

LUISS



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Macroeconomia e Politica Economica

***Gli strumenti di politica monetaria per contrastare i rischi di iperinflazione
nel contesto del COVID-19***

Relatore

Prof.re Alberto Cagnazzo

Candidato

Pierfrancesco Lanza

Matr. 246021

Anno accademico 2021/2022

INDICE

Sommario

INTRODUZIONE	5
CAPITOLO 1	7
LE CAUSE E I RISCHI DELL'INFLAZIONE	7
1.1 Cos'è l'inflazione: definizione e significato.....	7
1.2 Metodi di calcolo: indici e formule	7
1.3 Teorie e cause.....	9
1.3.1 Teoria quantitativa della moneta	10
1.3.2 Teoria della preferenza per la liquidità.....	11
1.3.3 La curva di Phillip originaria.....	13
1.3.4 La curva di Phillips aumentata per le aspettative	15
1.3.5 Le più recenti teorie sulle cause dell'inflazione	17
1.4 Tassi di interesse e politica monetaria.....	19
1.4 Le conseguenze dell'inflazione	22
CAPITOLO 2	24
L'ANALISI DI ALCUNI CASI STUDIO RILEVANTI	24
2.1 Alcuni casi patologici.....	24
2.2 Il caso dell'Argentina	25
2.2.1 Le misure intraprese dall'autorità di politica monetaria.....	27
2.2.2 I risultati	29
2.3 Il caso del Venezuela.....	32
2.3.1 Le misure intraprese dall'autorità di politica monetaria.....	33
2.3.2 I risultati	36
2.4 Il caso dello Zimbabwe	40
2.4.1 Le misure intraprese dall'autorità di politica monetaria.....	41
2.4.2 I risultati	43
CAPITOLO 3	47
LE POLITICHE MONETARIE DELLA BANCA CENTRALE E DELLA FED CONTRO LA CRISI DA COVID-19	47
3.1 Impatto globale del COVID-19 in Europa e negli USA.....	47
3.2 Le politiche monetarie della Banca Centrale Europea	54
3.2.1 Le politiche monetarie convenzionali	56
3.2.2 Le politiche monetarie non convenzionali.....	57
3.2.3 Il <i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i>	60
3.3 Le politiche monetarie della Federal Reserve	61

3.3.1 The FIMA repo facility	64
3.3.2 Il <i>Main Street Lending Program</i>	66
3.4 Primi risultati delle misure implementate.....	68
CONCLUSIONE	72
BIBLIOGRAFIA	76

INTRODUZIONE

Nell'analisi del contesto che emerge a seguito della crisi pandemica da COVID-19, emerge una rinnovata e inattesa crescita generale dei prezzi e dei servizi. Questo comporta, conseguentemente, la riduzione del potere d'acquisto della moneta, da parte degli agenti economici. Ovviamente, seppur l'inflazione colpisce la generalità degli agenti economici (dai cittadini alle imprese), è necessario rivelare che sussistono degli effetti e delle variabili macroeconomiche che la condizionano, che sono differenti da Paese a Paese. Tale fenomeno è sempre stato oggetto di un ampio dibattito che ha alimentato teorie e scuole di pensiero.

L'inflazione è un argomento complesso. In particolare, l'elaborato intende illustrare il modo in cui è calcolata, le cause e le conseguenze che scaturiscono da essa attraverso le teorie e gli studi che sono alla base del tema. Per comprendere meglio ciò, successivamente la descrizione analizza le teorie che spiegano l'inflazione, a un'analisi concreta di alcuni Paesi (Argentina, Venezuela e Zimbabwe) che dalla fine del '900 a oggi sono stati i più colpiti dall'aumento dei prezzi, con percentuali del tasso d'inflazione che sfociano in picchi mai visti prima, generando l'iperinflazione. In ogni *case study*, viene presentata prima la situazione congiunturale in cui verte la Nazione, poi le manovre politiche che sono state attuate e infine i risultati di queste, analizzando alcuni dei fattori più rilevanti, come il tasso d'inflazione, la disoccupazione e la crescita del PIL. Naturalmente, la scelta e il tempismo delle azioni economiche attuate fanno la differenza circa gli esiti di queste.

Questo argomento suscita un profondo interesse degli economisti soprattutto a seguito della crisi economica da COVID-19, in cui i responsabili delle politiche monetarie e fiscali hanno affrontato questo shock globale. Più dettagliatamente, la Banca Centrale Europea e la Federal Reserve hanno fronteggiato le conseguenze della pandemia anche attraverso l'ausilio di strumenti non convenzionali. Le politiche convenzionali e non convenzionali, la regolazione della moneta e dei finanziamenti, il *Pandemic Emergency Purchase Programme* della Banca Centrale Europea, il FIMA repo facility o il *Main Street Lending Program* della FED, sono strumenti utilizzati per sostenere il mercato finanziario, incentivare il consumo e risanare l'economia.

La Banca Centrale ai sensi dell'art.127 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), persegue l'obiettivo di mantenere il livello dei prezzi al consumo a un livello tendente al 2%, in quanto è ottimale per la stabilità nel medio-lungo periodo e sinonimo di crescita economica. La Federal Reserve, invece, risponde alla regola di Taylor, che illustra il nesso tra gli obiettivi della FED, il tasso di inflazione e l'aumento del PIL. Quindi, tale modello stabilisce che la FED debba accrescere i tassi di interesse quando l'aumento del PIL o dell'inflazione siano ad un livello più alto di quello voluto. Al contrario, la Federal Reserve prevede di ridurre i tassi di interesse quando il PIL e l'inflazione devono crescere.

L'inflazione influenza aspetti differenti del contesto economico finanziario, come ad esempio il *trade-off* descritto dalla Curva di Phillips tra inflazione e disoccupazione.

Il lavoro è quindi partito dalle principali teorie sul tema, per poi svolgere un iter attraverso i principali casi patologici e affrontare gli strumenti adottati dalle principali Banche Centrali per rispondere alla crisi pandemica, causata da COVID-19.

CAPITOLO 1

LE CAUSE E I RISCHI DELL'INFLAZIONE

1.1 Cos'è l'inflazione: definizione e significato

Il termine “inflazione” indica un aumento generalizzato e prolungato dei prezzi di beni e servizi, che genera un calo del potere d'acquisto della moneta e di tutte le altre grandezze monetarie. Ciò significa che quando l'inflazione aumenta, la valuta in corso nell'economia perde di valore e gli individui perdono potere d'acquisto. Ovviamente, tale fenomeno economico non si verifica quando c'è l'aumento di un singolo prodotto, in quanto quest'ultimo potrebbe essere meno offerto rispetto a prima, oppure la sua domanda è aumentata. In una situazione del genere diventa complesso fare ipotesi per il futuro, di conseguenza le aziende non impiegano capitale, i nuclei familiari risparmiano meno, il fenomeno diventa arduo da fermare. (Di Pace Massimiliano, *cit.* p.176)

1.2 Metodi di calcolo: indici e formule

Il metodo più comune per calcolare l'inflazione è l'**indice dei prezzi al consumo (IPC)**, utilizzato da tutte le agenzie statistiche nazionali. L'IPC ha il compito di trasformare i costi di un'ampia varietà di beni e servizi in un solo indicatore col fine di misurarne l'andamento generale dei prezzi. Naturalmente, sappiamo che non tutti i beni sono consumati allo stesso modo; quindi, alcuni beni e servizi devono essere valutati in modo diverso. A tal proposito, le agenzie statistiche nazionali calcolano un paniere di beni acquistato abitualmente dal consumatore medio, attribuendo ai prodotti costi diversi. L'indice dei prezzi al consumo indica il prezzo di questo paniere rispetto al prezzo dello stesso paniere all'anno base, ossia un paniere di beni costante negli anni. Se calcoliamo l'IPC del 2010, prendendo il 2000 come anno base, il risultato è una media ponderata dei prezzi del 2010, considerando il valore degli stessi beni prodotti nel 2000.

L'IPC è:

$$IPC_{2010} = \frac{(P_{auto}^{2010} \times Q_{auto}^{2000}) + (P_{pane}^{2010} \times Q_{pane}^{2000})}{(P_{auto}^{2000} \times Q_{auto}^{2000}) + (P_{pane}^{2000} \times Q_{pane}^{2000})} \quad (1)$$

Un altro indicatore utilizzato è il **deflatore del PIL**, che ha il fine di ridurre l'aumento dei prezzi e di migliorare le stime di crescita in un'economia.

Per calcolare il deflatore del PIL necessitiamo di due elementi: il **PIL nominale** e il **PIL reale**.

Il PIL nominale quantifica i beni e servizi ai prezzi correnti. Di conseguenza:

$$PIL\ nominale_{2000} = (P_{auto}^{2000} \times Q_{auto}^{2000}) + (P_{pane}^{2000} \times Q_{pane}^{2000}) \quad (2)$$

$$PIL\ nominale_{2010} = (P_{auto}^{2010} \times Q_{auto}^{2010}) + (P_{pane}^{2010} \times Q_{pane}^{2010}) \quad (3)$$

Il PIL reale, invece, quantifica i beni e servizi ai prezzi costanti. Per tale motivo, prendendo sempre il 2000 come anno base e, volendo calcolare il PIL reale del 2010, bisogna moltiplicare le quantità acquisite nel 2010 per i prezzi del 2000:

$$PIL\ reale_{2010} = (P_{auto}^{2000} \times Q_{auto}^{2010}) + (P_{pane}^{2000} \times Q_{pane}^{2010}) \quad (4)$$

Una volta calcolato il PIL nominale e il PIL reale, si può calcolare il deflatore del PIL, dato dal rapporto degli altri due:

$$Deflatore\ del\ PIL_{2010} = \frac{PIL\ nominale_{2010}}{PIL\ reale_{2010}} \quad (5)$$

Dalla formula (5) è possibile calcolare il prezzo della produzione aggregata rapportandola ai prezzi dell'anno base.

Nonostante il deflatore del PIL e l'IPC misurino entrambi l'andamento del livello generale dei prezzi, questi hanno delle differenze.

La prima è che l'IPC calcola i prezzi di tutti i beni e servizi comprati dal consumatore, mentre il deflatore del PIL calcola i prezzi di tutti i beni e servizi prodotti nel sistema economico.

La seconda è che il deflatore del PIL valuta solo i beni e servizi che sono prodotti nei limiti del territorio nazionale, in quanto i beni importati non vengono compresi nel PIL. Quindi, l'incremento del prezzo di un'automobile Mercedes prodotta in Germania e venduta a un cliente italiano non comporta un aumento del deflatore del PIL, ma solo dell'IPC.

La terza e ultima differenza si basa sul tipo di indice a cui corrispondono i due indicatori. Infatti, possiamo definire l'indice dei prezzi al consumo come *Indice di Laspeyres*, perché viene calcolato su un paniere abituale di beni; il deflatore del PIL è un *Indice di Paasche*, cioè un indice dei prezzi determinato su un paniere variabile.

Gli indicatori hanno una valenza rilevante per le decisioni nazionali, motivo per cui è fondamentale che garantiscano la massima accuratezza. Anche se l'IPC è uno degli indicatori maggiormente utilizzato, secondo molti economisti questo potrebbe sovrastimare l'inflazione.

Il primo problema si verifica perché l'IPC è un indice di prezzi a paniere fisso e non prende in considerazione che, in caso di innalzamento dei prezzi dei beni, i consumatori sostituiscano quest'ultimi con beni meno costosi: per tale ragione, l'IPC aumenta più velocemente rispetto al costo della vita.

La seconda causa è individuabile con l'introduzione di nuovi prodotti. Quando accade ciò, i consumatori hanno più scelta e quindi aumenta il loro benessere. Questo processo aumenta il potere d'acquisto della moneta, però tale accrescimento non viene rilevato dall'indicatore.

La terza difficoltà considera le variazioni della qualità dei beni e servizi. Nel momento in cui un'azienda decide di aumentare il prezzo del bene dovuto da un miglioramento della qualità, non si verifica una crescita dell'onere della vita e perciò sono difficili da rilevare. (N.Gregory Mankiw, Mark P. Taylor, *cit.* pp.16-29)

1.3 Teorie e cause

Le cause dell'inflazione possono essere varie, e non si sa con certezza quale sia quella che abbia maggiore influenza. Se l'innalzamento prolungato dei prezzi è causato da una serie di cause, di conseguenza bisogna applicare diverse politiche economiche.

Le tre tipologie più comuni sono le seguenti:

L'**inflazione da costi** è dovuta dall'aumento dei costi di produzione, in particolar modo il costo delle materie prime (come il petrolio per chi, ad esempio, produce benzina) e del lavoro (i salari). Tra i costi consideriamo anche l'aumento degli interessi da corrispondere alle banche in cambio del denaro ricevuto in prestito, e l'aumento delle imposte. In questi casi, gli imprenditori per mantenere inalterato il loro profitto, aumentano i prezzi dei prodotti, scaricando così sui consumatori l'aumento dei costi.

L'**inflazione da domanda**, invece, è l'oggetto di studio della scuola economica keynesiana. Normalmente, quando le famiglie domandano più beni e servizi, le imprese rispondono cercando di aumentare la loro produzione in modo da soddisfare la nuova domanda. Tuttavia, quando questo non è possibile, perché non c'è tempo di farlo o ci si trova in una situazione di pieno impiego, le imprese aumentano il prezzo dei beni prodotti visto che le famiglie sono disposte a pagarli di più. Questa dinamica crea un aumento dei prezzi e quindi inflazione.

L'**inflazione da eccesso di moneta** è spiegata dalla scuola monetarista, che ha tra i maggiori esponenti Irving Fisher. Quest'ultimo sostiene che il potere d'acquisto del denaro è inversamente proporzionale alla sua quantità: maggiore è la quantità, minore è il valore. Dunque, se viene immessa troppa moneta,

per esempio aumentando la spesa pubblica oppure invogliando le banche a prestare denaro attraverso di interesse molto alti, il valore della moneta si riduce, generando così un aumento dei prezzi.

1.3.1 Teoria quantitativa della moneta

La somma di denaro presente nell'economia è denominata **offerta di moneta**. Essa è stabilita dalle scelte della Banca Centrale in merito alle politiche di natura monetaria e dal sistema bancario. Per studiare gli i risultati della politica monetaria, c'è bisogno di una teoria che individui i collegamenti tra l'offerta di moneta e gli altri fattori macroeconomici. Facciamo ricorso alla **Teoria quantitativa della moneta** per illustrare in che maniera la liquidità in circolazione possa condizionare l'economia a lungo termine.

La teoria si basa sull'equazione data dalla formula n. (6):

$$M \times V = P \times T \quad (6)$$

nella quale M rappresenta la quantità di moneta, V indica la velocità di circolazione della moneta rispetto alle transazioni, ossia il numero di volte, in un periodo di tempo, che la moneta cambia di mano per eseguire le transazioni. Al secondo membro, P corrisponde al prezzo medio che viene pagato nelle transazioni, mentre T è il numero totale di transazioni sempre in un determinato arco temporale. Dunque, MV è la quantità di denaro che è girata nell'economia in un certo periodo, mentre PT esprime il valore totale degli scambi. L'equazione dello scambio costituisce un'identità ed è necessariamente vera, se dovesse variare una delle variabili, di conseguenza dovrebbero farlo anche le altre per mantenere l'uguaglianza. Siccome il valore delle transazioni corrisponde quasi del tutto al valore della produzione aggregata del sistema economico, possiamo sostituire T con Y. Così facendo, possiamo riscrivere la formula nel seguente modo:

$$M \times V = P \times Y \quad (7)$$

Nella nuova formula n. (7) V è denominata **velocità di circolazione della moneta rispetto al reddito**. La velocità calcola quante volte la moneta viene inserita nel reddito nazionale in un periodo di tempo. Va considerato però che l'ipotesi di velocità di circolazione non è sempre costante, in quanto può variare in base al tipo di pagamento (assegni, bancomat, carta di credito ecc.), riducendo anche la quantità di moneta circolante. Dato che supponiamo V costante, ad una crescita del volume di moneta ne consegue un aumento dei prezzi (quindi inflazione) e della produzione aggregata. Pertanto, un cambiamento di M provoca in maniera proporzionale un cambiamento del PIL nominale (PY), stabilendo una nuova relazione:

$$\text{variazione \% di } M + \text{variazione \% di } V = \text{variazione \% di } P + \text{variazione \% di } Y \quad (8)$$

La formula n. (8) ci consente di capire che la Banca Centrale ha il controllo sull'inflazione poiché controlla l'offerta di moneta. Se la Banca Centrale decide di mantenere stabile la quantità di moneta, allora l'andamento dei prezzi è stabile, ma se decide di alzare (o diminuire) l'offerta di moneta, allora c'è da aspettarsi un aumento (o diminuzione) del livello dei prezzi. (N.Gregory Mankiw, Mark P. Taylor. Macroeconomia, *cit.* pp.76-78)

1.3.2 Teoria della preferenza per la liquidità

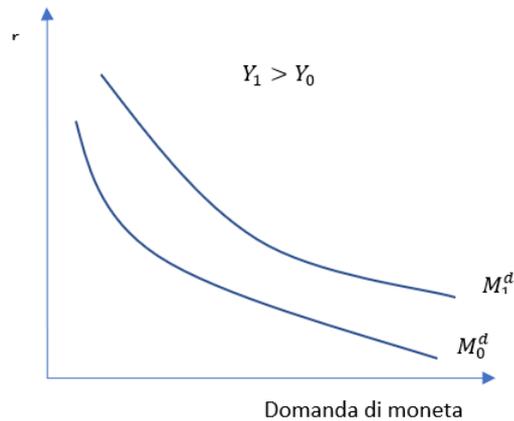
La **teoria della preferenza per la liquidità** è un'espressione utilizzata da Keynes per individuare i motivi secondo cui un individuo preferisce detenere moneta in forma liquida, piuttosto che avere beni meno liquidi (azioni, obbligazioni, ecc.).

Sono tre i motivi principali per cui possiamo detenere moneta:

- 1) Motivo delle transazioni: considera la quantità di moneta che un individuo ritenga necessario detenere per far fronte ai pagamenti quotidiani e ai rischi di temporanea insolvenza;
- 2) Motivo precauzionale: riguarda la quantità di moneta che un individuo vorrebbe detenere per poter fronteggiare rischi futuri, come malattie o altri eventi inattesi;
- 3) Motivo speculativo: fa riferimento all'incerto andamento del saggio di interesse, possedere moneta sfruttando il momento in cui il saggio di interesse sale per poter acquistare titoli. L'obiettivo è quello di massimizzare il vantaggio dalla distribuzione delle proprie risorse tra la liquidità e le altre attività finanziarie.

Secondo la teoria neoclassica, la moneta veniva considerata solo come un "intermediario degli scambi", come accade nella teoria quantitativa della moneta, mentre Keynes considera la moneta una riserva di valore, che possa conservare il suo valore col trascorrere degli anni. Inoltre, sosteneva che il tasso di interesse viene visto come il "costo opportunità" di possedere più liquidità ed è stabilito dall'intersezione della curva di domanda e da quella di offerta di moneta. (John Maynard Keynes, *cit.* pp. 351-361) La domanda di moneta, cioè la quantità di moneta che si desidera possedere, è correlata inversamente al tasso di interesse r ; quindi, la preferenza di liquidità aumenta al diminuire di r .

Figura 1: La teoria della preferenza della liquidità



Fonte: John Sloman. Elementi di economia. Il Mulino, 2002

Per due ragioni si preferisce detenere liquidità in caso di abbassamento del tasso di interesse:

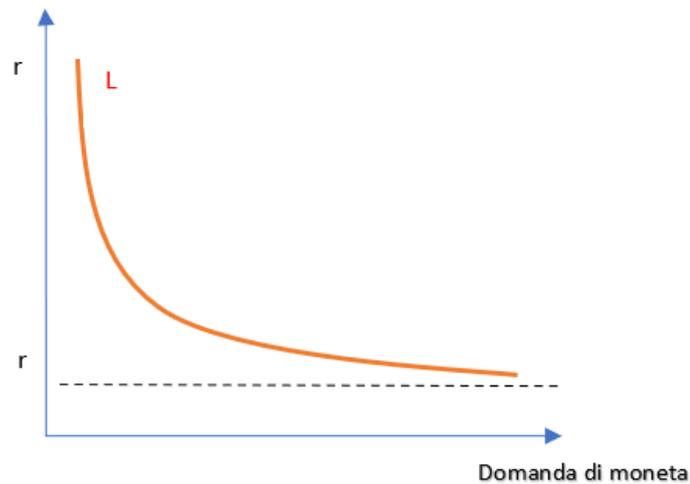
- 1) per sfruttare una crescita del tasso di interesse in futuro;
- 2) per evitare che si verifichino perdite patrimoniali dovute dall'elevazione del tasso di interesse, che provoca una svalutazione dei titoli.

Anche una variazione del reddito comporta uno spostamento della curva, infatti al crescere di Y ne consegue un aumento delle transazioni economiche.

L'offerta di moneta, invece, è una variabile esogena: viene stabilita dalle autorità monetarie e non si fa influenzare dalle variazioni di r .

Per comprendere gli effetti della teoria della preferenza della liquidità, viene analizzato un tratto (quello orizzontale) della curva della preferenza della liquidità dove scatta la famosa **trappola della liquidità**, in cui le politiche monetarie sono inefficaci nell'influenzare la domanda.

Figura 2: La trappola della liquidità



Fonte: John Sloman. Elementi di economia. Il Mulino, 2002

La politica monetaria espansiva agisce riducendo i tassi di interesse e stimolare la spesa per investimenti, ma se i tassi di interesse sono già scesi quasi a zero, allora forse la politica monetaria non è più efficace. I tassi di interesse nominale non possono scendere sotto lo zero: piuttosto che fare un prestito ad un tasso di interesse nominale negativo, una persona preferirebbe semplicemente detenere contanti. In questo contesto, la politica monetaria espansiva accresce l'offerta di moneta rendendola una risorsa per il pubblico, ma poiché i tassi di interesse non possono scendere ulteriormente, l'eccesso di liquidità potrebbe non avere alcun effetto. La domanda aggregata, la produzione e l'occupazione possono essere “intrappolate” a livelli bassi. Secondo la teoria keynesiana, la politica monetaria non è molto efficace anche a livelli superiori del tasso critico, siccome il tasso di interesse sarà difficilmente influenzato dalle variazioni dell'offerta di moneta. (John Sloman, *cit.* pp. 95-97)

1.3.3 La curva di Phillip originaria

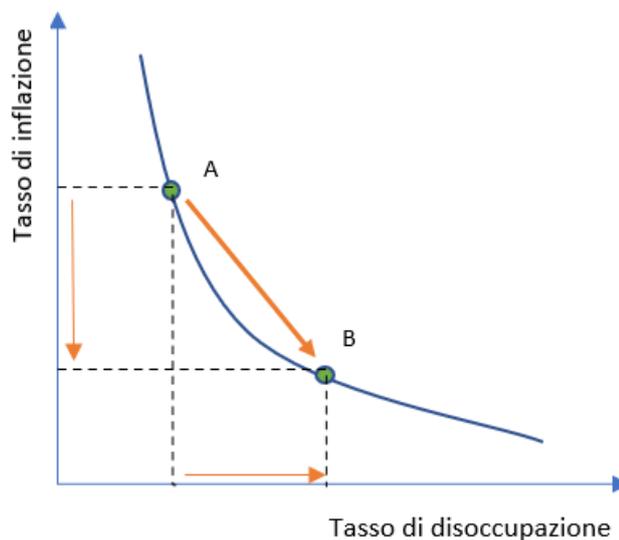
L'economista A. William Phillips, nella sua opera *“The relationship between unemployment and the rate of change of money wages in the UK 1861-1957”* (1958), spiegò la relazione negativa tra il livello della disoccupazione nel Regno Unito e le variazioni dei salari monetari. Non solo lui, anche altri studiosi del calibro di Paul Samuelson e Robert Solow, nel 1960, ipotizzarono che ci fosse un nesso inverso tra disoccupazione e inflazione.

Oggi, le politiche monetarie mirano a questi due obiettivi di rilevante importanza: l'inflazione e la disoccupazione. I due fenomeni economici, denominati anche “mali gemelli”, sono tra gli argomenti più complessi a cui i responsabili delle politiche economiche devono andare incontro. Quasi tutti gli

individui possono rischiare di perdere il posto di lavoro o subire gli effetti degli aumenti dei prezzi, motivo per cui il tasso di disoccupazione e il tasso d'inflazione destano grandi preoccupazioni a livello pubblico. (Burda Wyplosz, *cit.* pp.438-440)

In particolare, da questa corrispondenza nasce la cosiddetta **curva di Phillips**, ossia una curva che esprime la relazione negativa, o *trade-off*, tra queste due variabili. Da tale concetto si può dedurre che all'aumentare dell'inflazione si verifica una diminuzione della disoccupazione (e viceversa). La curva di Phillips mostra le conseguenze della curva di offerta aggregata di breve periodo, in quanto un'azione di natura monetaria o fiscale fa scorrere il sistema economico lungo la curva di offerta aggregata di breve periodo, di conseguenza disoccupazione e inflazione si dirigono in verso contrario.

Figura 3: La Curva di Phillips



Fonte: A. Abel, Ben Bernanke, Dean Croushore, L. Bottazzi. Macroeconomia. Isedi, 2016

La curva di Phillips spiega che l'inflazione è influenzata da tre fattori, che sono:

- l'inflazione attesa;
- la disoccupazione ciclica (ossia lo scostamento della disoccupazione dal suo livello naturale);
- gli shock dell'offerta.

$$\pi = \pi^e - \beta(u - u^n) + v \quad (9)$$

L'equazione n. (9) indica che il tasso di inflazione sia pari alla differenza tra l'inflazione attesa e la disoccupazione ciclica sommati agli shock dell'offerta.

β rappresenta la sensibilità dell'inflazione alla disoccupazione ciclica. (N.Gregory Mankiw, Mark P. Taylor, *cit.* pp.283-284)

1.3.4 La curva di Phillips aumentata per le aspettative

Sembrava che la curva di Phillips rappresentasse in maniera dettagliata la relazione e disoccupazione negli anni '60, anche se poi alcuni economisti, come Edmund Phelps e Milton Friedman, si espressero al riguardo mostrando delle perplessità sulla curva di Phillips intorno agli anni '70. I due economisti supponevano che la relazione negativa fosse tra l'**inflazione non anticipata** (la differenza tra inflazione effettiva e attesa) e la **disoccupazione ciclica** (la differenza tra disoccupazione effettiva e naturale), non tra inflazione e disoccupazione come si riteneva precedentemente.

La formula che deriva da questa relazione è:

$$\pi - \pi^e = -\beta(u - u^n) \quad (10)$$

dove $\pi - \pi^e$ è l'inflazione non anticipata, β misura la pendenza della relazione, $(u - u^n)$ è la disoccupazione ciclica.

L'equazione n. (10) spiega che l'inflazione non anticipata risulta positiva se la disoccupazione ciclica è negativa, mentre è negativa se la disoccupazione ciclica è positiva, è pari a 0 quando lo è anche la disoccupazione ciclica. La formula spiega la cosiddetta **curva di Phillips corretta per le aspettative**, la quale dice che l'inflazione attesa è inferiore a quella attesa quando la disoccupazione è più grande del suo livello naturale. (A. Abel, Ben Bernanke, Dean Croushore, L. Bottazzi, *cit.* pp.549-552)

Inoltre, in questi anni, gli individui cambiarono la maniera in cui creare le aspettative e ci sono varie ipotesi per comprendere da cosa sono determinate.

La prima ipotesi da prendere in considerazione è quella sulle **aspettative adattive**, in cui i soggetti creano le aspettative di inflazione prendendo come riferimento i dati più recenti esaminati. Se gli individui si aspettano che i prezzi quest'anno si alzino allo stesso livello di quelli dell'anno scorso, l'inflazione attesa è uguale a quella del precedente anno e di conseguenza:

$$\pi^e = \pi_{-1} \quad (11)$$

A tal punto, la curva di Phillips può essere riscritta nel modo seguente:

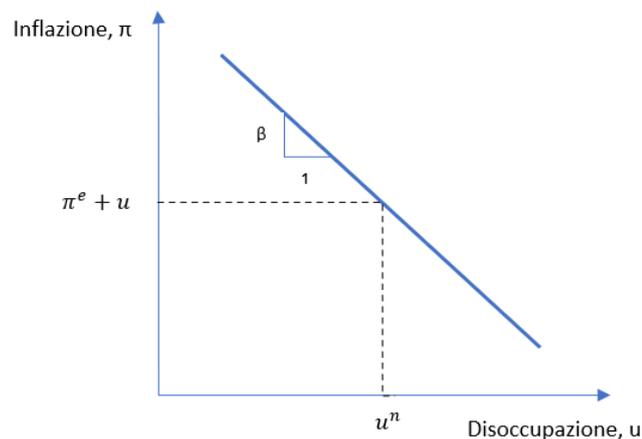
$$\pi = \pi_{-1} - \beta(u - u^n) + v \quad (12)$$

Dalla formula n. (12) si deduce che l'inflazione è condizionata dall'andamento dell'inflazione dell'anno prima, dalla disoccupazione ciclica e dagli shock dell'offerta. In questo caso, il tasso naturale di disoccupazione viene nominato **NAIRU** (Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment, che sta per "tasso di disoccupazione con inflazione stabile").

Dal secondo termine dell'equazione, $\beta(u - u^n)$, si evince che il tasso di inflazione aumenta (diminuisce) al diminuire (crescere) della disoccupazione ciclica; siccome tale fenomeno è dovuto dall'elevata domanda aggregata, viene chiamato **inflazione trainata dalla domanda**.

Il terzo e ultimo termine, v , spiega che l'inflazione dipende anche dagli shock dell'offerta. Nel caso si determini uno shock negativo dell'offerta (ad esempio la crescita del costo mondiale del petrolio), v aumenta e questo genera una crescita dell'inflazione. Tale fenomeno viene nominato **inflazione spinta dai costi**, in quanto gli shock negativi dell'offerta provocano un aumento dei costi di produzione. Al contrario, v è negativo in presenza di uno shock positivo dell'offerta e ne consegue una diminuzione del tasso di inflazione. I responsabili delle politiche economiche possono adottare delle politiche di natura fiscale o monetaria per gestire la domanda aggregata, influenzando l'occupazione, l'inflazione e la produzione.

Figura 4: Il *trade-off* di breve periodo tra inflazione e disoccupazione



Fonte: N.Gregory Mankiw, Mark P. Taylor. Macroeconomia. Zanichelli, sesta edizione, 2015

La curva di Phillips spiega anche come, per fermare l'inflazione, ci sia bisogno di un aumento della disoccupazione per un periodo e un restringimento del prodotto (in assenza di shock positivi dell'offerta). La domanda da porsi è quanto tempo la disoccupazione deve essere al di sopra del suo

tasso naturale. Per rispondere a tale quesito, parliamo del cosiddetto **tasso di sacrificio**, che rappresenta la percentuale di PIL reale annuale a cui bisogna rinunciare per far diminuire l'inflazione di 1 punto percentuale. In conformità con la tipica stima inerente all'argomento, una diminuzione di 1 punto percentuale della disoccupazione equivale a una riduzione di 1,5 punti del PIL. Quindi, possiamo usufruire del tasso di sacrificio per calcolare quanto debba salire la disoccupazione per abbassare l'inflazione.

Un approccio alternativo è ipotizzare che gli individui formano delle **aspettative razionali**, ossia che provino a predire il futuro in base a tutte le informazioni in proprio possesso, comprese le politiche adottate dall'autorità di politica monetaria e del Governo. Secondo questa teoria, gli individui riformano le proprie aspettative in base ai cambiamenti della politica di natura fiscale o monetaria, e di conseguenza ogni provvedimento di carattere economico deve tenere in considerazione che effetto ha sulle aspettative. (N.Gregory Mankiw, Mark P. Taylor, *cit.* pp.285-290)

1.3.5 Le più recenti teorie sulle cause dell'inflazione

L'inflazione è un tema molto complesso perché molte persone lo considerano una grave problematica del sistema economico. D'altronde, nessuno desidera che i propri soldi perdano potere d'acquisto. A seconda della situazione e del tipo di inflazione, un aumento (o diminuzione) del livello complessivo dei prezzi riduce (o aumenta) il potere d'acquisto reale delle persone, ma non sempre è così.

Tuttavia, ci sono cinque costi dell'inflazione che riguardano l'inflazione attesa:

- 1)costi del cuoio delle scarpe;
- 2)costi di menu;
- 3)variabilità relativa dei prezzi;
- 4)distorsioni fiscali;
- 5)confusione e disagio.

Costo delle suole: i costi delle suole sono i costi che le persone affrontano quando diminuiscono le loro disponibilità di denaro. Questo significa che se le persone portano meno contanti, dovendo andare in banca più spesso per prelevare denaro. Con l'aumento dell'inflazione, le persone sono incentivate a mettere più soldi in conti di risparmio fruttiferi che in contanti (cioè, perché gli interessi compensano per la perdita di valore). Di conseguenza, visiteranno la loro banca più frequentemente. Questi viaggi richiedono tempo e fatica, motivo per cui hanno costi di opportunità.

Costi di menu: i costi di menu si riferiscono ai costi che riguardano la modifica dei prezzi. Ciò significa che ogni qualvolta le aziende cambiano i prezzi dei loro prodotti, devono sostenere dei costi perché devono informare i nuovi prezzi ai consumatori. Questi costi comprendono il costo della stampa di nuovi listini prezzi, il costo dell'invio di nuovi cataloghi ai rivenditori, il costo della modifica dei cartellini dei prezzi sugli scaffali e così via. Con l'aumento del tasso di inflazione, aumentano anche i costi di menu. Il motivo è che le aziende devono adattare i propri prezzi più rapidamente in ragione della veloce crescita dei prezzi, per restare al passo con gli affari.

Variabilità relativa dei prezzi: la variabilità relativa dei prezzi espone la questione che le scelte dei consumatori sono alterate quando il tasso di inflazione distorce i prezzi relativi. Ciò vuol dire che mentre i prezzi restano pressoché costanti a causa dei costi di menu, l'inflazione fa sì che i prezzi relativi (cioè i prezzi in relazione ad altri beni e servizi) cambino più di quanto farebbero altrimenti quando varia il livello generale dei prezzi. Questo, di conseguenza, altera le scelte di acquisto dei consumatori, perché stimano beni e servizi paragonando prezzo e qualità tra i vari prodotti. A sua volta, non si possono sfruttare le risorse nel miglior modo per via dell'inflazione e il sistema economico diventa inefficiente. Questa variabilità rende difficoltoso per i consumatori stimare correttamente le loro opzioni, il che può comportare una sbagliata allocazione delle risorse.

Distorsioni fiscali: le distorsioni fiscali causate dall'inflazione riguardano incentivi distorti, provocati dall'aumento dell'onere fiscale sui redditi da risparmio a causa dell'inflazione. Ciò comporta che molte tasse non prendono in considerazione gli effetti dell'inflazione e quindi accentuano la quantità dei ricavi finanziari che dovrebbero essere tassati. Così, l'inflazione rallenta lo sviluppo del sistema economico nel lungo periodo perché scoraggia le persone a risparmiare.

Incertezza: l'inflazione comporta incerteza nelle aspettative degli agenti, in quanto ha una forte valenza sulla funzione della moneta come unità di misura. Vuol dire che se il valore reale della moneta si modifica, diventa sempre più complesso per gli individui calcolare e comparare i valori monetari (ad esempio prezzi, profitti). I consumatori vengono influenzati da essa nel momento in cui devono calcolare la percezione del valore. (Di Pace Massimiliano, *cit.* pp.270-271)

L'inflazione inattesa, invece, ha un effetto ben diverso da quella attesa siccome è molto variabile e porta a premi di rischio alti. Ad esempio, nei casi di contratti di prestito a lungo termine viene stabilito un tasso di interesse nominale in ragione dell'inflazione attesa nel momento in cui il contratto è stipulato. In caso di variazioni del tasso di inflazione rispetto all'inflazione attesa, accade che il tasso di interesse reale che le parti avevano deciso precedentemente risulti diverso. Con un'inflazione attesa più alta di quella effettiva, il creditore otterrà un guadagno perché le rate di rimborso avranno un valore reale superiore rispetto a quanto atteso; invece, se l'inflazione attesa è più bassa di quella effettiva, il debitore ci andrà a guadagnare perché paga i prestiti con una moneta che ha un valore minore.

Detto ciò, si evince che più il tasso di inflazione varia, più le parti si trovano in una condizione di incertezza. (A. Abel, Ben Bernanke, Dean Croushore, L. Bottazzi, *cit.* p.565)

1.4 Tassi di interesse e politica monetaria

Come spiegato già precedentemente, i tassi di interesse sono ritenuti una delle variabili macroeconomiche più influenti e importanti. In particolare, vi è una relazione fondamentale tra tassi di interesse e inflazione. Ad esempio, consideriamo un individuo che conferisce i suoi risparmi in un deposito bancario che corrisponde un interesse del 7% annuo. Dopo 12 mesi, l'individuo otterrà i risparmi che ha conferito più gli interessi corrispondenti che sono stati accumulati. Ovviamente, il singolo avrà a disposizione il 7% in più rispetto a quanto ha conferito inizialmente, ma il problema sorge se si fosse verificato un aumento dei prezzi e quindi una diminuzione del potere d'acquisto. Se considerassimo un'inflazione del 3%, il volume di beni e servizi che l'individuo si potrebbe permettere crescerebbe del 4%. In economia, il **tasso di interesse nominale** rappresenta il tasso di interesse corrisposto dalla banca, mentre il **tasso di interesse reale** rappresenta l'aumento del potere d'acquisto. Per comprendere l'inflazione, bisogna prima esaminare il mercato della moneta. La Banca Centrale ha come obiettivo primario il monitoraggio dell'offerta di moneta, al fine di evitare tensioni inflazionistiche.

La domanda di saldi monetari reali riduce il tasso di interesse nominale e aumenta il reddito reale. Dalla formula n. (13) possiamo scrivere la domanda di saldi reali come:

$$\frac{M}{P} = L(i, Y) \quad (13)$$

dove M è lo stock di moneta, P è il livello dei prezzi, i è il tasso di interesse nominale e Y il reddito reale. Questo presupposto comporta che il livello del prezzo sia dato da:

$$P = \frac{M}{L(i, Y)} \quad (14)$$

L'equazione n. (14) spiega che esistono molte potenziali fonti di inflazione. Il livello dei prezzi può aumentare a causa di una crescita dell'offerta di moneta, elevazione dei tassi di interesse, diminuzione della produzione e della domanda di moneta per un dato i e Y. Tuttavia, quando si tratta di comprendere l'inflazione nel lungo periodo, gli economisti di solito sottolineano un solo fattore: la crescita dell'offerta di moneta. Il motivo è che nessun altro fattore può portare ad una crescita permanente del livello dei prezzi. Pertanto, la crescita della moneta ha una posizione rilevante nel determinare l'inflazione, non

perché la moneta condiziona i prezzi maggiormente rispetto altre variabili, ma perché la crescita della moneta varia più di altre determinanti dell'inflazione.

Per definizione, il tasso di interesse reale è pari alla differenza tra tasso di interesse nominale e il tasso di inflazione attesa, cioè:

$$r = i - \pi^e \quad (15)$$

Dove r è il tasso di interesse reale, i è il tasso di interesse nominale e π è il tasso di inflazione.

Cambiando l'ordine delle variabili, otteniamo la formula n. (16):

$$i = r + \pi^e \quad (16)$$

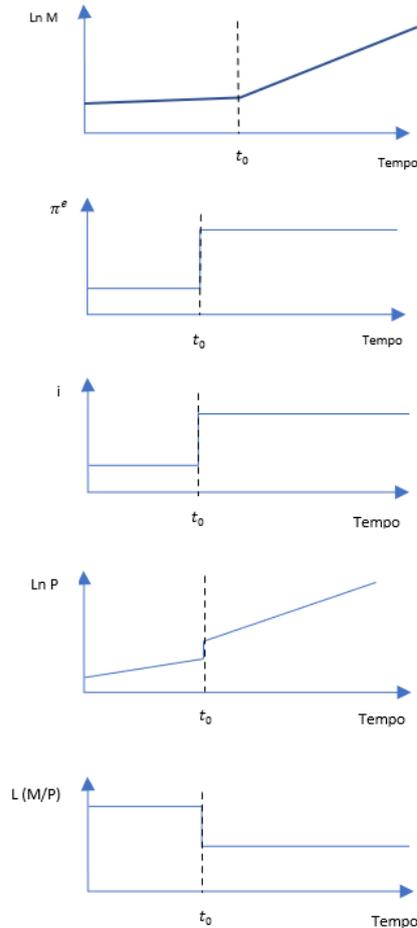
nella quale il tasso di interesse nominale corrisponde alla somma tra il tasso di interesse reale e il tasso di inflazione atteso. L'eguaglianza scritta in questo modo prendere il nome di **equazione di Fisher**.

Usando la formula precedente e assumendo r e Y costanti, possiamo riscrivere la formula come nella n. (17):

$$P = \frac{M}{L(\bar{r} + i, \bar{Y})} \quad (17)$$

Si ipotizzi che all'inizio M e P aumentino insieme costantemente (in modo che M/P sia costante) e che π^e sia uguale all'inflazione effettiva. Ora si presupponga che in un determinato momento, tempo t_0 , vi sia un'elevazione perpetua della crescita di moneta. Dopo la modifica, poiché M sta aumentando costantemente e r e Y lo sono per ipotesi, M/P è costante. Ciò significa che la formula soddisfa che P e M che crescono allo stesso tasso e π^e pari al nuovo tasso di crescita della valuta. Quando vengono apportati i cambiamenti, il livello dei prezzi aumenta più rapidamente rispetto a prima dopo la modifica, si prevede che l'inflazione aumenterà quando si verifica il cambiamento. Di conseguenza i tassi di interesse nominali aumentano e quindi i saldi reali richiesti diminuiscono in modo intermittente. Poiché M non cambia in modo discontinuo, P deve crescere al momento del cambiamento.

Figura 5: Gli effetti di un aumento della crescita monetaria



Fonte: David Romer. *Advanced Macroeconomics*. McGraw-Hill Irwin, 2012, fourth edition

L'analisi contiene due informazioni. La prima dice che le variazioni dell'inflazione causate dalle variazioni della crescita monetaria si riflettono *a uno a uno* nei tassi di interesse nominali. L'ipotesi che l'inflazione condizioni i tassi di interesse nominali uno per uno è chiamata effetto Fisher; segue l'identità Fisher e l'ipotesi che l'inflazione non abbia efficacia sui tassi di interesse reali. La seconda informazione spiega che un tasso di crescita più alto dello stock di moneta nominale riduce lo stock di moneta reale. L'elevazione della crescita di moneta aumenta l'inflazione attesa, a sua volta aumentando il tasso di interesse nominale. L'accrescimento del costo opportunità di possedere moneta rimpicciolisce il numero di saldi reali che ogni individuo desidera detenere; pertanto, si deve verificare un periodo in cui il tasso di inflazione sia più grande del tasso di crescita monetaria, che P cresca più di M , per soddisfare la condizione di equilibrio. Nel nostro caso, questo accade quando aumenta la crescita monetaria. Ciò sopravviene nei periodi più lunghi, quando i prezzi non sono del tutto flessibili oppure i consumatori non possono adattare le loro disponibilità di moneta senza sostenere costi. Adesso si ipotizzi che le autorità competenti prefissino lo scopo di diminuire il tasso di inflazione e che non intendano che il livello dei

prezzi sia altalenante. In questa situazione, dobbiamo descrivere il ruolo dell'offerta di moneta. L'abbassamento dell'inflazione fare scendere l'inflazione attesa, e ridurrà il tasso di interesse nominale e aumenterà la quantità di saldi reali richiesti. In conformità della condizione di equilibrio del mercato monetario, che si può scrivere come $M = PL(i, Y)$, di conseguenza, dato che $L(i, Y)$ sale in modo non continuativo e P non aumenta, M deve crescere. Ovviamente, per non far salire l'inflazione e mantenerla ad un livello basso, lo stock di moneta deve poi crescere meno rapidamente da questo livello più alto. Dunque, la crescita improvvisa dell'offerta di moneta è la politica monetaria lineare dinanzi ad una diminuzione permanente dell'inflazione. (David Romer, *cit.* pp.514-523)

La Banca Centrale può essenzialmente usufruire di tre strumenti per attuare delle politiche monetarie. Il primo strumento è il controllo della base monetaria. La Banca Centrale ha il potere di controllare la diffusione di contante, e attraverso la sorveglianza di questo è in grado di sorvegliare anche la moltiplicazione che ne fa la banca. Il controllo sul sistema bancario è prettamente necessariamente indiretto, in quanto la Banca Centrale realizza le politiche alle banche che poi svolgono l'attività di distribuzione di moneta. La Banca Centrale può immettere moneta nell'economia attraverso le operazioni di mercato aperto, quindi acquistando titoli, acquistando valuta estera, ecc. Il secondo strumento messo a disposizione è il controllo del coefficiente di riserva obbligatoria. Con questo metodo la Banca Centrale può ridurre il coefficiente di riserva obbligatoria per immettere nel mercato una quantità di moneta, effettuando una politica monetaria espansiva. Il terzo strumento è il tasso di interesse. La Banca Centrale ne usufruisce perché determina quanta moneta gli individui vogliono possedere in forma liquida o investirla. La Banca Centrale però non può interferire direttamente sul tasso d'interesse, ma interviene nei tassi di interesse di rifinanziamento delle banche, ossia il tasso di sconto, siccome vi è una relazione tra il tasso che le banche richiedono quando conferiscono finanziamenti e quello che la Banca Centrale chiede. Per far sì che si verifichi una politica monetaria espansiva, la Banca Centrale diminuisce i tassi di interesse sui finanziamenti per le banche e di conseguenza le banche diminuiscono i tassi di interesse sui finanziamenti per le imprese. (Donatella Porrini, *cit.* pp.123-127)

1.4 Le conseguenze dell'inflazione

Gli effetti dell'inflazione sull'economia sono vari e ognuno trasmette incertezza nel futuro. Talvolta, sembra che non sia accaduto niente, ma alla fine ti trovi con molti meno soldi in tasca a causa di un aumento dei prezzi.

La prima conseguenza è l'**aumento del costo della vita**, che influisce negativamente sui consumi e va ad incidere sulla distribuzione del reddito. Chi percepisce un reddito variabile, come i professionisti o

gli imprenditori, è in grado di reagire in parte all'aumento dell'inflazione aumentando i prezzi dei beni e servizi che offre. Al contrario, chi percepisce un reddito fisso (es. lavori dipendenti e pensionati) è particolarmente colpito dalla crescita dei prezzi, visto che non può adeguare il proprio reddito all'aumento dei prezzi. Questo effetto può essere contrastato tramite la indicizzazione, cioè l'elevazione dei redditi fissi in proporzione all'inflazione, ma non basta per contrastare l'inflazione. Infatti, se i salari dei lavoratori aumentano, dal punto di vista delle imprese aumenta uno dei costi di produzione che, come si è visto, le imprese tendono a compensare aumentando il prezzo dei beni che vendono, accrescendo ulteriormente l'inflazione. Per fronteggiare tale situazione, è necessaria una nuova indicizzazione, quindi un nuovo aumento dei salari e così via. Questo fenomeno è denominato **spirale prezzi-salari**.

L'inflazione influisce anche sulle imprese. In un primo momento, queste sono avvantaggiate perché possono vendere i beni prodotti a prezzi più alti, per lo meno nel breve periodo. Se l'imprenditore compra fattori produttivi quando l'inflazione è bassa o nulla, una volta che li vende ad un prezzo più alto, realizza un guadagno speculativo, chiamato rendita di inflazione. Ma se l'inflazione persiste, l'attività produttiva stessa è scoraggiata perché, per investire o espandere la produzione, è preferibile un sistema stabile e sicuro, mentre l'inflazione genera incertezza sul futuro e fa ristagnare l'economia. Inoltre, i prezzi più alti non favoriscono i consumi e i tassi di interesse che servono a finanziare le attività sono più alti. Queste condizioni rendono complicato effettuare delle previsioni sul futuro aziendale.

Anche l'economia internazionale subisce gli effetti del fenomeno di inflazione. Se i prezzi aumentano, gli operatori degli altri Paesi compreranno meno beni, facendo così calare le esportazioni. Allo stesso modo, l'inflazione fa aumentare le importazioni, dal momento che le famiglie e le imprese cercheranno all'estero prezzi più convenienti. Questo comporta una contrazione delle esportazioni nette.

L'aumento generale dei prezzi si ripercuote anche sui creditori e a favore dei debitori. Questo avviene nel momento in cui, ad esempio, viene stipulato un contratto di prestito tra le parti. Se nel tempo che intercorre dalla stipulazione alla restituzione del denaro si verifica un aumento dell'inflazione, si riscontra una riduzione del potere d'acquisto della moneta e ne consegue che il debitore renderà al creditore la somma prestabilita in termini nominali, ma inferiore a causa della perdita di valore della moneta. I creditori, in queste situazioni, possono usufruire dell'indicizzazione dei prezzi per tutelarsi dall'alta inflazione e prendere in considerazione nel momento della restituzione anche della perdita di valore.

CAPITOLO 2

L'ANALISI DI ALCUNI CASI STUDIO RILEVANTI

2.1 Alcuni casi patologici

Dopo aver passato in rassegna le principali teorie sull'inflazione e averne individuato le principali cause ed effetti, il presente capitolo intende evidenziare i rischi che una situazione patologica può riservare all'intero sistema economico.

In particolare, i paragrafi seguenti analizzeranno tre casi studio. I casi sono l'Argentina, il Venezuela e lo Zimbabwe. Il motivo per cui si è deciso di analizzare i seguenti casi di iperinflazione è che questi Paesi hanno registrato dei livelli di inflazione inconsueti, e quindi di ricercare le politiche monetarie adottate e le relative conseguenze per fronteggiare il fenomeno inflazionistico. Tuttavia, l'osservazione di questi casi studio consente ai Governi e alle Banche Centrali di prepararsi ad eventuali situazioni di iperinflazione.

In particolare, la crisi economica che ha colpito l'Argentina è un periodo compreso tra la fine degli anni '90 e gli inizi del 2000. In particolare, da un'ottica macroeconomica la fase più critica è partita nel 1999, per poi raggiungere l'apice della crisi nel 2001-2002. Successivamente, dal 2003 il Paese ha vissuto una ripresa del PIL e nel 2005 dei livelli del reddito pro capite. Nonostante ciò, le origini della crisi e l'impatto economica sulla popolazione è strutturale e rimanda a parecchi anni prima.

Quando si parla di "crisi del Venezuela", si fa riferimento alla crisi economica, sociale e politica che ha affrontato il Paese dal 2013. A dir la verità, sono una serie di crisi diverse tra loro combinate che hanno portato all'instabilità del Venezuela, tra cui l'emergenza alimentare, la carenza dei medicinali e la crescita della disoccupazione. Già dagli inizi del 2000, il sistema politico ed economico venezuelano si è contraddistinto per l'intervento dello Stato in ogni problematica interna. Con il passare degli anni, però, il sistema del Paese è peggiorato, a causa di un ordine istituzionale danneggiato e della privazione ai cittadini delle libertà civili. Ad averne risentito sono state anche le attività cardine del Paese, come la produzione di petrolio, che è sempre stata la fonte principale di guadagno e del sistema economico. Queste e altre problematiche economiche e politiche hanno condotto il Venezuela alla recessione.¹

Lo Zimbabwe è una terra ricca, conosciuta per la fauna e le bellezze naturali, che ha contribuito in modo significativo nel mercato alimentare internazionale. A causa di spese sbagliate e spedizioni militari, il Paese ha subito un forte deficit e ha dovuto interrompere la produzione agricola, da cui parte la sua

¹ Si veda: [Crees: Consecuencias del modelo económico de Venezuela \(eldinero.com.do\)](http://eldinero.com.do)

rovina economica. Dopo la guerra per ottenere l'indipendenza nel 1970, poi ottenuta nell' '80, lo Zimbabwe ha raggiunto livelli altissimi di inflazione (entrando in condizioni di iperinflazione), sfociata in una dollarizzazione dell'economia ufficializzata nel 2009. (J. Coomer, T. Gstraunthaler, *cit.* pp.312-313)

I casi sono ordinati sulla base della rilevanza per il settore economico, analizzando per primo il Paese che è stato meno soggetto all'iperinflazione, cioè l'Argentina, continuando con il Venezuela e finendo con lo Zimbabwe che è la Nazione maggiormente colpita dal fenomeno. In particolare, verrà spiegato anche attraverso le variazioni del tasso di disoccupazione e del prodotto interno lordo quali conseguenze hanno avuto i Paesi a causa della crisi.

2.2 Il caso dell'Argentina

L'Argentina, durante il '900 ha vissuto un periodo di grande stabilità, con un'economia forte che l'ha resa un Paese all'avanguardia e industrializzato. La "terra d'argento²" è un territorio molto esteso, che offre molte risorse naturali e si è sempre contraddistinto per l'agricoltura e l'allevamento. Nel 1913, si è classificata tra le nazioni più ricche del mondo, con un PIL pro capite pari a quello di Germania e Francia, mentre il PIL corrisponde al 50% di quello dell'America Latina. Questa ricchezza dovuta al progresso tecnologico che aumenta la produttività e le esportazioni dal porto di Buenos Aires (che rappresenta il 7% del commercio mondiale), ha attirato flussi di persone nel territorio albiceleste, vedendo così aumentare il tasso di crescita della popolazione. Nonostante l'Argentina stesse vivendo degli anni d'oro, intorno al 1930 inizia una fase molto burrascosa dal punto di vista economico e politico, che è culminata nella più grande recessione della storia del Paese, in particolare con la crisi del 2001. (J. Maute, *cit.* p.21)

Per molti anni l'Argentina si è trovata sotto il potere di dittature militari e governi democratici deboli, una condizione che ha dato vita ai problemi macroeconomici del Paese, tra cui l'inflazione. Dopo essere stata soggetta alla peggior dittatura della propria storia, nel 1989 Carlos Menem è stato eletto Presidente del territorio albiceleste. Gli anni precedenti all'elezioni presidenziali di Menem sono caratterizzati da una grave inflazione e protezionismo. Lo scopo del nuovo Presidente argentina insieme al suo ministro dell'economia, Domingo Cavallo, è stato quello di trovare la soluzione a problemi come il deficit di bilancio, l'inflazione e bassi tassi di investimento. Per fare ciò, adottarono una serie di riforme economiche prendendo come riferimento i "Washington Consensus", ossia un insieme di dieci direttive per paesi in via di sviluppo che stavano affrontando un periodo di crisi, sviluppati dal Fondo Monetario

² Il nome Argentina deriva dalla parola "argentum", che in latino significa "argento", grazie alle sue importanti miniere d'argento.

Internazionale (FMI), dal Governo degli Stati Uniti e dalla Banca Mondiale. Queste direttive di carattere politico hanno lo scopo di abbassare l'inflazione, rimuovere le barriere commerciali e di privatizzare l'industria; inoltre, sono stati la base dell'ideologia del "Neoliberismo".

Il problema principale del Paese è sicuramente l'**iperinflazione**, che nel 1989 ha addirittura raggiunto il 3.000% annuo. Per far fronte a questa crescita esponenziale dei prezzi, il Presidente Menem con il ministro Cavallo, prendendo spunto dai *currency boards*³ coloniali, decide di adottare la "*Ley de convertibilidad*" nel 1991. Questa legge ha l'obiettivo di fissare un sistema a cambio fisso con un rapporto 1:1 tra il peso e il dollaro statunitense, contribuendo alla ripresa del Paese. In questa maniera, la Banca Centrale Argentina, non ha la possibilità di intraprendere delle politiche monetarie espansive. Di conseguenza, siccome il volume di pesos nell'economia è lo stesso di quello dei dollari statunitensi immessi nel mercato, la Banca Centrale non ha modo di stampare liberamente denaro per far fronte al deficit di bilancio e così le aspettative di inflazione vengono rimosse.

Questo decennio si è dimostrato un periodo di crescita economica e ripresa del Paese, tant'è che venne definito come il "miracolo economico" degli anni '90. L'Argentina è considerato uno dei principali Paesi a livello internazionale, in linea con i requisiti del Trattato di Maastricht, ha la fiducia delle organizzazioni e paesi internazionali, tra cui il Fondo Monetario Internazionale che la considerava un modello economico. (G. Fodor, *cit.* p.747)

La rapida crescita economica è rallentata bruscamente con la crisi messicana del 1994, che prende il nome di "effetto tequila", provocando una crisi di fiducia nel sistema finanziario argentino all'inizio del 1995. Nonostante l'Argentina abbia dal 1991 rafforzato il settore bancario, la crescita più lenta dei depositi, la diminuzione degli afflussi di capitale, la crescita dei tassi di interesse, la svalutazione delle azioni e dei titoli di Stato, hanno reso inevitabile la crisi. Inoltre, tale situazione ha costretto le banche a tagliare le proprie linee di credito ed altre obbligazioni, rendendo il mercato ancora più debole. Il Messico per risolvere il problema decide di deprezzare il pesos messicano e di abbandonare il tasso di cambio fisso. In questo modo, la moneta messicana si è svalutata del 15%, gli investitori internazionali hanno perso fiducia e hanno deciso di vendere i titoli del Paese, svuotando le casse del Banco Nacional de Mexico. L'Argentina, per mantenere i flussi di capitale nel proprio Paese, decide di emettere obbligazioni a tassi più alti, con un conseguente aumento del debito pubblico. (M. Carrizosa, M. Leipziger, Mr. Hemant Shah, *cit.* pp. 22-24)

Il secondo ostacolo che ha dovuto affrontare la Terra d'argento è la crisi che ha colpito i paesi asiatici nel 1997 e 1998. Paesi come Indonesia, Malesia, Corea del Sud e Thailandia, mentre negli anni

³ Un *currency board* è un'autorità monetaria che ha il compito di mantenere un tasso di cambio fisso con una valuta estera. Nell'amministrazione coloniale, i *currency boards* erano diffusi grazie ai vantaggi della stampa di denominazioni appropriate per le condizioni locali e dei benefici della colonia con le entrate del signoraggio.

precedenti alla crisi hanno attirato molti flussi di capitale, nel 1997 la situazione si è ribaltata. In questi anni, infatti, le banche estere che precedentemente hanno prestato grandi quantità di moneta alle regioni asiatiche, gli investitori esteri hanno perso fiducia in essi e di conseguenza hanno cominciato a vendere i titoli di Stato per farsi ripagare i prestiti. Non solo questo, anche la Russia non ha passato un periodo migliore, caratterizzato dal default russo. La Borsa del Cremlino ha subito un crollo del 75% e il rublo si è svalutato drasticamente, passando da un rapporto di 6:1 con il dollaro a 15:1. L'Argentina non ha abbandonato il currency board, ma ha visto l'innalzamento dei tassi di interesse, tra cui gli interessi sul debito, che hanno peggiorato la situazione economica albiceleste. (Paul R. Krugman, M. Obstfeld, *cit.* p.130)

Un'ulteriore causa è stata l'introduzione da parte del Brasile del *real*, una nuova valuta nazionale, con l'obiettivo di mantenere un regime di tasso di cambio fisso pari a 1:1 con il dollaro. A causa di numerose vendite dei bond brasiliani, sia privati che pubblici, e altri esterni, tra cui la crisi russa del 1998, il Brasile ha subito forti pressioni sul currency board ed è stato obbligato a distorcere da quest'ultimo. Tale condizione, ha reso il Brasile molto più competitivo dell'Argentina e questo ha portato alla famosa crisi del 2001.

2.2.1 Le misure intraprese dall'autorità di politica monetaria

Alla fine del 1999, Carlos Menem finisce il suo mandato presidenziale e al suo posto succede Fernando De la Rúa. Nonostante nel '99 l'Argentina stesse vivendo un periodo di ripresa economica, la crescita delle tasse ha rallentato l'entusiasmo e fatto tornare i dati economici a livelli negativi. Il Presidente De la Rúa ritiene che per spronare la ripresa economica, sia necessario diminuire il deficit di bilancio, in modo che i tassi di interesse si riducano e che ci sia maggiore fiducia nelle finanze pubbliche. Uno dei modi per abbassare il deficit, è quello di tagliare la spesa pubblica, che è il piano suggerito dal Fondo Monetario Internazionale. Molti abitanti dall'America Latina ritengono che questo sia il metodo migliore e che se l'Argentina lo seguisse uscirebbe dalla crisi; tuttavia, numerosi economisti sostengono che questo avrebbe solo peggiorato la situazione, in quanto ad un taglio delle spese durante una recessione ne consegue una riduzione dell'occupazione e delle entrate fiscali. Inoltre, l'Argentina ha adottato le misure suggerite dal FMI e tra il 1999 e il 2001 ha tagliato le spese del 10%, aggravando la recessione.

Un'altra opzione è quella di aumentare le aliquote fiscali. I risultati che si sono rivelati discostano parecchio dalle aspettative: attraverso gli aumenti fiscali è aumentata la sfiducia nei confronti delle finanze pubbliche e la crescita del settore privato non è stimolata. A peggiorare le condizioni del Paese, nel marzo 2001, De la Rúa viene abbandonato dai ministri del partito Frepaso, in protesta per le misure

adottate riguardo ai tagli della spesa, con un conseguente indebolimento del Presidente. Subito dopo, la politica economica argentina peggiora ulteriormente con la crescita dei tassi di interesse a gradi sempre più elevati. (J. Saxton, *cit.* pp. 1-3)

Il currency board adottato precedentemente, nel 2001, sta definitivamente per interrompersi una volta che è stato nominato nuovamente Domingo Cavallo come ministro dell'economia. Quest'ultimo ha mandato un disegno di legge al Congresso argentino con l'obiettivo di modificare il tasso di cambio del peso dal dollaro ad un rapporto pari a 50:50 del dollaro e dell'euro. Il ministro Cavallo nel mandato precedente è stato a sfavore di un sistema così e non solo lui, anche il Presidente della Banca Centrale, Pedro Pou, ha optato per la dollarizzazione⁴ anziché la svalutazione; per tali ragioni, Pedro Pou è stato sostituito con un più flessibile Roque Maccarone e il currency board originale è stato assestato. Successivamente, il ministro dell'economia ha intrapreso un'altra manovra economica, introducendo per le esportazioni un tasso di cambio, adottando così un doppio tasso di cambio⁵ come soluzione a breve termine in un periodo di dissesto economico. La situazione è precipitata totalmente nel 2001, quando viene decretato un congelamento dei depositi, denominato corralito, consentendo il prelievo di poco denaro. L'agitazione del Paese cresce di pari passo con il malcontento popolare e il Presidente Fernando De la Rúa, insieme al ministro Cavallo, non possono far altro che dimettersi. A De la Rúa succede nel 2001 Rodriguez Saa, al momento governatore della provincia di San Luis. Durante la fine del 2001, Rodriguez Saa, di fronte al debito sproporzionato decide di dichiarare il default del Paese. Inadeguato nel gestire la crisi, alla fine dello stesso anno decide di dimettersi, concludendo il suo breve mandato presidenziale. (Steve Hanke, Kurt Schuler, *cit.* pp. 43-45)

In una situazione di piena agitazione, con manifestazioni, scontri e instabilità, l'Assemblea legislativa decide di nominare Eduardo Duhalde, senatore della provincia di Buenos Aires, come Presidente dell'Argentina. Il nuovo Presidente sceglie di abbandonare nel gennaio del 2002 il sistema di convertibilità, lo strumento antinflazionistico che nei dieci anni precedenti ha dato stabilità al Paese. In questo modo, il peso argentino può fluttuare liberamente. Inoltre, dal giorno successivo alla decisione, il peso si è fortemente svalutato nel mercato *over the counter*⁶, con un tasso di cambio pari a 1,4 pesos per dollaro e il deprezzamento della moneta contribuisce a favorire le esportazioni. In seguito, il ministro dell'economia si fa portavoce della *pesificación*, ossia la "pesificazione", che consiste nel convertire in peso tutti i conti correnti denominati in dollari. Con tale manovra tutti i risparmi della classe media argentina vengono tagliati e come questi anche la classe stessa. Il popolo argentino è molto arrabbiato e

⁴ Si parla di "dollarizzazione" quando gli abitanti di un Paese utilizzano la valuta emessa da uno Stato straniero in sostituzione della propria.

⁵ È un sistema creato da un governo che prevede un tasso di cambio variabile per vari settori del Paese e un tasso di cambio fisso ufficiale. È adottato solitamente per la risoluzione di problemi nel breve periodo quando un Paese sta affrontando una crisi economica.

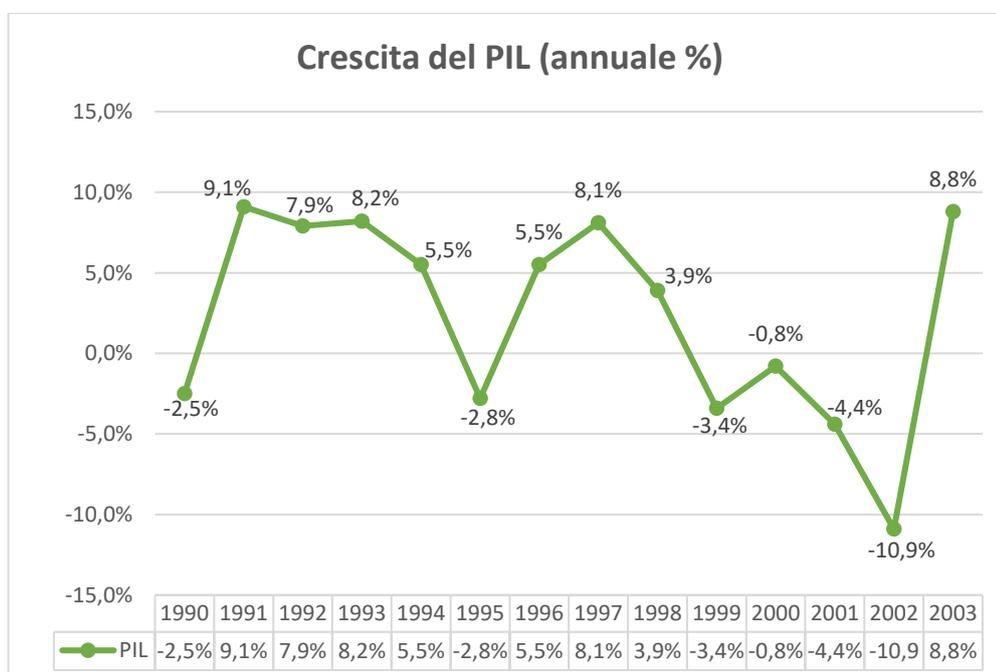
⁶ Sono mercati che non posseggono i requisiti dei mercati regolamentari.

chiede di dichiarare incostituzionale questa manovra; d'altronde i depositi privati hanno perso circa 1/3 del proprio valore nominale, mentre il peso $\frac{3}{4}$ del suo valore originale. Nel 2002, il contesto sociale va solo a peggiorare, l'inflazione e la disoccupazione aumentano, il peso argentino continua a perdere potere d'acquisto, le imprese chiudono e la classe media è praticamente estinta.

2.2.2 I risultati

Come ci insegna la storia, l'Argentina è solo uno degli altri Paesi dell'America Latina che non riesce a mantenere una certa stabilità economica. Nonostante i numerosi tentativi di risanare l'economia albiceleste, questa a poco a poco si è sgretolata a causa di un Governo già frammentato e le scelte politiche sbagliate. Il popolo argentino si è trovato confuso dinanzi la scesa della Terra d'argento, un Paese che è stato sempre prospero ma che nel 2001-2002 ha visto incombere una drammatica crisi. Il sistema economico è ulteriormente peggiorato con il peso argentino ad un tasso di cambio fisso con il dollaro, che si è svalutato. La figura (6) evidenzia la crescita del prodotto interno lordo dal 1990 fino al 2003.

Figura 6: Crescita del PIL in Argentina



Fonte: The World Bank

All'inizio del 1991 con la legge della convertibilità l'Argentina mostra dei segni di rivalsa. Il grafico mostra che il PIL passa dal -2,5% del 2020 al 9,1% dell'anno successivo. Dopo una serie di variazioni piuttosto contenute, ad eccezione del -2,8% nel 1995, gli anni più cruciali sono stati quelli dal '99 al 2002, in quest'ultimo soprattutto il PIL raggiunge il -10,9%, per poi vedere un'improvvisa e forte crescita nel 2003.

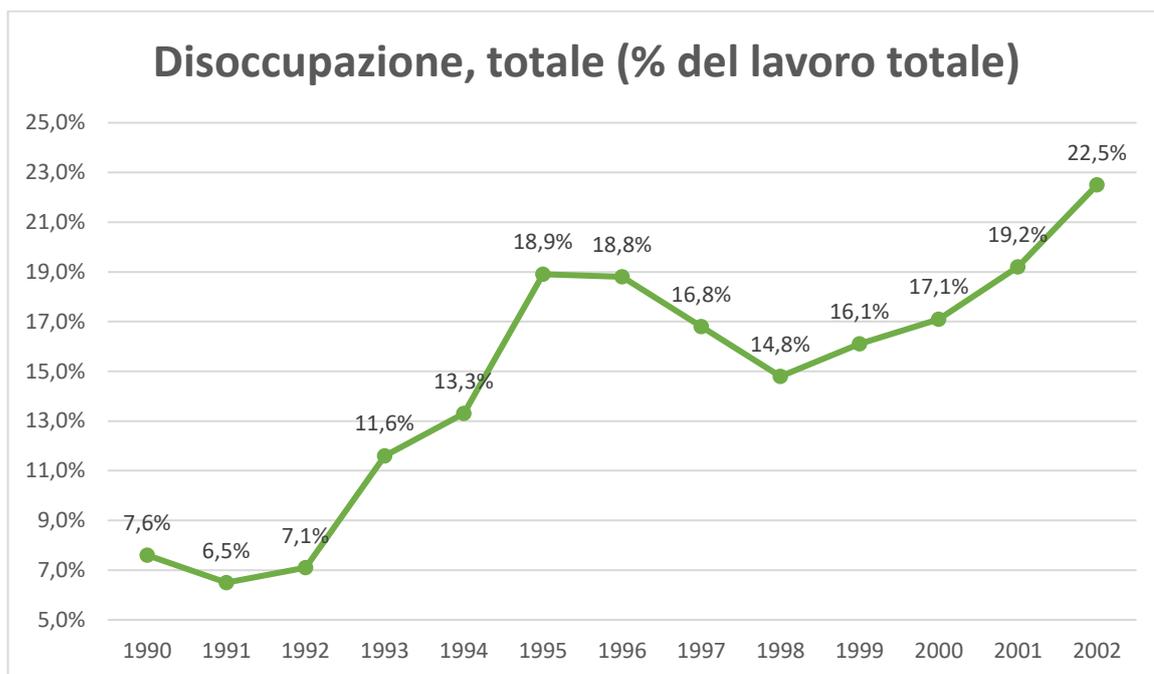
Nel '90, il bilancio argentino si aggrava con la scelta di privatizzare il sistema di sicurezza sociale, in quanto la sovrabbondanza del piano pensionistico viene eliminata dai libri contabili. Questo significa che se l'Argentina non avesse deciso di privatizzare il sistema di sicurezza, nel 2001 il bilancio avrebbe presentato un risultato positivo. A peggiorare la condizione del Paese, è stata la crisi finanziaria del '97-'98 che ha incrementato l'aumento dei tassi di interesse. Il problema principale dell'Argentina non sono stati i tassi d'interesse, né la corruzione, né la dissolutezza del bilancio. La causa è stata aver seguito le direttive del Fondo Monetario Internazionale e aver adottato un sistema di cambio fisso che non è mai stata la soluzione ai problemi che hanno affrontato, loro così come gli Stati Uniti. Aver collegato il peso al dollaro, sarebbe stato vantaggioso se la gran parte del mercato argentino fosse con le Nazioni Unite, ma invece è con Brasile ed Europa. Il dollaro forte ha dato vita a enormi deficit commerciali americani, ma gli Stati Uniti hanno avuto la possibilità di affrontare i deficit commerciali, a differenza dell'Argentina. Per compensare un deficit commerciale, devi farti prestare denaro dall'estero per poterti finanziare e, nonostante le Nazioni Unite siano il più grande Paese debitore al mondo, continuano a finanziarli. Con l'Argentina, una volta determinato il rischio di insolvenza, hanno deciso di non concedergli prestiti.

Il Governo e il Fondo Monetario Internazionale sostengono che per ridurre il deficit ci fosse di un bisogno di un aumento delle tasse e, nel 2001, ha appesantito maggiormente l'onere fiscale con una tassa sulle transazioni finanziarie, arrivata al tasso dello 0,6% ad agosto. Il sistema fiscale argentino è debole, l'Iva al 21%, la previdenza sociale e le tasse di assistenza medica solo al 31,9% (il doppio degli Stati Uniti), l'aliquota di imposta sul reddito maggiore del 35% a partire da 103.300 pesos. L'elevazione delle aliquote fiscali ha ridotto il gettito fiscale peggiorando la recessione, mentre la diminuzione delle tasse ha fatto diventare più insicuro il rischioso il debito dello Stato. Dopo la crisi della tequila e le modifiche adottate al sistema di convertibilità, i tassi di interesse sono schizzati alle stelle, fino al 40-60% e si è prevista un deprezzamento del peso, tuttavia il rapporto debito-PIL è circa del 55% (minore di tanti altri paesi portanti dell'economia globale). L'aumento dei tassi si è riflesso anche nel sistema bancario che hanno raggiunto il 20-30% e i prelievi dei depositi sono aumentati a dismisura. Probabilmente la dollarizzazione avrebbe contenuto l'instabilità argentina, non è certo, ma avrebbe lasciato il Paese senza una moneta soggetta a svalutazione e inflazione. Un esempio è il Governo di Panama, che nel 1982 ha

dichiarato il default del debito e grazie alla dollarizzazione il Governo non ha congelato i depositi bancari e i privati hanno potuto accedere al credito. (Steve Hanke, Kurt Schuler, *cit.* pp. 45-48)

L'Argentina ha subito gravemente anche la disoccupazione, come illustrato dalla figura (7).

Figura 7: Tasso di disoccupazione in Argentina



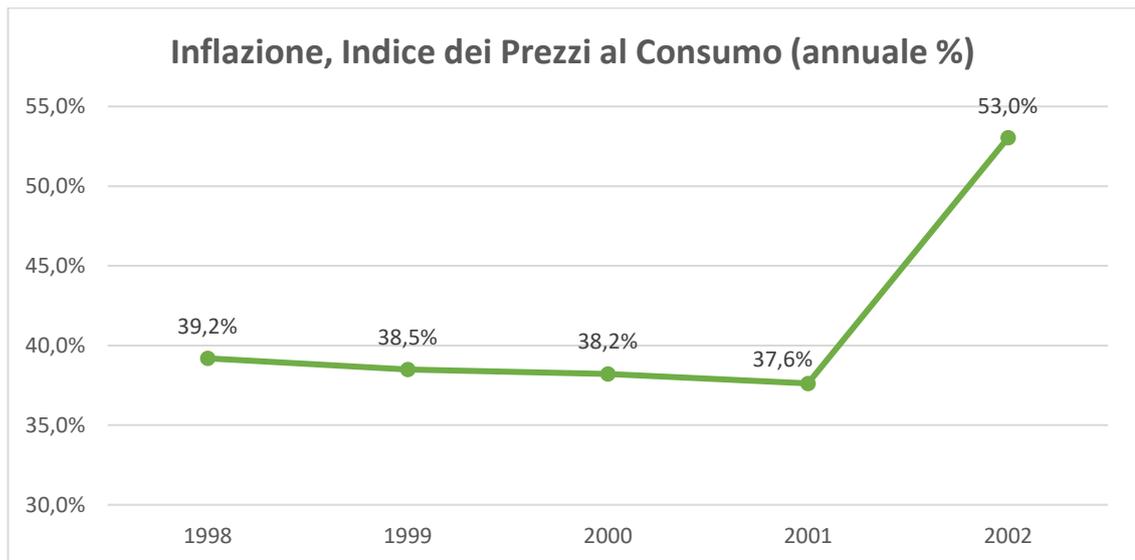
Fonte: The World Bank

La figura (7) mostra che il Paese ha visto una crescita progressiva dal 1990 al 1995 fino al 18,9%, per poi abbassarsi leggermente nei tre anni successivi di 4 punti percentuali. Molte imprese hanno chiuso o fallito, mentre gli stipendi dei lavoratori restano invariati. Il picco viene raggiunto nel 2001-2002, dove il tasso di disoccupazione ha raggiunto livelli critici superando il 20%.

Alcuni economisti ritengono che se non ci fossero state le crisi globali (crisi in Russia, Asia, Brasile) il currency board sarebbe stata la soluzione, ma la svalutazione del peso argentino è stata inevitabile, così come la rottura del tasso di cambio fisso, in quanto i mercati internazionali sono troppo altalenanti.

Il Fondo Monetario Internazionale, non solo ha aggravato fortemente la stabilità economica argentina, non ha nemmeno suggerito delle politiche adatte a poter far fronte agli errori che loro stessi hanno commesso. Con la crisi verificata nel 2001, la figura (8) evidenzia la crescita del tasso di inflazione dal '98 fino al 2002.

Figura 8: Tasso di inflazione in Argentina



Fonte: FRED Economic Data | St. Louis FED

La figura (8) evidenzia la variazione dell'inflazione, in particolare si può notare come quest'ultima dal 1998 al 2001 si sia mantenuta più o meno sullo stesso livello, con una piccola variazione dell'1,6%, per poi raggiungere l'anno dopo il picco di 53%. Prima della crisi l'Argentina è stata una delle terre più ricche e prosperose, con uno dei PIL più alti dell'America Latina, da far invidia a molti paesi internazionali. L'unica cosa che il Paese può fare è ripartire da dove ha iniziato trovando la soluzione al problema, non dare la colpa a chi l'ha causato. (J. Saxtonpp, *cit.* pp.1-4)

2.3 Il caso del Venezuela

Il Venezuela è il principale Paese esportatore di petrolio grezzo dell'America Latina e lo shock del prezzo del petrolio del 2014 ha aggravato l'economia del Paese - tra la seconda parte del 2014 e gli inizi del 2015 i prezzi si sono ridotti di oltre il 60%⁷, passando da 115\$ a 28\$ - portandolo alla recessione. La crisi ha peggiorato anche il tasso di occupazione venezuelano; infatti, l'Istituto nazionale di statistica ha registrato una diminuzione del reddito familiare e una percentuale di povertà pari al 29,4%.⁸ Queste condizioni economiche hanno influenzato negativamente la situazione politica venezuelana, mettendo in difficoltà un Governo che non ha voluto saperne di interrompere il proprio potere. In questa fase c'è uno scontro politico-istituzionale tra il Presidente Nicolas Maduro e il suo Governo, contro l'opposizione guidata dalla coalizione Mesa de Unidad Democratica (MUD). Quella del Venezuela è

⁷ Dati dell'International Energy Agency (IEA, 2016)

⁸ Si veda: [La povertà cresce in Venezuela, secondo il rapporto INE \(archive.org\)](#)

una terra molto vasta e ricca di risorse (petrolio, gas naturale, risorse minerarie), ma come detto precedentemente, è strettamente legato all'esportazione di petrolio che corrisponde al 96% dei guadagni e la metà dei proventi statali. Durante i 14 anni di mandato presidenziale di Chávez, dal 1998 fino al 2012, grazie anche al valore alto del petrolio, il Paese è entrata in crisi ufficialmente nel 2013. Gli effetti più rilevanti della recessione e anche quelli che si sono verificati più velocemente sono la contrazione delle importazioni (del 40% circa) e la riduzione delle riserve di dollari di cui ha usufruito la Banca Centrale (del 50%); tuttavia, questa fase è condizionata da picchi di inflazione che hanno raggiunto, secondo il FMI, il 700% nel 2016. Il Venezuela è un Paese che consuma i 2/3 di quello che importa, di conseguenza la popolazione è privata dei beni primari per il proprio sostentamento. La Banca Centrale venezuelana immette moneta nell'economia per finanziare le società, queste a loro volta le trasferiscono al Governo per saldare le proprie spese e i cittadini hanno più soldi ma non i beni; a questo segue un incremento dell'inflazione⁹. Le cause principali della recessione venezuelana sono due: il crac del prezzo del petrolio e il *Niño*. Per quanto riguarda il petrolio, le entrate dalla vendita di questo sono diminuite del 40% circa (2015); il secondo è un fenomeno climatico che consiste in un'elevazione delle temperature nelle aree vicino l'Oceano Pacifico, tra cui il Sud America, e ha causato una distruzione dell'agricoltura, della pesca e della generazione di energia elettrica. D'altronde, la siccità ha fatto apportare al Governo delle misure riguardanti il risparmio energetico che consistono in tagli della corrente elettrica e la diminuzione delle ore lavorative giornaliere. (G. Agostinis, *cit.* pp.1-4)

Un'altra dinamica che ha contribuito all'aumento dell'inflazione è stata l'afflusso di capitali senza il controllo del Governo. Ciò avviene perché, in caso di fuga di capitali, le aspettative di inflazione crescono e con queste anche il divario tra tassi di cambi paralleli e ufficiali. Successivamente, si aspetta un aumento del tasso di cambio del dollaro nel mercato nero e una svalutazione del tasso parallelo che potrebbe essere controllato da una diminuzione di consumi in valuta estera. Le ipotesi di deprezzamento del dollaro nel mercato nero hanno contribuito ad un aumento dei prezzi (e dell'inflazione), come se la moneta nazionale fosse meno forte del tasso di cambio ufficiale. (R. Lampa, *cit.* pp.14-17).

2.3.1 Le misure intraprese dall'autorità di politica monetaria

Senza dubbio, in questi anni, i fattori esogeni che hanno sconvolto il Venezuela hanno avuto una grande rilevanza nel percorso verso la recessione, ma nondimeno sono le azioni compiute dal Governo di Hugo Chávez, dal 1993 al 2013, e quello del Presidente Nicolás Maduro, partito dal 2013 e attualmente Presidente. Durante i mandati presidenziali, il Paese è riuscito ad ottenere quasi mille miliardi di dollari

⁹ Si veda: [Iperinflazione in Venezuela: cause e soluzioni – Un altro sito di Prodavinci Specials](#)

solo con le esportazioni di petrolio. Tra il 2002 e il 2003, i colletti bianchi¹⁰ della compagnia Petróleos de Venezuela S.A.(PDVSA) hanno provato a boicottare la produzione di petrolio per compromettere il Governo Chávez e spingerlo a dimettersi. Fermando la produzione per due mesi, il sabotaggio dei dipendenti della PDVSA ha generato una contrazione del PIL di ¼ e 15 miliardi di dollari di mancato guadagno. Una volta ripreso la gestione della produzione, il Presidente ha licenziato gran parte dei lavoratori che hanno intrapreso il boicottaggio e nel 2004 (e qualche anno successivo) ha adottato delle azioni per ridurre l'autogestione dell'impresa petrolifera. In seguito, nel 2007, ha fatto statalizzare il settore petrolifero e, in questo modo, le imprese situate nel territorio venezuelano sono obbligate a dover concedere i loro diritti di sfruttamento nella frangia del fiume Orinoco direttamente all'amministrazione statale per ottenere in cambio una quota di partecipazione della PDVSA. Questa operazione ha concesso allo Stato di ottenere un surplus sulle rendite petrolifere e usufruire di tali guadagni per sovvenzionare le attività del Paese. Nonostante il Venezuela abbia apportato dei miglioramenti nel sistema economico e istituzionale, le manovre politiche adottate dal Governo Chávez di natura interventista e le tendenze estrattiviste ha destabilizzato la produzione e innalzato la spesa pubblica, senza nemmeno sapere come rispondere ad un possibile crollo del prezzo del petrolio. Nel 2003, uno dei primi errori commessi dal Governo è stato formare un regime di cambio fisso tra il bolivar e il dollaro, per fronteggiare il sabotaggio petrolifero. Per quanto riguarda invece l'afflusso incontrollato di capitali fuori dallo Stato, nel 2010 è stato immesso un tasso di cambio con un rapporto pari a 2,15:1 tra bolivar e dollaro, in maniera da controllare le riserve di dollari della Banca Centrale. Si è discusso per vari mesi su cosa fosse migliore e conveniente per il Paese tra una moneta forte o più debole per far fronte alle proprie esigenze; entrambe le opzioni sono state prese in considerazione. La decisione di adeguare la moneta alle diverse situazioni deriva dal fatto che un bolivar forte è utile per le importazioni, mentre un bolivar debole conviene per quanto riguarda le esportazioni. Con una moneta più forte rispetto le altre si ipotizza che i beni esteri siano vantaggiosi siccome appaiono meno costosi; parallelamente, un venditore estero è scoraggiato nel vendere all'interno del Paese siccome i suoi beni risultano più costosi e di conseguenza più difficili da scambiare. Invece, con un bolivar debole le importazioni ne risentirebbero siccome i prodotti risulteranno più costosi; viceversa, la svalutazione sarebbe vantaggiosa per gli esportatori. Le esportazioni del Venezuela dipendono quasi esclusivamente dal petrolio grezzo e queste hanno generato grandi introiti per il Paese, concedendogli di importare tutti gli altri prodotti di cui necessita, soprattutto quelli di prima necessità, come cibo e medicine. A seguito della crisi del 2008, il prezzo del petrolio è passato dai 100-150 dollari a barile a 30 dollari nel 2009, ma grazie al taglio sulla produzione il prezzo si è consolidato intorno ai 70 dollari. A tal proposito, il Governo non solo ha variato il prezzo del bolivar a seconda dei propri bisogni, ma ha anche immesso il cosiddetto "petrodollaro", con un regime di cambio

¹⁰ I "colletti bianchi" sono quei lavoratori che svolgono il proprio lavoro attraverso l'intelletto e non svolgendo mansioni fisiche.

pari a 4,30, da applicare sui prodotti petroliferi e quelli non primari. Con questa manovra, la quantità di moneta che entrava nel sistema è aumentata e questo ha consentito di importare più prodotti primari e i salari dei lavoratori (il salario minimo è aumentato del 25%) (G. Agostinis, *cit.* pp.4-6)

Con l'arrivo delle elezioni presidenziali del 2012, Chávez ha deciso di intraprendere delle politiche sociali per aiutare gli elettori che appartengono ad una fascia di reddito bassa, con un conseguente incremento delle spese di bilancio e una diminuzione della soglia di disuguaglianza, mentre le pensioni sono state, nel 2011, allargate a tutta la popolazione. Tale politica è stata denominata *Gran Misión en Amor Major*, i pensionati sono quadruplicati rispetto ai 500mila di un decennio precedente. Dopo ciò, il Presidente Chávez ha attuato un altro incremento della spesa pubblica attraverso tre missioni che sono state seguite dal prossimo Presidente, Maduro:

1. La *Gran Misión Vivienda* ha contribuito alla realizzazione di centinaia di migliaia di case da riservare ai cittadini dei *ranchos*¹¹;
2. La *Gran Misión Saver y Trabajo* ha stabilito che lo Stato offra posti di lavoro, con relativo programma di formazione, per i disoccupati e sottoccupati;
3. La *Gran Misión Hijos del Venezuela* si è occupata di munire il reddito delle famiglie più bisognose.

Successivamente, nel 2012 il Governo chavista ha incrementato le pensioni e la retribuzione minima mensile di oltre il 30%. (G. Pittalunga, E. Seghezza, P. Morelli, *cit.* pp.337-350)

Tuttavia, le politiche sociali ed economiche hanno prodotto dei risultati positivi ma mai nel lungo periodo. Il calo delle entrate petrolifere ha causato una riduzione dei dollari venduti al tasso di cambio ufficiale e, in contemporanea, lo Stato ha perseverato nel creare moneta per fronteggiare il deficit pubblico. In seguito, la svalutazione del bolivar e l'istituzione di un regime di cambi multipli¹² sono state la possibile soluzione all'aumento dell'inflazione e alle tensioni sul tasso di cambio. La rottura del tasso di cambio ha causato quella che dal Governo è definita "guerra economica", che vede le oligarchie del Paese battersi contro la rivoluzione bolivariana. Questo perché non si è colmato il divario tra il sistema di cambio ufficiale e il tasso di cambio del mercato nero e, di conseguenza, l'economia sommersa si è ampliata. In più, le imprese hanno deciso di vendere i propri prodotti nel commercio clandestino in quanto i prezzi di produzione imposti dal Governo non sono stati più convenienti. L'economia venezuelana è peggiorata in misura sempre maggiore, i sussidi statali sono diventati insostenibili economicamente e sono stati eliminati, così come il tasso di cambio fisso. Le condizioni hanno accelerato il passaggio del Venezuela ad una crisi ancora più significativa, con carenza di medicinali e

¹¹ I "ranchos" sono baraccopoli urbane.

¹² Il regime di cambi multipli consiste in due tassi principali relativi agli importatori di beni strategici e uno semilibero per gli altri cittadini.

alimenti, l'aumento del contrabbando e la popolazione che devono aspettare le indicazioni del Governo per potersi recare ad acquistare i beni di prima necessità. Le catene di supermercati e i processi produttivi sono stati controllati dall'esecutivo, molti esperti ritengono che questo abbia accentuato la disorganizzazione tra gli attori economici del Paese, tra cui i lavoratori, le banche, le imprese. Il Venezuela, a causa della perdita di potere decisionale della Banca Centrale, ha perso fiducia da parte dell'economica globale e molti investitori esteri hanno preferito non finanziare più lo Stato. Non solo questo, anche la produzione delle imprese statali è calata negli anni, ancor prima che la crisi abbia raggiunto il livello più alto.

Per far fronte all'emergenze che incombono sulla Nazione, è stato emanato un decreto presidenziali chiamato "Stato di eccezione ed emergenza economica", che ha il fine di assegnare alla popolazione alimenti e medicine. Da parte del Presidente Maduro, poi, sono stati introdotti 15 motori produttivi (che riguardano le comunicazioni, la salute, le infrastrutture, l'agricoltura, ecc.) per trasformare e apportare miglioramenti al sistema economico, che sono racchiusi nell'Agenda economica bolivariana. (G. Agostinis, *cit.* pp.6-11)

2.3.2 I risultati

Sono molteplici le conseguenze derivanti dalla crisi economica del Venezuela, una recessione che ha colpito ogni settore e ogni cittadino. Il livello basso dei salari insieme ad una crescita progressiva dell'inflazione hanno generato una perdita del potere d'acquisto della moneta, che ha colpito tutti i lavoratori e le famiglie che non riescono a colmare neppure i bisogni primari. L'aumento generale dei prezzi e i violenti scontro che si sono verificati in tutto la Nazione hanno causato, intorno al 2015, l'emigrazione di più di 1,6 milioni di cittadini. La grave carenza medicinale e alimentare ha visto tante persone per strada alla ricerca di cibo, seppur poco, e il fenomeno dei *bachaqueros*¹³.

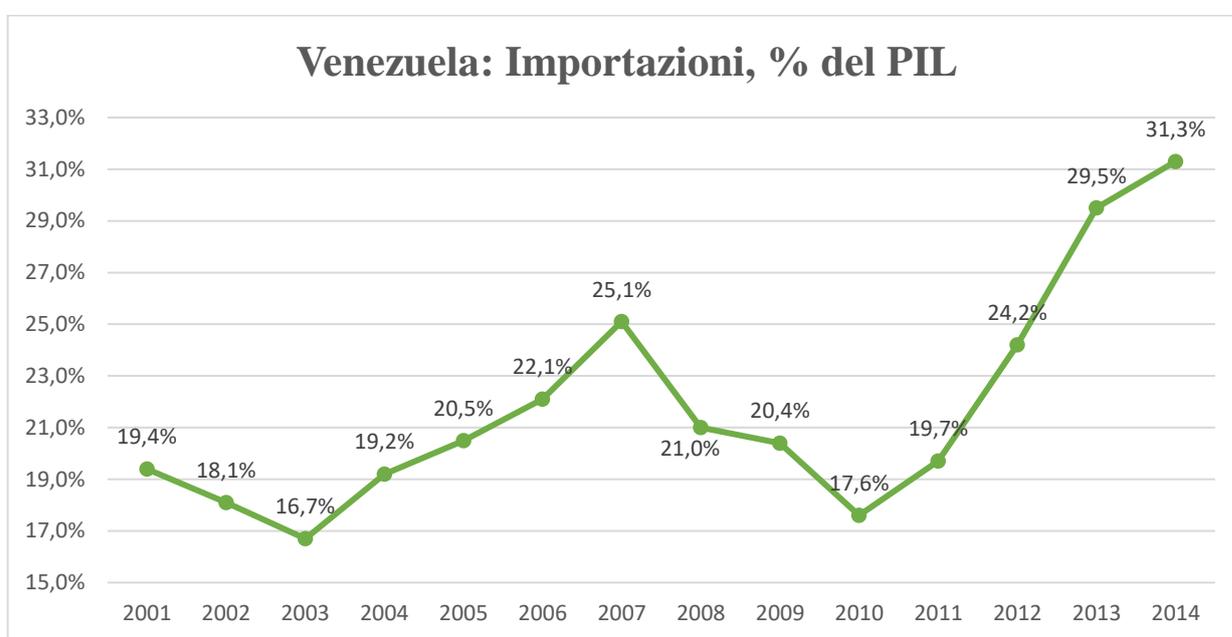
Anche il complesso sistema economico e i controlli sui tassi di cambio hanno contribuito alla recessione venezuelana. L'ultima modifica al tasso di cambio è stata nel 2003, tra gravi conflitti politici che hanno generato scioperi nazionali e lo stop della produzione nel settore petrolifero. Dopo ciò, nello stesso anno le entrate sono crollate e le riserve sono passate da 17 a 12 milioni di dollari. Per risolvere tale situazione, il Governo ha stabilito di immettere un controllo del cambio valutario, con un conseguente aumento delle riserve (che hanno raggiunto i 21,4 milioni) alla fine del 2003. I guadagni delle esportazioni di petrolio pure sono aumentati rispetto agli anni precedenti, dal 2004 in poi. A questa crescita di entrate corrispondono le sanzioni degli Stati Uniti sulle importazioni, le quali hanno diminuito drasticamente le

¹³ I *bachaqueros* sono persone che acquistano al supermercato e rivendono al mercato nero, a casa o nei mercati informali.

entrate del Venezuela e ridotto le risorse per saldare i debiti di Paese (3,5 miliardi alla fine del 2017). Queste condizioni hanno portato lo Stato a diminuire l'importo della moneta estera utilizzata per le importazioni.

Per quanto riguarda il regime di cambio, il differenziale tra il tasso di cambio ufficiale e quello non ufficiale è enorme. Il Venezuela è stata vittima della cosiddetta “*Dutch Disease*” (Malattia olandese), cioè che i guadagni e la produzione nazionale sono dovuti principalmente da un solo fattore, che è il petrolio. Da ciò è derivato che i restanti beni necessari sono stati tutti soggetti a importazioni, che hanno prodotto flussi di moneta estera per acquisire i beni internazionali. La figura (9) raffigura a che percentuale del PIL corrispondono le importazioni.

Figura 9: Importazione, % del PIL in Venezuela



Fonte: The World Bank

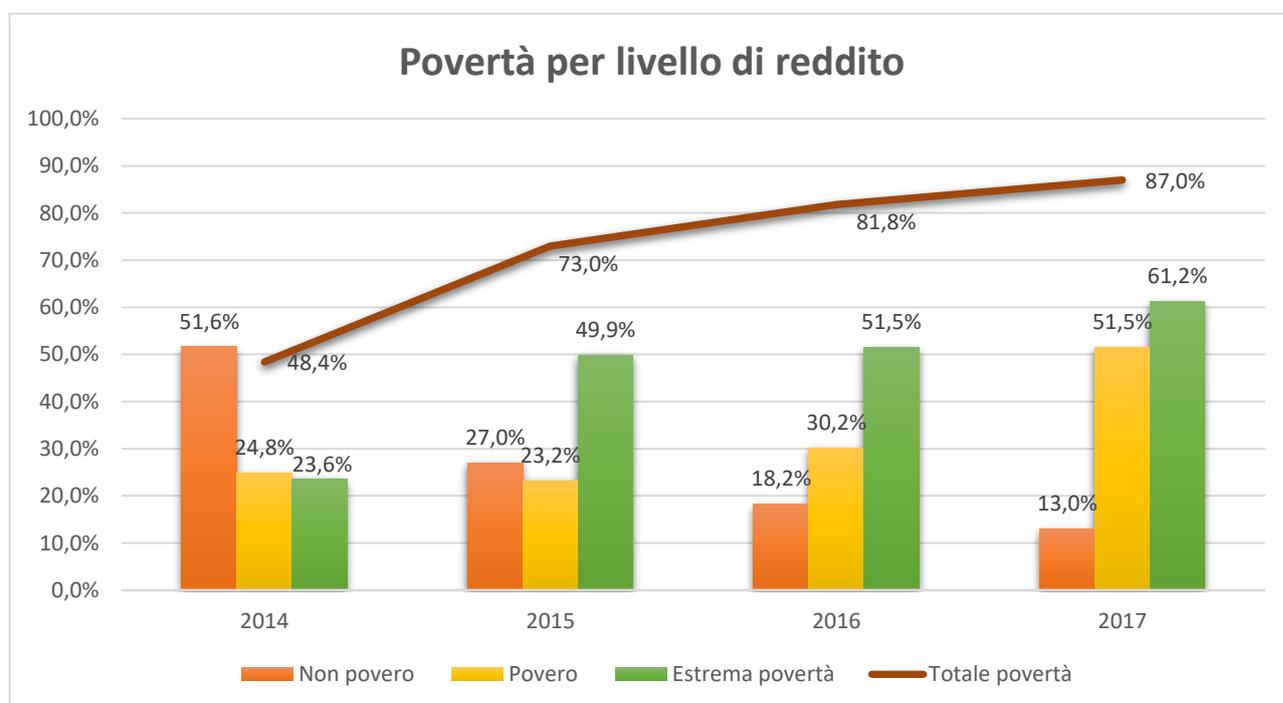
Come mostra la figura (9) le importazioni anziché diminuire sono aumentate, nel 2001 corrispondono al 19,4% del PIL e negli anni successivi sono aumentate fino al 25,1% nel 2007. Dopo una caduta di 7,5 punti percentuali nei 3 anni successivi, dal 2010 le importazioni sono aumentate progressivamente, raggiungendo il 31,3% nel 2014.

La crescita delle importazioni genera una rispettiva crescita della domanda di moneta estera. Nel regime di controllo dei cambi, il Governo ha la responsabilità di allocare la valuta estera alle varie organizzazioni e società. Tuttavia, lo Stato dal 2004 ha variato sette volte le proprie politiche per regolare

il sistema dei cambi. Il problema è sorto nel 2014, quando il prezzo del petrolio è crollato e il Governo non ha avuto flussi di cassa necessari per appagare la domanda di moneta estera per le importazioni. Dal 2014 al 2016 l'ammontare di dollari destinato alle attività di importazione è calato da una media giornaliera di 79,2 milioni a 12,3 milioni, registrando un calo dell'84,4%. Le condizioni del periodo hanno causato una riduzione della capacità produttiva, non capace di soddisfare le necessità dei cittadini, come cibo e medicinali. La Banca Centrale ha mostrato i risultati delle importazioni nel 2013 e nel 2014, rispettivamente 61,5 milioni di dollari e 36,5 milioni circa, con un gap del 44%. Due anni più tardi le importazioni hanno ammontato a 17 milioni, la metà rispetto al 2014, così come la produzione del Paese, che secondo la Confederazione venezuelana degli industriali, è scesa del 36% rispetto all'anno prima, raggiungendo il 32,4%. Non solo il costo medio di produzione è cresciuto a dismisura nel 2017 (del 731%), ma questo sommato ad altre problematiche economiche, hanno prodotto la chiusura di ¼ delle attività nazionali, a causa della mancanza di materie prime, macchinari e attrezzature. Si stima che circa 250 mila persone abbiano perso il proprio lavoro, mentre rispetto alle 830mila imprese operanti nel 2002, solo 200mila sono operanti oggi.

Gli effetti della crisi l'hanno subito soprattutto le famiglie che hanno vissuto in condizioni di miseria, condizioni che con il tempo sono peggiorate. Per spiegare ciò, la figura (10) illustra l'andamento della povertà per il livello di reddito.

Figura 10: Povertà per il livello di reddito in Venezuela

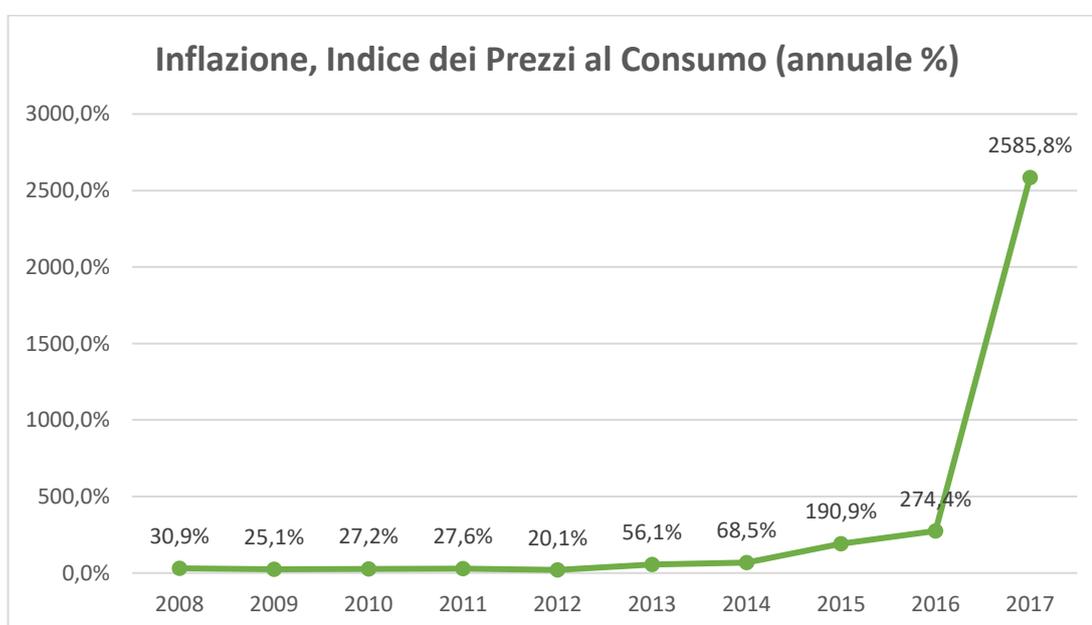


Fonte: Encuesta condiciones de vida (ENCOVI) 2014-2017

Nel 2017, come spiegato dalla figura (10) la povertà ha raggiunto livelli mai visti prima, con un valore dell'87% (raddoppiata rispetto al 2014) e oltre il 60% (la metà nel 2014) degli abitanti ha vissuto in condizioni estremamente disagiate. In Venezuela gli abitanti non hanno avuto accesso ai servizi base, come l'elettricità, il gas o l'acqua, non per questioni economiche, ma perché è proprio la fornitura di questi servizi che non è adeguata o sono di bassa qualità.

La scarsità di beni e il fenomeno dell'iperinflazione hanno peggiorato gravemente l'economia venezuelana. Il Venezuela ha registrato uno dei più alti livelli di inflazione, il tasso è in continua crescita e il Governo Maduro non è mai stato così in difficoltà. La figura (11) mostra l'andamento dell'inflazione dal 2008 al 2017.

Figura 11: Tasso di inflazione in Venezuela



Fonte: IMF – Regional Economic Outlook Database

La figura sopra riportata mostra che fino al 2016 l'inflazione è cresciuta costantemente, seppur a ritmi bassi, finché non ha raggiunto il picco nel 2017. Dal 2016, il Presidente Maduro ha prolungato per quattordici volte consecutive il decreto-legge per far fronte alla difficoltà economica che ha vissuto. L'inflazione ha raggiunto uno dei livelli più alti della storia, con un valore del 2585,8%¹⁴. L'aumento dei prezzi, sfociato nell'iperinflazione, ha determinato un costo della vita troppo alto da sostenere per i

¹⁴ Si veda: [Perspectivas Económicas Regionales: Aprovechar el ímpetu \(imf.org\)](https://www.imf.org/~/media/Files/Publications/REO/Venezuela/2017/01/Perspectivas-Economicas-Regionales-Aprovechar-el-impetu.pdf)

cittadini. Il Governo ha adottato delle misure tra il 2015 e il 2018 per aumentare il salario minimo, ma queste si sono rivelate non sufficienti per compensare un'inflazione troppo alta. Il “paniere alimentare di base familiare” è una stima della quantità di denaro necessaria per coprire le spese per una famiglia formata da cinque membri, utile per calcolare il potere d'acquisto della popolazione. Nel 2018, il CENDAS-FVM¹⁵ ha dichiarato che sono necessari 98 stipendi minimi per poterne usufruire di questo paniere.

2.4 Il caso dello Zimbabwe

Nel mese di marzo del 1980 si sono tenute le elezioni nazionali, vinte dal partito Zanu¹⁶ con a capo Robert Murage. Il 18 aprile dello stesso anno, lo Zimbabwe ottiene l'indipendenza e da qui inizia una nuova era. La capitale è diventata Harare (sostituita a Salisbury) e il primo Capo di Stato è stato Canaan Banana (dal 1980 al 1987), affiancato da Robert Mugabe, Primo Ministro del Paese. In particolare, con la nuova costituzione il Presidente è stato tale solo nel suo ruolo poiché privo del potere esecutivo, mentre Mugabe è stato Capo del Governo. Il 31 dicembre del 1987, lo Zimbabwe è divenuta ufficialmente una repubblica presidenziale: la carica di Primo Ministro è stata abolita e il Presidente ha assunto i poteri esecutivi, Mugabe ha preso la posizione di Banana come Capo di Stato e lo è stato fino al 2017. Inizialmente la situazione non ha destato problemi, ma successivamente si è verificata la lotta tra MaShona e MaTabele, le popolazioni appartenenti allo ZANU e allo ZAPU¹⁷, con a capo i rispettivi rappresentanti, Mugabe e Nkomo. Quest'ultimo nel 1983 è stato estromesso ed esiliato da Mugabe, generando ulteriori conflitti e numerose morti (tra i 10mila e i 30mila) fino al 1987. La pace è stata raggiunta l'anno seguente, nel 1988, quando il Capo di Stato ha concesso l'amnistia generale ai MaTabele.

Negli anni '80, il Paese ha tentato di intraprendere delle politiche per rendere lo Stato indipendente, sanare le disuguaglianze e sviluppare la crescita economica. Con l'Esap (Economic Structural Adjustment Programme) nel 1991, lo Zimbabwe ha abbandonato le politiche volte allo sviluppo e alla riconciliazione della popolazione, per adottare delle riforme di natura neoliberale. Il prospetto “rafforzò una politica e delle pratiche fortemente antidemocratiche e determinò l'evoluzione della politica della terra in senso elitario” e “il settore della grande imprenditoria, i grandi proprietari terrieri bianchi e la nascente borghesia nera appoggiarono l'Esap”¹⁸. Il programma adottato non ha ottenuto i risultati sperati,

¹⁵ Il Centro per la documentazione e l'analisi sociale dell'Associazione dei professori venezuelani.

¹⁶ La Zimbabwe African National Union (ZANU) era un'organizzazione militante che ha combattuto contro il governo della minoranza bianca in Rhodesia, formata come una scissione dalla Zimbabwe African People's Union (ZAPU).

¹⁷ La Zimbabwe African People's Union (ZAPU) è un partito politico dello Zimbabwe. È un'organizzazione militante e un partito politico che ha condotto una campagna per il governo della maggioranza in Rhodesia, dalla sua fondazione nel 1961 fino al 1980.

¹⁸ Si veda: D. Tevera, Il programma di aggiustamento strutturale, l'economia e la riforma agraria in Zimbabwe,

al contrario, ha determinato la crisi economica e peggiorato una già frammentata situazione sociale, a cui hanno susseguito manifestazioni dei sindacati e civili. Intanto, la borghesia nera è entrata a far parte dell'élite grazie a processi di indigenizzazione. D'altronde, non è stato ancora risolto il caso della terra e questo ha causato una concorrenza politica caratterizzata da varie ideologie riguardo la riforma agraria e piano politici di carattere conservatorio. Il Governo, attraverso la recessione economica, ha presentato il piano di redistribuzione della terra per ottenere i voti delle zone rurali, mentre i donatori hanno respinto di supportare la riforma agraria.

Nel '97, si sono verificate proteste studentesche e scioperi dei lavoratori a causa del prezzo elevato dei beni di prima necessità, aggravando ulteriormente la situazione sociale e politica del Paese. La situazione si è aggravata nel 2000, il Governo, sottovalutando la condizione in cui ha versato la Nazione, ha perso nel referendum di modifica costituzionale, mentre le aziende agricole commerciali sono state occupate da contadini e veterani della guerra di liberazione, amplificando la crisi. In seguito, per far fronte alla recessione, è stata adottata una nuova riforma agraria con il fine di diminuire la povertà, ridurre la disoccupazione e dare possibilità economiche a chi non possiede terra. Le tensioni politiche si sono acuite tra il 2000 e il 2002, l'elezioni sono state soggette a scontri e violenze che non sono accadute da quando lo Zimbabwe ha ottenuto l'indipendenza. "The Land is the Economy, the Economy is the Land" è stato il tema centrale dell'elezioni, la terra che è vista come il punto di riferimento e il valore aggiunto che può offrire il Paese e, in particolare, l'opposizione ha accusato Mugabe e il suo partito di voler creare un'esclusiva sulla terra distribuendola tra loro. Dal 2000 in poi, le azioni politiche del Governo Zanu si sono tutte incentrate nel dare un senso di appartenenza alla popolazione: il ricordo alla lotta per l'indipendenza e la riforma agraria sono stati i punti cardine, quelli che hanno rappresentato la storia del Paese fino a quel momento e unito tutta la popolazione. (Mario Zamponi, *cit.* pp.924-929)

2.4.1 Le misure intraprese dall'autorità di politica monetaria

Una volta ottenuta l'indipendenza, il Governo dello Zimbabwe ha adottato un piano di riforma col fine di liberalizzare l'economia e far fronte agli ostacoli strutturali alla crescita. Tuttavia, il Paese ha subito due forti siccità (1992 e 1995), colpendo l'agricoltura della Nazione che è l'attività primaria e la principale fonte di guadagno; questo, sommato a delle politiche monetarie e fiscali non adeguate, hanno contribuito a formare i primi ostacoli per lo Zimbabwe. Nei primi cinque anni di indipendenza, il reinsediamento della terra è stato condotto secondo la "prima opzione di acquisto" del Governo a prezzi di mercato: con conseguente reinsediamento su circa tre milioni di ettari. Successivamente, la legge

sull'acquisizione di terreni del 1992 prevedeva l'acquisto obbligatorio di fattorie, purché la proprietà fosse abbandonata, situata su un terreno sottoutilizzato, di proprietà di proprietari assenti o circondata da aree comuni, e il proprietario avesse più fattori. Nel 1997, sotto la crescente pressione politica, il Governo ZANU ha annunciato una nuova compensazione e piano pensionistico per i veterani di guerra della lotta per l'indipendenza. I pagamenti si applicavano a circa 60.000 veterani di guerra, ognuno dei quali doveva ricevere un pagamento compensativo immediato di ZW \$ 50.000 (l'equivalente di US \$ 3.000 all'epoca), oltre a una pensione mensile equivalente a US \$ 125. Il pacchetto totale ammontava a circa il 3% del PIL del 1997. Il regolamento sul lavoro, del 1998, ha imposto pesanti sanzioni ai sindacati e ai titolari delle attività che hanno incitato o facilitato scioperi, allontanamenti e altre forme di azione collettiva illegale. All'inizio dell'anno successivo, le attività sempre più controverse del Governo hanno indotto i donatori stranieri a iniziare a ridurre la loro assistenza, con la sospensione degli aiuti sia della Banca mondiale che dell'FMI. La pressione sul dollaro dello Zimbabwe ha continuato a crescere mentre le riserve estere dello Zimbabwe sono scese a livelli pericolosamente bassi. In risposta, la RBZ (Reserve Bank of Zimbabwe) ha reintrodotto ampi controlli sulle importazioni e ha vietato i conti in valuta estera (FCA). Il divieto delle FCA (Financial Conduct Authority) ha significato di fatto che la RBZ era autorizzata a trattenere tutti i proventi delle esportazioni. Per fronteggiare le pressioni economiche, il Governo ha raggiunto un accordo con l'FMI per intraprendere una serie di manovre politiche ed economiche per restaurare l'economia del Paese, sostenuto dall'accordo stand-by del 1998. Il programma mirava a raggiungere una riduzione dell'inflazione del 30% entro la fine del 1999 (dal livello del 47% nel 1998), un aumento del PIL reale dell'1,2% e una crescita di 160 milioni di dollari USA nelle riserve internazionali ufficiali nette. Questo aggiustamento della politica fiscale doveva essere sostenuto da una politica monetaria rigorosa e da misure di rafforzamento della fiducia, compreso l'allineamento del processo di riforma agraria alla strategia concordata durante la conferenza internazionale del 1998. D'altronde, l'azione nell'ambito del programma è stata debole e l'inflazione ha continuato a salire fino a un picco del 60% nel 1999. La situazione economica dello Zimbabwe era diventata precaria, il paese aveva perso l'accesso agli aiuti internazionali. Inoltre, a causa della diminuzione della fiducia degli investitori insieme a un sistema di cambio ancorato (fisso), le riserve estere erano state effettivamente esaurite dai tentativi della RBZ di sostenere la valuta. Le autorità monetarie e fiscali avevano già iniziato a utilizzare la stampa per finanziare il deficit, dando inizio alla corsa dello Zimbabwe verso l'iperinflazione. All'inizio del 2006, i tassi di interesse reali erano ancora profondamente negativi e il tasso di cambio parallelo al dollaro USA era di 135.000 ZW\$ a uno. La RBZ ha anche introdotto un Treasury Bill a un rendimento indicizzato. Questo è stato uno sviluppo importante, poiché una delle caratteristiche chiave del mercato monetario dello Zimbabwe fino a quel momento era stata la sua mancanza di strumenti a tasso variabile che avrebbero consentito agli investitori di proteggersi dall'inflazione nel mercato monetario. Quando il tasso di inflazione si è avvicinato alla soglia di

iperinflazione del 50 per cento al mese, l'inevitabile erosione della base imponibile dell'inflazione è peggiorata. A questo punto il patrimonio dei fondi pensione risultava più o meno eroso, e così il Governo si è rivolto al sistema bancario nella sua ricerca di finanziamenti. Per effettuare anche semplici transazioni, le persone dovevano trasportare ingenti somme di valuta. Nel luglio 2006, una serie di riforme valutarie denominata "Progetto Sunrise" è stata annunciata nella dichiarazione di politica monetaria del governatore della RBZ; questi avrebbero dovuto alleviare questo onere. Entrato in vigore il 1° agosto 2006, il dollaro dello Zimbabwe è stato sostituito da un nuovo dollaro dello Zimbabwe con un rapporto di 1000:1, che tra l'altro è stato anche svalutato rispetto al dollaro statunitense. Nel tentativo di alleviare la crisi economica, il Governo ha lanciato il suo programma "Look East", annunciando la negoziazione di una linea di prestito di 2 miliardi di dollari con la Cina. Tuttavia, la China Metallurgical Group Corporation, il presunto prestatore in questione, ha negato di estendere tale offerta.

L'iperinflazione era ancora alimentata dalle attività quasi fiscali della RBZ, che avevano causato un rapido aumento dei depositi delle banche e quindi un rapido aumento della valuta locale. La stampa di banconote fisiche non è stata in grado di eguagliare l'espansione della valuta locale. Nel terzo trimestre del 2008, la domanda di moneta reale e i tassi di cambio del mercato parallelo sono crollati in risposta all'inflazione ancora in accelerazione. Di conseguenza, entro la fine dell'anno, la riserva monetaria è scesa a un equivalente di circa sette milioni di dollari. In effetti, l'estrema iperinflazione ha lasciato defunta la valuta locale quando l'economia si è dollarizzata alla fine del 2008. Da quel momento, il prezzo di beni e servizi è passato alle unità di valuta estera (principalmente dollaro USA e rand sudafricano) e la moneta locale è praticamente scomparsa dalla circolazione. Le transazioni in dollari dello Zimbabwe che passavano attraverso le banche sotto forma di assegni e bonifici diretti erano effettivamente cessate nel 2009.

Nello stesso anno, il Ministro delle Finanze ha dato corso legale al Rand sudafricano e il dollaro USA, completando la dollarizzazione ufficiale dello Zimbabwe. La dollarizzazione ha contribuito a stabilizzare i prezzi, a migliorare la performance dei ricavi e, forse la cosa più importante, ha contribuito a imporre la disciplina fiscale alle autorità. (J. Coomer, T. Gstraunthaler, *cit.* pp.318-332)

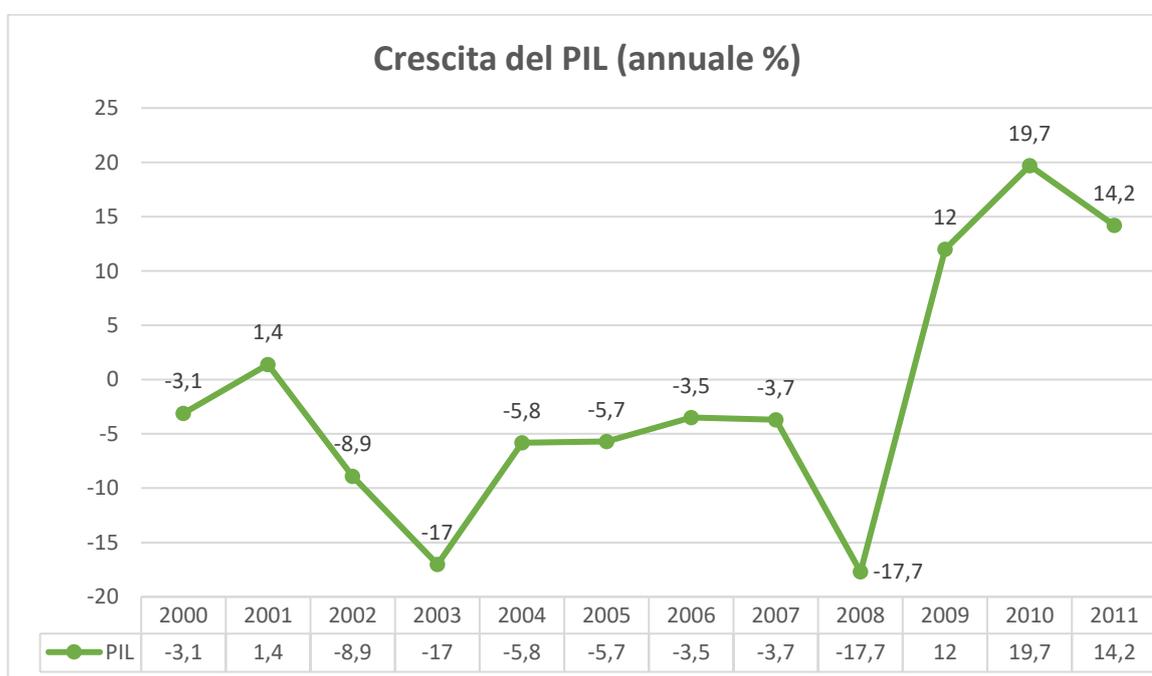
2.4.2 I risultati

Il quotidiano Economic Times ha osservato il 13 giugno 2008 che "una pagnotta ora costa quello che facevano 12 nuove auto dieci anni fa" e "un piccolo pacchetto di chicchi di caffè prodotti localmente costa poco meno di 1 miliardo di dollari dello Zimbabwe. Dieci anni fa, quella somma avrebbe comprato

60 nuove auto”¹⁹. Al culmine dell'iperinflazione, i prezzi raddoppiavano ogni pochi giorni e gli abitanti dello Zimbabwe lottavano per impedire che le loro risorse di cassa svaporassero.

Nell'ultimo trimestre del 1997, la crescita dell'offerta di moneta è aumentata dal 13,3% di settembre al 28,2% di novembre e ulteriormente al 34,9% a dicembre²⁰. La crescita è stata principalmente attribuita agli aumenti di banconote e moneta, la quale è più che raddoppiata dal 21,4% di settembre al 47,7% di dicembre. I persistenti aumenti dei prezzi hanno causato rivolte per il cibo nell'ottobre 1997, le persone hanno manifestato contro i prezzi alimentari alti e inaccessibili distruggendo e saccheggiando negozi di alimentari. Nel 2000 il Governo ha implementato la Fast Track Land Reform (FTLR) che ha sostituito la maggior parte degli agricoltori commerciali bianchi. La produzione agricola è scesa al livello più basso tra il 2000 e il 2005 a causa della siccità e dell'adeguamento dei nuovi agricoltori alle nuove aree di reinsediamento. Nel decennio dal 1999 al 2008, lo Zimbabwe ha registrato una delle peggiori performance macroeconomiche al mondo. In questi anni il Paese ha registrato una continua crescita negativa del PIL, un estremo deprezzamento della valuta, siccità persistenti. La figura (12) mostra l'andamento del prodotto interno lordo dal 2000 al 2011.

Figura 12: Crescita PIL in Zimbabwe



Fonte: The World Bank

¹⁹ Si veda: “Zimbabwe Inflation Now over 1 Million Percent”. Economic Times, June 13, 2008

²⁰ Rapporti mensili Reserve Bank of Zimbabwe, 1998

Il grafico (12) sopra riportato illustra il valore del PIL a partire degli anni 2000, il quale si è mantenuto fino al 2008 sotto la soglia dello zero, ad eccezione del 2001 in cui corrispondeva all'1,4%. Ha raggiunto livelli estremamente bassi nel 2003 e 2008 toccando il -17%. Da febbraio 2009, subito dopo la dollarizzazione, l'economia dello Zimbabwe ha iniziato a mostrare alcuni sintomi di ripresa. Negli anni successivi il PIL è aumentato a dismisura raggiungendo il 19,7% nel 2010.

Anche il tasso di disoccupazione ha risentito della crisi, ma in modo più debole rispetto gli altri fattori economici; la figura (13) spiega come la disoccupazione sia variata nel corso degli anni.

Figura 13: Tasso di disoccupazione in Zimbabwe



Fonte: The World Bank

La figura sopra riportata mostra l'andamento del tasso di disoccupazione, il quale si è mantenuto abbastanza invariato dal 2000 al 2011, con una riduzione di 1,3 punti percentuali dal 5,7% del 2000 al 4,4% del 2004. Da quest'ultimo anno in poi la disoccupazione è aumentata fino al 5,2% nel 2011. Nel 2007 e nel 2008 il Governo ha tentato di reprimere l'inflazione dilagante controllando i prezzi delle materie prime e dei servizi di base. La figura (14) mostra l'evoluzione del tasso di inflazione dello Zimbabwe.

Figura 14: Tasso di inflazione in Zimbabwe



Fonte: FRED Economic Data | St. Louis FED

La figura (14) spiega uno dei casi più eclatanti e conosciuti di iperinflazione. Dal 2000 in poi a causa del calo della produzione agricola, la crescita della spesa e la monetizzazione del debito hanno reso inevitabile l'iperinflazione. Nel 2007-2008 il tasso di inflazione giornaliero corrispondeva ad una percentuale vicina al 100²¹. Le autorità hanno costretto i commercianti, a volte con le forze di polizia, ad abbassare i prezzi che superavano i massimali stabiliti. Ciò ha prodotto rapidamente carenza di cibo perché le aziende non potevano guadagnare un profitto vendendo ai prezzi imposti dal governo e i produttori di beni e servizi hanno tagliato la produzione per evitare perdite. La gente aspettava in lunghe file alle stazioni di servizio e ai negozi. Mentre gli scaffali dei supermercati erano vuoti, si sviluppò un fiorente mercato nero in cui le merci venivano scambiate a prezzi molto più alti. I mercati sotterranei delle valute estere sorsero anche nei back office e nei parcheggi dove le banconote locali venivano convertite in valute forti a un tasso molto più alto del tasso ufficiale della Banca Centrale. Alcuni prodotti, come la benzina, erano scambiati esclusivamente in dollari USA o rand sudafricano e i proprietari spesso accettavano prodotti alimentari come baratto in affitto. (Federal Reserve Bank of Dallas, *cit.* pp. 6-11)

²¹ Si veda: [Come si diventa un Paese con un'inflazione del 1.000.000% \(forbes.it\)](http://forbes.it)

Tuttavia, la RBZ ha dichiarato l'inflazione "illegale", dichiarando che qualsiasi persona sorpresa ad aumentare i prezzi e/o i salari tra marzo e giugno sarebbe stata arrestata e "punita". Nonostante questa misura, nel marzo 2007 lo Zimbabwe è entrato formalmente nell'iperinflazione.

CAPITOLO 3

LE POLITICHE MONETARIE DELLA BANCA CENTRALE E DELLA FED CONTRO LA CRISI DA COVID-19

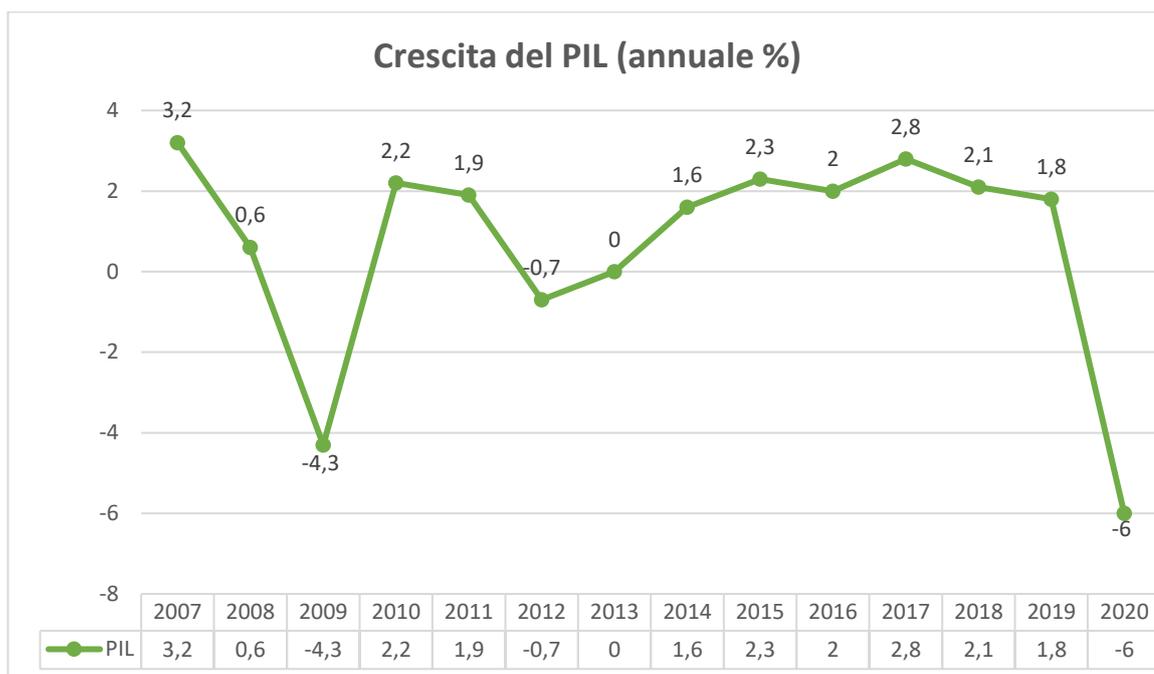
3.1 Impatto globale del COVID-19 in Europa e negli USA

La pandemia da COVID-19 ha creato uno shock globale diffuso imprimendo un evidente rallentamento economico-finanziario con effetti orizzontali tra i principali settori economici.

In Europa a causa delle misure di contenimento adottate dal Governo, si è verificata la chiusura totale o parziale di numerose attività economiche. Nei Paesi membri, così come in tutto il globo, c'è stato un calo rilevante del prodotto interno lordo, l'impatto della pandemia sull'economia ha causato conseguenze peggiori di quelle della crisi del 2008. Una diminuzione delle tasse e una contrazione della spesa hanno contribuito ad accrescere il rapporto tra il debito pubblico e il PIL. In particolare, il PIL è dipendente dal cambiamento della spesa pubblica, conseguentemente all'aumentare di quest'ultima si verifica un calo più debole del prodotto interno lordo. Tali effetti in un'economia in crisi determinano conseguenze maggiori e un incremento del rapporto tra debito pubblico e PIL²². La figura (15) mostra l'andamento del PIL dal 2007 al 2020.

²² Si veda: [L'Italia, L'Europa e la crisi da coronavirus - Economia e Politica](#)

Figura 15: Crescita del PIL nell'Unione Europea



Fonte: The World Bank

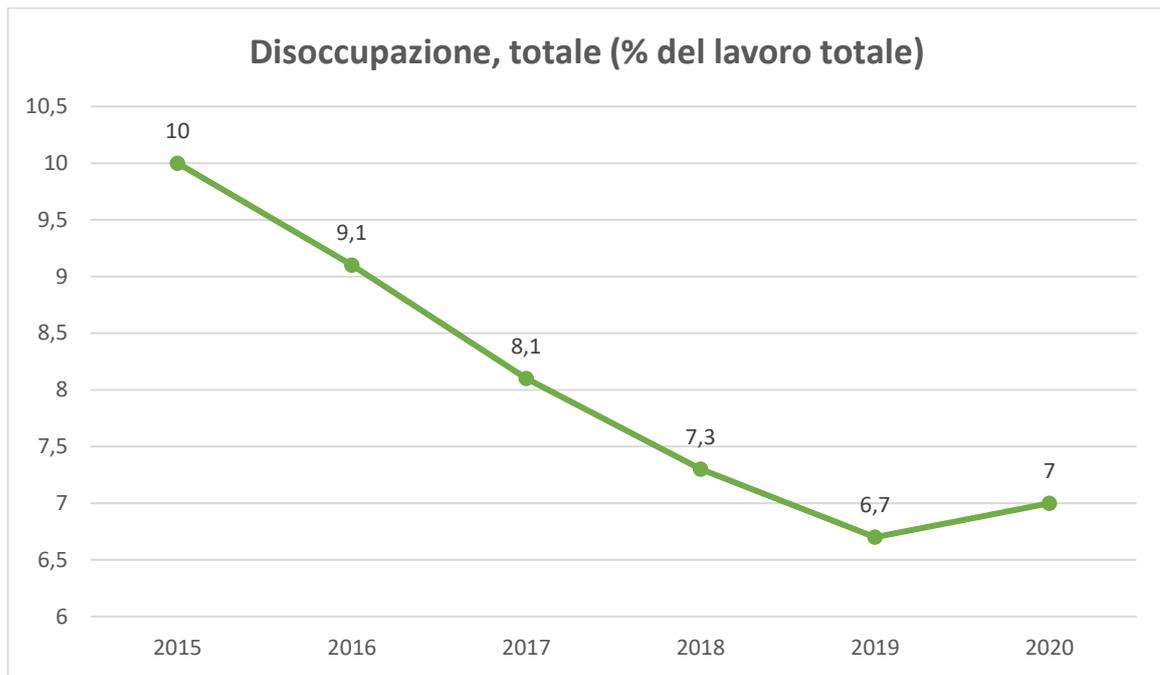
La figura sopra riportata mette a confronto le variazioni del PIL a fronte di due crisi finanziarie, quella del 2008 e quella del 2020. A seguito della crisi finanziaria del 2008-2009, il prodotto interno lordo è crollato fortemente fino a raggiungere il -4,3% nel 2009. Dall'anno successivo al 2019, l'andamento del PIL si è mantenuto pressoché sullo stesso livello con piccole variazioni, ad eccezione del calo allo 0,7% nel 2012. Per via della crisi pandemica del 2020, il PIL è sceso dall'1,8% del 2019 al -6% del 2020, registrando un record negativo del prodotto interno lordo. Inoltre, nel 2020 si è determinata una riduzione media annua del consumo pari al 4,9%²³.

Anche il mercato del lavoro ha subito fortemente le conseguenze della crisi sanitaria. Nell'anno della pandemia, la maggior parte dei Paesi membri hanno visto una riduzione dell'occupazione pari allo 0,7%. Alla fine del 2020, in Europa i cittadini occupati erano pari al 72,6% (cioè 188,7 milioni) di un'età tra i 20 e i 64 anni, in confronto al 73,2% del 2019 (ossia 191,5 milioni)²⁴. Questi dati evidenziano che circa 2,7 milioni di persone hanno perso il proprio posto di lavoro. La figura (16) mostra l'andamento della disoccupazione dal 2015 al 2020.

²³ Si veda: [La risposta delle Istituzioni europee alla pandemia di Covid -19. Il programma NGEU e i Piani nazionali \(mef.gov.it\)](#)

²⁴ Si veda: [L'impatto del Covid-19 sul mercato del lavoro in Europa. I dati Eurostat - I-Com, Istituto per la Competitività](#)

Figura 16: Tasso di disoccupazione nell'Unione Europea



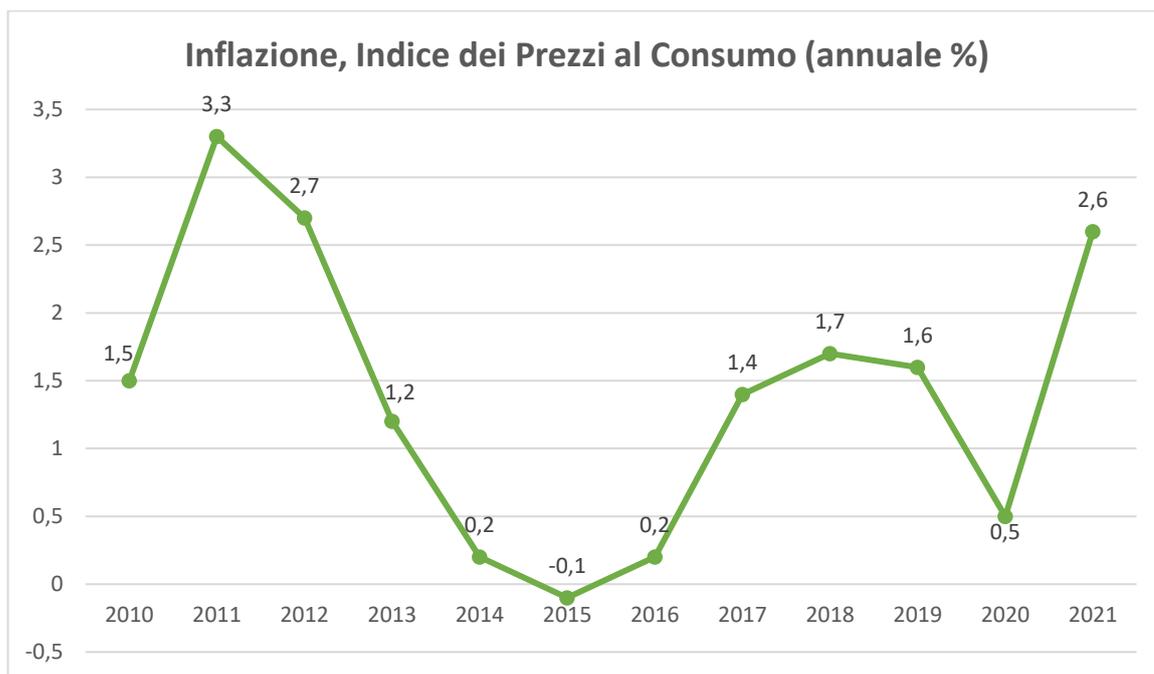
Fonte: The World Bank

La figura (16) evidenzia il mutamento del tasso di disoccupazione, che dal 10% del 2015 è sceso gradualmente fino al 6,7% del 2019. Per via della pandemia, la disoccupazione è aumentata di solo 0,3 punti percentuali, che seppur grave, è stata rallentata dai blocchi di licenziamento introdotti dai vari Paesi dell'Unione Europea e dagli aiuti in bilancio per i lavoratori e le imprese.

Il tasso di inflazione ha subito forti oscillazioni per via della covid e delle misure intraprese dai Paesi per limitare la produzione e il distanziamento sociale. L'andamento irregolare dell'inflazione è ricollegabile a varie ragioni. Il primo motivo è legato al prezzo del petrolio, che nel gennaio 2020 corrispondeva a 70 dollari al barile ed è sceso a 20 nell'aprile dello stesso anno, per poi tornare alla soglia precedente. Si è verificato grazie alla ripresa della componente energetica dell'inflazione il sovrapprezzo per le emissioni di carbonio sui combustibili e sul gas nel 2021. Il secondo motivo è dovuto alla redistribuzione della spesa nei vari settori per via del virus, in quanto il COVID-19 ha determinato un netto calo del turismo e dei viaggi, mentre si è incrementato il consumo degli alimenti, attività e beni relativi alla casa. L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è calcolato annualmente in base alla spesa dell'anno prima, quindi lo IAPC del 2021 considera maggiormente le categorie che hanno mostrato una crescita della spesa (più pressioni sui prezzi) nel 2020 in confronto alle categorie che hanno avuto una riduzione rilevante della spesa (meno pressione sui prezzi). Questa condizione ha contribuito ad un incremento del tasso di inflazione dello 0,3%. Il terzo motivo è che dei Governi hanno immesso delle diminuzioni momentanee delle aliquote IVA e questo ha determinato una riduzione del tasso di

inflazione nel 2020 e, senza più questa azione, una crescita nel 2021. L'inflazione ha subito fortemente il crollo della domanda e il calo dell'offerta dovuti alla pandemia. Nel 2021 i Paesi si avvicinano verso una ripresa economica, con l'incremento della domanda di beni e servizi (soprattutto quelli relativi al turismo e alla ristorazione) e alla fiducia riacquisita da parte delle imprese sugli investimenti nel medio-lungo termine²⁵. La figura (17) mostra la volatilità del tasso di inflazione dal 2010 al 2021.

Figura 17: Tasso di inflazione nell'Unione Europea



Fonte: The World Bank

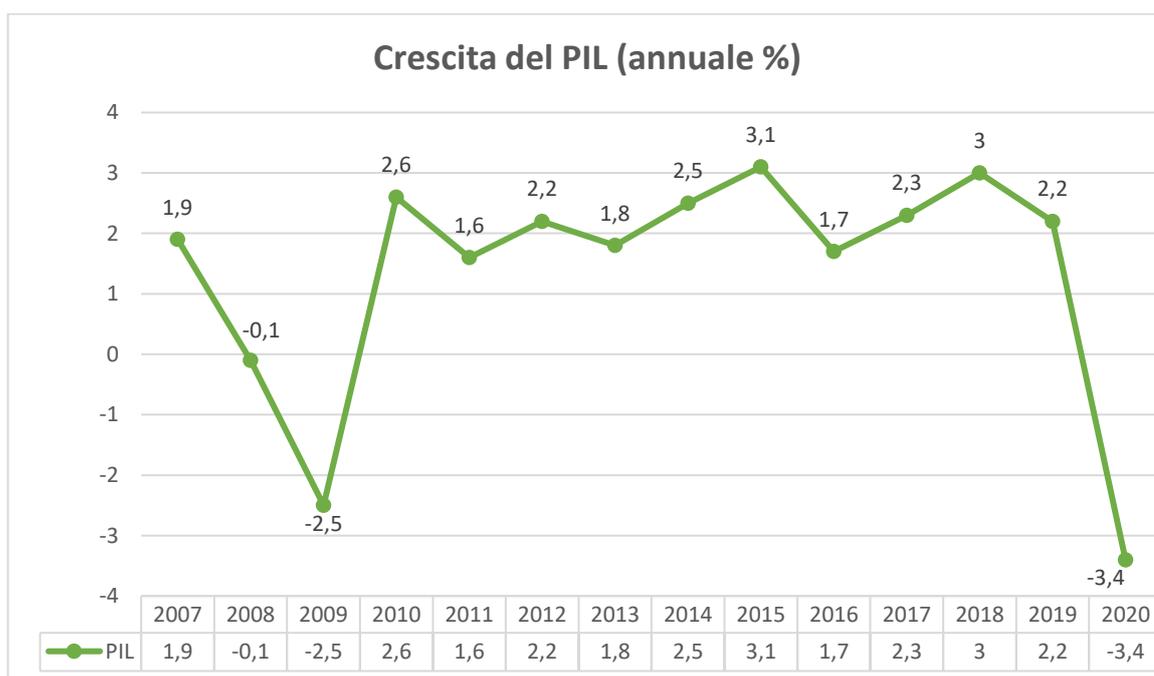
Il grafico spiega l'andamento le forti oscillazioni del tasso di inflazione. Dal 3,3% del 2011, l'inflazione è diminuita nel corso degli anni fino a scendere sotto la soglia dello 0 nel 2015 con -0,1%. In seguito, si è verificato un aumento del tasso nei quattro anni successivi, raggiungendo l'1,6% nel 2019. Per via del virus, l'inflazione inizialmente si è ridotta di 1,1 punti percentuale per poi risalire nel 2021 ad un tasso del 2,6%.

Negli Stati Uniti per comprendere l'impatto del COVID-19 sull'economia, si considerano i suoi effetti su diversi settori. Il consumo rappresenta il 70% del PIL americano, ma il consumo è crollato a causa della chiusura delle imprese e delle famiglie che si sono trattenute dagli acquisti importanti poiché si sono preoccupati delle proprie finanze e del proprio lavoro. Gli investimenti rappresentano il 20% del PIL, ma le aziende hanno rimandato gli investimenti in attesa di chiarezza sull'intero costo della

²⁵ Si veda: [La dinamica dell'inflazione durante la pandemia \(europa.eu\)](https://europa.eu)

pandemia. Arte, intrattenimento, svago e ristoranti costituiscono il 4,2% del PIL. Con ristoranti e cinema chiusi, questa cifra è stata più vicina allo zero fino a quando le quarantene non sono state revocate. La produzione rappresenta l'11% del PIL degli Stati Uniti, ma anche gran parte di questa è stata interrotta, poiché le catene di approvvigionamento globali sono state ostruite dalla chiusura degli stabilimenti e perché le aziende hanno chiuso gli stabilimenti in previsione della riduzione della domanda²⁶. La figura (18) spiega l'andamento del PIL dal 2007 al 2020, evidenziando le differenze tra le due crisi finanziarie.

Figura 18: Crescita del PIL negli Stati Uniti



Fonte: The World Bank

La figura sopra riportata evidenzia che a seguito della crisi finanziaria del 2008, il PIL è passato dall'1,9% del 2007 al -2,5% nel 2008, registrando un record negativo fino a quei giorni. Dal 2010 si è verificata una ripresa dell'economia e da quell'anno fino al 2019 il prodotto interno lordo ha avuto un andamento con numerose variazioni, ma in un intervallo compreso tra l'1,6% del 2011 e il 3,1% del 2015. Dal 2,2% del 2019, per via della crisi da COVID-19 il PIL ha subito un crollo notevole scendendo di 5,6 punti percentuali, registrando un nuovo record negativo del -3,4%.

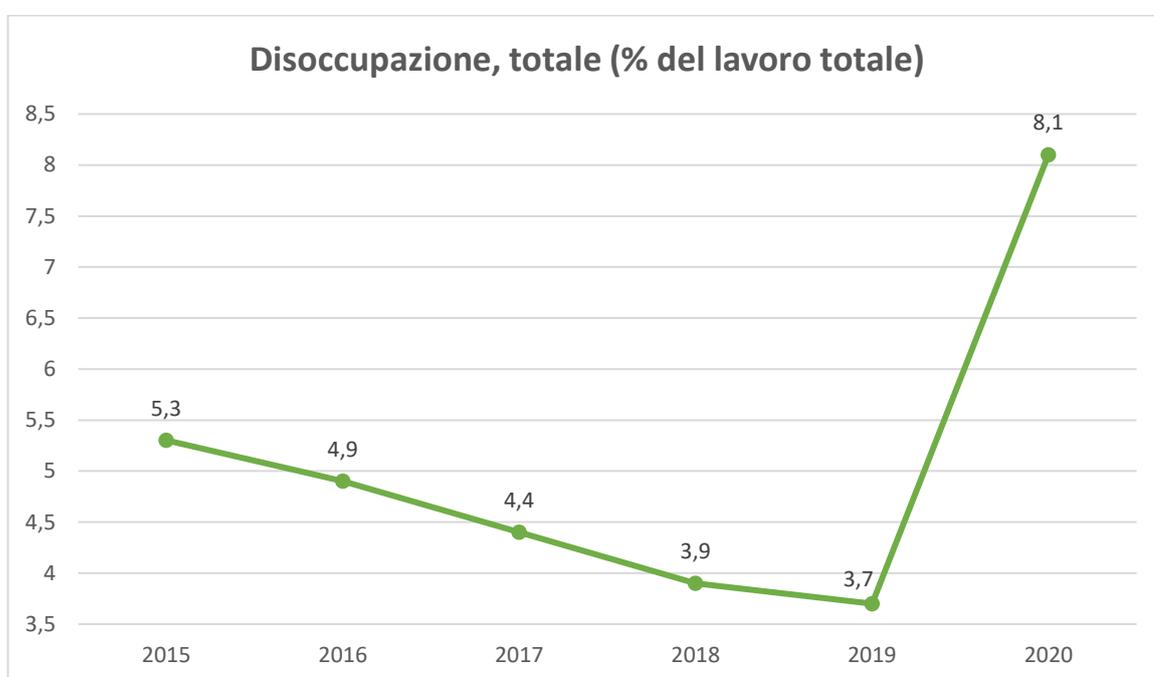
La pandemia di COVID-19 ha influito sui tassi di disoccupazione di ogni stato, settore economico e principale gruppo demografico. Durante la più recente recessione, la disoccupazione è aumentata in modo sproporzionato tra i settori economici che forniscono servizi di persona. Il tasso di disoccupazione

²⁶ Si veda: [The Effect of COVID-19 on the U.S. Economy - Foreign Policy Research Institute \(fpri.org\)](https://www.fpri.org/publications/the-effect-of-covid-19-on-the-u-s-economy)

è aumentato rapidamente nel marzo 2020 e nell'aprile dello stesso anno aveva ampiamente superato i picchi precedenti osservati durante e subito dopo la Grande Recessione. Questo aumento della disoccupazione è stato causato da una perdita senza precedenti di 22,1 milioni di posti di lavoro tra gennaio e aprile 2020. Molte persone hanno lasciato il lavoro in questo periodo e ad aprile il tasso di partecipazione alla forza lavoro è sceso al 60,2%, un livello che non si vedeva da allora primi anni '70. Questo deterioramento del mercato del lavoro statunitense corrispondeva ai lockdown e le altre misure di contenimento attuate in risposta al virus e ad altri fattori correlati alla pandemia che influivano sulla domanda statunitense (G. Falk, P. Romero, I. Nicchitta, E. Nyhof, *cit.* pp.1-5)

La figura (19) mostra le variazioni del tasso di disoccupazione dal 2015 al 2020.

Figura 19: Tasso di disoccupazione negli Stati Uniti



Fonte: The World Bank

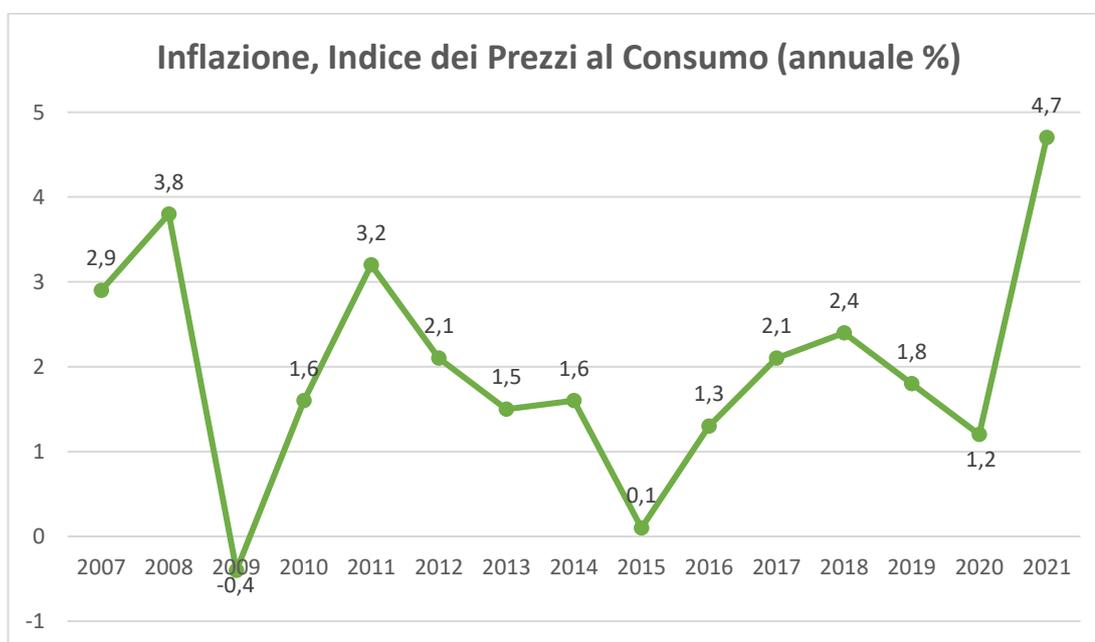
Il grafico (19) spiega come le variazioni della disoccupazione in questi anni, il quale dal 5,3% del 2015 è diminuito costantemente fino ai 3,7 punti percentuali del 2019. La crisi pandemica ha causato una notevole impennata del tasso di disoccupazione che ha raggiunto nel 2020 l'8,1%.

Il tasso annuo di inflazione negli Stati Uniti ha raggiunto il 4,7% nel 2021, il più alto da oltre tre decenni, misurato dall'indice dei prezzi al consumo (CPI). La recente accelerazione del tasso di inflazione appare fondamentalmente diversa da altri periodi inflazionistici più strettamente legati al ciclo economico regolare. Le spiegazioni per l'attuale fenomeno offerte fino ad oggi includono; continue interruzioni

nelle catene di approvvigionamento globali durante la pandemia di coronavirus; turbolenze nei mercati del lavoro; il fatto che i prezzi di oggi vengono misurati rispetto ai prezzi durante le chiusure indotte dal COVID-19 dello scorso anno; la forte domanda dei consumatori dopo la riapertura delle economie locali. Indipendentemente dal livello di inflazione in ciascun Paese degli Stati Uniti, molti mostrano variazioni sullo stesso andamento: inflazione relativamente bassa prima della pandemia nel primo trimestre del 2020; inflazione piatta o in calo per il resto dell'anno e nel 2021, poiché molti governi hanno ridotto drasticamente la maggior parte dell'attività economica; l'aumento dell'inflazione nel secondo e terzo trimestre del 2021, mentre si cercava di tornare ai livelli di pre-pandemia. Il 2021 ha segnato una netta rottura rispetto a quello che era stato un periodo insolitamente lungo di inflazione da bassa a moderata. Infatti, durante il decennio che ha preceduto la pandemia, la maggior parte dei Paesi americani hanno registrato variazioni medie dei tassi di inflazione del 2,6% o inferiori²⁷.

I prezzi sono cresciuti a dismisura, di una cifra pari al 6,8% nel novembre 2021 rispetto al 2020; nel frattempo i cittadini americani continuavano ad acquistare tutti i beni a prezzi sempre più alti (beni alimentari, vestiario, benzina, automobili, ecc). Inizialmente il Governo americano riteneva che gli effetti dell'inflazione dovuti al virus fossero momentanei, ma poi il Presidente Biden ha dovuto accettare che il fenomeno inflazionistico si sia rivelato più prolungato di quanto si aspettasse²⁸. La figura (20) mostra la variazione del tasso di inflazione degli Stati Uniti.

Figura 20: Tasso di inflazione negli Stati Uniti



Fonte: The World Bank

²⁷ Si veda: [Inflation has risen worldwide recently with U.S. increase among largest | Pew Research Center](#)

²⁸ Si veda: [L'inflazione negli Usa è al top degli ultimi 39 anni, la sfida di Biden \(agi.it\)](#)

La figura sopra riportata spiega l'andamento dell'inflazione dal 2007 al 2021, evidenziando gli effetti l'andamento del tasso a fronte delle due crisi finanziarie. Per via della crisi del 2008, da una percentuale del 2,9 nel 2007, l'inflazione nel 2008 è salita al 3,8% per poi subire un crollo di 4,2 punti percentuali, raggiungendo -0,4% nel 2009. Il tasso di inflazione negli anni seguenti sale e si mantiene pressoché sullo stesso andamento ad eccezione del 3,2% nel 2011 e la riduzione allo 0,1% nel 2015. Successivamente, l'inflazione è salita gradualmente fino al 2,4% del 2018, per poi scendere di 1,2 punti percentuali nel 2020. A seguito della pandemia, nel 2021 si verificano gli effetti del fenomeno inflazionistico, infatti il tasso di inflazione subisce un'impennata nel 2021, che raggiunge il 4,7%.

3.2 Le politiche monetarie della Banca Centrale Europea

Il SEBC (Sistema Europeo di Banche Centrali) è costituito dalla Banca Centrale e le Banche Centrali Nazionali di tutti i Paesi che fanno parte dell'Unione Europea. Il fine ultimo dell'istituzione è quello di mantenere la stabilità dei prezzi e un tasso di inflazione prossimo al 2%²⁹ come previsto dall'art. 127 TFUE.

Per ottenere questo obiettivo, il consiglio direttivo della Banca Centrale Europea adotta delle politiche di natura convenzionale e non convenzionale. A causa della pandemia e dell'impatto che ha avuto sull'economia globale, la Banca Centrale ha prestato attenzione ai programmi di acquisto di asset (PEPP e APP) e alle operazioni di finanziamento (LTRO, TLTRO III e PELTRO), che hanno perseguito le seguenti finalità:

1. assicurare che la politica monetaria fosse accomodante;
2. garantire il controllo della politica monetaria e la stabilità dei mercati finanziari;
3. tutelare la distribuzione di liquidità.

Le misure adottate dalla Banca Centrale a rinforzo dell'economia sono³⁰:

1. **Aiutare l'economia ad assorbire lo shock provocato dalla crisi in atto:** il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), che prevede la somma di 1850 miliardi di euro, ha l'obiettivo di diminuire i costi di sovvenzione e ad elevare il credito nell'eurozona. Questo ha anche il fine di aiutare le imprese e i cittadini a ottenere i fondi di cui necessitano per fronteggiare la pandemia.

²⁹ Una bassa inflazione non deve essere vista come un problema, ma un sinonimo di crescita economica.

³⁰ Si veda: Banca Centrale Europea – Eurosystema. La nostra risposta alla pandemia da coronavirus. Francoforte sul Meno (Germania), 2021.

2. **Mantenere accessibile il costo dei finanziamenti:** i tassi di interesse sono stati lasciati bassi per fare in modo che tutti, cittadini e aziende, avessero la possibilità di ottenere facilmente l'accesso ai fondi. In questa maniera vengono incentivati gli investimenti e le spese.
3. **Sostenere l'accesso al credito da parte di famiglie e imprese:** le banche possono avere più liquidità dalle casse della Banca Centrale e i soggetti maggiormente colpiti dagli effetti del virus possono ottenere più facilmente i prestiti. Inoltre, per semplificare ancora di più ciò, ha alleggerito le garanzie richieste alle banche a cui vengono concessi i finanziamenti.
4. **Assicurare che i timori di breve periodo non blocchino il credito:** in una situazione di confusione e difficoltà, la Banca Centrale aiuta le banche più solide a superare le complicazioni che si possono verificare in tale periodo così che queste possano non interrompere la distribuzione di soldi alle persone e alle aziende.
5. **Aumentare la capacità di finanziamento delle banche:** la funzione principale che le banche devono svolgere è destinare il credito ai vari soggetti. Per questo motivo e per fare in modo che ciò accada, la Banca Centrale consente alle banche di detenere meno riserve e dà maggiori agevolazioni in merito a scadenze e tempistiche.
6. **Preservare la stabilità finanziaria attraverso la cooperazione internazionale:** siccome le Banche Centrali hanno riserve di varie valute, in questo momento di perplessità può elevarsi la domanda di valuta estera. Nel caso in cui le banche non disponessero di tali riserve il mercato può diventare instabile; perciò, la Banca Centrale hanno introdotto le linee di swap di valuta. Con questo metodo possono scambiare le riserve di valuta nazionale con quelle di un'altra Banca Centrale.

Attraverso le operazioni TLTRO III (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) ha voluto coadiuvare le banche nell'erogazione di credito per salvaguardare i più colpiti dalla pandemia, come detto precedentemente. Successivamente, la Banca Centrale Europea ha condotto le LTRO (Longer Term Refinancing Operation), cioè operazioni di finanziamento a lungo termine. La scadenza è prefissata al 24 giugno del 2020, lo scopo è di concedere dei "finanziamenti ponte"³¹ alle banche fino al termine. Siccome ci sono banche che necessitano di questi finanziamenti anche dopo il mese di giugno, sono state attuate alle manovre di finanziamento a lungo periodo, ossia le PELTRO (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations), per mantenere la stabilità dei mercati finanziari e supportare la liquidità nel sistema finanziario. In seguito, la Banca Centrale ha avuto l'obiettivo di tenere gli acquisti netti nel PAA (Programma di Acquisto di Attività) a 20 miliardi di euro mensili, con un'aggiunta di 120 miliardi fino al termine del 2020. La finalità di questa politica è quello di mantenere ad un livello basso i tassi di interesse. La combinazione di queste azioni da parte della Banca Centrale

³¹ È un finanziamento fornito da un istituto di credito per un tempo limitato, per poi essere sostituito con la ricezione di altri fondi.

hanno aiutato le imprese, i cittadini e i governi della zona euro a tornare a condurre delle vite serene e accomodanti. (P. Aguilar, O. Arce, S. Hurtado, J. Martinez, G. Nuño, C. Thomas, *cit.* pp.13-18)

3.2.1 Le politiche monetarie convenzionali

La Banca Centrale Europea per raggiungere i propri obiettivi monetari, di breve (soprattutto) e lungo periodo, si affida a delle azioni monetarie di natura convenzionale. L'elemento di cui la Banca Centrale usufruisce è il tasso di interesse, o meglio, la variazione di questo. Più precisamente, parliamo di “tasso di interesse di riferimento³²”, quello utilizzato dalla Banca Centrale per concedere i finanziamenti alle banche. Nel momento in cui le banche hanno bisogno di moneta, possono scambiarla tra esse, oppure farsi finanziare dalla Banca Centrale. Quest'ultima gliela concede in cambio di garanzie, che prendono l'appellativo di *collateral*³³, al tasso di interesse di riferimento deciso; le operazioni hanno durata breve, infatti prendono il nome di *overnight*. In questo modo, seppur indirettamente, attraverso il costo delle azioni di finanziamento alle banche la Banca Centrale influenza i tassi di interesse nel breve periodo e, di conseguenza, la concessione ai cittadini e le aziende del credito.

Lo scopo è sempre stato la stabilità dei prezzi e per raggiungerlo ogni Banca Centrale dell'eurozona si serve di alcuni mezzi: le operazioni di mercato aperto, le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e detenzione di riserve obbligatorie³⁴.

Le **operazioni di mercato aperto** sono lo strumento primario che la Banca Centrale utilizza per determinare la quantità di moneta nel mercato, per regolare i tassi di interesse e controllare le politiche monetarie. La Banca Centrale regola la liquidità nel mercato attraverso l'acquisto o la vendita di titoli di Stato (tramite aste mensili a tasso fisso o aste settimanali a tasso variabile), così da scegliere quanta moneta immettere o togliere dalla circolazione. Quando compra i titoli nel mercato primario, riesce a mantenere sotto controllo i tassi di interesse e raggiungere i livelli di inflazione prefissati. Questo è uno degli interventi principali attraverso cui la Banca Centrale Europea attua la politica monetaria.

Tali misure possono essere le seguenti:

1. **Operazioni di rifinanziamento principale:** hanno scadenza settimanale e servono per fini di liquidità quotidiana;
2. **Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine:** hanno scadenza mensile e sono utilizzate per modificare maggiormente i tassi di interesse;

³² Si veda: Giulio Milanese. La politica monetaria convenzionale. Starting Finance, 2021.

³³ “Un immobile o altra attività costituita in pegno a favore di un finanziatore per aiutare a garantire un credito” [Cos'è una Garanzia Collaterale: Definizione e Significato | Capital.com](#).

³⁴ Si veda: [Politica monetaria europea \(europa.eu\)](#).

3. **Operazioni di regolazione puntuale:** sono operazioni temporanee di cui si può usufruire per far fronte agli ostacoli di liquidità improvvisi;
4. **Interventi di tipo strutturale:** possono essere temporanee o definitive, servono per determinare la moneta in circolazione nel lungo periodo.

Le **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti** sono costituite dalle operazioni di rifinanziamento marginale le operazioni di deposito, entrambe sono overnight. Le prime servono per procurare liquidità nel mercato overnight, possibile se la banca è in possesso di idonee e sufficienti garanzie; mentre le seconde sono utilizzate per svolgere depositi overnight, ai quali vengono attribuiti dei tassi di interesse, presso la Banca Centrale.

La **detenzione di riserve obbligatorie** è prevista dall'art.19 dello statuto, paragrafo 1, in cui la Banca Centrale Europea può costringere le banche dei Paesi membri di trattenere riserve obbligatorie nella Banca Centrale e le Banche Centrali Nazionali. La finalità è di mantenere ad un livello stabile i tassi di interesse di breve periodo e realizzare un fabbisogno di moneta nel sistema bancario per regolare i tassi di interesse con interventi di inserimento di moneta nel mercato. (A. Cameron, G. Claeys, M. Demertzis, *cit.* pp.117-126)

3.2.2 Le politiche monetarie non convenzionali

In questo periodo di forte insicurezza e confusione, soprattutto dal punto di vista economico, i cittadini e le imprese non preferiscono effettuare investimenti, ma piuttosto detenere la moneta in forma liquida. Quando le politiche monetarie non risultano sufficienti per fronteggiare i problemi finanziari a cui l'UE va incontro, le politiche monetarie non convenzionali potrebbero essere la soluzione per la ripresa economica. In particolare, la Banca Centrale non solo ha adottato misure per risanare la situazione economica, ha anche agito per sostenere i Paesi più esposti agli attacchi speculativi.

Gli strumenti principali di queste politiche sono: il *Quantitative Easing*, il *Forward Guidance* e il *Negative Interest Rates*.

Quantitative Easing (QE): il *Quantitative Easing*, o “alleggerimento quantitativo”, è un tipo di politica monetaria espansiva che ha l'obiettivo di creare moneta in circolazione per sostenere l'economia, controllare la volatilità del mercato e facilitare l'accesso alla liquidità e ai prestiti. È la Banca Centrale a creare moneta, la quale poi è utilizzata per acquistare i titoli di Stato. In questo modo i prezzi dei titoli si elevano, mentre diminuisce il rendimento di questi e cresce la liquidità. A queste azioni, ne consegue una riduzione dei tassi di interesse, così da far scendere l'onere dei prestiti e incentivare la spesa e gli investimenti. Questo strumento, non ha solo lo scopo di stampare nuova moneta, ma quello di

incoraggiare e dare fiducia agli agenti che operano nei mercati finanziari. Per acquistare i titoli, la Banca Centrale annuncia delle aste dove mira ad acquistare quelli a costo più basso. I risultati si possono notare sul **conto della banca** e sul **costo dei prestiti**: nel primo, la Banca Centrale ha più moneta disponibile per effettuare prestiti e mutui, ne consegue una crescita dell'attività economica; nel secondo la Banca Centrale acquista i titoli e riducendo la quantità di questi in circolazione, la domanda sale e il prezzo scende, diventando più convenienti. Il QE per quanto possa essere utile, può ottenere anche dei risultati negativi: infatti, se è immessa troppa liquidità nel mercato in tempi estremamente rapidi, questo può comportare una svalutazione della moneta e un'elevazione progressiva dell'inflazione. Se invece la moneta giunge nelle tasche dei cittadini e delle imprese che spendono e stimolano il consumo, il sistema economico vedrà una ripresa e gli scopi prefissati possono essere raggiunti con successo.

Forward Guidance: il *Forward Guidance* è lo strumento di cui la Banca Centrale usufruisce per regolare le aspettative degli agenti di mercato sulla variazione dei tassi di interesse e quindi anche sulle decisioni degli investitori. È stato adottato per la prima volta nel luglio del 2013, nel momento in cui la Banca Centrale ha ritenuto che i tassi di interesse potessero mantenersi a un livello basso per molto tempo. La Banca Centrale dà informazioni su quelle che sono le sue previsioni economiche, pubblica le proprie finalità e i modi per raggiungerle, in base a delle valutazioni economiche formate in precedenza riguardo la stabilità dei prezzi e deve essere sempre conforme con la valutazione del consiglio direttivo sull'attuale situazione economica e gli obiettivi.

La Banca Centrale fa una dichiarazione sulle sue future intenzioni di politica monetaria, ad esempio che è probabile che gli interessi chiave rimarranno bassi in futuro. Di conseguenza, è più probabile che le banche commerciali fissino il tasso di interesse per i prestiti a lungo termine a un livello inferiore. Questo perché sanno che, se necessario, saranno in grado di prendere in prestito denaro dalla Banca Centrale a tassi più bassi; quindi, possono essere a proprio agio nel fissare tassi più bassi da soli. Ciò significa che le aziende possono ottenere prestiti più economici e gli individui sono in una posizione migliore per effettuare acquisti importanti, come la proprietà. Il *Forward Guidance* può quindi aiutare a stimolare investimenti e spese, incentivando la crescita economica e guidando così l'inflazione a valori coerenti con la stabilità dei prezzi.³⁵

Le informazioni che fornisce la Banca Centrale riguardo alle proprie politiche contribuiscono a portare a termine la finalità di aiutare i cittadini e le imprese tenendo la stabilità dei prezzi nell'eurozona. Comunicare in maniera efficace gli obiettivi futuri, coadiuva gli enti creditizi e gli altri agenti del mercato come si evolveranno gli oneri finanziari e quindi sostenere l'economia. (S. Carpenter, S. Demiralp, J. Eisenschmidt, *cit.* pp.4-23)

³⁵ Si veda: [What is Forward Guidance? \(europa.eu\)](http://europa.eu).

Negative Interest Rates: I tassi di interesse sono spesso definiti come il prezzo pagato per prendere in prestito denaro. Ad esempio, un tasso di interesse annualizzato del 2% su un prestito di \$ 100 significa che il mutuatario deve rimborsare l'importo iniziale del prestito più altri \$ 2 dopo un anno intero. Quindi cosa significa quando abbiamo un tasso di interesse negativo, il che significa che ai mutuatari vengono accreditati gli interessi, invece di essere addebitati? Che, diciamo, un tasso di interesse del -2% significa che la banca paga al mutuatario \$ 2 dopo un anno di utilizzo del prestito di \$ 100? A prima vista, i tassi di interesse negativi sembrano una strategia controintuitiva, se non addirittura folle. Perché un prestatore dovrebbe essere disposto a pagare qualcuno per prendere in prestito denaro, considerando che il prestatore è quello che corre il rischio di insolvenza del prestito? Per quanto possa sembrare alla rovescia, tuttavia, ci sono momenti in cui le Banche Centrali esauriscono le opzioni politiche per stimolare le economie delle loro nazioni e si rivolgono alla misura disperata dei tassi di interesse negativi. I tassi di interesse negativi non sono solo uno strumento di politica monetaria non convenzionale, ma sono anche uno strumento recente. La Banca Centrale Europea ha attuato questa strategia nel giugno 2014, quando ha abbassato il tasso sui depositi a -0,1%, perché i responsabili della politica monetaria temevano che l'Europa rischiasse di cadere in una spirale deflazionistica. In tempi di crisi economica, le persone e le imprese tendono a trattenere i propri soldi mentre aspettano che l'economia migliori, ma questo comportamento può indebolire ulteriormente l'economia, poiché la mancanza di spesa provoca ulteriori perdite di posti di lavoro, abbassa i profitti e abbassa i prezzi, il che rafforza le paure delle persone, dando loro ancora più incentivi ad accumulare. Poiché la spesa rallenta ancora di più, i prezzi scendono di nuovo, creando un altro incentivo per le persone ad aspettare mentre i prezzi scendono ulteriormente; e così via. È proprio questa la spirale deflazionistica che le Banche Centrali Europee stanno cercando di evitare con la strategia dell'interesse negativo, che colpisce non solo i prestiti bancari ma anche i depositi bancari. Con tassi di interesse negativi, i contanti depositati presso una banca producono una commissione di stoccaggio, piuttosto che l'opportunità di guadagnare interessi, incaricando le Banche Europee di immagazzinare le proprie riserve presso la Banca Centrale, gli assicurati sperano di incoraggiare le banche a prestare di più. In teoria, le banche preferirebbero prestare denaro ai mutuatari e guadagnare almeno alcuni interessi invece di essere addebitate per detenere i loro soldi presso una Banca Centrale. Inoltre, i tassi negativi applicati da una Banca Centrale possono essere trasferiti su conti di deposito e prestiti. Ciò significa che i titolari di depositi verrebbero anche addebitati per allocare i loro soldi presso la loro banca locale, mentre alcuni mutuatari godono del privilegio di guadagnare effettivamente denaro stipulando un prestito.

Un altro motivo principale per cui la Banca Centrale si è rivolta a tassi di interesse negativi è quello di abbassare il valore dell'euro. I rendimenti bassi o negativi del debito europeo scoraggeranno gli investitori stranieri, indebolendo così la domanda di euro. Mentre questo diminuisce l'offerta di capitale

finanziario, il problema dell'Europa non è di offerta ma di domanda. Un euro più debole dovrebbe stimolare la domanda di esportazioni e, si spera, incoraggiare l'espansione delle imprese.

Sebbene i tassi di interesse negativi possano sembrare paradossali, questa apparente intuizione non ha impedito a numerose Banche Centrali Europee e asiatiche di adottarli. Quando il tasso di inflazione dell'Eurozona è sceso in territorio deflazionistico sotto lo 0% (vedi figura 20) nel 2015, i politici europei hanno promesso di fare tutto il possibile per evitare una spirale deflazionistica. Tuttavia, anche se l'Europa è entrata in un territorio monetario inesplorato, un certo numero di analisti ha avvertito che le politiche sui tassi di interesse negativi potrebbero avere gravi conseguenze indesiderate. (J. Eisenshmidt, F. Smets, *cit.* pp.13-28)

3.2.3 Il *Pandemic Emergency Purchase Programme*

Nel 2020, la Banca Centrale europea ha presentato un piano di acquisto di obbligazioni da 750 miliardi di euro chiamato **Pandemic Emergency Purchase Program** (PEPP) per affrontare le ricadute economiche e finanziarie da COVID-19. La Banca Centrale Europea ha stabilito, nel giugno del 2020 di accrescere l'ammontare iniziale di 750 miliardi di euro previsti per il programma di 600 miliardi di euro e ulteriormente di 500 miliardi di euro a dicembre, per un nuovo somma totale pari a 1.850 miliardi di euro. Tutte i tipi di attività consentibili nell'ambito del programma di acquisto di attività (APP) esistente sono tollerate anche nelle materie di competenza del PEPP.

In base al PEPP, la Banca Centrale e le Banche Centrali Nazionali compreranno fundamentalmente titoli di Stato finché è necessario e il programma è conforme con le regole in base alle quali l'attuale Programma di acquisto del settore pubblico (*Quantitative Easing* o QE) opera. Gli acquisti alla fine seguiranno la chiave di capitale delle Banche Centrali Nazionali al termine del programma, ma saranno flessibili nel tempo e nello spazio. Di conseguenza, il PEPP consente alla Banca Centrale e le Banche Centrali Nazionali di comprare titoli di Stato ove e ogni volta ci sia bisogno per garantire che gli spread dei tassi di interesse tra le obbligazioni di diversi Stati dell'UE non pregiudichino il meccanismo della politica monetaria nell'Eurozona. Fundamentalmente, la Banca Centrale ha anche comunicato che avrebbe rianalizzato i limiti che si è posta per il PSPP se compromettessero l'efficacia del PEPP. Questi limiti includono, tra l'altro, la regola secondo cui la Banca Centrale può acquistare solo fino al 33% del debito in essere di un paese (limite dell'emittente) e la stessa quota di ogni singola obbligazione (limite di emissione). Come ogni altro programma di acquisto di obbligazioni della Banca Centrale, il PEPP deve rispettare le disposizioni pertinenti dei Trattati dell'UE e la loro interpretazione da parte della Corte di Giustizia dell'UE. Tale programma consente alla Banca Centrale Europea di comprare diverse attività nel mercato e il costo di queste cresceranno, mentre i tassi di interesse si riducono. In questa maniera si

ha la possibilità di ottenere denaro, spenderlo e investirlo nonostante si stia affrontando una crisi economica. Conseguentemente, viene raggiunto anche il fine di portare l'inflazione al 2% parallelamente con la stabilità dei prezzi.

Il PEPP presenta le seguenti caratteristiche: è flessibile, regolabile, trasparente e temporaneo.³⁶

Flessibile: la flessibilità indica che nel momento dell'acquisto la Banca Centrale è a conoscenza di cosa sta comprando, dove, quando e che attività. In questo modo, si può far fronte velocemente alle modifiche di natura economica e finanziaria che possono presentarsi nel sistema e tutelare i finanziamenti nell'eurozona.

Regolabile: La somma complessiva del programma può essere modificata (ridotta o aumentata) a seconda delle proprie esigenze e delle condizioni attuali. Il PEPP, infatti, da un ammontare di 750 miliardi è passato dopo vari incrementi alla cifra di 1850 miliardi di euro.

Trasparente: la Banca Centrale è molto trasparente e chiara su quali sono gli acquisti e gli obiettivi futuri. Tutte le settimane presenta gli acquisti di titoli effettuati e anche le spese nette mensili, mentre dà maggiori dettagli sulla compera di titoli di natura pubblica o privata ogni due mesi.

Temporaneo: il programma ha lo scopo di continuare ad adottare misure politiche e monetarie finché non sarà finita la pandemia e risanata l'economia.

L'annuncio del PEPP segna un passo senza precedenti nella storia dell'integrazione monetaria europea. Ma è una risposta adeguata all'emergenza sanitaria pubblica globale che l'epidemia di COVID-19 pone e allo shock finanziario ed economico che ha innescato. (S. Grund, *cit.* pp.1-9)

3.3 Le politiche monetarie della Federal Reserve

L'aumento delle misure di rischio a metà marzo 2020 riflette l'improvvisa apparizione del virus COVID 19 e il suo impatto devastante sull'economia reale. A partire dal 13 marzo, la spesa totale è diminuita di oltre il 30% prima di stabilizzarsi all'inizio di aprile.³⁷

Allo stesso tempo, il tumulto dei mercati del credito ha riflesso anche caratteristiche normative che hanno ridotto la capacità del sistema di rispondere agli shock. L'ascesa dello *shadow banking system*³⁸ incarnato

³⁶ Si veda: [Cos'è il programma di acquisto per l'emergenza pandemica \(PEPP\)? \(europa.eu\)](https://europa.eu).

³⁷ Si veda: [Economic Tracker \(tracktherecovery.org\)](https://tracktherecovery.org).

³⁸ Si fa riferimento a “una forma di intermediazione basata su una varietà di veicoli di investimento con elevata leva finanziaria e di altre strutture al di fuori del sistema bancario” (Carmelo Barbagallo, Capo Dipartimento Vigilanza Bancaria di Bankitalia all'Università Cattolica) [Shadow banking: cos'è, come funziona e perché è un rischio per il sistema finanziario - Il Fatto Quotidiano](#).

nei fondi del mercato monetario di prim'ordine, nei fondi del mercato obbligazionario municipale e nei fondi di investimento immobiliare (REIT, Real Estate Investment Trusts) ha reso instabili i mercati del credito. Inoltre, gli Accordi di Basilea III hanno ironicamente reso i mercati finanziari meno resilienti attraverso il coefficiente di copertura della liquidità (LCR, Liquidity Coverage Ratio) e in particolare il coefficiente di leva finanziaria supplementare (SLR, Supplementary Leverage Ratio). La tabella 1 mostra lo stato patrimoniale alle date selezionate. La voce più importante che aumenta la dimensione del bilancio è stata la partecipazione in titoli della Fed, che è aumentata di quasi due trilioni di dollari dal 18 marzo al 20 maggio. Sorprendente è stato inoltre l'aumento delle *swap lines*³⁹, cresciute di 401 miliardi di dollari. Tale aumento ha segnalato una corsa ai finanziamenti in dollari a breve termine per le banche estere e una corrispondente fragilità nel sistema finanziario. (Robert L. Hetzel, *cit.* pp.9-11)

Tabella 1: Bilancio della Federal Reserve (parziale), 2020 (in milioni di dollari)

	18-mar	25-mar	01-apr	08-apr	22-apr	20-mag
Titoli	3929	4187	4605	4973	5452	5873
Repo Outstanding	389	388	302	228	172	162
Discount Window	7	40	50	44	35	21
Swap Lines	45	169	328	385	406	446

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System

Interest Rates: alla luce degli effetti previsti del COVID-19 sull'attività economica e sui rischi per le prospettive, in due riunioni non programmate del 3 e 15 marzo 2020, il Federal Open Market Committee (FOMC) ha tagliato la fascia obiettivo per il tasso sui fondi federali per un totale di 0,5% punti percentuali, portandolo all'intervallo obiettivo del limite inferiore effettivo compreso tra 0 e 0,25% percento. Nella dichiarazione che accompagna la riunione del 15 marzo, il Comitato ha anche fornito indicazioni prospettiche e ha affermato di voler perseguire questi obiettivi di obiettivi fino a quando non sarà sicuro che l'economia sia riuscita a fronteggiare le problematiche più recenti e stia procedendo bene per portare a termine la sua massima occupazione e stabilità dei prezzi obiettivi. Allo stesso tempo, il Comitato ha osservato che continuerà a controllare le implicazioni delle informazioni in entrata per le previsioni economiche, considerando anche le informazioni concernenti alla salute pubblica, non solo

³⁹ Le swap lines sono accordi tra banche centrali per scambiare le valute dei loro paesi. Mantengono una riserva di valuta disponibile per il commercio con l'altra Banca Centrale al tasso di cambio corrente. Le banche utilizzano le linee di swap solo per prestiti overnight e a breve termine. [Swap Lines: Definition, Purpose, Examples \(thebalance.com\)](https://www.thebalance.com/swap-lines-definition-purpose-examples-478547).

gli sviluppi globali e le deboli pressioni inflazionistiche, e che usufruirà dei suoi elementi e agire in maniera appropriata per incentivare il settore economico.

Operazioni di mercato aperto per salvaguardare il funzionamento del mercato: Al fine di garantire che l'offerta di riserve rimanesse ampia e di sostenere il regolare funzionamento dei mercati di finanziamento critici, la Federal Reserve ha anche intrapreso azioni per espandere l'offerta di finanziamenti a breve termine a disposizione degli operatori primari per finanziare le loro maggiori disponibilità di titoli Treasury⁴⁰ e MBS⁴¹ di agenzie in un momento in cui le spese di finanziamento da altre fonti stavano aumentando notevolmente. In particolare, a partire dal 9 marzo 2020, a seguito di una direttiva del FOMC, l'Open Market Desk della Federal Reserve Bank di New York ha aumentato le dimensioni delle operazioni di pronti contro termine overnight e a termine. Il Desk ha successivamente adoperato nuove operazioni repo settimanali ricorrenti a uno e tre mesi a termine, ha introdotto una seconda operazione giornaliera overnight repo e aumentato l'importo offerto in ogni operazione. Nonostante il volume molto più grande di operazioni repo, le tensioni nei mercati del Treasury e degli MBS di agenzia hanno continuato a crescere. Il 15 marzo, la FED ha sposato l'obiettivo del *Quantitative Easing* sul sostegno dell'economia. Il FOMC ha ordinato al Desk di aumentare le sue partecipazioni in titoli Treasury e MBS di agenzie, rispettivamente, di almeno \$ 500 miliardi e \$ 200 miliardi. Il 23 marzo, per fornire una maggiore flessibilità nell'affrontare le tensioni, il FOMC ha autorizzato l'acquisto di tali titoli negli importi necessari per supportare il regolare funzionamento del mercato e l'effettiva trasmissione della politica monetaria a condizioni finanziarie più ampie. I titoli oggetto di acquisto sono stati inoltre ampliati con l'inclusione di MBS commerciali di agenzia. L'entità degli acquisti di attività necessari per sostenere il funzionamento del mercato è diminuita durante la primavera con il miglioramento del funzionamento del mercato. Entro la riunione di giugno 2020, e coerentemente con la direttiva del FOMC, il Desk ha deciso di acquistare almeno \$ 80 miliardi di titoli Treasury e almeno \$ 40 miliardi di MBS di agenzia al mese. A seguito dell'aumento delle operazioni repo e degli acquisti di attività, l'organizzazione del mercato è migliorata sostanzialmente. L'utilizzo delle operazioni repo della Federal Reserve è arrivato all'apice il 17 marzo, per poi ridurre stabilmente con l'allentarsi delle tensioni di finanziamento. Come conseguenza di questi programmi, le dimensioni del bilancio della Federal Reserve sono aumentate in modo significativo dall'inizio della crisi.

Indicazioni sui tassi e sugli acquisti di attività: Per contrastare i gravi effetti della pandemia, il FOMC ha anche implementato una guida prospettica a partire dalla riunione del 15 marzo 2020, come

⁴⁰ I Titoli di Stato sono obbligazioni emesse periodicamente dai singoli stati allo scopo di finanziare il proprio debito pubblico. I Treasury sono i Titoli di Stato del governo federale degli Stati Uniti. [I Treasury - Borsa Italiana](#)

⁴¹ Un titolo garantito da ipoteca (MBS) è un investimento simile a un'obbligazione costituita da un pacchetto di mutui per la casa acquistati dalle banche che li hanno emessi. Gli investitori in MBS ricevono pagamenti periodici simili ai pagamenti delle cedole obbligazionarie. È un tipo di sicurezza garantita da risorse. [Titoli garantiti da ipoteca \(MBS\) - KamilTaylan.blog](#)

menzionato sopra. Nella dichiarazione del FOMC di settembre 2020, il Comitato ha fornito una guida prospettica basata sui risultati senza precedenti, indicando che, con l'inflazione costantemente al di sotto del 2%, la sua politica mirerebbe a ottenere risultati di inflazione che mantengano le aspettative di inflazione ben ancorate all'obiettivo del 2% a più lungo termine. In tal modo, il Comitato ha osservato che prevede di mantenere una posizione accomodante della politica monetaria fino al raggiungimento di questi risultati, nonché del mandato di massima occupazione. In particolare, il Comitato ha affermato che sarà opportuno mantenere l'attuale fascia obiettivo da 0 a 0,25% per cento per il tasso sui fondi federali fino a quando il mercato del lavoro non sarà giunto a livelli concordanti con le valutazioni del Comitato di massima occupazione. Non solo, continuerà così fino a quando l'inflazione non sarà cresciuta al 2% e potrà poi superare parzialmente questa percentuale per qualche tempo. A dicembre 2020, il FOMC ha combinato la sua *Forward Guidance* per il tasso sui fondi federali con una guida avanzata e basata sui risultati degli acquisti di attività. In particolare, il FOMC ha indicato che avrebbe continuato ad aumentare le sue disponibilità di titoli Treasury di almeno \$ 80 miliardi per mese e le sue partecipazioni nell'agenzia MBS di almeno \$ 40 miliardi al mese fino a quando non sono stati compiuti ulteriori progressi verso i suoi obiettivi di massima occupazione e stabilità dei prezzi. Queste modifiche alla guida prospettica del FOMC l'hanno portata in linea con i suoi obiettivi di inflazione media flessibile come previsto dalle finalità di lungo periodo e strategia di politica monetaria approvate all'unanimità il 27 agosto 2020. (Clarida, Richard H., Burcu Duygan-Bump, and Chiara Scotti, *cit.* pp.6-13)

3.3.1 The FIMA repo facility

Un altro sviluppo chiave della struttura è stata l'istituzione da parte della Federal Reserve di una nuova **Foreign and International Monetary Authorities (FIMA) repo facility** il 31 marzo 2020. Originariamente autorizzata fino al 30 settembre 2020, la struttura è stata prorogata due volte per sei mesi ed è stata convertita in una struttura permanente il 28 luglio, 2021. Nel caso in cui la liquidità in dollari diventi scarsa, questa struttura funge da backstop che aiuta a sostenere il buon funzionamento del mercato del Treasury statunitense fornendo rassicurazioni ai titolari di conti FIMA sulla loro capacità di garantire la liquidità in dollari. Questo avviene attraverso transazioni repo con la Federal Reserve in periodi di insolita tensione del mercato, piuttosto che attraverso la vendita dei propri titoli Treasury o il finanziamento di titoli Treasury nel mercato dei pronti contro termine privati.

Tuttavia, la maggiore fiducia delle Banche Centrali nella loro capacità di raccogliere liquidità in dollari attraverso lo strumento ha probabilmente contribuito a un forte ritorno agli investimenti del Treasury entro la seconda settimana di aprile 2020 e un prelievo dei grandi accumuli di saldi di cassa precauzionali visti nel fondo di pronti contro termine estero della Federal Reserve. La struttura repo FIMA consente

alle istituzioni ufficiali estere di raccogliere temporaneamente dollari vendendo titoli Treasury USA al System Open Market Account (SOMA) della Federal Reserve e accettando di riacquistarli alla scadenza dell'accordo di riacquisto. La durata dell'accordo al momento della costituzione della struttura e dei successivi rinnovi è overnight con un'opzione per i titolari di conto di rinnovare secondo necessità. Le transazioni sono condotte a un tasso progettato per essere generalmente superiore ai tassi repo di mercato quando il mercato Treasury funziona bene. La maggior parte dei titolari di conti FIMA, che consistono in banche centrali estere (FCB) e altre autorità monetarie estere con conti di custodia presso la Federal Reserve di New York, possono richiedere l'utilizzo della struttura, ma le domande per l'utilizzo della struttura devono essere approvate dalla FED. Dopo che il titolare di un conto FIMA ha ricevuto l'approvazione per utilizzare la struttura, può attingere alla struttura in qualsiasi momento. Il processo operativo e il flusso di liquidità iniziano con un titolare di conto FIMA che invia una richiesta di scambio alla Federal Reserve, che, se i termini dello scambio richiesto rientrano nell'agevolazione parametri, rinvia le conferme commerciali.

Quindi, la FCB vende temporaneamente titoli Treasury USA alla Federal Reserve, il che comporta il trasferimento di questi titoli per un importo equivalente al valore dell'accordo repo (meno uno scarto di garanzia) dal conto di deposito principale della FCB a un altro deposito appositamente designato sotto il suo controllo prima e poi infine su un deposito SOMA. Una volta che le disponibilità di titoli della FCB sono nel conto di deposito della Federal Reserve, la FED invia il valore in contanti del repo al conto di deposito appositamente designato dalla FCB. Quest'ultima decide come rimettere i proventi in dollari del repo, che generalmente dovrebbe comportare il trasferimento di dollari a locali istituzioni con esigenze di finanziamento e/o finanziano interventi spot in valuta estera. Qualora la durata della liquidità in dollari dell'FCB dovesse estendersi oltre un giorno, l'FCB ha la possibilità di rinnovare il repo. In questo caso, i Treasury statunitensi tenuti in custodia dal conto della Federal Reserve nell'ambito del repo vengono rivalutati (vale a dire, rivalutati e ritagliati), l'importo dei Treasury detenuti come garanzia viene adeguato di conseguenza. Alla scadenza, i titoli di Stato esteri la Banca Centrale riacquista i suoi titoli del Treasury USA e restituisce i dollari alla FED. La Federal Reserve è responsabile di tutti gli aspetti della compensazione post-negoziazione, del regolamento e della gestione delle garanzie.

Il FIMA repo facility consente alle Banche Centrali senza swap lines di ottenere l'accesso al backstop della liquidità in dollari, riducendo così la necessità di altre istituzioni ufficiali estere di vendere le proprie attività di riserva in dollari USA, contribuendo a limitare l'amplificazione dello stress nel credito statunitense e in altri mercati finanziari. Tale politica ha contribuito a stabilizzare i mercati di finanziamento in dollari USA e ha sostenuto il continuo flusso di credito all'economia statunitense e all'estero. Le banche sono diventate meno interessate a intermediare i flussi di dollari verso i non bancari, in particolare per i finanziamenti a termine, data la persistente incertezza sul percorso e sulla durata del

virus. È stato soltanto dopo che le banche hanno accumulato considerevoli saldi in dollari in eccesso dalla disponibilità di fondi. Questo è stato possibile attraverso l'assorbimento di operazioni in dollari delle Banca Centrale della rete di swap lines, che hanno iniziato a intermediare in dollari ad altre banche regionali e non bancarie.

L'evidenza quantitativa si basa sull'esame di indicatori di tensioni nei mercati di finanziamento in dollari, Treasury holdings internazionali, flussi di liquidità globali transfrontalieri e pressioni sui mercati valutari. L'effettivo regolamento di dollari attraverso le strutture è fondamentale, sostituendo la necessità per le banche di assicurarsi fondi in dollari nei mercati privati già stressati. Questi fondi sono stati parzialmente utilizzati per sostenere il credito continuo fornitura sia negli Stati Uniti che all'estero, contribuendo a contenere le contrazioni dell'offerta di credito in risposta alla pandemia di marzo 2020. I flussi internazionali di capitali sono in gran parte tornati ai livelli pre-pandemia, così come le pressioni sui mercati valutari, dopo che i mercati si sono stabilizzati. (Mark Choi, Linda Goldberg, Robert Lerman, Fabiola Ravazzolo, *cit.* pp.4-21)

3.3.2 Il *Main Street Lending Program*

In questa crisi, i responsabili delle politiche sia monetarie che fiscali si sono mossi tempestivamente per compensare parte dell'impatto economico scaturito dalla pandemia. In particolare, il Governo federale ha ampliato i suoi consueti programmi per coadiuvare le persone durante la recessione, facilitare l'accesso ai sussidi di disoccupazione, aumentare i pagamenti e i finanziamenti. Inoltre, uno dei settori più colpiti dal virus è stato quello delle piccole e medie imprese, le quali molte hanno trovato difficoltà a riprendersi finché non è diminuita la pandemia. Sia l'UE che gli Stati Uniti hanno registrato aumenti significativi dei tassi di infezione durante la primavera, l'Europa però ha attuato misure più rigorose e limiti alla mobilità delle persone mantenuti per un periodo più lungo. Di conseguenza, i loro tassi di infezione sono diminuiti sempre più rapidamente e sono rimasti relativamente bassi. Al contrario, negli Stati Uniti, i tassi di infezione rimangono elevati, poiché gli Stati hanno revocato le misure di protezione troppo presto e in modo non calibrato per i veri rischi posti dal virus.

Un importante strumento di politica economica, progettato dalla Federal Reserve Bank di Boston per conto del Federal Reserve System, per mitigare gli effetti economici attuali e potenziali della pandemia, è il *Main Street Lending Program* (MSLP). Questa azione mira a facilitare il continuo flusso di credito alle piccole e medie imprese che erano in buone condizioni finanziarie prima della pandemia, ma ne sono stati influenzati negativamente. Il programma è strutturato in modo attraente per molte aziende che devono affrontare interruzioni del flusso di cassa a causa della pandemia, facilitando prestiti a cinque anni senza pagamento di interessi nel primo anno e senza pagamento del capitale fino al terzo anno. È

interessante per i prestatori perché possono soddisfare le esigenze di credito di società meritevoli di credito e organizzazioni senza scopo di lucro nei loro mercati mantenendo solo il 5% del prestito sui loro libri contabili, con la Federal Reserve che prende una partecipazione del 95% nel prestito. Con il programma, la Fed ha il fine di aiutare le imprese meritevoli di credito e le organizzazioni non profit che hanno subito problemi temporanei di flusso di cassa a causa della pandemia e, date le prospettive incerte, potrebbero altrimenti avere difficoltà a ottenere credito da un prestatore che dovrebbe detenere il 100 per cento del prestito. Il programma Main Street può fornire finanziamenti essenziali per aiutare queste entità a evitare di chiudere i battenti e licenziare definitivamente i propri dipendenti. Naturalmente, i prestiti bancari sono contratti tra mutuatari e banche e le negoziazioni per i prestiti possono richiedere tempo e fatica. Di conseguenza, quando il programma è stato lanciato all'inizio di luglio, c'erano relativamente pochi prestiti del programma Main Street presentati per l'acquisto di partecipazione. Poiché i mutuatari e le banche hanno acquisito maggiore familiarità con il programma, si è assistito a un costante aumento delle banche che inviano prestiti al portale.

Nel MSLP, a sua volta, sono comprese altre strutture indirizzate alle piccole e medie imprese, su autorizzazione del Consiglio dei Governatori della FED, e sono:⁴²

1. **The Main Street New Loan Facility (MSNLF):** la Fed acquisterebbe prestiti a termine non garantiti originati a partire dal 24 aprile 2020. Il valore minimo del prestito è stato modificato a \$ 100.000 (ridotto dai \$ 250.000 originali entro il 30 ottobre 2020, adeguamento della Fed nei termini del piano). Il massimo era il minore di \$ 35 milioni o un importo che, una volta aggiunto al debito della società, non superava di quattro volte i suoi guadagni del 2019 al lordo di interessi, tasse, ammortamenti e ammortamenti (EBITDA, Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation, Amortization).
2. **The Main Street Priority Loan Facility (MSPLF):** prevede prestiti originati a partire dal 24 aprile 2020. Il valore minimo del prestito era di \$ 100.000, mentre il massimo era il minore di \$ 50 milioni o un importo che, sommato al debito corrente, non superava sei volte l'EBITDA 2019 della società.
3. **The Main Street Expanded Loan Facility (MSELF):** per prestiti originati prima del 24 aprile 2020. Il valore minimo del prestito era di \$ 10 milioni, il massimo era di \$ 300 milioni, ovvero un importo che, una volta aggiunto al debito residuo e disponibile della società, non superava di sei volte il suo EBITDA 2019.

La FED concede finanziamenti alle aziende di un ammontare uguale a 600 miliardi \$ USA distribuiti in prestiti quinquennali. Inoltre, le strutture seguono gli stessi criteri per prestatori e mutuatari.

⁴² Si veda: [Main Street Lending Program Definition \(investopedia.com\)](https://www.investopedia.com/terms/m/main-street-lending-program-definition/)

La FED ha impiegato altre strutture per le imprese senza scopo di lucro, in quanto sono molto rilevanti e importanti nella nostra comunità grazie alle prestazioni che offrono:

4. **The Nonprofit Organization New Loan Facility (NONLF)**: ha acquistato nuovi prestiti concessi dopo il 15 giugno 2020 a organizzazioni non profit statunitensi. I prestiti avevano una dimensione minima di \$ 100,00 (ridotta da un originale \$ 250.000 il 30 ottobre 2020) e un massimo di \$ 35 milioni o le entrate trimestrali medie dell'organizzazione no profit per il 2019, a seconda di quale fosse inferiore.
5. **The Nonprofit Organization Expanded Loan Facility (NOELF)**: l'importo minimo del prestito era di \$ 100.000 (ridotto dai \$ 250.000 originali dal suddetto riadattamento della Fed del 30 ottobre 2020). Il massimo per questo era di \$ 35 milioni o i ricavi trimestrali medi del mutuatario nel 2019. Questa struttura aveva una dimensione massima del prestito di \$ 10 milioni. Il massimo per questo era di \$ 300 milioni o il reddito trimestrale medio del mutuatario nel 2019.

Inoltre, la Federal Reserve per ampliare ulteriormente il progetto ha costituito un Structured Investment Vehicle (SIV). Questo è un istituto finanziario non bancario con lo scopo di guadagnare uno spread di credito tra le attività più a lungo termine detenute nel suo portafoglio e le passività più a breve termine che emette. Sono semplici prestatori di spread creditizi, spesso "prestano" investendo in cartolarizzazioni, ma anche investendo in obbligazioni societarie e finanziamenti emettendo commercial paper e note a medio termine, che di solito avevano rating AAA fino all'inizio della crisi finanziaria. Non si espongono né al rischio di tasso di interesse né al rischio di cambio e in genere detengono attività fino alla scadenza. I SIV si differenziano dai titoli garantiti da attività e dalle obbligazioni di debito garantite (CDO) in quanto sono capitalizzati in modo permanente e dispongono di un team di gestione attivo.

La FED ha smesso di acquistare prestiti nell'ambito del *Main Street Lending Program* l'8 gennaio 2021. (Eric S. Rosengren, *cit.* pp.3-12)

3.4 Primi risultati delle misure implementate

Le misure monetarie attuate si sono rivelate molto utili per la stabilità dei mercati e per rendere più efficaci i finanziamenti, e soprattutto per raffrenare i rendimenti sui titoli di Stato sui quali si determinano i costi di finanziamento per tutti gli individui. Inizialmente, dal 2016, i dati sull'inflazione mostravano una crescita contenuta dell'economia nell'eurozona, fino ad arrivare a 1,6% nel 2019 [vedi figura 20] e le politiche monetarie di quell'anno hanno sostenuto favorevolmente l'economia. A fronte della crisi pandemica scaturita nel 2020, la Banca Centrale Europea ha stabilito di adottare delle manovre

monetarie per puntare alla stabilità dei prezzi. A giugno 2020, si è ritenuto che l'Europa stesse vivendo una forte contrazione dell'economia, a causa dell'aumento del tasso di disoccupazione e la diminuzione del reddito. In questo contesto, la Banca Centrale ha deciso di sommare ai 750 miliardi di euro previsti per il PEPP altri 600 miliardi per garantire che il livello di inflazione potesse tornare ai livelli prefissati. Questa azione ha mostrato un recupero dell'economia grazie alla minore pressione delle manovre di contenimento. Ciò ha contribuito alla ripresa di alcuni settori, mentre altri, come quello dei servizi, continuava a subire gli effetti della pandemia. Inaspettatamente, l'economia stava prendendo piede più velocemente di quanto si aspettasse e l'inflazione si manteneva bassa. Il PEPP ha raggiunto successivamente la somma di 1850 miliardi, con un ulteriore stanziamento di 500 miliardi di euro, e questo ha contribuito a incentivare la spesa e ad evitare che si possano aggravare le condizioni di finanziamento, oltre che a offrire importanti vantaggi in termini di flessibilità finanziaria. Con il *Quantitative Easing*, gli enti creditizi hanno avuto la possibilità, grazie alla garanzia sui crediti, di aiutare le aziende a restare in piedi, che di conseguenza potevano pagare i lavoratori che in cambio pagavano le tasse, creando un ciclo di stabilizzazione. Con il livello molto basso dei tassi di interesse, invece, i cittadini e le aziende hanno avuto modo di accedere più facilmente a questi finanziamenti. Attraverso il *Forward Guidance*, la Banca Centrale non ha aumentato i tassi ufficiali fino a quando il tasso di inflazione non tornasse a percentuali più alte, così da elevare il moltiplicatore della spesa. Le politiche monetarie non convenzionali hanno contribuito a rattenere i guadagni derivati dai titoli di Stato e nel ridurre le spese dell'indebitamento in relazione alla crescita del PIL e allargando i limiti di azione per i conti pubblici; con questa tipologia di politica, la Banca Centrale Europea può controllare separatamente i tassi di interesse e la liquidità.⁴³

Le azioni adottate hanno tutelato il sostegno economico contro le conseguenze del virus, contraendo gli effetti della pandemia sull'inflazione e sollecitando la crescita del tasso verso il 2% previsto dalla Banca Centrale.⁴⁴

La Banca Centrale prevede di continuare gli acquisti annunciati dal PEPP fino al mese di marzo del 2022 e, come prevede il piano, il capitale che verrà rimborsato sui titoli sarà reinvestito nel 2023. Per quanto riguarda le altre politiche monetarie, la Banca Centrale Europea ha annunciato negli incontri di luglio e settembre del 2021 di non voler apportare modifiche alle politiche monetarie attuate. La rinascita economica è stata condizionata positivamente dalla campagna vaccinale e questa situazione fa sperare bene per tornare ai livelli pre-pandemia, grazie anche all'aumento degli investimenti e della spesa da parte dei consumatori.

⁴³ Si veda: [L'interazione tra politica monetaria e politica di bilancio all'uscita dalla crisi \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/20200601/it)

⁴⁴ Si veda: [Rapporto annuale BCE 2020 \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/20201201/it)

A causa della pandemia, in tanti si domandano quanto la politica monetaria possa sostenere il sistema economico. Per la FED, i *Negative Interest Rates* si sono rivelati una barriera perché questa politica non risulta accettabile, a contrario della Banca Centrale Europea che ha ridotto i tassi di interesse fino a raggiungere livelli sotto lo zero.⁴⁵ La Federal Reserve punta ad assicurare il *soft landing*, cioè di diminuire il tasso di inflazione senza scaturire una crisi. Secondo J. Powell, Presidente della FED, è necessario un allentamento molto lento del tasso di crescita. Gli Stati Uniti, avendo già affrontato la Grande Recessione nel 2008, si è mostrata pronta per fronteggiare una nuova recessione economica. Attraverso il *Quantitative Easing* la FED ha voluto assicurare la liquidità e la stabilità di cui ha bisogno l'economia per stimolare il funzionamento dei mercati.⁴⁶ È previsto settimanalmente mezzo trilione di dollari per comprare titoli Treasury e altre misure per rafforzare la liquidità, incentivando il PIL. Questa condizione ha rivelato progressi di stabilizzazione e stimolato gli investitori più liquidi ad entrare nel mercato, con un conseguente aumento degli investimenti.⁴⁷ Il volume di titoli comprati è arrivato al 42% del PIL, ma a causa dell'elevazione dei rendimenti dei T-Bond, gli esiti ottenuti nel 2020 sono stati soppressi. Powell ha dichiarato in un incontro di settembre 2021 di voler allentare la spesa dei titoli previsti dal QE per l'anno in corso siccome gli obiettivi di bassa inflazione sono stati raggiunti.

Nonostante ciò, gli obiettivi di inflazione si mantengono sulla buona strada fino al 2020 [vedi figura 7], con percentuali prossime al 2%.⁴⁸

Il FIMA repo facility concede alle Banca Centrale senza swap lines di accedere al backstop della liquidità in dollari, diminuendo la necessità di altre istituzioni ufficiali estere di vendere le proprie attività di riserva in dollari USA, contribuendo a limitare l'amplificazione dello stress nel credito statunitense e in altri mercati finanziari. Ricerche recenti mostrano che la serie di azioni politiche intraprese dal FOMC nel 2020, comprese quelle relative alle linee di swap e al meccanismo di pronti contro termine FIMA, ha contribuito a stabilizzare i mercati di finanziamento in dollari USA e ha sostenuto il continuo flusso di credito all'economia statunitense e all'estero. I flussi internazionali di capitali sono in gran parte tornati ai livelli pre-pandemia, così come le pressioni sui mercati valutari, dopo che i mercati si sono stabilizzati.

Il regolamento di dollari attraverso operazioni di CB swap ha calmato le tensioni di finanziamento, anche più dell'annuncio di annunci relativi alle facilitazioni, mentre su orizzonti più lunghi, le tensioni sui mercati di finanziamento in dollari sono state ridotte dall'accesso a CB swap e successivamente al meccanismo di pronti contro termine FIMA. Anche la sensibilità al rischio è diminuita. La fornitura di

⁴⁵ Si veda: [La ripresa post-Covid passa dalle politiche fiscali, non monetarie - Il Sole 24 ORE](#)

⁴⁶ Si veda: [Fed: Qe illimitato contro le devastazioni economiche e finanziarie del coronavirus - Il Sole 24 ORE](#)

⁴⁷ Si veda: [Aiuti anti Covid-19, ecco le differenze tra Usa e Ue - Startmag](#)

⁴⁸ Si veda: [La Fed spinge gli acquisti al 42% del pil, ma i rendimenti salgono - Il Sole 24 ORE](#)

credito negli Stati Uniti e all'estero, invece, è supportata da dollari regolati tramite linee di swap CB e potenzialmente repo FIMA.

Durante il periodo del COVID-19, la Federal Reserve ha dimostrato un impegno a favore del buon funzionamento dei mercati del finanziamento e del credito in dollari USA. La liquidità in dollari resa disponibile ha contribuito a calmare i mercati globali di finanziamento in dollari, a sostenere la fornitura di credito e a limitare gli effetti dirompenti dell'amplificazione finanziaria dello shock pandemico mondiale. La rapida introduzione da parte della Federal Reserve di una nuova struttura repo FIMA, basata sull'esperienza precedentemente sviluppata negli Stati Uniti e in alcune banche centrali estere, è stata fondamentale per la ripresa economica. Nonostante l'utilizzo minimo della struttura repo FIMA fino al 2021, la sua introduzione ha fornito la disponibilità di un backstop che offre all'entità con conti presso la New York Fed la capacità di convertire le partecipazioni del Tesoro statunitense in contanti durante la notte, se necessario. Nel complesso, la nuova struttura repo FIMA è parte importante degli strumenti sui mercati globali di finanziamento in dollari e sono coerenti con la stabilità finanziaria e gli obiettivi economici degli Stati Uniti. (Mark Choi, Linda Goldberg, Robert Lerman, Fabiola Ravazzolo, *cit.* pp.12-21)

Con il *Main Street Lending Program* lo stimolo fiscale e monetario è stato significativo, ma non può compensare del tutto il drenaggio economico causato dalla crisi pandemica. Gli sforzi limitati o incoerenti da parte degli stati per controllare il virus sulla base delle linee guida della salute pubblica non solo espongono i cittadini a un rischio non necessario di malattie gravi e possibile morte, ma possono anche prolungare la recessione economica.

Nel 2021 l'economia ha visto una leggera ripresa grazie alla diffusione dei vaccini. Anche se alcuni settori sono ancora in difficoltà, continua il sostegno alle imprese e le condizioni dei lavoratori sono migliorate.

CONCLUSIONE

Lo studio che è stato condotto ha avuto il fine di analizzare casi di inflazione dei nostri giorni, da quelli meno recenti a quelli più attuali, partendo dalle teorie che sono alla base dell'argomento per poi spiegare dettagliatamente il contesto in cui si sono ritrovati alcuni Paesi e il modo in cui hanno affrontato il fenomeno inflazionistico. In particolare, è stata svolta un'analisi delle politiche monetarie (e i relativi risultati) attuate da Argentina, Venezuela e Zimbabwe per far fronte ai relativi casi di iperinflazione; successivamente, vengono spiegate le misure monetarie intraprese dalla Banca Centrale Europea e dalla Federal Reserve per contrastare gli effetti sull'economia della crisi da COVID-19.

Come emerso dal lavoro, il tasso di inflazione rappresenta una variabile fondamentale per il sistema economico che un effetto chiave nel sistema di aspettative degli agenti, in quanto influenza il potere d'acquisto della moneta e quindi lo sviluppo dell'economia.

Il primo capitolo ha fornito una spiegazione sulla misurazione del fenomeno, sulle teorie che sono alla base dei fenomeni inflattivi e sui fattori che influenzano l'inflazione e le conseguenze di questa. La crescita dei prezzi non deve necessariamente rappresentare un evento negativo, purché sia contenuta. La crescita costante dei prezzi è sinonimo di un'economia robusta: la spesa pubblica aumenta, le imprese incassano e usufruiscono di questo denaro per incrementare gli investimenti, di conseguenza l'economia cresce. Nonostante questo, nella maggior parte dei casi i costi dell'inflazione vanno a sovrastarne i vantaggi. Un livello alto del tasso di inflazione desta problemi allo stato di salute dell'economia di un Paese; infatti, non è un caso che la Banca Centrale Europea si è prefissa l'obiettivo di mantenere l'inflazione ad un tasso prossimo al 2%.

Nel secondo capitolo, è stata effettuata un'analisi sulle conseguenze che una condizione patologica come quella di Argentina, Venezuela e Zimbabwe può apportare all'economia del Paese.

Le cause della crisi dell'Argentina possono essere ricercate negli anni precedenti al 2001, a causa della sfiducia dei cittadini nei confronti della classe politica e nelle istituzioni. I fattori economici principali che hanno scaturito il fenomeno inflazionistico sono: l'adozione del currency board, che non ha dato la possibilità all'Argentina di mantenersi allo stesso livello dell'economia americana, togliendo libertà alle politiche monetarie del Paese; l'elevato debito pubblico; il debole sistema fiscale e l'accrescimento delle aliquote fiscali; la crescita dei tassi di interesse a seguito della crisi della tequila con una conseguente svalutazione della moneta. L'inefficacia delle politiche monetarie si traduce in una riduzione del PIL che nel 2002 è sceso fino al -10,9% [vedi figura 6], un aumento del tasso di disoccupazione che dal 14,8% del '98 è giunto al 22,5% nel 2002 [vedi figura 7] e il tasso di inflazione che ha raggiunto i massimi storici con il 53% [vedi figura 8].

Le conseguenze della crisi del Venezuela vanno ricercate nella cattiva amministrazione prima del Governo del Presidente Nicolas Maduro e successivamente del Presidente Nicolás Maduro, insieme allo shock petrolifero del 2014. La problematica principale del Paese è che l'esportazione venezuelana dipende quasi esclusivamente dal petrolio grezzo e a seguito del crollo del prezzo del petrolio nel 2014, il Venezuela ha visto calare drasticamente i propri introiti. Lo Stato non ha avuto la possibilità di soddisfare la domanda di moneta estera per le importazioni, poiché non aveva abbastanza denaro. Per questa ragione, la crisi economica del Venezuela si distingue per essere soggetta ad un'inflazione spinta dai costi, ossia quando si verifica uno shock negativo dell'offerta (il petrolio in questo caso); di conseguenza, il tasso di inflazione è aumentato così come sono aumentati i costi di produzione. La rottura del tasso di cambio fisso, la riduzione della capacità produttiva, la perdita di autonomia della Banca Centrale Venezuelana accompagnata alla perdita di fiducia da parte degli investitori esteri, hanno contribuito con gli altri fattori alla crisi economica del Venezuela. Conseguentemente, le importazioni si sono dimezzate e il PIL è calato a dismisura, mentre gli alti costi di produzione hanno causato la chiusura del 25% delle attività venezuelane, con un tasso di disoccupazione che è quasi raddoppiato, dal 48,4% del 2014 all'87% nel 2017 [vedi figura 10]. Anche in questo caso le politiche monetarie, una volta entrati nella recessione, si sono rivelate inefficaci per fermare l'inflazione, sfociando nel 2017 in una delle crisi più gravi della storia, con un picco del 2585,8% [vedi grafico 11].

Nel caso dello Zimbabwe, invece, le problematiche partono nel 1997 con un'elevazione dell'immissione di moneta in circolazione, dal 13,3% a settembre al 34,9% nel mese di dicembre. Come spiegato precedentemente nell'elaborato e ancora prima dalla scuola monetarista, il potere d'acquisto della moneta è correlato negativamente alla sua quantità: quindi più offerta di moneta riduce il valore della stessa. Questa, che è definita inflazione da eccesso di moneta, caratterizza l'inizio della recessione economica dello Zimbabwe e l'aumento dei prezzi ha generato violenti scontri in tutto il Paese. La perdita degli aiuti esteri e il regime di cambio fisso non hanno permesso al Paese di sostenere la moneta. Gli anni che vanno dal 2002 al 2008 hanno registrato uno dei peggiori risultati, con una perenne crescita negativa del PIL che raggiunge il -17,7% nel 2008 [vedi figura 12]. Tuttavia, nonostante il Governo obbligasse i venditori a fissare prezzi più bassi dei beni primari, i produttori hanno risentito maggiormente di questa misura in quanto non sono riusciti a trarre guadagni dalla produzione. Così come Argentina e Venezuela, lo Zimbabwe ha raggiunto livelli estremi di inflazione [vedi figura 14], le manovre adottate sono state inefficaci a contrastare il fenomeno e a marzo l'iperinflazione si è rilevata inevitabile.

Dopo aver analizzato alcuni casi patologici di inflazione, nel terzo e ultimo capitolo vengono esaminate le politiche monetarie che hanno adottato la Banca Centrale Europea e la Federal Reserve per contrastare la crisi economica da COVID-19 che ha sconvolto il mondo nel 2020. L'imprevedibilità della pandemia

ha ostacolato le Banche Centrali, che dinanzi a una situazione così incerta e pericolosa hanno dovuto implementare delle politiche monetarie determinate e tempestive. Sia la Banca Centrale Europea che la Federal Reserve per raggiungere la stabilità dei mercati finanziari e dei prezzi si sono avvalse di politiche monetarie espansive, con manovre di carattere convenzionale e non convenzionale. Entrambe hanno subito la crisi del 2008 e probabilmente da questa hanno appreso delle nozioni importanti per affrontare la nuova crisi pandemica.

La Banca Centrale Europea usufruisce delle politiche monetarie convenzionali per determinare il livello dei tassi di interesse, influenzandoli attraverso operazioni di mercato aperto, operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e detenzione di riserve obbligatorie; così facendo può controllare il volume di moneta in circolazione e le politiche monetarie, oltre che a incidere sul tasso di interesse. Quando non bastano queste azioni si ricorre alle politiche di natura non convenzionale e la Banca Centrale Europea l'ha fatto prontamente adottando politiche di *Quantitative Easing*, *Forward Guidance* e *Negative Interest Rates*, per immettere nuova liquidità nel mercato, regolare i tassi di interesse e incentivare l'investimento. Queste operazioni hanno aiutato a trattenere i proventi derivati dai titoli e contenere la moneta nel sistema economico. Parallelamente, la Banca Centrale ha introdotto il *Pandemic Emergency Purchase Programme*, stanziando inizialmente 750 miliardi di euro fino ad arrivare all'ammontare di 1850 miliardi. Questo programma si è rivelato utile per la ripresa di alcuni settori, agevolare i finanziamenti e per mantenere basso il livello di inflazione.

La Federal Reserve, così come la Banca Centrale Europea, per contrastare la crisi da COVID-19 ha intrapreso azioni sui tassi di interesse, in particolare sulle variazioni di questi, portando il tasso sui fondi federali ad un intervallo tra 0 e 0,25%. Questa condizione ha contribuito a incrementare l'acquisto di titoli Treasury con l'ausilio del *Quantitative Easing* per sostenere il funzionamento del mercato e stimolare all'investimento i soggetti economici operanti nei mercati finanziari. Inoltre, la FED ha implementato la propria politica con programmi di soccorso all'economia, come il FIMA repo facility e il *Main Street Lending Program*. Entrambi i programmi hanno favorito il continuo flusso di credito dell'economia americana e quella estera, soprattutto attraverso le operazioni repo, mentre il MSLP ha agevolato il flusso di credito e i finanziamenti per le piccole e medie imprese.

Le più recenti rilevazioni economiche (ISTAT, EUROSTA) e le previsioni economiche delle Banche Centrali inducono gli osservatori a ritenere che la congiuntura stia attraversando una fase ottimale, caratterizzata dalla ripresa dell'attività produttiva e lo sviluppo dell'economia.

Nel 2021, grazie all'introduzione di misure di distanziamento sociale, ai vaccini e alle politiche monetarie adottate dalla Banche Centrali, la crescita economica è perseguita da tutti i Paesi e i settori produttivi. Le previsioni economiche sono comunque caratterizzate dall'incertezza circa l'efficacia della campagna vaccinale e delle politiche monetarie. Nel 2021, mentre negli Stati Uniti il sistema economico

si è rafforzato, in Europa per via delle nuove azioni di controllo si è verificata un'altra flessione delle attività⁴⁹. Negli Stati Uniti, nel 2020 l'attività economica è calata del 3,5%, il PIL invece ha avuto una crescita di 1,6 punti percentuali per merito della crescita degli investimenti e dei consumi. Nel 2021, l'economia è cresciuta in linea con l'aumento dei prezzi. L'inflazione ha subito una crescita fino al 4,7% (maggiore del 2008) e, sebbene dovrebbe essere di natura momentanea, c'è la preoccupazione che possa ulteriormente incidere negativamente sull'economia, scoraggiando le aspettative delle imprese e delle famiglie. Secondo gli indicatori della Commissione Europea, l'economia americana dovrebbe calare nel 2022 fino al 3,8%.

Nell'Unione Europea, l'attività economica è diminuita del 6,6% circa a causa della contrazione della domanda interna insieme alla flessione della domanda esterna. Rispetto agli Stati Uniti, l'economia europea è stata condizionata dall'ampliamento delle misure restrittive per contrastare la pandemia. Nonostante ciò, nell'ultimo trimestre del 2020 l'attività economica ha subito un calo inferiore rispetto a quelle che erano le previsioni degli esperti dell'Eurosistema. Le misure più rigorose attuate nel 2021, accompagnate dalle operazioni di sostegno del bilancio, la ripresa dell'attività produttiva e la diffusione dei vaccini, permettono di allentare le misure di contenimento e di risanare l'economia. Grazie alle politiche monetarie e alla crescita della domanda esterna, ci si aspetta che il prodotto interno lordo nel secondo trimestre del 2022 superi i livelli di pre-pandemia. Tenendo in considerazione i rischi e l'incertezza legati al COVID-19, l'efficacia della campagna vaccinale e la fine delle misure restrittive, si prospetta che l'inflazione raggiungerà l'1,7% nel 2023 mentre il PIL scenderebbe solo dello 0,1%⁵⁰.

⁴⁹ Si veda: La crisi e il recupero: la congiuntura economica e sociale [Capitolo 1.pdf \(istat.it\)](#)

⁵⁰ Si veda: [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2021 \(europa.eu\)](#)

BIBLIOGRAFIA

- A. Abel, Ben Bernanke, Dean Croushore, L. Bottazzi. *Macroeconomia*. Isedi, 2016, cap.11, pp.549-552, pag.565
- A. Cameron, G. Claeys, M. Demertzis. *Facing the lower bound: what will the ECB do in the next recession?*. 2020, pp.117-126
- Burda Wyplosz. *Macroeconomia, un'analisi europea*. Egea, terza edizione, 2019, cap.13, pp.438-440
- Clarida, Richard H., Burcu Duygan-Bump, and Chiara Scotti (2021). "The COVID-19 Crisis and the Federal Reserve's Policy Response". Washington, Finance and Economics Discussion Series 2021-035, pp.6-13
- David Romer. *Advanced Macroeconomics*. McGraw-Hill Irwin, 2012, fourth edition, cap.11, pp.514-523)
- Di Pace Massimiliano. *L'economia e la politica economica*. Cedam, quarta edizione, 2016, cap.1-23, pag.176, pp.270-271
- Donatella Porrini. *Politiche economiche, Aspetti teorici per comprendere la realtà*. Pensa multimedia, 2019, cap. 4, pp. 123-127
- Eric S. Rosengren. "The COVID-19 Pandemic, the Economic Outlook, and the *Main Street Lending Program*". Federal Reserve Bank of Boston, 2020, pp.3-12
- G. Agostinis. *Venezuela, radiografia di una crisi*. Il Mulino, 2002, Fascicolo 6, pp.1-11
- G. Falk, P. Romero, I. Nicchitta, E. Nyhof. *Unemployment Rates During the COVID-19 Pandemic*. Congressional Research Service. 2021, pp.1-5
- G. Fodor. *È contagiosa la crisi in Argentina?*. Il Mulino, Bologna, 2002, pag. 747
- G. Pittalunga, E. Seghezza, P. Morelli. *The political economy of hyperinflation in Venezuela*. Public choice 186, 2020, pp.337-350
- Hyperinflation in Zimbabwe*. Federal Reserve Bank of Dallas. Globalization and Monetary Policy Institute 2011 annual report, pp. 6-11
- J. Coomer, T. Gstraunthaler. *The Hyperinflation in Zimbabwe*. The quarterly journal of austrian economics, Vol.14 n.3, 2011, pp.311-332
- J. Eisenshmidt, F. Smets. *Negative Interest Rates: lessons from the Euro area*. European Central Bank, Series on Central Banking Analysis and Economic Policies n.26, 2019, pp.13-28

- J. Maute. Hyperinflation, currency, board, and bust – The case of Argentina. Peter Lang, Bern, 2018, pag.21
- J. Saxton. Argentina's economic crisis: causes and cures. Joint Economic Committee, United States Congress, 2003, pp. 2-5
- J. Stiglitz. Argentina, short-changed: Why the nation that followed relus fell to pieces. 2003
- John Maynard Keynes. Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta, Torino, UTET, 2006, pp. 351-361
- John Sloman. Elementi di economia. Il Mulino, Bologna, 2002, cap.4, pp. 95-97
- M. Carrizosa, M. Leipziger, Mr. Hemant Shah. The tequila effect and Argentina's banking reform. Finance & Development, 1996, pp. 22-24
- M. Uribe. The tequila effect: theory and evidence from Argentina. International Finance Discussion Paper, number 552, 1996, pp. 3-5
- Mario Zamponi. Zimbabwe: la sindrome post-coloniale. Il Mulino. Fascicolo 5, 2007, pp.924-929
- Mark Choi, Linda Goldberg, Robert Lerman, Fabiola Ravazzolo. The FED's Central Bank Swap Lines and FIMA Repo Facility. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, n.983, 2021, pp.4-21
- N.Gregory Makwin, Mark P. Taylor. Macroeconomia. Zanichelli, sesta edizione, 2015, cap.2-5-14, pp.16-29,76-78,284-290)
- P. Aguilar, O. Arce, S. Hurtado, J. Martinez, G. Nuño, C. Thomas. The ECB monetary policy response to the COVID-19 crisis. Banco de España, Madrid, documentos ocasionales n.2026, 2020, pp.13-18
- Paul R. Krugman, M. Obstfeld. Economia internazionale 1 – Teoria e politica del commercio internazionale. Pearson, Milano, quarta edizione italiana, 2007, pag. 130
- R. Lampa. "Crisis in Venezuela, or the Bolivarian Dilemma: to Revolutionize or to Perish? A Kaleckian Interpretation", Reviw of Radical Politic Economics. 2016, pp.14-17
- Robert L. Hetzel. "COVID-19 and the Fed's Credit Policy." Mercatus Working Paper, Mercatus Center at George Mason University, Arlington, VA, 2020, pp.9-11
- S. Carpenter, S. Demiralp, J. Eisenschmidt. The effectiveness of the non-standard policy measures during the financial crises. The experiences of the Federal Reserve and the European Central Bank. European Central Bank, working paper series, n.1562, 2013, pp.4-23

S. Grund. Legal, compliant and suitable: the ECB's *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). Bertelsmann Stiftung, Berlino, 2020, pp.1-9

Steve Hanke, Kurt Schuler. "What went wrong in Argentina?". *Central Banking Journal*, 2002, volume XII number 3, pp. 43-48