



Dipartimento di Economia e Management

Scienza delle Finanze

L'inflazione tra la crisi finanziaria globale e la pandemia: un
confronto tra Stati Uniti e area euro

Relatore

Roberta De Santis

Candidato

Niccolò Daniele

Matricola

229321

Anno accademico 2020/2021

Introduzione	3
CAPITOLO 1	4
L'inflazione: misurazione, costi e benefici	4
1.1 Le teorie dell'inflazione: una rassegna della letteratura	4
1.2 La misurazione dell'inflazione: principali indicatori	7
1.3 L'inflazione: costi e benefici	10
CAPITOLO 2	14
L'inflazione durante la crisi finanziaria globale e la pandemia di COVID-19	14
2.1 Andamento dell'inflazione durante la crisi finanziaria globale negli Stati Uniti e nell'area euro	14
2.2 La politica monetaria della FED durante la crisi finanziaria globale	20
2.3 La politica monetaria della BCE durante la crisi finanziaria globale	29
2.4 La politica monetaria della FED durante la pandemia di COVID-19	37
2.5 La politica monetaria della BCE durante la pandemia di COVID-19	41
CAPITOLO 3	45
L'inflazione e la normalizzazione delle politiche monetarie dopo la pandemia di COVID-19	45
3.1 La normalizzazione della politica monetaria della FED	45
3.2 La normalizzazione della politica monetaria della BCE	48
Conclusione	51
Bibliografia	52

Introduzione

L'inflazione è un indicatore economico fondamentale su cui gli operatori economici basano le loro decisioni di consumo, investimento e risparmio nel breve e nel lungo termine, perché studia l'andamento delle variazioni dei prezzi. È necessario quindi che il livello dei prezzi rimanga perlopiù stabile nel tempo, perché le persone possano avere un punto di riferimento e perché gli operatori economici possano allocare efficientemente le risorse a loro disposizione. L'elaborato ha lo scopo di presentare e analizzare il modo in cui gli Stati Uniti e l'Unione Europea hanno sviluppato le proprie politiche monetarie in due periodi straordinari di crisi, durante la Grande Recessione del 2008 e la pandemia di COVID-19 del 2020, per salvaguardare la stabilità dei prezzi. Nel primo capitolo si presentano le teorie dell'inflazione, i principali indicatori che vengono usati e i rispettivi metodi di misurazione; si analizzano i costi e anche i benefici che l'inflazione può avere sull'economia. Nel secondo capitolo si analizza l'andamento dell'inflazione durante i due periodi di crisi, insieme agli effetti che ha avuto sull'economia delle due unioni economiche in questione. Si presentano le politiche monetarie attuate dalle due banche centrali, la Federal Reserve degli Stati Uniti e la BCE dell'Unione Europea e si illustrano le differenze dei due interventi. Il terzo capitolo espone l'andamento dell'inflazione e il processo di normalizzazione delle politiche monetarie, ultimo step dell'intervento, dopo la fase critica dovuta al COVID-19

CAPITOLO 1

L'inflazione: misurazione, costi e benefici

1.1 Le teorie dell'inflazione: una rassegna della letteratura

I prezzi di beni e servizi nelle economie di mercato sono soggetti a costanti variazioni sia in aumento che in diminuzione, e l'inflazione è l'indicatore che studia l'andamento di queste variazioni, fondamentale in quanto il livello dei prezzi condiziona l'andamento generale dell'economia. Più comunemente, si parla di inflazione quando si identifica una forte variazione in aumento dei prezzi, che viene seguita da una diminuzione del valore reale dell'unità di moneta. L'inflazione colpisce più voci di spesa, e può avere un impatto più o meno forte sui consumatori a seconda delle abitudini personali delle famiglie. Si attribuisce, perciò, un peso maggiore alle variazioni relative a beni e servizi per cui i consumatori spendono di più.

Difatti i consumatori potrebbero percepire un livello di inflazione più elevato rispetto a quello segnalato dagli indici di prezzo, a causa di variazioni in aumento che colpiscono proprio quei beni e servizi acquistati abitualmente, come il pane, la benzina o l'elettricità (cosiddetta inflazione percepita). Inoltre, la particolare, maggiore sensibilità che l'uomo ha verso eventi negativi rispetto ad eventi positivi gioca un ruolo importante: in altre parole, anche un momentaneo innalzamento dei prezzi verrà notato e ricordato di più rispetto ad un lungo periodo di stabilità o addirittura di un periodo di deflazione, quindi di diminuzione generale dei prezzi.

Esistono molteplici scuole di pensiero sviluppatesi tra l'Ottocento e il Novecento che hanno provato a definire le cause dell'inflazione identificando vari modelli esplicativi. Generalmente si individuano, come cause, l'eccesso di domanda di beni e servizi rispetto all'offerta di questi, che provoca un aumento dei prezzi; l'aumento dei costi di produzione, specialmente materie prime, che provoca la reazione delle imprese che aumentano i prezzi dei prodotti venduti; la non controllata espansione dell'offerta di moneta da parte delle banche centrali.

La teoria sviluppata dagli insegnamenti dell'economista britannico John Maynard Keynes, vissuto tra il diciannovesimo e il ventesimo secolo, pone l'attenzione sulla domanda aggregata, spesso insufficiente a garantire la piena occupazione. In caso di piena occupazione però, la domanda può

crescere indipendentemente dall'aumento di offerta di moneta, a causa di un aumento della velocità di circolazione della moneta, quindi un aumento nella frequenza di spesa di un'unità di moneta in un determinato periodo di tempo.

Tabella 1 Principali definizioni dell'inflazione

inflazione al consumo	L'inflazione si misura attraverso la costruzione di un indice dei prezzi al consumo, uno strumento statistico che misura le variazioni nel tempo dei prezzi di un insieme di beni e servizi, chiamato paniere, rappresentativo degli effettivi consumi delle famiglie in uno specifico anno.
iperinflazione	Se l'aumento dell'offerta di moneta è molto elevato e in continua crescita e finisce per sfuggire a ogni controllo.
inflazione importata	L'inflazione si definisce importata se l'aumento generale dei prezzi in un paese è dovuto all'aumento dei prezzi di beni o servizi acquistati all'estero
inflazione dei prezzi alla produzione	misurata dall'indice dei prezzi alla produzione, riguarda i beni che solitamente vengono sfruttati nel processo produttivo
Inflazione percepita	Altro fenomeno correlato all'inflazione percepita è l'inflazione personale, quando le famiglie notano maggiormente un aumento dei prezzi di beni e servizi di cui queste si servono più spesso.

Keynes infatti criticava la teoria quantitativa della moneta, siccome non bastava il semplice aumento dell'offerta di moneta a causare un aumento dei prezzi, ma c'era bisogno di un aumento della domanda in una situazione di piena occupazione, che stava a significare un livello di elasticità della produzione rispetto alla domanda pari a zero. La scuola monetarista, anche chiamata scuola di Chicago, si fonda invece sul pensiero dell'economista statunitense Milton Friedman, influenzato dal continuo aumento del livello dei prezzi caratteristico del secolo del Novecento. Secondo Friedman, l'inflazione è un fenomeno esclusivamente monetario, come dice anche una sua famosa citazione "inflation is always and everywhere a monetary phenomenon", perciò un aumento nell'offerta di moneta non comporta effetti sulla produzione, causando disoccupazione, ma solo effetti monetari, appunto inflazione.

Durante i suoi anni di insegnamento alla London School of Economics, l'economista di origine neozelandese William Phillips osservò una relazione inversa tra la disoccupazione e l'inflazione. Il

contributo che diede all'economia, la cosiddetta "curva di Phillips", mostra le combinazioni di breve periodo tra disoccupazione e inflazione. Le autorità pubbliche sfruttavano inizialmente la curva per scegliere le combinazioni di inflazione e disoccupazione, facendo variare la domanda aggregata attraverso opportune politiche economiche. Queste combinazioni sono rese possibili da spostamenti della curva di domanda aggregata lungo la curva di offerta aggregata di breve periodo. Se la domanda aggregata di beni e servizi aumenta, maggiore è il PIL e più elevato è il livello generale dei prezzi. Quindi con politiche espansive della domanda aggregata si riduce la disoccupazione, ma così facendo si genera un tasso più elevato di inflazione. Al contrario, con politiche restrittive della domanda aggregata è possibile ridurre il tasso di inflazione, ma questo comporterebbe un più elevato tasso di disoccupazione. Non molti anni dopo, nel 1968, gli economisti Friedman e Phelps dimostrano che non esiste relazione tra inflazione e disoccupazione nel lungo periodo in quanto la curva di Phillips è perfettamente verticale in corrispondenza del tasso naturale di disoccupazione.

Tabella 2 Le principali teorie sull'inflazione

Teoria monetaria	un aumento nell'offerta di moneta comporta solo effetti monetari: l'inflazione.
Teoria keynesiana	un aumento dei prezzi è dovuto non solo dalla maggiore offerta di moneta, ma anche da un aumento della domanda in situazione di piena occupazione
La curva di phillips	un aumento della domanda aggregata di beni e servizi fa aumentare il PIL con conseguente innalzamento dei prezzi.

Negli anni in cui venivano formulate e validate queste ipotesi sull'inflazione, un aspetto di gran lunga sottovalutato era quello delle aspettative. Queste sono fondamentali in quanto i comportamenti degli operatori economici sono influenzati proprio dalle loro aspettative nel momento in cui devono prendere una decisione. Il primo a riconoscerne l'importanza è stato Arthur Cecil Pigou, esponendo come le aspettative derivano da fattori reali come i gusti delle persone, le innovazioni e le scoperte scientifiche oppure da altri fattori indipendenti. Dal suo intervento sulle aspettative altri economisti si sono soffermati a studiare il fenomeno: Keynes ha notato come

l'incertezza era l'elemento centrale sul quale gli operatori prendevano decisioni in grado di modificare l'orizzonte economico; Milton Friedman criticava invece il modello di Keynes sostenendo che assumeva l'esogeneità delle aspettative e quindi formulando la teoria delle aspettative razionali, secondo cui gli operatori economici sfruttano tutte le informazioni a loro disposizione per prendere decisioni senza commettere errori sistematici.

Sono stati formulati anche modelli di aspettativa in base al loro processo di elaborazione, ne esistono quindi due tipi:

1. backward looking, per cui il valore oggetto dell'aspettativa viene calcolato utilizzando serie storiche
2. forward looking, per cui il valore oggetto dell'aspettativa è frutto di stime prospettiche

Ciò che ha reso complesso il procedimento di analisi delle aspettative è la loro caratteristica principale: la natura soggettiva. *“Le aspettative sono la cerniera tra realtà “oggettiva” e decisioni degli operatori economici che la formano e modificano continuamente.”*¹

1.2 La misurazione dell'inflazione: principali indicatori

Uno degli obiettivi dell'Unione Europea è l'armonizzazione di norme, regimi e metodologie tra tutti gli Stati Membri, per assicurare la comparabilità tra i paesi. Così, l'introduzione della moneta unica ha creato l'esigenza di avere un proprio strumento di misurazione dell'inflazione per tutta la zona euro. Questo strumento si concretizza nei tre diversi indici dei prezzi al consumo prodotti dall'Istat: per l'intera collettività nazionale (NIC), per le famiglie di operai e impiegati (FOI) e l'indice armonizzato europeo (IPCA). Nonostante i tre indici siano calcolati con la stessa metodologia e si basino su un'unica rivelazione, questi differiscono tra loro. Il NIC e FOI si basano sullo stesso paniere, ma presentano pesi diversi, che sono attribuiti a ogni bene o servizio a seconda dell'importanza che questi rivestono nei consumi della popolazione di riferimento. In particolare, per il NIC la popolazione di riferimento è la popolazione presente sul territorio nazionale; è utilizzato dagli organi di governo come parametro di riferimento per la realizzazione delle politiche economiche. La popolazione di riferimento del FOI è l'insieme delle famiglie residenti che fanno capo a un operaio o un impiegato. L'IPCA utilizza la stessa popolazione di riferimento del NIC, ma

¹ Visco, I. (2009). Sul ruolo delle aspettative dell'economia di Keynes e quella di oggi. *Banca d'Italia*. [online]. Disponibile in: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2009/Visco_110309.pdf

si differenzia dagli altri due indici perché il paniere esclude, sulla base di un accordo comunitario, le lotterie, il lotto e i concorsi pronostici.

Troviamo ancora un'ulteriore differenziazione fra i tre indici, nel concetto di prezzo considerato: il NIC e il FOI considerano sempre il prezzo pieno di vendita. Al contrario, L'IPCA si riferisce al prezzo effettivamente pagato dal consumatore. Nel caso dei medicinali, ad esempio, gli indici nazionali considerano il prezzo pieno del prodotto, ma quello armonizzato europeo considera il prezzo rappresentato dalla quota effettivamente a carico del consumatore, il ticket. Inoltre, l'IPCA tiene conto anche delle riduzioni temporanee di prezzo (saldi e promozioni).

Tab 4: Principali indici dei prezzi

NIC	il NIC misura l'inflazione a livello dell'intero sistema economico; in altre parole considera l'Italia come se fosse un'unica grande famiglia di consumatori, all'interno della quale le abitudini di spesa sono ovviamente molto differenziate. Per gli organi di governo il NIC rappresenta il parametro di riferimento per la realizzazione delle politiche economiche
FOI	il FOI si riferisce ai consumi dell'insieme delle famiglie che fanno capo a un lavoratore dipendente (extragricolo). È l'indice usato per adeguare periodicamente i valori monetari, ad esempio gli affitti o gli assegni dovuti al coniuge separato
IPCA	l'IPCA è stato sviluppato per assicurare una misura dell'inflazione comparabile a livello europeo. Infatti viene assunto come indicatore per verificare la convergenza delle economie dei paesi membri dell'Unione Europea, ai fini dell'accesso e della permanenza nell'unione monetaria.
l'indice dei prezzi alla produzione dell'industria, mercato interno	indicatore mensile che misura le variazioni nel tempo dei prezzi che si formano nel primo stadio di commercializzazione. I prezzi si riferiscono ai prodotti industriali fabbricati da imprese (la cui attività

	economica prevalente riguarda le Sezioni B-E36 della NACE 2 e con stabilimenti di produzione situati sul territorio nazionale) venduti sul mercato italiano.
l'indice dei prezzi alla produzione dell'industria, mercato estero	indicatore mensile definito dalla media aritmetica ponderata degli indici dei prezzi calcolati nelle aree euro e non euro. Tale indicatore viene definito a partire dagli indici in base di calcolo di ciascuna componente di area e quindi riportato nella base di riferimento.
l'indice dei prezzi alla produzione dell'industria totale	indicatore definito dalla media aritmetica ponderata degli indici dei prezzi calcolati sui mercati interno ed estero (variabili STS 311 e 312); il peso di ciascuna variabile è un rapporto di composizione tra il peso assoluto della singola variabile e la somma dei pesi delle due variabili. Tale indicatore, per ogni livello di aggregazione, viene definito a partire dagli indici in base di calcolo di ciascuna componente (interno ed estero) e quindi riportato nella base di riferimento.
indice dei prezzi all'importazione, area euro	il prezzo rilevato per l'area euro è relativizzato alla media annua 2010. La media geometrica dei prezzi associati ad un prodotto produce gli indici elementari di prodotto, che sono aggregati in media aritmetica ponderata per fornire gli indici dei livelli di aggregazione superiori fino all'indice generale.
Indice dei prezzi all'importazione, area non euro	il prezzo rilevato per l'area non euro è relativizzato alla media annua 2010. La media geometrica dei prezzi associati ad un prodotto produce gli indici elementari di prodotto, che sono aggregati in media aritmetica ponderata per fornire gli indici dei livelli di aggregazione superiori fino all'indice generale.
Indice dei prezzi all'importazione, totale	calcolato come media aritmetica ponderata degli indici delle due aree di importazione. I pesi corrispondono ai pesi assoluti delle due aree.

Il livello dei prezzi può essere misurato ancora attraverso altri due tipi di indici: gli indici dei prezzi alla produzione dell'industria e gli indici dei prezzi all'importazione, che consistono in due indicatori mensili per l'area euro e non euro, più un indicatore totale. I primi misurano le variazioni nel tempo dei prezzi che si formano nel primo stadio di commercializzazione, riferiti a transazioni reali tra imprese, mentre i secondi valutano l'andamento nel tempo dei prezzi di prodotti importati per le due aree di riferimento.

1.3 L'inflazione: costi e benefici

Si crede che l'inflazione riduca il benessere, perché riduce il potere d'acquisto dei salari, ma questo pensiero spesso trascura il fatto che tutti i prezzi sono liberi di aggiustarsi, pareggiando gli squilibri. Eppure l'inflazione può comportare costi sociali, in due situazioni: quando l'inflazione è completamente anticipata, o attesa, oppure quando l'inflazione non è correttamente prevista, quindi inattesa. Se è prevista una variazione del tasso d'inflazione, gli operatori economici baseranno le loro decisioni di consumo, risparmio e investimento su questa previsione. In questo caso, i costi sociali degli individui saranno contenuti e preventivati.

Se, al contrario, l'inflazione non è prevista, gli operatori economici concluderanno operazioni di consumo, risparmio e investimento non ottimali per loro. Tra i costi sociali analizziamo il costo delle suole, il costo dei menù, l'illusione monetaria, le distorsioni fiscali e la volatilità dell'inflazione.

A causa del cosiddetto costo delle suole, gli individui convertono attività illiquide a mezzi liquidi, che si rivela un'operazione completamente improduttiva che comporta uno spreco di tempo e risorse. All'aumentare dell'inflazione, aumenta anche il numero di queste operazioni, che di conseguenza aumenta lo spreco.

Comprendiamo meglio il motivo per cui l'inflazione è un problema quando osserviamo il modo in cui i prezzi, liberi di aggiustarsi, non si adeguano immediatamente alle variazioni e sono più difficili da aggiustare, ad esempio i salari. Parliamo di prezzi vischiosi, che causano un'alterazione anche dei prezzi relativi, il che distorce le decisioni economiche degli operatori. In questo modo le risorse non sono allocate nel modo ottimale ed efficiente.

Ancora un altro problema, di alto grado sociale, è la difficoltà di aggiustamento delle leggi tributarie. Si parla di drenaggio fiscale quando si verifica una distorsione fiscale indotta dall'inflazione in presenza di imposte sul reddito progressive: l'inflazione fa slittare il contribuente ad uno scaglione di reddito nominale più alto, colpito da un'aliquota di imposta più elevata: a parità di reddito reale, si pagano più imposte.

Il problema è aggravato dal fatto che la normativa tributaria solitamente non prevede un adeguamento del carico fiscale all'inflazione. Per abbattere il rischio, quindi il costo, della volatilità dell'inflazione si potrebbe permettere l'emissione di titoli indicizzati sul mercato finanziario. Questo sistema permetterebbe di ottenere pagamenti corretti per l'inflazione.

Se l'inflazione non è completamente prevista, i costi associati riguardano la difficoltà nell'operare le scelte economiche, perché il sistema dei prezzi relativi diventa inaffidabile. Per questo, si dice che l'inflazione inattesa alimenta l'incertezza. Una soluzione è l'adozione di una politica economica mirata a limitare il più possibile il tasso di inflazione e cercare di renderlo prevedibile, per favorire l'allocazione ottimale delle risorse.

Vediamo adesso, come l'inflazione possa determinare anche alcuni benefici: attraverso il signoraggio, il governo emette titoli che verranno acquistati dalla Banca Centrale, che nel pagarli crea moneta. I ricavi ottenuti dal governo dalla creazione di moneta gli consentono di ridurre il prestito preso dal pubblico o di ridurre le imposte.

L'inflazione è sicuramente un beneficio per gli individui che percepiscono dei redditi variabili, come professionisti, artigiani e commercianti, i quali andranno a variare i compensi richiesti per le loro prestazioni o i prezzi dei beni ceduti in modo da adattarli al livello di inflazione.

In alcuni casi l'illusione monetaria costituisce anche un'argomentazione a favore di un tasso di inflazione positivo. Un altro beneficio (solitamente di breve termine) è quello ottenuto dall'imprenditore che acquista fattori produttivi ad un determinato prezzo in un periodo in cui non c'è inflazione o la variazione è trascurabile, e vende il prodotto ad un prezzo maggiore rispetto al solito, a causa dell'inflazione. Questo è a tutti gli effetti un guadagno speculativo, si parla di rendita da inflazione.

A vantaggio degli imprenditori vi è anche il fatto che l'acquisto delle materie prime avviene per mezzo di capitali presi a prestito e, come tutti i debitori, sono favoriti nei periodi di inflazione.

La situazione opposta all'inflazione, la deflazione, può dare l'iniziale impressione di essere qualcosa di buono, in quanto comporta una diminuzione dei prezzi. Tuttavia un calo continuo e prolungato, che non sia connesso a miglioramenti della produzione non è assolutamente positivo. La contrazione della domanda aggregata innesca una spirale di riduzione dei prezzi, il prezzo scende continuamente, e questa sembra l'unica soluzione possibile agli occhi di cerca di stimolare l'acquisto.

Per bilanciare questa contrazione, risposta comune delle aziende è il taglio dei costi delle materie prime, del lavoro, comprimere i finanziamenti, che a sua volta contrae la domanda aggregata. La stessa situazione la possiamo riscontrare nel settore delle finanze pubbliche.

Le entrate fiscali dello Stato si riducono dopo una diminuzione dei redditi e della spesa, ma il debito pubblico va comunque rimborsato. La conseguenza potrebbe essere, per esempio, che lo Stato si veda costretto a tagliare la spesa pubblica per infrastrutture e sanità.

Tab 5: costi e benefici dell'inflazione

costi	benefici
costo delle suole: l'aumento del tasso di inflazione genera un maggior tasso di interesse nominale e gli individui preferiscono detenere più liquidità	signoraggio
costo dei menù: Costo rappresentato dalla necessità di aggiornare continuamente i listini dei prezzi a causa dell'inflazione	potrebbe comportare tassi reali negativi
illusione monetaria: confusione tra grandezze nominali e quelle reali	illusione monetaria
distorsioni fiscali: Un maggiore tasso di inflazione determina una maggiore imposta.	rendita da inflazione
volatilità dell'inflazione: Una maggiore inflazione associata ad un'inflazione più variabile. Le attività finanziarie sono più rischiose.	redditi variabili permettono di aggiustare i compensi all'inflazione
redistribuzione arbitraria della ricchezza	
inflazione inattesa alimenta l'incertezza	

Esistono, però, anche aspetti positivi della deflazione, almeno finché essa è limitata e temporanea. Il calo dei prezzi aumenta il potere di acquisto dei redditi, il quale può essere sfruttato dai consumatori con temporaneo sollievo.

CAPITOLO 2

L'inflazione durante la crisi finanziaria globale e la pandemia di COVID-19

2.1 Andamento dell'inflazione durante la crisi finanziaria globale negli Stati

Uniti e nell'area euro

Nella prima metà del 2007, i mercati finanziari erano caratterizzati da elevata volatilità; cresceva il timore che le perdite delle banche, rese ancora più incerte nell'entità e nella distribuzione per la difficoltà di identificare e calcolare correttamente il rischio connesso a strumenti di credito strutturato meno liquidi, potessero destabilizzare istituzioni finanziarie di importanti dimensioni. La tensione nei mercati interbancari era sostenuta dalla percezione di un elevato rischio di controparte, un caso particolare di rischio di credito, e dalla forte domanda di liquidità da parte intermediari che cercavano di operare con precauzione. Così le banche centrali statunitensi effettuavano interventi per aumentare l'offerta di liquidità, contenendo le tensioni senza riuscire a scioglierle del tutto. Nel mese di settembre, la crisi si è aggravata, il Tesoro ha deciso di sottoporre due agenzie statunitensi specializzate nella cartolarizzazione dei mutui ipotecari (FNMA e FHMLC) alla procedura dell'amministrazione controllata. Soprannominate Fannie Mae e Freddie Mac, queste due agenzie non riuscivano dall'estate del 2008 a collocare i propri titoli obbligazionari nei mercati finanziari, a causa di consistenti perdite che registravano dallo scoppio della crisi. Il Tesoro statunitense siccome comprendeva bene la rilevanza delle due agenzie, che avevano finanziato la maggior parte dei mutui residenziali concessi negli Stati Uniti, si impegnavano a sottoscrivere capitale fino a 100 miliardi di dollari ciascuna. Il dissesto della Lehman Brothers nella metà del settembre 2007 ha peggiorato ulteriormente le condizioni dei mercati finanziari internazionali. Gli scambi si sono rarefatti pregiudicando la stabilità di altri grandi istituti, come quando la Riserva Federale è intervenuta sostenendo il gruppo AIG (American International Group) con un prestito di 85 miliardi di dollari e di 38 miliardi di dollari il mese successivo. Ormai non c'era modo di mantenere in piedi le altre grandi istituzioni, che una ad una sono fallite consolidando il mercato bancario: sono scomparse importanti certezze dei mercati statunitensi come Washington Mutual, la Merrill Lynch

acquistata da Bank of America; abbiamo osservato la trasformazione della Goldman Sachs e Morgan Stanley in gruppi bancari per poter essere supportati dai programmi della Riserva Federale.

Per comprendere meglio la situazione creatasi basta osservare le variazioni del PIL nell'economia statunitense nel biennio 2007-2008, soffermandosi sugli andamenti trimestrali di quest'ultimo: nel 2007 il PIL equivale al 2,0% e cala allo 0,9% nel primo trimestre dell'anno successivo. Sarà il terzo e il quarto trimestre del 2008 il momento in cui si risconteranno gli effetti della crisi. Il prodotto crolla prima ad un valore pari a -0,5% e poi a -6,3% per poi recuperare lievemente qualche punto percentuale nel primo trimestre dell'anno successivo ancora. L'inflazione segue un andamento meno drastico del PIL. L'indice dei prezzi al consumo statunitense registra un tasso del 3,8% per il 2007, che subirà una variazione in aumento nei primi due trimestri dell'anno successivo raggiungendo valori del 4,1 e 4,4 per cento. Nel terzo trimestre l'inflazione raggiunge il 5,3% quando il PIL registrava già variazioni negative, per poi diminuire repentinamente all'1,6%.

Figura 1: Andamento dell'inflazione negli Stati Uniti dal 2008 al 2020



Fonte: Trading Economics, <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>

Questo andamento nei quattro trimestri del 2008, prima di crescita e poi di crollo, era dovuto all'elevata incertezza che aveva spinto le famiglie ad accantonare gran parte delle agevolazioni fiscali erogate tra il quarto e il sesto mese dell'anno. Per questo nei due trimestri successivi, a causa

del calo della ricchezza netta, del deterioramento del mercato del lavoro e della scarsa disponibilità di credito le economie mondiali registravano variazioni negative.

Le società non finanziarie hanno provato a compensare la riduzione della disponibilità di credito bancario con una continua emissione di obbligazioni; dall'altro lato la contrazione degli investimenti nel mercato immobiliare non si arrestava, proseguendo ad un ritmo elevato (sfiorando il -20,8%) e pesando sul prodotto interno lordo. Il ciclone "crisi" aveva colpito anche l'occupazione, contando quasi 2 milioni di unità che avevano perduto il posto, come riportano i dati alla fine del 2008, per poi raggiungere le 2,7 milioni di unità nei primi mesi del 2009. Il tasso di disoccupazione infatti era passato dal 4,9% al 7,2% in un solo anno, raggiungendo l'8,9% in aprile 2009. La prima risposta della Federal Reserve era abbassare il tasso di interesse sui federal funds, le riserve obbligatorie, liquide, che le banche detengono presso la banca federale statunitense. La variazione nei primi quattro mesi del 2008 era di 2,25 punti percentuali passando dal 4,25% al 2,0% ma solo dopo qualche mese, in dicembre, il tasso dei federal funds era quasi nullo aggirandosi tra lo 0% e lo 0,25%. La decisione era supportata dalla previsione dell'evoluzione del quadro congiunturale nel lungo termine. Altre azioni intraprese sempre dalla Federal Reserve riguardavano i finanziamenti per famiglie e imprese, più precisamente erano previste misure per ridurre notevolmente i costi dei finanziamenti, come acquisti di titoli che derivavano dalla cartolarizzazione di mutui ipotecari e acquisti di titoli del Tesoro di media/lunga scadenza per un totale di 300 miliardi.

Tornando alla situazione delle abitazioni, la crisi era iniziata nel 2006, ma nel 2008 si era intensificata e l'indice mensile che misura il valore delle abitazioni, l'indice Case-Shiller riportava un calo vicino al 20% e nei primi mesi del 2009, lo stesso indice risultava il 32% più basso rispetto al valore di qualche anno prima. Questo ribasso era aspettato, in quanto le quotazioni dei contratti a termine prevedevano una riduzione di prezzi per tutto il 2009. Segue che il prezzo delle abitazioni si era "sgonfiato", le case non erano più associate a valori di gran lunga sopravvalutati, il che era osservabile data la convergenza del valore rilevato dal rapporto tra il prezzo delle abitazioni e gli affitti e il rapporto di equilibrio, una misura stimata attraverso il "costo d'uso" di un'abitazione.

Il noto problema dei subprime può essere osservato quando nel 2008 cresceva il numero delle procedure esecutive avviate sui mutui concessi, chiamate foreclosures nel mercato statunitense, ovvero azioni attraverso cui il creditore (quindi in questo caso le agenzie che

concedevano i mutui) può rimborsare il valore del prestito attraverso la vendita della cosa prestata (quindi in questo caso l'immobile). L'avvio di queste procedure esecutive era causato prima dalla difficoltà che avevano i mutuatari a sostenere gli oneri per le prospettive di reddito che di certo non miglioravano, poi dal calo dei prezzi delle abitazioni. Il rapporto che mette in relazione il numero di abitazioni invendute e il numero di transazioni realizzate continuava a rimanere a livelli elevati mai registrati, infatti le attese dei prezzi prevedevano una continua riduzione che insieme alla contrazione dei finanziamenti per l'acquisto di case riducevano il numero di transazioni effettuate. Addirittura il 20% dei mutuatari, a causa del continuo calo dei prezzi, dovevano rimborsare un debito residuo che superava il valore dell'abitazione. Il Tesoro nel 2009 aveva stimato che le famiglie a rischio procedure esecutive erano quasi 6 milioni, e ha agito di conseguenza con l'obiettivo di ridurre il peso dell'ammortamento sul reddito dei cittadini. Il piano era chiamato "Homeowner Affordability and Stability Plan" e consisteva in un duplice braccio risolutivo: da un lato c'era la possibilità di rinegoziare tassi d'interesse più bassi, rendendo più flessibili i requisiti di accesso al rifinanziamento presso le due grandi agenzie di finanziamento statunitensi di cui abbiamo già parlato (FNMA e FHMLC), dall'altro il piano permetteva di rinegoziare il valore del debito verso gli istituti tale da ridurre l'onere a carico dei mutuatari, attraverso incentivi economici e prendendo una percentuale delle rate di ammortamento a carico del Tesoro stesso.

L'onda d'urto scatenata dai mercati statunitensi si è propagata in poco tempo anche in Europa e nel resto del mondo; gli indici azionari hanno vissuto un periodo di eccezionale volatilità, soprattutto durante l'autunno, quando la riduzione corrispondeva ad un valore tra il 40 e il 50 per cento. L'inflazione corrente e quella attesa si riducevano di conseguenza riflettendo il dissesto del quadro congiunturale. I mercati monetari non disponevano più di grandi liquidità, rendendo difficile il finanziamento per gli intermediari, e quindi per le società non finanziarie, in quanto questi rappresentavano una stabile fonte di credito.

Il clima di sfiducia delle imprese e dei consumatori ha accompagnato le condizioni deteriorate dei mercati internazionali e gli effetti delle riduzioni dei prezzi immobiliari e delle azioni come l'indebitamento netto. In queste condizioni straordinarie le banche centrali e i governi di tutto il mondo stavano adottando misure altrettanto straordinarie, in un tentativo di ripristinare o perlomeno recuperare in parte la stabilità finanziaria. Verso la fine del 2008, negli ultimi due trimestri, la maggior parte delle economie sviluppate stava entrando in una fase di recessione il cui peso sui singoli paesi differiva in base agli squilibri che ciascuno registrava esternamente e

internamente e il cui effetto si risentiva maggiormente nelle economie aperte, le quali hanno vissuto un rapido rallentamento della crescita. Così i prezzi delle materie prime erano altamente instabili e l'inflazione rifletteva questo fenomeno a livello mondiale, soprattutto per la prima metà del 2008, quando il valore annuo si aggirava intorno al 4,8% nei paesi membri dell'OCSE a causa di un innalzamento dei prezzi dei prodotti energetici e alimentari. Invece nei paesi definiti emergenti, le spinte inflazionistiche si sono risentite maggiormente siccome i prezzi dei prodotti alimentari pesano di più nel paniere dei consumi, anche se poi alla fine del 2008 i tassi dell'inflazione a livello mondiale sono calati a seguito di una correzione dei prezzi delle materie prime e quindi del rallentamento dell'economia mondiale. Questo rallentamento è stato evidente anche nel mercato del petrolio, dove il prezzo di un barile si aggirava intorno ai quaranta dollari statunitensi, causando un brusco calo del tasso di inflazione annuo per i paesi dell'OCSE fino all'1,5%.

I dati della BCE del 2008 riportano un'inflazione complessiva misurata sull'indice IAPC del 3,3%, quindi un tasso più alto rispetto agli anni precedenti quando era intorno al 2,2% ma comunque più alto rispetto all'obiettivo della banca centrale. La rilevazione così alta del 2008 è causata da due andamenti decisamente non paralleli dell'indice, anzi addirittura contrapposti per periodi. Le variazioni percentuali sui dodici mesi dei prezzi alimentari e dei beni energetici dal 2003 alla fine del 2008 hanno seguito due percorsi nettamente diversi. Soffermendosi sulle rilevazioni del 2006, quando i primi accenni di crisi si stavano diffondendo, i prezzi dei beni energetici crollano completamente ad un valore prossimo se non inferiore allo zero; dall'altro lato i prezzi alimentari aumentano nel corso dell'anno di circa quattro punti percentuali per poi rimanere pressoché stabili per tutta la durata della crisi.

Dal 2006 alla fine del 2008 invece, i prezzi dei beni energetici crollano, si impennano vertiginosamente per poi di crollare di nuovo: negli ultimi mesi del 2006 e per la maggior parte del 2007 i prezzi seguono un andamento altalenante, con massimi e minimi che sfiorando rispettivamente il 3% e lo 0% convergono verso lo zero. L'indice complessivo IAPC misura una variazione percentuale del 3% in corrispondenza della scalata vertiginosa dei prezzi dei beni energetici, superando di qualche punto base il 12% nella metà del 2008

Come abbiamo detto prima, la seconda metà del 2008 è stata l'arrivo della recessione per le economie mondiali, e l'indice dei prezzi al consumo riflette chiaramente questo avvenimento. Se

dopo i primi due trimestri l'indice misurava il 12%, alla fine dell'anno lo stesso indice raggiungeva un valore massimo del 4

Il contesto della crisi ha avuto impatto con forti spinte anche sul mercato del lavoro. Il costo del lavoro per unità di prodotto si è innalzato nella prima metà del 2008 provocando timori che effetti “collaterali” avrebbero colpito il mercato a breve. In quel periodo l'inflazione era caratterizzata da un'alta volatilità a causa dei livelli altrettanto volatili di alcune materie prime, e poi delle materie prime energetiche che hanno subito un aumento frenetico dei prezzi. Come abbiamo osservato, negli ultimi due trimestri del 2008 l'economia ha attraversato un periodo di contrazione, riappacificando in parte le preoccupazioni, le percezioni e le aspettative di inflazione. L'incatenarsi all'andamento dei prezzi mondiali di molte materie prime ha favorito il fenomeno di sgonfiamento a cui l'economia mondiale ha assistito alla fine dell'anno.

Figura 2: Andamento dell'inflazione nell'Unione Europea dal 2008 al 2020



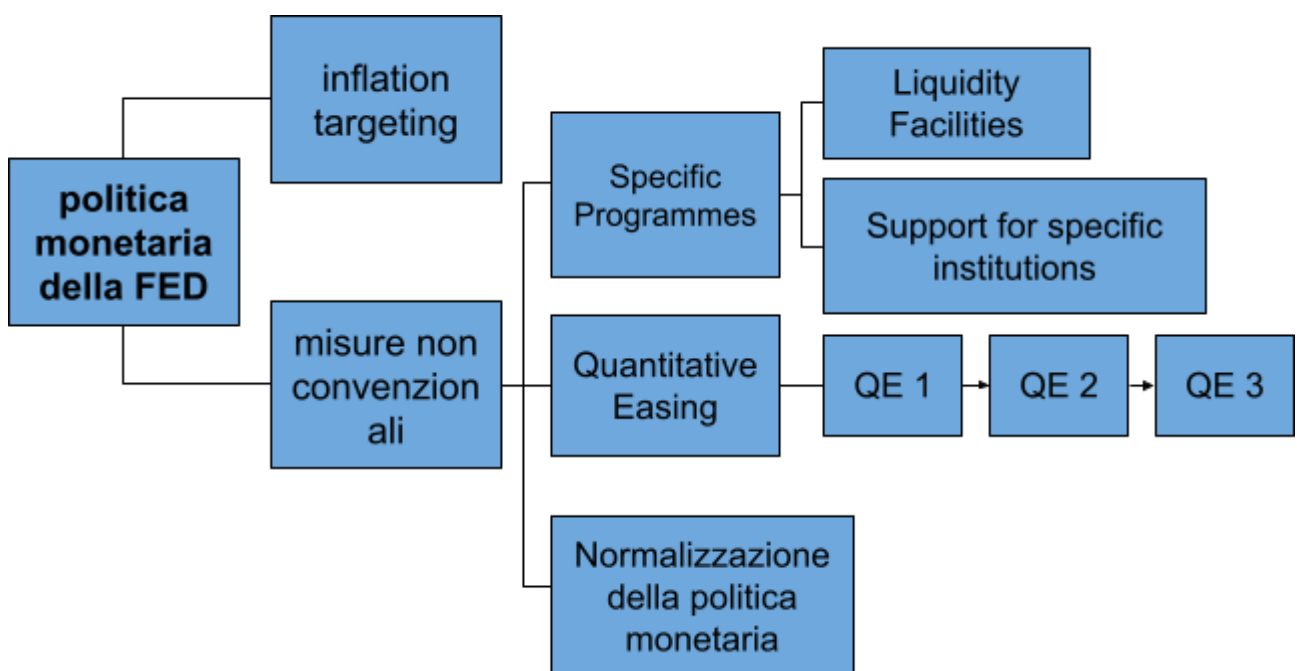
Fonte: Trading Economics, <https://tradingeconomics.com/european-union/inflation-rate>

2.2 La politica monetaria della FED durante la crisi finanziaria globale

La Federal Reserve gode di un'elevata indipendenza, ad essa è riconosciuta la facoltà di definire gli strumenti e gli obiettivi di politica monetaria e l'autonomia patrimoniale, il che la rende autosufficiente. Non genera proventi con le proprie attività, e questo reddito che ottiene rappresenta un vantaggio rispetto ad altri enti governativi, in quanto non è soggetta al processo di stazionamento fondi controllato dal Congresso. Inoltre non dipende dal controllo amministrativo del Congresso.

Durante la crisi finanziaria, la FED è stata la prima banca ad essere coinvolta, dato che la bolla è esplosa inizialmente proprio all'interno del mercato finanziario degli USA. Come la BCE, la banca centrale statunitense si è trovata costretta ad adottare una politica monetaria diversa rispetto a quella di ordinaria amministrazione. La crisi finanziaria, ha portato sconvolgimenti significativi 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 sia la banca centrale statunitense, la FED, che la banca centrale europea, BCE.

Figura 3: La politica monetaria della Federal Reserve durante la crisi finanziaria globale



Per il periodo di tempo che va dal 2007 al 2009, La FED ha combattuto lo scoppio della crisi dei mutui subprime con l'adozione, come abbiamo accennato, di misure non convenzionali. La prima misura sono stati gli *Specific Programmes*, realizzati attraverso un allargamento delle operazioni *Discount Window Lending* e avevano l'obiettivo di soccorrere banche e intermediari finanziari in stato di necessità. Questi programmi sono stati attuati per un periodo limitato di tempo, tutte le iniziative, infatti, sono terminate nel mese di febbraio 2010. È importante però riconoscere la relativa lunghezza temporale di queste operazioni, che solitamente si traducono in prestiti *overnight* o a breve termine. Nello specifico, la *Discount Window Lending* 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, un *discount rate*. L'accesso alla linea di credito viene stabilito da regole del Board of Governors, uno dei due organi della banca centrale statunitense, e i prestiti sono erogati a tassi di interesse imposti dalle Reserve Banks e successivamente approvati dallo stesso Board. Le istituzioni prendono in prestito sulla base del livello del tasso collegato al prestito e sulla base delle loro esigenze di liquidità, mentre gli istituti finanziari utilizzano questo tipo di credito se le condizioni del mercato sono tali da avvicinare il *federal funds* al discount rate. Infatti, una modifica del discount rate può influenzare la convenienza delle istituzioni bancarie di accedere al *Discount Window* per ottenere le riserve di cui hanno bisogno. Attraverso le variazioni di questo tasso quindi, si può influenzare la quantità di moneta in circolazione.

Gli *Specific Programmes* comprendevano:

1. *Liquidity Facilities*: sei programmi rivolti a determinate categorie di attori economici (istituzioni finanziarie) che potevano beneficiare dei prestiti su richiesta. I programmi hanno concesso liquidità alle banche, ai cosiddetti primary dealers e agli emittenti di carta commerciale
2. *Support For Specific Institutions*: programmi che avevano come obiettivo il supporto ad istituzioni in difficoltà, come Bear Stearns; AIG, Citigroup e Bank of America.

La Federal Reserve a marzo 2008 ha istituito il PDCF, sigla per Primary Dealer Credit Facility, in risposta alle condizioni critiche del mercato dei fondi a brevissimo termine "triparty repurchase agreement" e alle pressioni a cui erano esposti i cosiddetti "primary dealers", le istituzioni che cooperano con la Federal Reserve il cui ruolo principale è immettere liquidità nei mercati

statunitensi. Questo programma era stato avviato per ristabilire la corretta operatività dei mercati finanziari con lo specifico obiettivo di facilitare il finanziamento degli operatori nei mercati degli strumenti finanziari da parte proprio dei primary dealers. Il modo in cui operava il Credit Facility del 2008 a supporto dei primary dealers può essere paragonato al modo in cui la Federal reserve concedeva fondi di finanziamento attraverso la finestra di sconto in quanto il procedimento è simile, perché consiste in depositi *overnight*, “uno dei tipi principali di depositi interbancari, quei depositi che, anziché essere fatti da un cliente ad una banca, sono fatti da una banca ad un'altra o alla banca centrale. Le banche che effettuano tali depositi investono a brevissima scadenza le loro eccedenze di liquidità, mentre le banche che li ricevono possono supplire a temporanee carenze, le une e le altre derivanti da squilibri nella distribuzione delle riserve libere”². Così il programma è riuscito a migliorare le condizioni del mercato finanziario offrendo liquidità ai primary dealers quando non c'erano modo, neanche in altri mercati, di ricorrere a finanziamenti; attraverso il sistema che abbiamo spiegato, il Board of Governors, date le condizioni straordinarie, ha autorizzato la banca federale di New York a fornire supporto a istituzioni come Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch e filiali di Citigroup.

I programmi di *Liquidity Facilities* sono certamente stati più numerosi e quantitativamente più importanti, con una spesa che si aggira intorno ai 1138 miliardi di dollari. Di gran lunga più efficiente però, è stato il *Support for Specific Institutions* che ha permesso la risoluzione della situazione critica evitando il totale collasso del sistema finanziario con investimenti totali di circa 312 miliardi di dollari.

La FED durante i primi anni della crisi ha deciso di supportare tutte quelle istituzioni che, nonostante non fossero qualificabili per ricevere finanziamenti diretti in quanto non erano banche commerciali, avevano un importante ruolo nei mercati che in quel momento si stavano disintegrando. Riconosceva l'impatto che l'economia avrebbe sentito se uno di questi istituti fosse fallito. Nel capitolo precedente abbiamo accennato i fallimenti e le acquisizioni che sono avvenuti nel 2008, in questo paragrafo vedremo come la Federal Reserve ha rivestito il ruolo di protagonista attraverso il suo programma. Innanzitutto la banca Federale di New York ha svolto una funzione di supporto nell'acquisto della banca di investimento Bearn Stearns da parte di JPMorgan Chase nella primavera del 2008. La Bearn Stearns prima dell'acquisizione aveva attività per 400 miliardi di

² Wikipedia (2020) Overnight. *Wikipedia*. [online]. Disponibile in: <https://it.wikipedia.org/wiki/Overnight>

dollari ma le sue condizioni finanziarie sono peggiorate da gennaio 2008 in appena due mesi, fino al giorno in cui è stata costretta a notificare la Federal Reserve del fatto che nel giro di un giorno avrebbe finito le risorse di liquidità necessarie a raggiungere i target fissati dal sistema federale, e che non sarebbe riuscita a trovare fonti di finanziamento alternative. A questo punto l'autorizzazione della banca centrale ha permesso alla FRBNY (la banca federale di New York) di finanziare l'istituto attraverso la JPMC con un prestito di 12.9 miliardi di dollari garantito da attività e strumenti finanziari valutati a 13,8 miliardi di dollari. Se il prestito è stato effettuato venerdì 14 marzo 2008, solo domenica 16 marzo la situazione era già peggiorata a causa delle crescenti pressioni sul mercato: la soluzione più razionale è stata allora l'acquisizione della Bear Stearns da parte della JPMorgan Chase. Ancora importante è stata la funzione della banca federale di New York che attraverso una società creata appositamente per la critica situazione, la Maiden Lane LLC, ha acquistato prodotti finanziari illiquidi della Bear Stearns per un valore di 30 miliardi di dollari. Il contratto dell'acquisizione in questione prevedeva anche l'ulteriore prestito di 1 miliardo di dollari alla FRBNY da parte della JPMC per rimborsare in parte i precedenti prestiti.

A metà del 2008 la compagnia AIG aveva attività per circa 1 trilione di dollari ma date le condizioni disastrose dei mercati nel mese di settembre, molti operatori cominciarono a fare pressione sulla compagnia pretendendo garanzie aggiuntive. Tuttavia nel corso degli anni, l'AIG aveva stipulato contratti di credit default swap, quindi di passaggio del rischio, e in quel momento non poteva rispondere alle esigenze dei propri clienti senza un concreto aiuto. Qui interviene allora la banca federale di New York, il 16 settembre 2008, attraverso un finanziamento del gruppo assicurativo in questione, prevedendo che il Dipartimento del Tesoro USA avrebbe ottenuto il 79.9% delle partecipazioni di AIG attraverso fondi del programma di "pulizia degli asset" TARP.

Leggermente diversa è stata l'esperienza della banca d'investimento Lehman Brothers. Prima della bancarotta sono intervenuti i leader di molte istituzioni finanziarie, convocati dalla FED, il Tesoro e la SEC, nel tentativo di trovare una soluzione attraverso finanziamenti privati ma senza trovare un accordo. Lunedì 15 settembre 2008 la banca fallisce. L'intervento della Federal Reserve in questo caso è stato indiretto, ovvero una società controllata dalla Lehman aveva ricevuto prestiti per 18,5 miliardi di dollari, come previsto dal programma di supporto e ancora altri 28 miliardi di dollari grazie al programma PDCF di cui abbiamo parlato anche prima.

Anche per il caso Citigroup la FED, il Tesoro e la Federal Deposit Insurance Corporation si sono fatte avanti per supportare l'organizzazione rimasta incastrata nei titoli tossici CDO, con attività per circa 306 miliardi di dollari. Perciò il Governo statunitense si è impegnato a fornire protezione finanziaria in caso di notevoli perdite improvvise in cambio di partecipazioni con dividendi all'8% assegnate al Tesoro, che nel frattempo aveva contribuito con un investimento di 20 miliardi di dollari nel gruppo bancario sfruttando i fondi previsti dal programma TARP. Un anno dopo, nel 2009, Citigroup ha aderito all'accordo con la FED, il Tesoro e la FDIC per cui i finanziamenti sarebbero cessati. La banca federale di New York ha quindi ricevuto 50 milioni di dollari dalla banca d'investimento.

Infine Bank of America, che aveva acquisito Merrill Lynch a fine 2008, accogliendo però un enorme portafoglio contenente soprattutto titoli associati ai mutui. Ancora una volta la FED, il Tesoro e la FDIC hanno collaborato in favore della banca per fornire supporti monetari attraverso un programma di "protezione" contro attività a rischio dal valore di 118 miliardi di dollari, molte delle quali provenivano proprio dall'acquisizione recente. Nel mese di settembre 2009 la banca in crisi decide di recedere dal piano di supporto, pagando un corrispettivo di 425 milioni di dollari.

Il Board of Governors della FED decide di cambiare strategia quando i dati negativi sull'economia reale suggeriscono l'adozione di una politica più efficiente. Da qui i tre programmi di Quantitative Easing messi in pratica tra il 2008 e il 2014 dal Federal Open Market Committee (FOMC). A novembre 2008 il FOMC annuncia il primo round del QE, ovvero l'acquisto in massa di obbligazioni di organizzazioni operanti nel settore immobiliare, da parte della FED. Sono state acquistate obbligazioni dirette per 100 miliardi di dollari e MBS per 500 miliardi di dollari con l'obiettivo di ridurre i costi e accrescere la disponibilità di credito per l'acquisto di case. A marzo 2009 il FOMC annuncia l'espansione del programma, realizzando l'acquisto di MBS per un totale di 1,25 trilioni di dollari e 200 miliardi di titoli di agenzie federali per aumentare il supporto al settore immobiliare. Per incentivare anche il mercato bancario privato il FOMC annuncia l'acquisto di titoli di stato per 300 miliardi di dollari. Il primo round di QE ha avuto effetti positivi sul bilancio anche se questo non presenta una notevole espansione a livelli quantitativi. Più che altro il programma è riuscito a cambiare la sua composizione "alleggerendo" il bilancio: i prestiti che avevano un grande peso, con circa 1253 miliardi di dollari, sono passati a 142,5 miliardi di dollari, corrispondendo al solo 6,2% del totale bilancio invece del precedente 65,9%. Le Open Market

Operations hanno invece assunto un peso maggiore, passando da 588 miliardi a 2042,7 miliardi di dollari, quindi arrivando a rappresentare l'88,7% del bilancio. Le operazioni della politica monetaria attuata hanno inoltre accresciuto i depositi delle istituzioni, quindi le riserve bancarie, superando per la prima volta il valore del circolante.

Figura 4a e 4b: versione semplificata della composizione del bilancio della Federal Reserve prima e dopo il programma Quantitative Easing³

Nonbank entity		Bank		Federal Reserve	
A	L + E	A	L + E	A	L + K
S_N	L_N	S_B	D_B	S_F	R
D_N	E_N	LN_B	E_B		C
		R			K

A = assets; L = liabilities; E = equity; K = capital;
S = securities; D = deposits; LN = loans; R = reserves; C = currency

Nonbank entity		Bank		Federal Reserve	
A	L + E	A	L + E	A	L + K
$S_N - \$1$	L_N	S_B	$D_B + \$1$	$S_F + \$1$	$R + \$1$
$D_N + \$1$	E_N	LN_B	E_B		C
		$R + \$1$			K

A = assets; L = liabilities; E = equity; K = capital;
S = securities; D = deposits; LN = loans; R = reserves; C = currency

Fonte: Federal Reserve, <https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2015/files/2015047pap.pdf>

Essendo ancora molto lontani dagli obiettivi posti dalla FED, la strategia viene ricalibrata ancora una volta, quando ad agosto 2010 il FOMC, data la scadenza dei titoli delle agenzie federali e degli MBS che possedeva, annuncia che avrebbe reinvestito i proventi di quegli stessi titoli in titoli di stato, per mantenere la quota detenuta in portafoglio. A novembre 2010 inizia la realizzazione del

³Jane E. Ihrig, Ellen E. Meade, and Gretchen C. Weinbach (2015). Monetary Policy 101: A Primer on the Fed's Changing Approach to Policy Implementation. *Federal Reserve*. [online] p.8-24. Disponibile in: <https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2015/files/2015047pap.pdf>

secondo round del QE , con l'acquisto di titoli di stato a lungo termine. Il programma sarebbe durato fino a giugno 2011 comportando una spesa totale di 600 miliardi di dollari. Logicamente l'effetto è stato un aumento del portafoglio della FED sia nelle passività che nelle attività di una cifra pari alla spesa totale del programma in corso, modificando anche stavolta la composizione del bilancio. Alla fine del secondo round del QE, il bilancio della FED corrispondeva a 2642,5 miliardi di dollari, una crescita del 29,4% in 8 mesi e il FOMC, come l'anno precedente dichiara il reinvestimento dei proventi per mantenere stabile la dimensione del portafoglio della Federal Reserve.

Da settembre 2011 per tutto il 2012, il FOMC annuncia l'attuazione di un programma intermedio ai round di Quantitative Easing chiamato Maturity Extension Program, anche denominato Operation Twist perché prevedeva uno swap dei titoli di stato a breve termine non superiori a tre anni con quelli a più lungo termine, con scadenza compresa tra i 6 e i 30 anni. Si concretizzava quindi nell'acquisto di titoli a lunga scadenza per 667 miliardi di dollari e la simmetrica vendita di titoli a breve scadenza. L'obiettivo era quello di ridurre la pressione sui tassi di interesse a lungo termine per aiutare inoltre le condizioni del mercato finanziario e immobiliare.

Il terzo round di Quantitative Easing è stato realizzato nel 2012 perché nonostante l'economia fosse in lieve ripresa, il tasso di occupazione era lontano dal livello pre crisi, circa 8%. Sempre dopo una riunione del FOMC, il 13 settembre 2012 è stato annunciato l'acquisto di altri MBS per una cifra di 40 miliardi di dollari al mese e da dicembre 2012 il parallelo acquisto di titoli a lunga scadenza per 45 miliardi di dollari al mese. Quindi per un totale di ben 85 miliardi di dollari al mese, il terzo round del QE era caratterizzato dall'assenza di un tetto di spesa e di un termine e la FED continuava ad acquistare asset fino a che le previsioni sul mercato del lavoro non avessero mostrato un chiaro punto di flessione, segnale di ripresa e si sperava, di stabilità del tasso di inflazione.

Esattamente un anno dopo, a dicembre 2013 la Federal Reserve inizia il piano "tapering", o meglio rallenta l'operazione di Quantitative Easing, riducendo gradualmente il volume e la velocità di acquisto di asset fino ad ottobre 2014 quando è stata annunciata la terminazione del programma. In quel momento il bilancio della FED era pari a 4486,7 miliardi di dollari, una cifra quasi cinque volte tanto quella risultante nel bilancio del 2007, pari a 900 miliardi. La composizione era rimasta quasi uguale: all'attivo troviamo i titoli di stato per 2462 miliardi di dollari e quelli delle MBS per

1718 miliardi. Dato da non sottovalutare era la quasi scomparsa dei prestiti che erano terminati negli anni precedenti. Nella colonna delle passività le voci principali erano due: il circolante e le riserve bancarie, che in soli sette anni sono passate da circa 15 miliardi di dollari a 2610 miliardi nel 2014.

Figura 5: Una versione semplificata del bilancio della FED degli anni 2007 e 2014⁴

Before: August 8, 2007				After: December 24, 2014			
Assets		Liabilities		Assets		Liabilities	
Securities	791	Reserve balances	14	Securities	4,247	Reserve balances	2,610
Other assets	78	Currency	777	Other assets	262	Currency	1,294
		Other	45			Other	548
		Capital	34			Capital	57
Total	869	Total	869	Total	4,509	Total	4,509

Fonte: Federal Reserve, <https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2015/files/2015047pap.pdf>

Se da un lato era stata annunciata la conclusione del Quantitative Easing, dall'altro la FED manteneva le politiche di reinvestimento dei titoli delle agenzie federali, del Tesoro e degli MBS tramite aste, che permettevano la realizzazione di una politica di credito, con l'obiettivo di stabilizzare il sistema finanziario. Il piano della politica di reinvestimento prevedeva un bilancio stabile della FED, intorno ai 4500 miliardi di dollari e in effetti dal 2014 questo valore è pressoché rimasto invariato, mentre le condizioni macroeconomiche miglioravano, il tasso d'inflazione si stabilizzava e il PIL continuava a crescere. La Federal Open Market Committee, nel mese di settembre 2014 pubblica un documento: "Policy Normalization Principles and Plans" che delineava la politica monetaria degli anni a venire punto per punto. Nella parte introduttiva del documento il FOMC spiega come la prevista "normalizzazione" si sarebbe basata sulle prospettive economiche, che avrebbero permesso un rialzo dei federal funds rate, se risultate positive. Il tasso federale

⁴cfr. nota 3

sarebbe variato attraverso aggiustamenti dell'Interest On Excess Reserve, ovvero quell'indice posto sulle riserve bancarie in eccesso e attraverso l'utilizzo di RRA a supporto del sistema di controllo del tasso sui federal funds. Avrebbe inoltre ridotto gli asset che non erano titoli di stato, delle agenzie federali e degli MBS. Con l'elezione della prima presidente della FED, Janet Yellen, la FED ha continuato ad attuare le politiche di disponibilità di credito siccome la situazione macroeconomica sembrava stabile e non richiedeva altri interventi straordinari.

Il primo punto del piano di normalizzazione si concretizza a dicembre 2015 quando il tasso di interesse obiettivo dei federal funds viene alzato di 25 punti base, con un range più ampio compreso tra 0,25 e 0,50 per cento.

L'operazione è stata attuata attraverso un rialzo del tasso di interesse sulle riserve richieste e in eccesso di un valore uguale al tasso sui fed funds, quindi 25 punti base. Il tasso obiettivo si è di conseguenza alzato dallo 0,15 allo 0,37 per cento in un solo giorno.

Un ruolo importante l'hanno avuto anche gli Overnight RRP, definiti *“a transaction in which the Desk sells a security to an eligible counterparty with an agreement to repurchase that same security at a specified price at a specific time in the future”*⁵, attraverso cui la FED riesce a modificare il tasso dei fed funds. Questo strumento era stato utilizzato anche prima della crisi, ma adesso:

1. il FOMC avrebbe prestabilito il tasso d'interesse così da influenzare la decisione degli intermediari, così *“if the Fed's offering rate is relatively low, demand for ON RRP could be small. Alternatively, if the Fed's ON RRP rate was greater than comparable alternative interest rates in money markets, counterparties could bid relatively large amounts”*⁶
2. il range di istituzioni che potevano partecipare era aumentato rispetto alla situazione prima della crisi quando erano abilitati solo i primary dealers. In particolare, la differenza stava nel tipo di istituzioni eleggibili, ovvero fondi comuni monetari, le government-sponsored enterprises (GSE) e dozzine di banche.
3. con l'annuncio delle operazioni giornaliere Overnight RRP la FED annuncia anche la quantità massima di dollari disposta ad accettare, e dal 2014 il tetto è 300 miliardi di dollari.

⁵Federal Reserve Bank of New York (2020) FAQs: Reverse Repurchase Agreement Operational Exercise. *Federal Reserve Bank of New York*. [online] [FAQs: Overnight Reverse Repurchase Agreement Operational Exercise - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK](#).

⁶cfr. nota 3

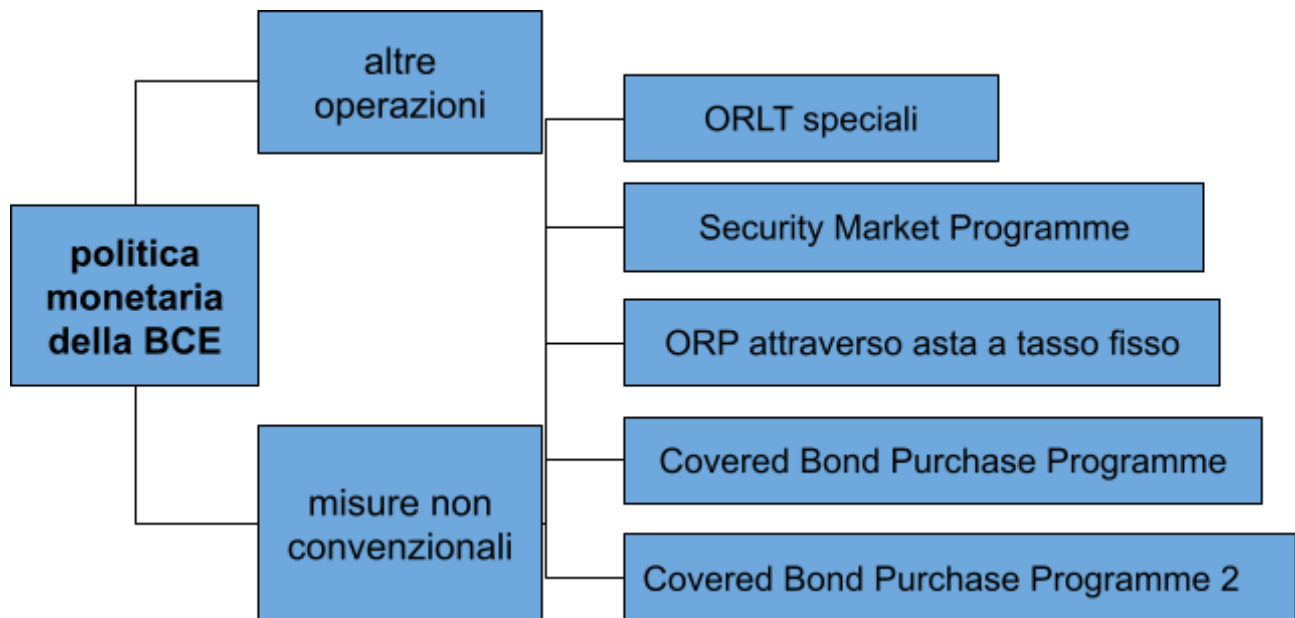
In questo modo ha un altro strumento di controllo in più verso le istituzioni e di conseguenza i mercati finanziari.

Un ruolo altrettanto importante lo hanno avuto i depositi a termine della FED, a cui le banche hanno accesso per un periodo determinato di tempo ad un tasso determinato dal Board of Governors. Il programma normalizzazione consisteva in una riduzione graduale dei titoli acquistati e delle riserve bancarie posseduti FED fino ad una normalizzazione, appunto, del bilancio della Federal Reserve. Negli ultimi mesi del 2016 il tasso IOER, imposto sulle riserve bancarie, è stato alzato fino allo 0,50%, in modo da alzare anche il tasso dei fed funds tale aggirarsi tra i valori dello 0,50% e 0,75%.

2.3 La politica monetaria della BCE durante la crisi finanziaria globale

La Banca Centrale Europea è solo una parte del più grande sistema SEBC, Sistema Europeo delle Banche Centrali, nel quale rientrano anche le 27 Banche Nazionali dei paesi membri dell'Unione Europea, le quali permettono alla BCE di implementare le politiche monetarie a livello capillare, in ogni Stato. L'obiettivo del Sistema Europeo è quello di mantenere stabili i prezzi, e la BCE lo raggiunge mantenendo stabile il tasso di inflazione misurato con l'indice IAPC, che deve aggirarsi intorno a valori inferiori ma prossimi al 2%. A sua volta l'inflazione rimane stabile grazie a manovre attuate dalla Banca Centrale come le Operazioni di Mercato Aperto (OMA), le Operazioni su Iniziativa delle Controparti (OIC) e le variazioni sul tasso sulle Operazioni di Rifinanziamento Principali (ORP), sulle Operazioni di Rifinanziamento Marginali (ORM) e sui depositi overnight della BCE influenzando indirettamente sui tassi interbancari europei Euro Overnight Index Average (EONIA) e Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR). Durante la crisi finanziaria globale le misure adottate da altre banche centrali sono state molto più aggressive della risposta della BCE, che ha agito con approccio conservatore ma ha comunque avuto la necessità di attuare misure non convenzionali tra cui la procedura a tasso fisso per operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), il Programma di acquisto di obbligazioni coperte (CBPP), il Security Market Programme (SMP), le operazioni di rifinanziamento 3Y (3 years) per iniettare liquidità di emergenza per un totale di un miliardo di euro.

Figura 6: La politica monetaria della BCE durante la crisi finanziaria globale



Dal 2007 la BCE ha cominciato ad attuare manovre contrastanti in corrispondenza dello scoppio della bolla nei mercati statunitensi. Ad agosto di quell'anno, il Consiglio direttivo della BCE decise di mettere in pratica Operazioni di Rifiinanziamento a Lungo Termine, ovvero 7 operazioni a scadenza di tre mesi e due operazioni con scadenza a sei mesi realizzate attraverso aste standard a tasso variabile e definite speciali perché erano "a più lungo termine" rispetto alle ORLT convenzionali. A Marzo 2008, come negli ultimi mesi del 2007, il Consiglio direttivo si accorda con la Federal Reserve per immettere dollari statunitensi all'interno del SEBC per un totale di 15 miliardi. Il piano consisteva nell'offrire fondi alle controparti, quindi alle Banche Nazionali, per tutto il tempo necessario a stabilizzare le condizioni dei mercati. La BCE per i mesi successivi continua a pubblicare documenti che dichiarano l'espansione del fondo offerto dalla FED, prima allargato a 25 miliardi di dollari a maggio, poi a 35 miliardi nel mese di settembre. Negli ultimi giorni dello stesso mese viene pubblicato un documento nel quale la BCE la FED, con una linea di swap di valuta, decidono di aumentare temporaneamente (fino a maggio 2009) la riserva reciproca di moneta estera fino a 240 miliardi di dollari, a causa di maggiori pressioni nei mercati e con lo scopo di incrementare la disponibilità di liquidità per prestiti a breve termine.

Con il vero crollo dell'economia mondiale, dopo la metà del 2008, la BCE attua misure mirate a stabilizzare il mercato dell'eurozona e soprattutto arginare un crollo troppo brusco della disponibilità di credito. Da quel mese in poi i tassi di interesse hanno vissuto un continuo ribasso, superando addirittura i minimi storici; del resto la BCE aveva dichiarato l'eccezionalità di queste misure intraprese. Il 3 ottobre 2008 la BCE annuncia la rimozione del limite che permetteva solo ad alcune istituzioni di poter accedere alle operazioni di Fine Tuning e alle aste veloci, dando ora la possibilità di partecipare anche a quelle istituzioni che avevano accesso solo alle OMA (operazioni di mercato aperto). Qualche giorno dopo viene annunciata anche una modifica essenziale per quanto riguarda le ORP (operazioni di rifinanziamento principali), vale a dire che queste sarebbero state condotte attraverso un'asta a tasso fisso con aggiudicazione totale dell'importo richiesto. Questa è una differenza cruciale rispetto al modo precedente di condotta delle aste nel quale l'importo di liquidità stabilito dalla BCE veniva assegnato alle banche in modo proporzionale alle offerte proposte di quest'ultime. A seguito di elevate pressioni nei mercati statunitensi di prestito "short-term", la BCE insieme ad altre Banche Centrali del mondo annunciano un piano di offerte di fondi con scadenza a 7 giorni, 28 giorni e 84 giorni ad un tasso d'interesse fisso predeterminato, supportato da un aumento delle disponibilità di moneta estera previste dalle linee di swap di valuta per permettere di accogliere le necessità di qualunque controparte; a partire dal 15 ottobre 2008, ogni mercoledì, l'eurosistema avrebbe condotto un'operazione di rifinanziamento.

A metà del 2009 viene annunciato il piano di sostegno del credito attraverso ulteriori ORLT a più lungo termine speciali, rispettando la modifica recente della "piena aggiudicazione" dell'importo di liquidità. Nello stesso mese, maggio 2009, viene annunciato l'avvio di un programma chiamato Covered Bond Purchase Programme (CBPP), ovvero l'acquisto di obbligazioni a scadenza annuale garantite dalla BCE sia nel mercato primario che secondario, per un totale di 60 miliardi di euro. Ovviamente la Banca Centrale ha fissato rigidi requisiti per cui un titolo poteva rientrare nel programma in questione. Di seguito sono elencati i requisiti di idoneità:

"In order to be eligible for purchase under the programme, covered bonds must:

- "be eligible for use as collateral for Eurosystem credit operations;

- comply with the criteria set out in Article 22(4) of the Directive on undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) or similar safeguards for non-UCITS-compliant covered bonds;
- have, as a rule, an issue volume of about EUR 500 million or more and, in any case, not lower than EUR 100 million;
- have, as a rule, been given a minimum rating of AA or equivalent by at least one of the major rating agencies (Fitch, Moody's, S&P or DBRS) and, in any case, not lower than BBB-/Baa3; and
- have underlying assets that include exposure to private and/or public entities.
- The counterparties eligible to the purchase programme are those eligible for the Eurosystem's credit operations, as well as euro area-based counterparties used by the Eurosystem for the investment of its euro denominated portfolios.”⁷

La BCE ha optato per i covered bonds in quanto sono titoli caratterizzati da una bassa volatilità del rischio e un'elevata liquidità, quindi garantiscono la restituzione del capitale perché vincolano una parte dell'attivo di una banca per remunerare e corrispondere gli interessi previsti dall'obbligazione.

La BCE ha poi realizzato una serie di tagli ai tre tassi di interesse principali “*key interest rates*” risultando in un taglio simultaneo di 0,50 punti percentuali:

“Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è ridotto di 50 punti base, al 3,75%, a decorrere dall'operazione con regolamento il 15 ottobre 2008.

- Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale è ridotto di 50 punti base, al 4,75%, con effetto immediato.
- Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è ridotto di 50 punti base, al 2,75%, con effetto immediato.”⁸

⁷Banca Centrale Europea (2009). Purchase Programme for Covered Bonds. *Banca Centrale Europea*. [online]. Disponibile in: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html

⁸Banca Centrale Europea (2008). Decisioni di politica monetaria. *Banca Centrale Europea*. [online]. Disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008.it.html>

Figura 7: Variazioni dei tassi di interesse principali della BCE dal 2007 al 2009

Date (with effect from)		Deposit facility	Main refinancing operations		Marginal lending facility
			Fixed rate tenders Fixed rate	Variable rate tenders Minimum bid rate	
	9 Nov.	0.50	1.25	-	2.00
	13 Jul.	0.75	1.50	-	2.25
	13 Apr.	0.50	1.25	-	2.00
2009	13 May	0.25	1.00	-	1.75
	8 Apr.	0.25	1.25	-	2.25
	11 Mar.	0.50	1.50	-	2.50
	21 Jan.	1.00	2.00	-	3.00
2008	10 Dec.	2.00	2.50	-	3.00
	12 Nov.	2.75	3.25	-	3.75
	15 Oct. ⁴	3.25	3.75	-	4.25
	9 Oct. ³	3.25	-	-	4.25
	8 Oct.	2.75	-	-	4.75
	9 Jul.	3.25	-	4.25	5.25
2007	13 Jun.	3.00	-	4.00	5.00
	14 Mar.	2.75	-	3.75	4.75

Fonte: European Central Bank, [Key ECB interest rates](#)

A pesare ancora di più sull'economia europea è stato lo scoppio della crisi dei debiti sovrani degli stati appartenenti all'eurozona, quindi Italia, Portogallo, Spagna e Grecia, quando importanti intermediari finanziari hanno cominciato a scambiare titoli greci dopo un comunicato del nuovo governo greco del 2009 nel quale si dichiarava la vera taglia del deficit di bilancio, due volte quella riportata dai dati ufficiali. Questo ha scatenato una cascata di reazioni da parte delle altre nazioni e

inevitabilmente gli stati che presentavano un indebitamento eccessivo sono rimasti coinvolti, perché i rendimenti dei titoli di Stato a breve e a lungo termine crescevano a dismisura. La BCE ha perciò ricorso all'adozione dell'innovativo, ma sempre non convenzionale, Security Market Program (SMP) con il quale la Banca Centrale interveniva nei mercati secondari dei titoli sia del settore pubblico che di quello privato per avere controllo sul debito e sulla disponibilità di liquidità. A partire da maggio 2010, fino a settembre 2012, la BCA ha speso oltre 200 miliardi di euro in obbligazioni pubbliche. In ordine decrescente di quantità la Banca Centrale ha acquistate obbligazioni italiane, spagnole e poi quelle greche, portoghesi e irlandesi, e ha poi fornito ulteriore supporto ai paesi più colpiti dalla crisi dei debiti sovrani.

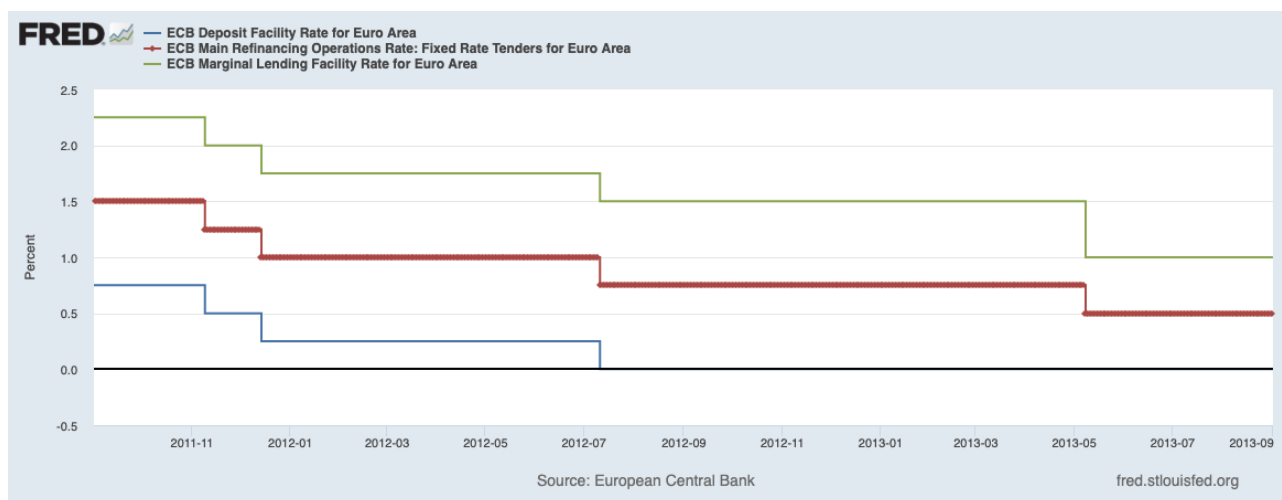
Nel mese di novembre 2011 con il cambio di presidenza della BCE che vede Mario Draghi al vertice, la politica monetaria europea è in un punto di svolta. Sin da subito i tre *key interest rates* vengono ulteriormente ridotti:

1. “Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è ridotto di 25 punti base, all'1,25%, a decorrere dall'operazione con regolamento il 9 novembre 2011.
2. Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale è ridotto di 25 punti base, al 2,00%, con effetto dal 9 novembre 2011.
3. Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è ridotto di 25 punti base, allo 0,50%, con effetto dal 9 novembre 2011.”⁹

Poi a dicembre 2011 la BCE insiste con le operazioni di concessione credito ORLT a più lungo termine, di 36 mesi, e conclude le operazioni di fine-tuning e a gennaio 2012 riduce ancora una volta i tre *key interest rates* di 25 punti base che rimarranno invariati per i successivi mesi.

⁹Banca Centrale Europea (2011). Decisioni di politica monetaria. *Banca Centrale Europea*. [online]. Disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111103.it.html>

Figura 8: variazioni dei tre key interest rates durante i primi anni di presidenza di Mario Draghi



Fonte: FRED, <https://fred.stlouisfed.org/graph/?id=ECBDFR,ECBMRRFR,ECBMLFR>

La vera svolta per la politica monetaria della BCE avviene con l'introduzione della versione europea dei Quantitative Easing, in supporto all'inflazione che rimaneva ad un livello basso. Un documento pubblicato dalla BCE il 22 gennaio 2015 annuncia "un programma ampliato di acquisto di attività"¹⁰ che prevede l'acquisto di obbligazioni sovrane per "far fronte ai rischi derivanti da un periodo troppo prolungato di bassa inflazione"¹¹ i quali indicatori (sia per inflazione attesa che inflazione effettiva) rappresentavano minimi storici e per stimolare di conseguenza l'economia rendendo meno costoso l'accesso al finanziamento per famiglie e imprese. Il programma di acquisto attività (PAA) prevede due programmi al suo interno:

1. Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP), per l'acquisto di titoli emessi in presenza di operazioni di cartolarizzazione

¹⁰Banca Centrale Europea (2015). La BCE annuncia un programma ampliato di acquisto attività. *Banca Centrale Europea*. [online]. Disponibile in:

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.it.html

¹¹ cfr. nota 10

2. Covered Bond Purchase Program 3 (CBPP3), il terzo programma di acquisto di operazioni garantire

La spesa mensile equivale a 60 miliardi di euro, gli acquisti saranno effettuati prima fino a settembre 2016, poi a tempo indeterminato se il Consiglio direttivo ritiene necessario allungare l'intervento fino ad un segnale di miglioramento dell'economia rappresentato da una convergenza al tasso di inflazione obiettivo del 2%. Così le pressioni finanziarie sui mercati sembrano calare a seguito di acquisti di obbligazioni emesse dalle amministrazioni centrali degli stati membri, dalle agenzie situate nell'eurozona e da tutte le istituzioni europee operanti nel mercato secondario. In caso di perdite il programma prevedeva la ripartizione di queste per ripartire il rischio tra le Banche Centrali Nazionali: "il 20% degli acquisti aggiuntivi sarà soggetto a un regime di ripartizione del rischio"¹²

Concluso l'anno finanziario del 2015, il volume obiettivo di acquisti mensili fissato era stato raggiunto, 60 miliardi di euro mensili come avevamo accennato, e inoltre il sistema di ripartizione era stato rispettato, tuttavia viene deciso di posticipare il termine del programma di PAA fino a marzo 2017 o ancora, fino a che il tasso di inflazione non era prossimo al 2%. Il 2016 è iniziato con un senso di incertezza a causa della parallela ripresa economica, con una crescita della domanda interna e del mercato del lavoro, e della continua diminuzione dei prezzi del petrolio che allontanava il tasso di inflazione dal suo target. Il 10 marzo 2016 viene annunciata una serie di decisioni prese dal Consiglio direttivo della BCE come effetto di segnali negativi dell'economia europea:

1. riduzione dei tassi di interesse sulle Operazioni di Rifinanziamento Principali (ORP) allo 0,00%
2. riduzione dei tassi di interesse sulle Operazioni di Rifinanziamento Marginale (ORM) allo 0,25%
3. riduzione del tasso di interesse sui depositi a -0,40%
4. introduzione di quattro nuove Operazioni di Rifinanziamento Mirate a più Lungo Termine (OMRLT II) con scadenza di quattro anni ciascuna ad un tasso di interesse variabile con soglia minima il tasso sui depositi della banca centrale

¹² cfr. nota 10

5. ampliamento degli acquisti mensili del PAA fino a 80 miliardi di euro
6. idoneità delle obbligazioni “investment-grade” emesse da società non bancarie dell'eurozona per il PAA

La BCE dimostra così di avere ancora strumenti a disposizione utili a controllare le condizioni dell'economia europea, e per la prima volta il tasso delle ORP raggiunge lo 0% mentre il programma di QE prevede adesso anche l'acquisto di titoli aziendali sotto un nuovo Corporate

Sector Purchase Programme (CSPP) che avrebbe velocizzato il raggiungimento dell'inflazione target a partire da giugno 2016. Il PAA ha superato di gran lunga la scadenza prestabilita, quando a dicembre 2017 il Consiglio direttivo conferma la continuazione degli acquisti al ritmo mensile di 30 miliardi di euro fino a settembre 2018 ed oltre, se ritenuto necessario e il possibile reinvestimento del capitale rimborsato in titoli nel caso le condizioni economiche sarebbero peggiorate.

Osservando l'operatività della BCE in relazione a quella della FED possiamo notare, più che la differenza tra le misure adottate, la differenza temporale che separa l'attuazione di queste misure nonostante la crisi globale avesse impattato i mercati quasi nello stesso mese, agosto 2007. Infatti prendendo come riferimento l'inizio dei programmi di Quantitative Easing, la BCE aveva implementato gli acquisti dei titoli quando la FED stava già in fase di normalizzazione. La differenza temporale è dovuta alla differenza amministrativa e strutturale dei due sistemi: la Federal Reserve siccome è l'unica banca centrale e organo decisionale degli Stati Uniti gode di una libertà maggiore rispetto alla BCE, organo decisionale in mezzo ad altre 27 Banche Nazionali, che prima di poter mettere in pratica il programma di QE ha dovuto affrontare battaglie legali contro alcune nazioni che reputavano le misure seppure non convenzionali in contrasto con i trattati europei.

2.4 La politica monetaria della FED durante la pandemia di COVID-19

Negli ultimi mesi del 2019 inizia la diffusione di un virus ancora non identificato proveniente dalla città cinese di Wuhan. Appartenente alla famiglia dei Coronavirus, il nuovo virus presenta un tasso di contagiosità più alto ma una mortalità leggermente più bassa rispetto alle altre malattie della stessa famiglia. Avendo una patologia simile a quella della già nota Sindrome Respiratoria Acuta

Grave (SARS) il virus viene da subito denominato SARS-Cov-19 con la scelta di non includere la sigla rappresentante la regione geografica di diffusione in quanto si trattava di un caso internazionale, molto più grande di altre malattie già studiate. Viene poi conosciuto meglio come COVID-19 quando nei primi mesi del 2020 il virus si diffonde in tutto il mondo provocando immediate reazioni dei governi a partire da quello Cinese, che per la prima volta dalla seconda guerra mondiale applica una strettissima misura di blocco della circolazione e delle attività economiche in tutta l'area in cui si era diffuso il virus. Nel mondo occidentale l'Italia è stato uno dei primi paesi che hanno dovuto combattere contro il COVID-19; lo stato d'emergenza viene dichiarato il 31 gennaio 2020 per una durata di 6 mesi appena due settimane prima che il "paziente zero" venisse ricoverato nella città di Codogno, in Lombardia. L'Italia in seguito alla rapida diffusione del virus all'interno del territorio nazionale ha dovuto adottare strette misure di isolamento per l'intera popolazione: ha quindi vietato gli spostamenti e l'esercizio di attività produttive non essenziali. Neanche un mese dopo, l'11 marzo 2020, l'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) dichiara lo stato di pandemia e il mondo intero ha dovuto adottare misure uguali se non più severe di quelle adottate dalla Cina e dall'Italia.

Negli Stati Uniti, come nel resto del mondo, lo scoppio della pandemia ha gravemente danneggiato l'economia e la Federal Open Market Committee (FOMC), la quale si era riunita a gennaio 2020, illustra come il mercato del lavoro, nonostante la situazione, non mostra crolli eccessivi e quindi il tasso di disoccupazione si mantiene su livelli relativamente bassi. Gli investimenti e le esportazioni sono deboli e il tasso annuo d'inflazione al consumo non supera il 2% e le aspettative sul lungo termine stanno cambiando. Secondo previsioni del FOMC, gli effetti del virus sarebbero stati evidenti già nel breve termine, decidendo così di attuare una prima misura di contrasto: la riduzione del tasso sui federal funds che si aggirerà tra lo 0% e lo 0,25%. Con il tasso di occupazione e la stabilità dei prezzi come obiettivi, la FED annuncia che la riduzione del tasso sarebbe durata fino a che l'economia non avrebbe mostrato segni di ripresa. Per garantire la fluidità e la stabilità dei mercati il FOMC annuncia un aumento dei titoli del Tesoro e di MBS detenuti, con il successivo reinvestimento dei proventi proprio in MBS. Viene annunciata l'ulteriore manovra dell'Open Market Desk (OMD) di aumentare il numero di operazioni Overnight RRP.

Neanche dieci giorni dopo, il 23 marzo 2020, viene pubblicato un altro set di misure che la FED avrebbe implementato nel programma di contrasto al coronavirus, contro il quale bisognava

rispondere in modo più aggressivo date le condizioni preoccupanti dell'economia. La FED quindi si concentra su strumenti che potessero migliorare la circolazione del credito, garantendo quindi la stabilità dei mercati. Le misure prevedono:

1. l'acquisto di titoli del Tesoro e di MBS rispettivamente fino a 500 e 200 miliardi di dollari. Inoltre è previsto l'acquisto di titoli MBS garantiti da ipoteca delle agenzie di credito Fannie Mae e Freddie Mac con l'obiettivo di mantenere basse le rate di ammortamento (quindi operazioni di Quantitative Easing)
2. l'avvio di un programma di finanziamento fino a 300 miliardi di dollari mirato a consumatori e imprese
3. l'implementazione di due programmi di supporto del credito per organizzazioni: il Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF) per la distribuzione di prestiti e il Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF) per fornire liquidità a fronte di obbligazioni
4. l'istituzione del Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) che permetterà l'emissione di ABS per stimolare l'offerta di credito ai consumatori.
5. l'espansione del Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF) per includere un range più ampio di titoli, come i municipal variable rate demand notes (VRDNs) e i bank certificates of deposit
6. l'espansione del Commercial Paper Funding Facility (CPFF) per rendere idonei titoli di credito di "alta qualità" esenti da tasse in quanto sono uno strumento di finanziamento diretto per un grande numero di attori nei mercati statunitensi.

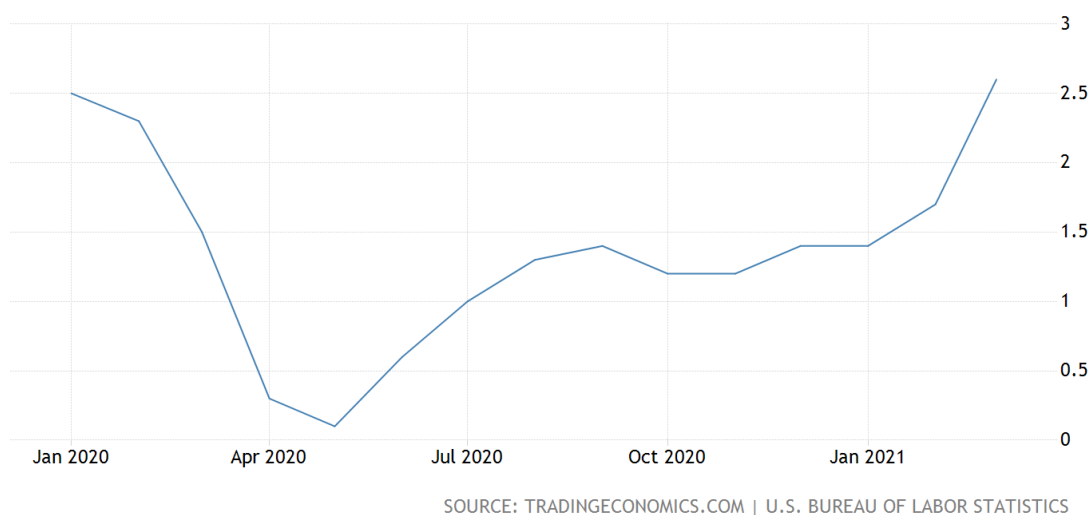
Il PMCCF avrebbe permesso maggiori disponibilità di credito in modo da permettere alle aziende di continuare ad esercitare le loro attività nonostante la pressione dovuta alla diffusione del virus. La FED garantisce il finanziamento di Special Purpose Vehicles (SPVs) per finanziare indirettamente le aziende aderenti al PMCCF, mentre il Tesoro raggiunge lo stesso obiettivo usando il fondo di emergenza Exchange Stabilization Fund (ESF). Queste misure affiancano azioni già intraprese dalla FED nei giorni e nelle settimane precedenti, come l'aumento di swap di liquidità in valuta con altre banche centrali. Con il SMCCF, la FED pianifica l'acquisto di titoli sul mercato secondario a prezzo

di mercato e reinveste il premio ottenuto in caso il valore del titolo supera il valore nominale per poi ammortizzarlo in quote annuali. La parte non ammortizzata viene imputata all'attivo di bilancio.¹³

La Federal Reserve ha puntato chiaramente per operazioni di espansione di bilancio: notiamo come solo il Quantitative Easing contribuisce per il 77,7% all'operazione di *balance sheet expansion*, accompagnato dall'acquisto di titoli del Tesoro, per un valore di 1635 miliardi di dollari che porta il totale degli asset detenuti a 4109 miliardi di dollari. Gli MBS vengono acquistati per arrivare ad un totale 1835 miliardi di dollari e i “premi non ammortizzati sui bond” aumentano di 180 miliardi in soli tre mesi, il che ha permesso un'espansione notevole dell'attivo della FED. Un grande contributo (15,3%, pari a 446 miliardi di dollari) lo hanno avuto anche le linee di swap di liquidità con la Banca del Canada, la Banca Centrale Europea, la Banca del Giappone, la Banca Centrale Elvetica e la Banca d'Inghilterra. Queste misure straordinarie sono rese meno efficienti dai continui lockdown imposti, quindi anche da una più lenta circolazione della moneta che nonostante la pandemia era in continuo calo dal 2008, con la crisi finanziaria globale. I dati sulla disoccupazione raggiungono i minimi dal secondo dopoguerra, si stimano circa 20,5 milioni di unità senza un lavoro, il tasso di disoccupazione raggiunge il 14,7%. La FED per fronteggiare la pandemia ha quindi fatto ricorso all'indebitamento, come dimostrano le emissioni del Tesoro che superano i 1800 miliardi di dollari. In un annuncio pubblicato ad agosto 2020 la FED ricalibra la sua politica monetaria concentrandosi sull'inflazione, siccome le operazioni di espansione del bilancio avrebbero comportato instabilità nei mercati nel breve termine. Si parla quindi di Inflation Targeting, Il Board of Governors della Federal Reserve sostiene che un tasso di inflazione al 2% per il lungo termine garantisce la stabilità dei prezzi e permette la spinta del tasso di occupazione. il FOMC dichiara che è disposta ad accettare un tasso di inflazione superiore al target, per compensare gli squilibri nel breve termine dovuti al dissesto causato dal COVID-19; l'obiettivo ultimo è pur sempre un tasso medio del 2% nel lungo termine.

¹³Minenna, S. (2020). L'immane sforzo della Federal reserve. *Il Sole 24 Ore*. [online]. Disponibile in: <https://www.ilssole24ore.com/art/l-immane-sforzo-federal-reserve-ADPhZFW>

Figura 9: il tasso di inflazione al consumo negli Stati Uniti nel 2020



Fonte: Trading Economics, <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>

2.5 La politica monetaria della BCE durante la pandemia di COVID-19

Come abbiamo accennato nel paragrafo precedente, l'Italia è stata il primo paese costretto ad adottare severe misure di blocco, limitando le attività e gli spostamenti non essenziali e questo ha portato inevitabilmente ad un crollo degli indicatori economici. Tale shock ha colpito tutta l'eurozona che ha dovuto misure restrittive per poi programmare un piano di contrasto della pandemia. La BCE non ha agito immediatamente, in quanto le critiche dei presidenti della commissione Ursula von der Leyen e della BCE Christine Lagarde hanno rallentato la risposta della

banca centrale, creando un clima di incertezza e un calo della fiducia degli operatori economici. La svolta è avvenuta quando le condizioni economiche hanno portato alla sospensione del Patto di Stabilità e Crescita, a marzo 2020.

Nello stesso mese viene annunciata l'implementazione del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) da 750 miliardi di euro, con lo scopo di ridurre i costi di finanziamento e aumentare il credito nell'eurozona che a sua volta permetterebbe ai cittadini, alle imprese e alle PA di accedere ai fondi necessari per affrontare la crisi. Il programma prevede l'acquisto di titoli pubblici e privati, quindi di banche e società, che sono compresi anche nell'operazione precedentemente attuata PAA. Per quanto riguarda i titoli pubblici, il parametro oggettivo di riferimento è quota di partecipazione delle singole BCN al capitale della BCE. Il programma prevede l'acquisto di titoli fino alla fine del 2020, o fino a che il Consiglio Direttivo non reputa superata la fase critica del COVID-19. Viene inoltre annunciata l'espansione dei titoli ammessi al programma Corporate Sector Purchase Programme (CSPP) il quale includerà quindi "non-financial commercial paper". La Banca Centrale Europea si impegna a garantire la stabilità e la corretta funzionalità dei mercati, senza ricoprire il ruolo conservatore che aveva avuto durante la crisi del 2008. Questo shift nella volontà della BCE lo possiamo notare dalla dichiarazione pubblicata il 18 marzo 2020:

"The Governing Council will do everything necessary within its mandate. The Governing Council is fully prepared to increase the size of its asset purchase programmes and adjust their composition, by as much as necessary and for as long as needed. It will explore all options and all contingencies to support the economy through this shock.

*To the extent that some self-imposed limits might hamper action that the ECB is required to take in order to fulfil its mandate, the Governing Council will consider revising them to the extent necessary to make its action proportionate to the risks that we face. The ECB will not tolerate any risks to the smooth transmission of its monetary policy in all jurisdictions of the euro area."*¹⁴

il 4 giugno 2020 viene pubblicato un aggiornamento sulla politica monetaria che prevede espansioni e modificazioni dei piani già integrati nella politica:

¹⁴ Banca Centrale Europea (2020). ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). *Banca Centrale Europea*. [online]. Disponibile in: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.it.html

1. “La dotazione del Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) sarà incrementata di 600 miliardi di euro, raggiungendo un totale di 1.350 miliardi di euro.
2. L'orizzonte degli acquisti netti nell'ambito del PEPP sarà esteso almeno sino alla fine di giugno 2021. In ogni caso, il Consiglio direttivo condurrà gli acquisti netti di attività nell'ambito del PEPP finché non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus.
3. Il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP sarà reinvestito almeno sino alla fine del 2022. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita allo scopo di evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria.
4. Gli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) continueranno a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro, unitamente agli acquisti nel quadro della dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi di euro sino alla fine dell'anno. Il Consiglio direttivo continua ad attendersi che gli acquisti netti mensili di attività nel quadro del PAA proseguiranno finché necessario a rafforzare l'impatto di accomodamento dei suoi tassi di riferimento e che termineranno poco prima che inizierà a innalzare i tassi di riferimento della BCE.
5. Il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA continuerà a essere reinvestito, integralmente, per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui il Consiglio direttivo inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.
6. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,00%, allo 0,25% e al -0,50%. Il Consiglio direttivo si attende che i tassi di interesse di riferimento della BCE si mantengano su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché non vedrà le prospettive di inflazione convergere saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2% nel suo orizzonte di proiezione e tale convergenza non si rifletterà coerentemente nelle dinamiche dell'inflazione di fondo.”¹⁵

¹⁵Banca Centrale Europea (2020). Decisioni di politica monetaria. *Banca Centrale Europea*. [online]. Disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200604~a307d3429c.it.html>

La BCE è quindi concentrata sulla corretta operatività dei mercati, come la Federal Reserve, sull'attuazione di misure che rendono disponibile maggiore liquidità per un accesso facilitato al prestito da parte di famiglie e imprese e che promuovono la spesa e gli investimenti per sostenere la ripresa economica.

Tuttavia le condizioni dell'economia peggiorano con l'aggravarsi della situazione pandemica, e il 10 dicembre 2020 il Consiglio Direttivo ricalibra gli strumenti di politica monetaria. Conferma innanzitutto che i tre *key interest rates* rimarranno invariati, quindi 0,00% sulle ORP, 0,25% sulle ORM e -0,50% per i depositi presso la Banca Centrale fino a che le prospettive di inflazione non convergeranno su un livello inferiore e prossimo al 2%. Viene aumentata sia la dotazione del PEPP di altri 500 miliardi di euro per arrivare ad un totale di 1850 miliardi, sia la durata degli acquisti, che continueranno fino alla fine di marzo 2022 o fino a che non si considera superata la fase critica legata al coronavirus. Sempre riguardo al PEPP, viene deciso che il capitale rimborsato sui titoli a scadenza nel quadro PEPP sarebbe stato reinvestito fino alla fine del 2023. Vengono modificate le condizioni applicate alle OMRLT-III, le Operazioni Mirate di Rifinanziamento a più Lungo Termine di terza serie, ovvero viene esteso fino a giugno 2022 il periodo nel quale verranno applicate condizioni più favorevoli con l'aggiunta di altre tre operazioni da condurre tra i mesi di giugno e dicembre 2021. Vengono introdotte quattro nuove operazioni di rifinanziamento speciali, le Operazioni di Rifinanziamento a Più Lungo termine per l'Emergenza Pandemica (ORLTEP) con l'obiettivo di incrementare la disponibilità di liquidità. Il PAA prevederà acquisti ad un ritmo di 20 miliardi di euro al mese per rafforzare l'impatto dovuto al ribasso dei tassi di interesse prima di essere terminato in corrispondenza dell'innalzamento dei tassi di riferimento della BCE. Il Consiglio Direttivo che saranno condotte regolarmente le operazioni di rifinanziamento mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo richiesto, fino a quando sarà ritenuto necessario¹⁶

La BCE ha risposto con misure relativamente aggressive, aumentando la quantità di liquidità che le banche possono detenere nei depositi della Banca centrale, rendendo più flessibili i requisiti di garanzie richieste alle banche finanziate dalla BCE e quindi ampliando il numero e il tipo di attività ammesse come garanzia e di conseguenza allentando il cosiddetto scarto di garanzia;

¹⁶Banca Centrale Europea (2020). Decisioni di politica monetaria. *Banca Centrale Europea*. [online]. Disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp201210~8c2778b843.it.html>

introducendo le OMRLT-III a tassi favorevoli per sostenere il fabbisogno delle banche nel breve termine, con l'obiettivo ultimo di permettere e mantenere l'accesso al prestito a imprese e famiglie; rendendo flessibili i requisiti sulle riserve bancarie permettendo alle Banche Nazionali di assorbire meglio shock dovuti alla pandemia, e quindi operare temporaneamente al di sotto dei livelli stabiliti dal P2G, CCB e LCR; attivando nuove linee di swap in valuta, come con le Banche Centrali di Croazia e Romania per un totale di 2 miliardi e 4,5 miliardi di euro e potenziando quelle già esistenti in modo da sopperire ad un eventuale aumento di domanda di attività in valuta estera.

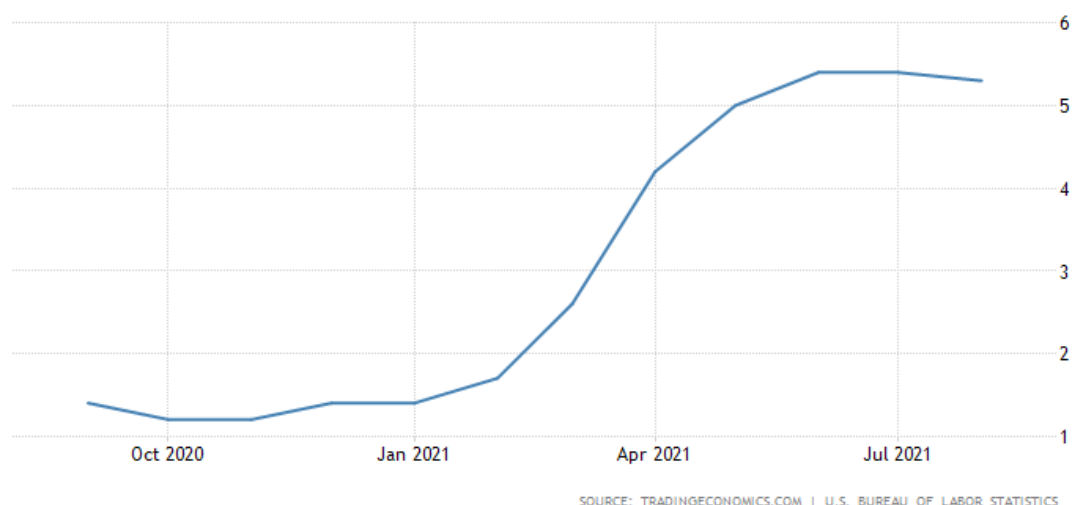
CAPITOLO 3

L'inflazione e la normalizzazione delle politiche monetarie dopo la pandemia di COVID-19

3.1 La normalizzazione della politica monetaria della FED

L'inflazione negli Stati Uniti comincia ad aumentare nei primi mesi del 2021, in particolare il tasso di maggio 2021 pari al 5% non corrispondeva alle previsioni che invece si aspettavano un aumento dell'0,5% rispetto ad aprile risultando nel massimo raggiunto dalla crisi del 2008. Il vero massimo lo raggiunge nei mesi di giugno e luglio, quando il picco corrisponde al 5,4%. Questo è probabilmente dovuto alle politiche monetarie esageratamente espansive che hanno avuto come effetto un rigonfiamento dei prezzi al consumo. Un tasso così elevato è considerato comunque “transitorio” dal presidente della FED J. Powell, che spiega come l'inflazione viene gonfiata dal cosiddetto effetto base in corrispondenza della ricaduta dei prezzi ed è ulteriormente influenzata da “colli di bottiglia” che frenano le aziende dal lato dell'offerta e di conseguenza gonfiano i prezzi. Inoltre quei servizi che erano stati fortemente colpiti dalla pandemia e che con la riapertura dell'economia sono stati accompagnati da un forte aumento della domanda hanno “fatto balzare” i prezzi.

Figura 10: Andamento dell'inflazione negli Stati Uniti nel 2021 (CPI)



Fonte: Trading Economics, <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>

Il 15 luglio 2021, durante il *Semiannual Monetary Policy Report to the Congress*, il presidente della FED Jerome Powell ha illustrato la situazione dell'economia statunitense per la prima metà del 2021 e un outlook per la seconda metà in poi. L'economia si è potuta riaprire e riprendere fortemente grazie alla campagna vaccinale; il PIL rispecchia le previsioni e il settore immobiliare aumenta ad un ritmo elevato dovuto in gran parte al sostegno e alle agevolazioni fiscali promosse durante la pandemia; il settore che soffre maggiormente è l'industria automobilistica, la produzione rimane ancora congelata a causa di una carenza di semiconduttori. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, le condizioni sono migliorate per la prima metà dell'anno, anche se un dato importante mostra la tendenza a cercare una nuova occupazione dati gli incentivi e la sicurezza di molti nuovi lavori e questo si pensa potrebbe rallentare la creazione di nuovi posti di lavoro; inoltre il pericolo associato alla diffusione della variante Delta del COVID-19 limita fortemente la ripresa del settore. Il tasso di disoccupazione rimane comunque elevato al 5,9% e riflette chiaramente il calo dell'occupazione.

Per evitare periodi di inflazione troppo bassa o troppo alta, il FOMC si impegna a condurre una politica monetaria che ha come obiettivo il tasso di inflazione del 2% nel lungo termine, in quanto permette la stabilità dei prezzi e dei mercati, quindi:

1. riconferma il tasso sui fed funds prossimo allo 0% fino a che le condizioni del mercato del lavoro non mostrano forti segnali di ripresa e l'inflazione è tornata al 2%
2. continua a condurre le operazioni di acquisto di titoli del Tesoro e MBS al ritmo predefinito fino a forti segnali di ripresa.

Nella riunione del FOMC che si svolgerà il 21-22 settembre 2021, si prevede l'annuncio di una riduzione degli acquisti di titoli, quindi una ricalibrazione della politica monetaria verso il cosiddetto "tapering". Il presidente della FED Powell ha espresso più volte il suo parere sul ritmo di acquisto di titoli condotto secondo il piano di Quantitative Easing, e ritiene che sarebbe meglio ridurre il ritmo di acquisto per quest'anno in quanto il progresso richiesto per la riduzione è già stato raggiunto sul piano inflazione, mentre per la massima occupazione ci vorrebbe ancora tempo.

Se la FED è stata la prima a rispondere prontamente con il Quantitative Easing, adesso potrebbe essere l'ultima ad attuare una normalizzazione della politica monetaria, visto che le altre Banche Centrali hanno già annunciato o iniziato il tapering. L'economia statunitense, nonostante la forte ripresa sostenuta da una solida crescita della domanda dei beni, dei servizi e del lavoro, deve affrontare due problemi chiave che potrebbero posticipare l'avvio del tapering: il primo problema consiste nella scarsità di offerta di beni e di lavoro che impatta negativamente anche sull'inflazione; come già accennato le aziende sono frenate da "colli di bottiglia" sul lato dell'offerta il quale non sembra migliorare. Il secondo problema riguarda la preoccupante diffusione della variante Delta del COVID-19 che in corrispondenza della riapertura delle scuole è accelerata risultando in un rialzo dei nuovi casi. Tuttavia gli indicatori di mobilità, di ristorazione e di utilizzo dei servizi ricreativi non mostrano segnali di allarme, il che annulla la probabilità di un nuovo lockdown e di chiusura di attività, e viene rafforzata dall'altro lato la campagna vaccinale.

Nella riunione di settembre verranno aggiornate anche le proiezioni macroeconomiche, soprattutto per il breve termine e per il 2024, mentre il breve termine dovrebbe rimanere invariato. Con i dati a disposizione si prevede che le modifiche nel breve termine (fine 2021) riguardino un innalzamento dell'inflazione, una riduzione della crescita e della disoccupazione.

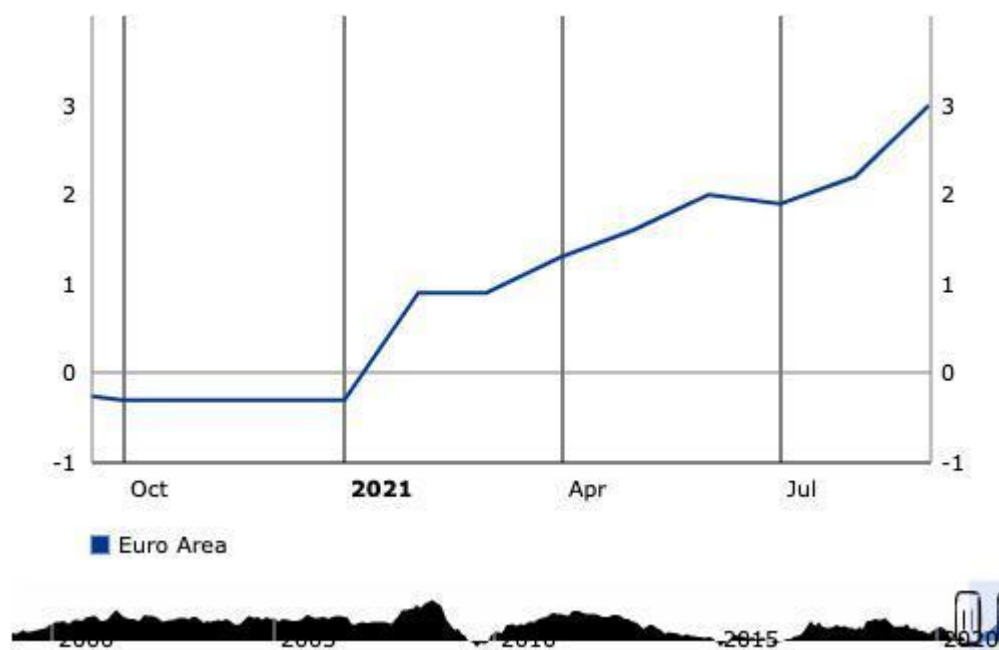
3.2 La normalizzazione della politica monetaria della BCE

Tra gennaio e settembre 2021, la BCE si è riunita più volte per decidere sulla politica monetaria da attuare una volta superata la fase considerata critica della pandemia di COVID-19. Nei documenti pubblicati dalla BCE vengono elencate le strategie di politica monetaria, in particolare, le variazioni sui tre *key interest rates*, modificazioni al PEPP e al PAA e considerazioni sulle OMRLT-III. A giugno 2021 la BCE annuncia che

1. i tassi *key interest rates* rimarranno invariati allo 0,00%, 0,25% e -0,50%;
2. continuerà a condurre gli acquisti netti previsti dal PEPP con un fondo di 1850 miliardi almeno fino a marzo 2022, e continuerà a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP fino alla fine del 2023;
3. continuerà a condurre gli acquisti netti previsti dal PAA per 20 miliardi di euro al mese fino a che ritenuto necessario, con il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA fino a che la BCE non inizierà ad innalzare i tre tassi di riferimento.

La Banca Centrale Europea decide di mantenere invariata la politica monetaria anche durante gli incontri del 22 luglio 2021 e 9 settembre 2021 con la differenza che gli indicatori economici durante questo tempo hanno subito variazioni, e anche notevoli, se si guarda il tasso di inflazione al consumo armonizzato per l'area euro.

Figura 11: Andamento dell'inflazione nell'Unione Europea nel 2021 (HICP)



Fonte: BCE, Statistical Data Warehouse, <https://sdw.ecb.europa.eu/>

L'inflazione è arrivata al 3% nel mese di agosto 2021 e la BCE prevede la salita del tasso anche durante gli ultimi mesi del 2021 e una flessione a partire dal 2022. Questo innalzamento improvviso è stato causato dagli effetti dei lockdown imposti durante la pandemia, quindi il ritardo delle vendite, forti pressioni per materie prime e macchinari, ma come dichiarato alla conferenza stampa del 9 settembre 2021 “ci si attende che l’attuale rialzo dell’inflazione sia perlopiù transitorio; le pressioni di fondo sui prezzi stanno aumentando solo gradualmente. Nelle nuove proiezioni formulate dai nostri esperti le prospettive di inflazione sono state riviste lievemente al rialzo, ma si prevede che nel medio termine l’inflazione rimanga ben al di sotto del nostro obiettivo del 2%” infatti si prevede un tasso di inflazione dell’1,7% nel 2022 e dell’1,5% nel 2023.

Il successo delle campagne di vaccinazione in Europa ha favorito la ripresa economica, e si registra un recupero del 2,2% per la prima metà del 2021, un valore che supera le attese e che quindi promette una crescita ancora più forte negli ultimi due trimestri del mese. Grazie alla riapertura, ancora parziale, dell’economia il settore dei servizi e quello manifatturiero mostrano importanti

segni di ripresa; la spesa per consumi continua ad aumentare nonostante i consumatori non agiscano in modo prudente a fronte di un'imprevedibile evoluzione della pandemia.

La disoccupazione è scesa fino al 6,9% nel mese di luglio 2021, dal picco del 7,7% che aveva raggiunto a settembre 2020, e il mercato del lavoro sta migliorando rapidamente nonostante si registrano oltre 2 milioni di occupati in meno rispetto al periodo pre-covid. Ci si aspetta che il programma Next Generation EU avrà un ruolo fondamentale nella forte ripresa dell'economia dell'area euro, quando il PIL in termini reali crescerà annualmente, secondo le proiezioni, del 5,0% per il 2021, del 4,6% nel 2022 e del 2,1% nel 2023. Le prospettive sono decisamente migliorate per il 2021, tanto che la presidente della BCE, Christine Lagarde in un'intervista a Bloomberg del 16 settembre 2021 conferma: *"Actually, Europe is recovering more rapidly than we had anticipated. We have, as a result of that, significantly upgraded our projections. [...] But this year it's certainly going faster than we had thought – to the point where we will have recovered to pre-COVID-19 levels before the end of the year, 2021. We had anticipated earlier on that it would be early 2022 at best; it's now going to be in 2021."*¹⁷

L'Europa a settembre 2021 si avvicina ad una politica monetaria di "tapering" o meglio di "ricalibrazione" come ha preferito comunicare la presidente della BCE. Nella riunione del 9 settembre 2021 è stata annunciata la prima riduzione degli acquisti previsti dal PEPP, che seguiranno "un ritmo degli acquisti netti di attività nel quadro del PEPP moderatamente inferiore rispetto ai due trimestri precedenti"¹⁸. Si prevede che le riunioni che avranno luogo nei prossimi mesi saranno cruciali per la revisione e la successiva ricalibrazione della politica monetaria europea.

¹⁷Banca Centrale Europea (2021). Interview with Christine Lagarde, President of the ECB, conducted by David Rubenstein, Bloomberg, on 13 September. *Banca Centrale Europea*. [online]. Disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2021/html/ecb.in210916~5b06e18ebc.en.html>

¹⁸Banca Centrale Europea (2020). Decisioni di politica monetaria. *Banca Centrale Europea*. [online]. Disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210909~2c94b35639.it.html>

Conclusione

Abbiamo visto come l'inflazione, quando è attesa o del tutto imprevista, possa avere alcuni benefici ma che questi sono di gran lunga superati dai costi, perché non tutti i prezzi riescono ad aggiustarsi e questo può provocare il dissesto dei mercati e quindi dell'economia. Durante la crisi finanziaria globale, la Federal Reserve ha adottato misure decisamente non convenzionali per arginare l'impatto della crisi, sfruttando l'indipendenza della propria posizione come banca centrale rispetto alla repubblica federale degli Stati Uniti per agire tempestivamente, implementando una politica monetaria espansiva, quindi di espansione del proprio bilancio. Attraverso l'acquisto di titoli, con l'operazione Quantitative Easing, variazioni del tasso di interesse sui federal funds e programmi specifici di intervento a soccorso di determinate aziende è riuscita a mettere un freno allo squilibrio economico per poi rallentare il programma attraverso la normalizzazione della sua politica monetaria. Abbiamo poi illustrato le differenze con la politica monetaria della BCE in Europa e abbiamo osservato che queste sono perlopiù temporali, in quanto la BCE non è l'unico attore nell'Eurosistema dato che è "circondata" da altre 27 banche centrali nazionali; non essendo semplice coordinare gli obiettivi, le priorità e l'operatività di ogni singola banca centrale, questo risulta spesso in un ritardo d'intervento. Abbiamo inoltre visto come durante la pandemia di COVID-19, la BCE ha assunto un ruolo più determinato nell'Eurosistema, forse grazie alla nuova presidente Christine Lagarde e forse grazie alle lezioni che ha imparato nel 2008, mettendo rapidamente in pratica operazioni di Quantitative Easing, programmi di acquisto e variazioni dei *key interest rates*. A settembre 2021, avendo superato la fase ritenuta critica della pandemia, con la riapertura seppur parziale dell'economia, l'inflazione è in rialzo e le due banche centrali stanno virando verso una normalizzazione delle politiche monetarie, ritenendo temporaneo e prevedibile l'innalzamento del tasso, che raggiungerà nei prossimi anni l'obiettivo del 2%.

Bibliografia

Allen, W. A. (2021) Monetary Policy and Government Debt Management During the Coronavirus Pandemic. *National Institute Economic Review*, 255, 79–84. [online]. Disponibile in: <https://doi.org/10.1017/nie.2021.1> Accesso: [10/09/2021]

Banca d'Italia (2009). Relazione Annuale. *Banca d'Italia* [online] p.3-74. Disponibile in: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2008/rel08_totale.pdf Accesso: [12/09/2021]

Banca Centrale Europea, (2021). La nostra risposta alla pandemia di coronavirus. *Banca Centrale Europea* [online] Disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.it.html> Accesso: [12/09/2021]

Banca Centrale Europea, (2021). Perché è importante che i prezzi siano stabili?. *Banca Centrale Europea*. [online]. Disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/stableprices.it.html> Accesso [10/09/2021]

Banca Centrale Europea (2021). Conferenza Stampa. *Banca Centrale Europea*. [online] Disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210909~b2d882f724.it.html> Accesso: [12/09/2021]

Banca Centrale Europea. Decisioni di politica monetaria. *Banca Centrale Europea*. [online] Disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210909~2c94b35639.it.html>

Accesso: [12/09/2021]

Banca Centrale Europea (2008). Rapporto Annuale 2008. *Banca Centrale Europea*. [online]. p. 25-63. Disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008it.pdf> Accesso: [12/09/2021]

Banca d'Italia (2021). La Stabilità dei Prezzi. *Banca Centrale Europea* [online] Disponibile in: <https://www.bancaditalia.it/servizi-cittadino/cultura-finanziaria/informazioni/index.html> Accesso: [12/09/2021]

Banca d'Italia (2020) Relazione Annuale Sul 2020 in Sintesi. *Banca Centrale Europea* [online]. Disponibile in: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2020/sintesi/index.html> Accesso: [13/09/2021]

Banca d'Italia (2020). Eurosistema. *Banca d'Italia* [online]. Disponibile in: <https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/eurosistema/> Accesso: [10/09/2021]

Barlaam, R. (2020). La disoccupazione Usa vola al 14,7%. Mai così alta dal Dopoguerra. *Il Sole 24 Ore*. [online] Disponibile in: <https://www.ilsole24ore.com/art/la-disoccupazione-usa-vola-147percento-mai-cosi-alta-grande-depressione-ADEShGP> Accesso: [13/09/2021]

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020). Federal Reserve announces extensive new measures to support the economy. *Federal Reserve*. [online]. Disponibile in: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323b.htm> Accesso: [14/09/2021]

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020). 2020 Statement on Longer-Run Goals

and Monetary Policy Strategy. *Federal Reserve*. [online]. Disponibile in:

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm> Accesso: [14/09/2021]

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020). Federal Reserve issues FOMC statement. *Federal Reserve*. [online]. Disponibile in:

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315a.html>

Accesso: [14/09/2021]

Board of Governors of the Federal Reserve System (2014). Federal Reserve issues FOMC statement on policy normalization principles and plans. *Federal Reserve*. [online].

Disponibile in:

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20140917c.html>

Accesso: [14/09/2021]

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020). Testimony by Chair Powell on the semiannual Monetary Policy Report to the Congress. *Federal Reserve*. [online]. Disponibile in: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/powell20210714a.htm> Accesso: [14/09/2021]

Board of Governors of the Federal Reserve System (2010). Primary Dealer Credit Facility (PDCF). *Federal Reserve*. [online]. Disponibile in:

<https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-pdcf.html> Accesso: [14/09/2021]

Borsa Italiana (2020). Cos'è l'inflazione? Significato, cause e calcolo dei tassi di inflazione. *Borsa Italiana*. [online] Disponibile in:

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/inflazione.htm> Accesso: [12/09/2021]

Istat (2015) Il sistema dei prezzi al consumo. *Istat*. [online]. Disponibile in:

<https://www.istat.it/it/archivio/17484> Accesso: [10/09/2021]

Istat. Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC). *Istat*. [online]. Disponibile in:

<http://rivaluta.istat.it:8080/Rivaluta/> Accesso: [11/09/2021]

Mieli, S. (2009) La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane. *Banca d'Italia*. [online]

p.3-14. Disponibile in:

https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2009/mieli_040309.pdf

Accesso: [15/09/2021]

Minenna, S. (2020). L'immane sforzo della Federal reserve. *Il Sole 24 Ore*. [online]. Disponibile in:

<https://www.ilsole24ore.com/art/l-immane-sforzo-federal-reserve-ADPhZFW> Accesso:

[13/09/2021]

Mossetti, G. (2021). Focus Stati Uniti. *Intesa Sanpaolo*. [online].p.2-5. Disponibile in:

<Http://Image.Research.Intesasanpaolo.Com/Lib/Fe3e1570756404787d1770/m/33/Da61612c-8948-4b95-Aca9-4af10755c5c8.Pdf> Accesso: [17/09/2021]

Istat (2013). *Indice dei prezzi all'importazione dei prodotti industriali*. [online] p.2-4. Disponibile

in: https://www.istat.it/it/files//2013/11/Nota_metodologica1.pdf Accesso: [12/09/2021]

Adrian T., Schaumburg, E. (2012) The Fed's emergency liquidity facilities during the financial crisis: The PDCF. *Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York*. [online].

Disponibile in:

<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2012/08/the-feds-emergency-liquidity-facilities-during-the-financial-crisis-the-pdcf/> Accesso: [14/09/2021]

Weinberg, J. (2008). Support for specific institutions. *Federal Reserve History*. [online]. Disponibile in: <https://www.federalreservehistory.org/essays/support-for-specific-institutions> Accesso: [14/09/2021]