Risulterà interessante osservare i risultati delle politiche monetarie che verranno messe in campo dalle due banche centrali per fronteggiare ancora una volta una crisi globale, questa volta causata non dal collasso delle banche ma dalla pandemia del Coronavirus.

Bibliografia

A. BATTAGLIA, *Crisi globale: BCE e FED politiche a confronto*, in Wall Street Italia, 26 agosto 2020, <https://www.wallstreetitalia.com/bce-fed-confronto-politiche/>

A. FAZIO, *Celebrazione del centenario della fondazione della Banca d'Italia*, in Banca d'Italia, "Bollettino economico", XXII, febbraio 1994

Asset purchase programmes, in European Central Bank, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Banca Centrale Europea*, in europa.eu, https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-central-bank_it

BANCA CENTRALE EUROPEA, *La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità*, in Bollettino mensile, gennaio 1999

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Gli aggregati monetari dell'area dell'euro e il loro ruolo nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema*, in "Bollettino mensile", febbraio 1999

BANCA CENTRALE EUROPEA, *La nostra risposta alla pandemia di coronavirus*, 2020, <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.it.html>

BANCA CENTRALE EUROPEA, *La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro*, in "Bollettino mensile", luglio 2000

B. W. FAWLEY, CH. J. NEELY, *Four Stories of Quantitative Easing*, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, N. 95(1), 2013, <http://research.stlouisfed.org/publications/review/13/01/Fawley.pdf>

C. LOOK, J. SCOTT DIAMOND, H. WARREN, *The ECB's long struggle to revive inflation*, in Bloomberg, 19 luglio 2019

Consiglio Direttivo, in Banca Centrale Europea, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.it.html>

C. POGGI, *Borse, dopo il rally scatta la cautela tra gli operatori. L'incognita resta il Covid*, in *Il Sole 24 ore online*, 3 settembre 2020, <https://www.ilsole24ore.com/art/dopo-rialzi-ora-borsa-aumenta-cautela-si-guarda-ad-andamento-virus-ADtgjym>

D. GROS, C. ALCIDI, A. GIOVANNI, *Central Banks in Times of Crisis: The FED vs. the ECB*, in *CEPS Policy Briefs*, 2012, n. 276, <http://www.ceps.eu/book/central-banks-times-crisis-fed-vs-ecb>

Federal Reserve, in *Wall Street Italia*, <https://www.wallstreetitalia.com/trend/federal-reserve/>

F. LENZI, *Perché la Fed ha cambiato strada*, in *lavoce.info*, 8 settembre 2020, <https://www.lavoce.info/archives/69263/perche-la-fed-ha-cambiato-strada/>

F. SALMONI, *Stabilità finanziaria, unione bancaria europea e costituzione*, CEDAM, Milano, 2019

G. IDEN, *the Federal Reserve Act 1913*, *The Bank News*, Philadelphia, 2008, https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/books/fract_iden_1914.pdf

G. LAZZARIN, *La Federal Reserve e la Grande Depressione*, in *Università degli Studi di Padova*, 2016

H. K. SCHELLER, *La Banca Centrale Europea. Storia, ruolo e funzioni*, seconda ed., Francoforte, 2006

Indirizzo della Banca centrale europea, del 7 marzo 2002, che modifica l'Indirizzo BCE/2000/7 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema (BCE/2002/2), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32002O0002>

J. ANTOLIN-DIAZ, *Understanding the ECB's Monetary Policy*, in *Fulcrum Research Notes*, 2013, <http://fulcrumasset.com/datasource/FRN201301.pdf>

J. DANNHAUSER, *The Euro: the Story of Suboptimal Currency Area*, In Booth, P. (Ed.), *The Euro – the Beginning, the Middle and the End* (52-83). The Institute of Economic Affairs, London

L'unione economica e monetaria (UEM), in Banca Centrale Europea, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.it.html>

M. LENZA, H. PILL, L. REICHLIN, *Monetary Policy in Exceptional Times*, in ECB Working Papers, n. 1253., 2010, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1253.pdf>

Monetary Policy decisions, in European Central Bank, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html>

Monetary Policy: What Are Its Goals? How Does It Work?, in federalreserve.com, ultimo aggiornamento 8 marzo 2018, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/monetary-policy-what-are-its-goals-how-does-it-work.htm>

M. FELDSTEIN, *Coordination in the European Union*, NBER, Working Paper, n. 18672, 2013, <http://www.nber.org/papers/w18672>

M. KHAN, *German High Court rejects case against ECB crisis tool*, in Financial Times, 21 giugno 2016

M. PIFFERI, A. PORTA, *La Banca Centrale Europea*, Milano, 1999

M. PRONOBIS, *Is monetary policy of ECB the right response to Eurozone crisis?*, in Procedia - Social and Behavioral Sciences 156, April 2014, 398 – 403

M. TESSA, *FED: inizia la due giorni del Fomc, le attese degli analisti*, in Wall Street Italia, <https://www.wallstreetitalia.com/fed-oggi-inizia-la-due-giorni-del-fomc-le-attese-degli-analisti/>

M. TESSA, *La Fed conferma i tassi a zero*, in Wall Street Italia, 29 luglio 2020, <https://www.wallstreetitalia.com/fed-conferma-i-tassi-a-zero/>

P. BAFFI, *Considerazioni finali*, in Banca d'Italia, *Relazione annuale*, Roma, 1976

S. AUGELLO, *La ricetta europea alle crisi bancarie: la nuova vigilanza bancaria europea tra prudenziale e bail-in*, in Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

S. CAFARO, *Caso OMT: La Corte giudica legittimo l'operato della BCE*, in SIDIBlog, 17 giugno 2015, <http://www.sidiblog.org/2015/06/17/caso-omt-la-corte-giudica-legittimo-loperato-della-bce/>

Storia, in Banca Centrale Europea, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/html/index.it.html>

Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs), in European Central Bank, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>

The ECB's negative interest rate, in European Central Bank, 12 giugno 2014, <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/why-negative-interest-rate.en.html>

The Three Key System Entities, in federalreserve.gov, ultimo aggiornamento 4 agosto 2020, https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_2.pdf

V. B. S. Bernanke, *Monetary Policy since the Onset of the Crisis*, discorso alla Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 31 agosto 2012, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120831a.htm>

Voce *Banca Centrale Europea*, in Treccani online, http://www.treccani.it/enciclopedia/banca-centrale-europea_%28Enciclopedia-delle-scienze-sociali%29/

Voce *Gold Standard*, in Treccani online, <http://www.treccani.it/enciclopedia/gold-standard/>

Voce *PIIGS*, in Treccani online, [https://www.treccani.it/enciclopedia/piigs_\(Lessico-del-XXI-Secolo\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/piigs_(Lessico-del-XXI-Secolo)/)

Voce *Politica monetaria non convenzionale*, in Treccani online, https://www.treccani.it/enciclopedia/politica-monetaria-non-convenzionale_%28Lessico-del-XXI-Secolo%29/

What economic goals does the Federal Reserve seek to achieve through its monetary policy?, ultimo aggiornamento 27 agosto 2020, <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-economic-goals-does-federal-reserve-seek-to-achieve-through-monetary-policy.htm>

What is forward guidance?, in European Central Bank, 15 dicembre 2017, https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.en.html

TABLE OF CONTENTS

EUROPEAN CENTRAL BANK AND FEDERAL RESERVE SYSTEM INTERVENTIONS OVER THE PAST DECADE AND UNCONVENTIONAL MONETARY POLICIES

CHAPTER 1 – THE EUROPEAN CENTRAL BANK

1.1 The European Central Bank. Birth and evolution

1.2 The independence of the European Central Bank and its structureErrore. Il segnalibro non è definito.

1.3 Monetary policy and objectives

1.4 The ECB's initiatives following the financial crisis

CHAPTER 2 – THE FEDERAL RESERVE SYSTEM

2.1 The Federal Reserve System. Birth and evolution

2.2 The organization and structure of the Federal Reserve System

2.3 Independence

2.4 Goals

CHAPTER 3 – THE COMPARISON OF THE UNCONVENTIONAL POLICIES OF THE ECB AND THE FED

3.1 ECB and EDF monetary policy: strategies and objectives comparedErrore. Il segnalibro non è definito.

3.2 The evolution of the ECB's monetary policy during the crisis

3.3 From conventional to unconventional monetary policies

3.4 The Fed's response to the crisis

3.5 The ECB and Fed targets

Bibliography

Abstract

The present thesis aims at analysing the structure and the functions of the two main central banks of the world: the ECB and the Federal Reserve, comparing objectives and monetary policies through the last decade.

Unlike other comparable central banks, such as the US Federal Reserve System which represents the monetary authority of the national state (USA), the ECB is a central authority that directs monetary policy for an economic area consisting of several states that would be largely autonomous. A peculiarity of EMU is that the euro area does not include all EU Member States, as the implementation of EMU meets a differentiated integration criterion. Fundamental to the functioning of the ECB is its independence from political influence, in the same way as the national central banks of the Member States. The principle is of central importance and stems from its objective of ensuring price stability, as well as its sole competence with respect to the direction of monetary policy and its functions in the euro area. The TFEU, in art. 105 and the Statute ex art. 2 assign the ECB the main objective of “maintaining price stability”; in order to achieve this, it “supports the Community's general economic policies in order to contribute to the achievement of the Community's objectives set out in Art. 2 of the Treaty”. These objectives relate, in particular, to the balanced growth of economies and employment, as well as the development of a fair and supportive society. Price stability is the ECB primary objective; it does not so much involve identifying a priority scale of the objectives, but rather the allocation of each of them to the policies most appropriate for achieving them. In other words, price stability is no more important than full employment or assistance to people in need or environmental protection; the latter can be achieved with the instruments of monetary policy, while the other objectives, which are equally important, are entrusted to other policies, such as fiscal and budgetary policy, or competition.

The Federal Reserve System, instead, is the US central bank, whose independence is guaranteed by the fact that decisions taken by the Federal Reserve are in no way approved by bodies that respond to executive or legislative power. The creation of the Fed was pushed on one hand to act as a lender of last resort, and on the other hand, to manage the golden regime mitigating the effects, in order to avoid abrupt changes in the interest rate and other macroeconomic variables.

The Federal Reserve System is the central bank of the United States and the present work aims at analysing the five general functions of the Fed to promote the effective operation of the U.S. economy and, more generally, the public interest. The Federal Reserve conducts the nation's monetary policy to promote maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates in the U.S. economy; promotes the stability of the financial system and seeks to minimize and contain systemic risks through active monitoring and engagement in the U.S. and abroad; promotes the safety and soundness of individual financial institutions and monitors their impact on the financial system as a whole; fosters payment and settlement system safety and efficiency through services to the banking industry and the U.S. government that facilitate U.S.-dollar transactions and payments; and promotes consumer protection and community development through consumer-focused supervision and examination, research and analysis of emerging consumer issues and trends, community economic development activities, and the administration of consumer laws and regulations.

The thesis analyses that both the ECB and the Fed, albeit with different initiatives, have both taken steps in essence to ensure that the "rigidities" of pre-existing schemes are blunted by the measures themselves which have a fundamental objective of facilitating lenders, for the ECB, and controlling inflation and employment more flexibly than under "normal" conditions, as in the case of the Fed. The latter, in fact, did not foresee a scheduled time for the achievement of 2% inflation as it eased the measures aimed at employment, a target among the main targets of the US central bank. The European Central Bank has taken heterogeneous measures, all aimed however at ensuring that banks can cope with the period of crisis that awaits them (and which is already involving them) on several fronts, from the expansion of insurance guarantees, to offering immediate financing options at favourable rates so that banks can continue to financial individuals and businesses that need them.

The measures contain important innovations dictated by the need for liquidity and the need for no money shortages, aiming at the stability (as much as possible) of financing operations. The thesis will go through the different actions taken by the two central banks in order to tackle the crisis caused by the Coronavirus pandemic and facilitate the work of the banks and other institutions, respectively in the European Union and in the United States.

Conclusion

Throughout their history, both the ECB and the Fed have faced severe economic and financial crises, albeit from monetary policies that, if they turn out to be similar in some ways, drift away for many others.

In particular, the financial crisis of 2007 showed the proximity of the two continents, through the adoption of extraordinary measures that, as seen, although different, are similarly similar. The two central banks have provided fundamental support to their respective territories in order to resolve the crises that arise. Their actions have consequences for interest rates, the amount of credits and the supply of money, and this inevitably also has an impact on financial markets as well as aggregate output and inflation. The independence of the two is in this sense fundamental to the aims that are proposed, without which they would be gagged, and the last ends frustrated.

In fact, as seen, both the ECB and the Fed, albeit with different initiatives, have both taken steps in essence to ensure that the "rigidities" of pre-existing schemes are blunted by the measures themselves which have a fundamental objective of facilitating lenders, for the ECB, and controlling inflation and employment more flexibly than under "normal" conditions, as in the case of the Fed. The latter, in fact, did not foresee time horizons for the achievement of 2% inflation as it eased the measures aimed at employment, a target among the main targets of the US central bank. The European Central Bank has taken heterogeneous measures, all aimed however at ensuring that banks can cope with the period of crisis that awaits them (and which is already involving them) on several fronts, from the expansion of insurance guarantees, to offering immediate financing options at favourable rates so that banks can continue to financial individuals and businesses that need them.

The measures contain important innovations dictated by the need for liquidity and the need for no money shortages, aiming at the stability (as much as possible) of financing operations. It will be interesting to see the results of the monetary policies that will be put in place by the two central banks to deal once again with a global crisis, this time caused not by the collapse of the banks but by the Coronavirus pandemic.