

LUISS



Cattedra

RELATORE

CORRELATORE

CANDIDATO

Anno Accademico

SFIDE ED OPPORTUNITÀ: ANALISI DELLA POLITICA MONETARIA DEL REGNO UNITO

INDICE

<u>CAPITOLO 1: INTRODUZIONE</u>	<u>3</u>
1.1 CONTESTUALIZZAZIONE DELLA SITUAZIONE ECONOMICA POST PANDEMICA.....	3
1.1.1 LO SHOCK SANITARIO DEL COVID-19	3
1.1.2. LO SCENARIO ECONOMICO GLOBALE	5
1.1.3 ANALISI TEORICA DELLO SHOCK PANDEMICO	9
1.2 SCOPI E OBIETTIVI DELLA TESI.....	11
<u>CAPITOLO 2: TEORIA DELLA POLITICA MONETARIA</u>	<u>13</u>
2.1. CONCETTI DI BASE DELLA POLITICA MONETARIA.....	13
2.1.1. NOZIONE GENERALE DI POLITICA MONETARIA	13
2.1.2. TEORIA DELLE PREFERENZE PER LIQUIDITÀ.....	15
2.1.3. L'EQUILIBRIO DI BREVE PERIODO: IL MODELLO IS-LM	17
2.1.4. IL MODELLO DI ROMER: IS-MP-IA	20
2.2 TEORIA DELL'INFLAZIONE.....	24
2.2.1. FUNZIONI DELLA MONETA E AGGREGATI MONETARI.....	24
2.2.2. TEORIA QUANTITATIVA DELLA MONETA	25
2.2.3. SIGNORAGGIO E IMPOSTA DA INFLAZIONE	27
2.2.4. COSTI SOCIALI DELL'INFLAZIONE.....	28
2.3. STRUMENTI DI REGOLAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA.....	29
2.3.1 MODIFICAZIONI DEI TASSI D'INTERESSE UFFICIALI	30
2.3.2 OPERAZIONI DI MERCATO APERTO	30
2.3.3 MODIFICAZIONI DEL RAPPORTO DI RISERVA OBBLIGATORIA	32

CAPITOLO 3: SITUAZIONE ECONOMICA DEL REGNO UNITO33

3.1. ANALISI DELL'ECONOMIA BRITANNICA ATTUALE33
3.1.1. LA CRISI POLITICA DEL REGNO UNITO 33
3.1.2. IL QUADRO ECONOMICO GENERALE 35
3.2 STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA UTILIZZATI DALLA BoE39
3.2.1. GESTIONE DEI TASSI DI INTERESSE UFFICIALI..... 39
3.2.2. QUANTITATIVE EASING: PUNTI DI FORZA E DI DEBOLEZZA 43
3.3. EFFETTI E RISULTATI DELLA POLITICA MONETARIA DELLA BoE 46
3.3.1. EFFETTI SULL'OCCUPAZIONE 46
3.3.2. EFFETTI SUL MERCATO FINANZIARIO 50

CAPITOLO 4: CONFRONTI CON LA POLITICA MONETARIA DI ALTRI PAESI...55

4.1. CONFRONTO CON LA FED.....55
4.2. CONFRONTO CON LA BCE.....57

CAPITOLO 5: CONCLUSIONI60

5.1. CONFRONTO CON LA POLITICA ECONOMICA DI MARGARET THATCHER 60
5.1.1. IL GOVERNO THATCHER: CONTESTO, IDEOLOGIA E RIFORME 60
5.1.2. LA POLITICA MONETARIA DI MARGARET THATCHER 63
5.1.3. I TRAGUARDI DEL GOVERNO THATCHER 64
5.2. "STUDIA IL PASSATO SE VUOI PREVEDERE IL FUTURO" - CONFUCIO 65

BIBLIOGRAFIA.....68

SITOGRAFIA 70

CAPITOLO 1: INTRODUZIONE

1.1 CONTESTUALIZZAZIONE DELLA SITUAZIONE ECONOMICA POST PANDEMICA

1.1.1 LO SHOCK SANITARIO DEL COVID-19

A partire dagli ultimi mesi del 2019 si è globalmente diffuso un virus della famiglia SARS, comunemente denominato SARS-CoV-2.

Il contagio è cominciato nel capoluogo della provincia cinese di Hubei, Whuan, per poi diffondersi con estrema rapidità in tutto il resto del mondo.

L'infezione da SARS-CoV-2, che si trasmette principalmente attraverso le goccioline respiratorie, provoca la malattia COVID-19.

La maggior parte delle persone colpite dal COVID-19 sviluppa sintomi respiratori lievi o moderati e non ha bisogno di cure ospedaliere. Tuttavia, in alcuni casi, soprattutto in individui anziani o con condizioni di salute pregresse la malattia può progredire rapidamente verso forme gravi, con polmonite e difficoltà respiratorie che richiedono cure mediche intensive, fino ad arrivare al rischio di compromissione delle funzioni vitali.

Il 23 gennaio del 2020 Whuan viene sottoposta a quarantena, la popolazione costretta a rimanere nelle proprie abitazioni, negozi e trasporti chiusi a data da destinarsi.

Una settimana dopo viene dichiarato dall'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) lo stato di emergenza globale, ma, nonostante ciò, a causa dell'estrema velocità di trasmissione per via aerea del virus, tra febbraio e marzo si diffonde

nell'area dell'Unione Europea (UE), fino alla dichiarazione del d.g. Tedros Ghebreyesus di fenomeno pandemico l'11 Marzo 2020.

Le seguenti figure mostrano il numero di contagi [1] e di morti [2] giornaliere dovuti alla pandemia dal suo inizio fino a Novembre del 2023:

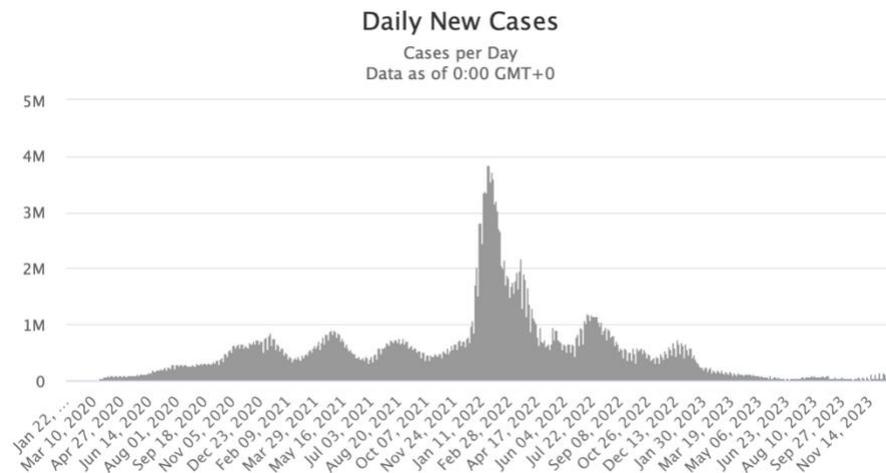


Figura [1]: Nuovi casi giornalieri registrati di Covid-19 (Fonte: World Meter)

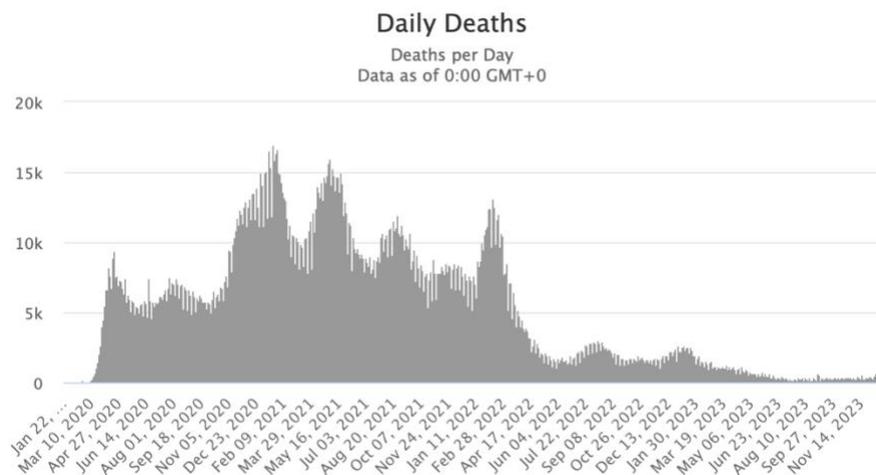


Figura [2]: Morti giornaliere da Covid-19 (Fonte: World Meter)

Come si evince da questi grafici la curva di diffusione del COVID-19 è stata particolarmente rapida, rendendo necessaria l'introduzione di misure di contenimento particolarmente rigide.

La rapida diffusione della malattia respiratoria e di casi che richiedevano ricoveri ha messo a dura prova le risorse ospedaliere, come numero di letti, ventilatori artificiali, posti in terapia intensiva e personale sanitario, costantemente esposto al contagio. Questo ha portato ulteriormente all'interruzione dei servizi sanitari ordinari, complicando la gestione delle emergenze e causando il collasso dei sistemi sanitari in molte nazioni, anche in quelle economicamente sviluppate.

Data l'assenza di farmaci specifici e di un vaccino, molti governi hanno adottato misure non farmacologiche al fine di ridurre il contagio, partendo da una politica di sensibilizzazione dell'igiene e del distanziamento sociale fino ad arrivare al lockdown.

Il fenomeno contenitivo del lockdown può essere descritto in tre fasi principali:

- A. Limitazione della libertà di circolazione della popolazione
- B. Sospensione di eventi pubblici e chiusura delle scuole
- C. Sospensione delle attività commerciali non essenziali e ridimensionamento dell'attività produttiva essenziale

Il lockdown ed il contemporaneo collasso del sistema sanitario hanno inevitabilmente causato notevoli conseguenze dal punto di vista economico e sociale.

1.1.2. LO SCENARIO ECONOMICO GLOBALE

Riguardo al settore economico e finanziario, le conseguenze degli interventi contenitivi sono state particolarmente incisive.

Le recessioni generalmente sono la conseguenza di squilibri economici che, protratti negli anni, diventano insostenibili per l'intero sistema, come gli investimenti eccessivi nel settore immobiliare che causarono la crisi dei mutui subprime del 2007.

In questo caso invece la crisi economica è stata causata da uno shock inatteso dell'offerta aggregata, con effetti stagflazionistici, e della domanda aggregata, con effetti deflazionistici. Questi due shock hanno in comune la caratteristica di causare la disoccupazione Keynesiana ed inoltre, combinati insieme, spiegano l'iniziale notevole calo del livello della produzione ed un'inflazione non eccessiva, come si evince dai dati della FED nel primo trimestre del 2020.

Dopo un biennio difficile, a gennaio 2020 in Cina e nell'area EU la crescita dava segnali di stabilizzazione, anche grazie al determinante allentamento della politica monetaria da parte della maggioranza delle Banche Centrali. Invece nelle regioni economicamente meno sviluppate, come India e America Latina, ma anche a Hong Kong, la crescita aveva subito un significativo stop a causa della crisi manifatturiera globale e dei disordini politici.

Anche nel Regno Unito, nonostante la sfiducia globale riguardo al fenomeno Brexit, le aspettative inflazionistiche erano stabilmente sotto il 2% per i due anni successivi ed il PIL sembrava essere in leggera crescita.

Successivamente allo scoppio della pandemia, le previsioni delle principali banche centrali cambiano in modo radicale, descrivendo una situazione particolarmente incerta a livello globale. Nonostante una netta diminuzione della produzione, della domanda aggregata e delle importazioni nette dovuta al COVID-19, le stime dell'inflazione di FED, BCE e BoE rimangono stabilmente sotto il 2% anche per il 2021, ed i tassi ufficiali vengono mantenuti intorno allo 0, per favorire gli investimenti delle imprese private, le quali sono le principali vittime economiche della pandemia.

Durante l'estate 2020 la situazione globale sembra essersi ripresa, il numero di contagi giornaliero cala in modo significativo e le restrizioni vengono ridotte.

Questo allentamento però, genera una seconda ondata di contagi, che induce i governi a reintrodurre alcune misure contenitive, meno stringenti delle precedenti, ma anch'esse in grado di deprimere l'attività produttiva.

Le politiche fiscali e monetarie sostengono la popolazione ed i mercati finanziari, i quali dopo una primavera molto complessa intravedono una ripresa. Nonostante i titoli del debito sovrano dei paesi sviluppati sono rimasti stabilmente ai minimi storici, gli spread dei paesi economicamente sottosviluppati europei e mondiali si è ridotto.

La particolarità di questo fenomeno è che, in presenza di politiche monetarie molto espansive in paesi che hanno sempre seguito la regola aurea dell'inflazione sotto il 2%, i rendimenti dei titoli di stato non hanno aspettative al rialzo, almeno per il momento.

Dalla seconda metà del 2021 lo scenario si inasprisce ulteriormente a causa dell'impennata dell'inflazione e della volatilità dei prezzi del carburante. La comparsa dei primi stock di vaccini migliora leggermente la situazione dei paesi sviluppati, poiché grazie ad essi vengono allentate le misure restrittive. Il livello della produzione e la domanda aggregata in questi paesi registrano un leggero aumento o rimangono stabili. Inoltre, i mercati azionari e i rendimenti sovrani a lungo termine sono in aumento in tutte le economie sviluppate.

Nei paesi in via di sviluppo invece, la gestione dell'emergenza sanitaria e della distribuzione dei vaccini presenta delle notevoli difficoltà, rendendo l'andamento del sistema economico molto eterogeneo ed incerto, principalmente dipendente dal numero dei casi presenti nelle varie regioni.

A complicare il già disastroso quadro globale, il 24 febbraio del 2022 comincia l'offensiva russa in Donbass, Ucraina, la quale sarà l'input per il tema energetico che caratterizza il nostro periodo storico. Per comprendere la dimensione della crisi energetica che affligge il sistema economico globale, basta riportare gli aumenti dei prezzi sul mercato dei principali beni energetici, come il petrolio, che dall'inizio della pandemia si è apprezzato del 54%, e del gas, il quale è aumentato

del 392% nel medesimo arco temporale. A fine 2022, grazie all'introduzione da parte dell'UE di price cap su gas e petrolio russo, è stato registrato un leggero deprezzamento del mercato energetico, ma non sufficiente a contrastare gli effetti causati dalla lievitazione dei prezzi di questi beni.

Un apprezzamento così marcato di beni essenziali comporta necessariamente una diminuzione del valore di tutte le valute, poiché le aziende devono sostenere costi variabili di produzione maggiorati, e contemporaneamente le famiglie perdono potere d'acquisto a causa del costo dell'energia stessa e dell'apprezzamento dei beni di consumo.

A dimostrazione di quanto appena detto, a novembre 2022 l'inflazione in Italia e Germania risulta intorno al 10%, ed anche negli altri paesi europei non si registra sotto il 6%. Da sottolineare l'aumento dei prezzi del settore dei servizi, che si attesta al 38,7%, ma il peso inflazionistico del settore energetico rispetto all'Indice dei Prezzi al Consumo è di circa il 10%, costituendone una porzione considerevole.

L'importanza dell'indipendenza energetica è difatti un tema particolarmente recente, basti pensare che l'Europa tuttora acquista circa il 50% del gas e il 60% del petrolio che consuma dalla Russia, nonostante le molteplici sanzioni attuate dall'UE, tra cui l'esclusione dallo SWIFT delle principali banche russe e gli svariati sequestri ai danni della Banca Centrale russa di moneta estera e delle confische dei beni ai principali oligarchi.

A causa del fenomeno inflazionistico le banche centrali hanno gradualmente alzato i tassi di interesse ufficiali, i quali hanno raggiunto circa i 5 punti percentuali, valori che non si registravano dalla nascita dell'euro.

Questa misura deflazionistica, che funziona nel breve periodo grazie alla decrescita immediata della domanda di moneta a causa dell'aumento del costo del capitale, ha però delle conseguenze significative per imprese e famiglie, come verrà approfondito nel Capitolo 3.

1.1.3 ANALISI TEORICA DELLO SHOCK PANDEMICO

Guerrieri et al (2020) attribuiscono agli shock derivanti dalla pandemia le caratteristiche dello shock dell'offerta Keynesiano, grazie ad un'analisi che si fonda sul seguente principio: se l'attività produttiva viene chiusa o fortemente limitata, si verificherà una riduzione del livello di occupazione, che provocherà una contrazione della domanda aggregata.

Prima di addentrarci nelle specificità dello studio in questione occorre fornire una definizione di mercati completi ed incompleti, al fine di comprendere a fondo il concetto espresso.

La condizione di mercato perfetto si avvera se sono verificate le ipotesi di concorrenza perfetta, ossia:

- A. L'atomizzazione delle imprese concorrenti, cioè un frazionamento dell'offerta tale da non permettere alle singole imprese di avere effettivo potere di mercato
- B. L'omogeneità del prodotto, ovvero la perfetta intercambiabilità dei prodotti delle imprese concorrenti
- C. L'assenza di barriere in entrata ed in uscita
- D. La simmetria informativa, la condivisione dello stesso set informativo tra domanda ed offerta

Si tratta di un modello puramente teorico, poiché nei mercati reali tutte queste ipotesi presentano delle imperfezioni che causano i fallimenti del mercato descritti da Marshall nella Teoria dell'Equilibrio Economico Parziale, generando un mercato che viene definito incompleto.

Il modello oggetto dello studio presenta due versioni, una con i mercati completi con i mercati incompleti e ha l'obbiettivo di valutare l'andamento di due indicatori:

- A. L'andamento del tasso d'interesse nominale

B. La reazione del reddito aggregato se il tasso reale non si allinea all'andamento del tasso nominale

Nel caso del modello a mercati completi, ad un tasso reale inferiore rispetto al tasso nominale, si verifica un aumento del tasso nominale, mentre la domanda aggregata ha una minore decrescita rispetto all'offerta aggregata.

Gli effetti sull'offerta aggregata non sono tali da definire questo tipo di shock come Keynesiani (c.d. standard) poiché non determinano una significativa decrescita della domanda aggregata.

Quando invece si considerano i mercati incompleti, la domanda aggregata, diminuendo in misura maggiore rispetto al caso precedentemente analizzato, può reagire allo shock sull'offerta determinando una recessione.

Fornaro e Wolf (2020) completano questa analisi con una teoria altrettanto significativa, ovvero che una decrescita dell'offerta determina un calo della domanda aggregata - come dimostrato da Guerrieri et al - che a sua volta determina un calo degli investimenti da parte delle imprese, generando una diminuzione della produttività, essendo direttamente proporzionali alla domanda aggregata. Questa decrescita dell'attività produttiva favorisce la disoccupazione, la quale è necessariamente causa di un taglio del reddito, il quale diminuisce la tendenza al consumo delle famiglie.

Si costituisce di conseguenza un circolo vizioso, che caratterizza il protrarsi nel tempo dello shock iniziale sull'occupazione e sull'attività produttiva. Secondo Fornaro e Wolf l'unico modo per fermare questo circolo vizioso è una politica monetaria espansiva che preveda la riduzione dei tassi ufficiali, inducendo le aziende ad investire maggiormente e migliorando le aspettative sul reddito e conseguentemente della tendenza al consumo.

A sostegno della teoria del prolungamento degli effetti dello shock pandemico Cerra et al (2020) hanno revisionato la dottrina neoclassica dei cicli economici, adattando il fenomeno fisico dell'isteresi agli shock recessivi. Il termine isteresi

si riferisce ad un fenomeno il cui comportamento dipende dagli effetti che lo hanno causato e non solo dalle condizioni in cui si presenta al momento della misurazione.

In ambito economico, e più precisamente riguardo alla disoccupazione, definisce l'impossibilità di tornare al livello occupazionale precedente allo shock recessivo anche dopo la fine di quest'ultimo.

1.2 SCOPI E OBIETTIVI DELLA TESI

Dall'avvento del COVID-19 si sono verificati dei cambiamenti sostanziali nel sistema economico globale, che hanno modificato non solo le aspettative di imprese e famiglie ma anche degli Stati e delle rispettive banche centrali.

In un mondo colpito da una pandemia che ha generato una forte e netta decrescita dell'offerta, della domanda e dell'occupazione, le politiche monetarie atte a marginare questa crisi hanno concorso, insieme alle vicende geopolitiche, alla nascita di spinte inflazionistiche che hanno ulteriormente ridotto il potere d'acquisto delle famiglie e delle imprese.

Conseguentemente, per contrastare l'inflazione dilagante, le banche centrali hanno optato per delle politiche di austerità, caratterizzate da una riduzione dell'offerta di moneta tramite l'aumento costante dei tassi d'interesse ufficiali. Ciò ha costituito per le imprese un vorticoso aumento del costo del capitale, che comporta la riduzione della tendenza al ricorso al debito, fonte fondamentale per l'investimento aziendale, con il conseguente crollo dei mercati finanziari.

Il conflitto Russo-Ucraino, la crisi dei chip e l'incertezza generale riguardo lo scenario geopolitico sono solo alcuni dei molteplici fattori che contribuiscono alla crisi del sistema economico globale, i quali, insieme alle conseguenze della pandemia dovuta

al Sars-Cov-2, contribuiscono ad un quadro di incertezza generale che non si vedeva da decenni, probabilmente addirittura dagli albori dell'ultimo conflitto mondiale.

Il caso più interessante da analizzare tra i paesi economicamente sviluppati è quello del Regno Unito, poiché oltre alle criticità sopracitate, il processo di uscita dall'UE ha amplificato gli effetti della crisi economica. La difficoltà principale sarà quella di distinguere gli effetti di Brexit da quelli della crisi globale dovuta al COVID-19 e agli squilibri geopolitici.

Il focus principale è stato svolto sulla politica monetaria, la quale ha effetti su famiglie e imprese, sull'occupazione, sui mercati azionari e sul settore finanziario, cercando di cogliere

La seguente tesi è stata svolta al fine di analizzare la situazione economica del Regno Unito e la gestione della Bank of England, confrontarla con i modelli teorici e le politiche economiche delle altre banche centrali ed infine di proporre una possibile soluzione alla crisi globale che imperversa dall'avvento del COVID-19.

CAPITOLO 2: TEORIA DELLA POLITICA MONETARIA

2.1. CONCETTI DI BASE DELLA POLITICA MONETARIA

2.1.1. NOZIONE GENERALE DI POLITICA MONETARIA

Secondo la definizione della Banca Centrale Europea la politica monetaria è il modo in cui una banca centrale assicura la stabilità dei prezzi, contribuendo a far tendere l'inflazione al target imposto.

Gli obiettivi finali della politica monetaria, che non sono direttamente controllabili ma allo stesso tempo sono legati direttamente al benessere, sono:

- A. stabilità dei prezzi
- B. crescita reale
- C. stabilità finanziaria

Invece gli strumenti utilizzabili dalle banche centrali, direttamente controllabili e coincidenti con gli obiettivi intermedi sono:

- A. tassi di interesse
- B. aggregati monetari

La scelta dipende da quali shock sono più frequenti.

Un concetto fondamentale della politica monetaria è quello del moltiplicatore Keynesiano della moneta, il quale indica la massima quantità di moneta che il

sistema bancario può generare da un deposito bancario. Esso è descritto dalla funzione:

$$m = \frac{(1 + c)}{(c + r + e)}$$

c: currency ratio, che dipende dalla propensione al consumo delle famiglie e delle imprese e dalla loro fiducia nei confronti del sistema bancario

r: reserve ratio, che è stabilito dalla banca centrale ed è la quantità di moneta che le banche private devono depositare come riserva obbligatoria presso la banca centrale

e: excess reserve ratio, ovvero il denaro che le banche private destinano a riserva per coprirsi dal rischio di liquidità

Il moltiplicatore Keynesiano è uno strumento cruciale della politica monetaria perché secondo questa legge l'offerta di moneta è costituita in parte dalla base monetaria, che è la quantità di moneta immessa dalla banca centrale nel sistema economico, ma per la maggior porzione dalla cosiddetta moneta bancaria, che viene creata dagli istituti privati di credito tramite la concessione di prestiti. Il fenomeno moltiplicativo avviene tramite la circolazione della valuta tra le banche e i loro clienti: essi depositano la liquidità in eccesso presso le banche che la distribuiscono prestandola ai privati, i quali, depositando nuovamente il prestito, danno vita ad una reazione a catena che amplifica l'offerta di moneta grazie alla molteplice disponibilità della stessa valuta emessa dalla banca centrale per tutti i soggetti partecipanti al processo.

La politica monetaria è descritta dalla curva LM del modello IS-LM, il quale descrive l'equilibrio tra il mercato dei beni e quello della domanda e offerta di valuta.

La curva LM rappresenta le combinazioni di tasso di interesse e reddito per cui il mercato dei saldi monetari reali è in equilibrio.

2.1.2. TEORIA DELLE PREFERENZE PER LIQUIDITÀ

Per derivare la curva Liquidità e Moneta utilizziamo la teoria delle preferenze per liquidità, la quale mette in relazione la quantità di moneta reale con il tasso di interesse:

L'assunzione di questa teoria è che l'offerta di saldi reali sia esogena e abbia funzione:

$$M^s = \frac{M}{P}$$

Di conseguenza la domanda di saldi monetari:

- A. decresce con il tasso di interesse che rappresenta il costo-opportunità di detenere moneta
- B. cresce con il rischio delle attività finanziarie alternative
- C. cresce con il reddito che aumento il numero di transazioni economiche

Quindi la funzione che la descrive è:

$$M^d = L(Y, r, \phi^0)$$

La curva LM rappresenta la relazione tra il tasso di interesse reale r e il reddito Y sul mercato dei saldi monetari reali, ed il suo equilibrio è quindi definito per:

$$M/P = L(Y, r, \phi^0)$$

In figura [3] viene mostrato il grafico che rappresenta l'equilibrio tra la domanda e l'offerta di moneta:

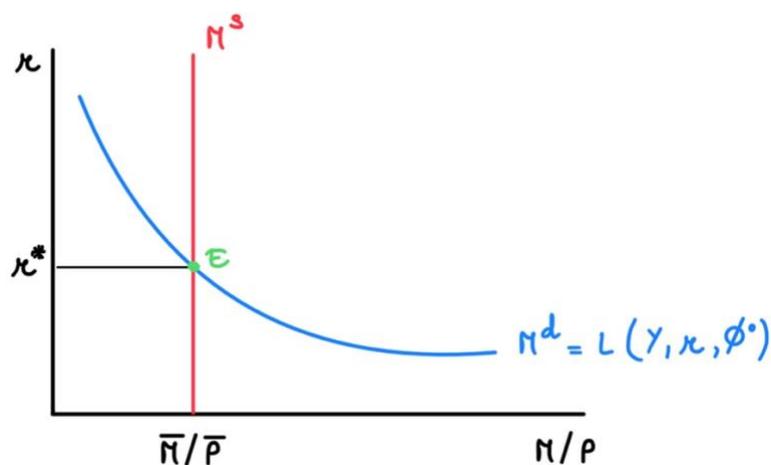


Figura [3]: equilibrio del mercato della moneta (Elaborazione dell'autore)

Dalle variazioni della funzione della domanda di moneta rispetto alla variabile esogena dell'offerta, deriviamo la curva Liquidità e Moneta, come mostrato in figura [4]:

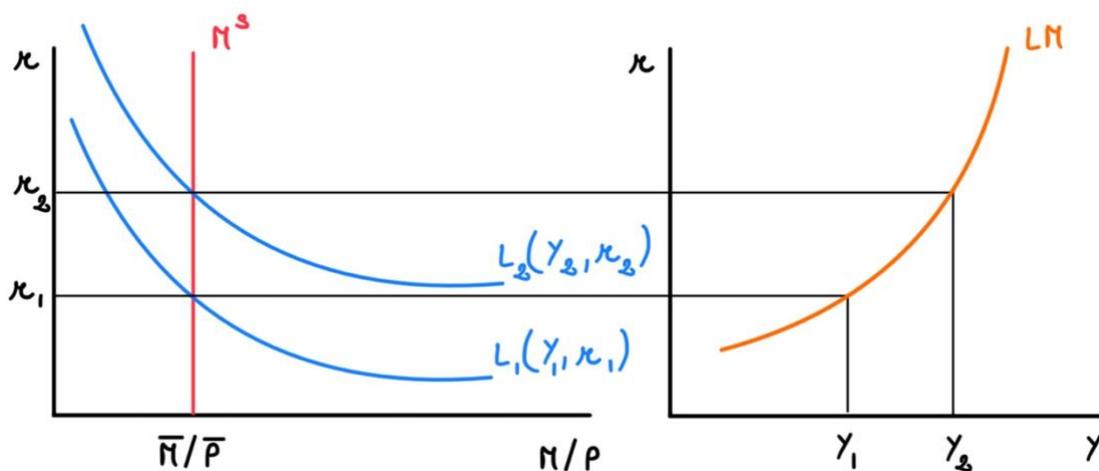


Figura [4]: derivazione della curva LM (Elaborazione dell'autore)

2.1.3. L'EQUILIBRIO DI BREVE PERIODO: IL MODELLO IS-LM

Per completare il modello teorizzato da John Richard Hicks nel 1937 bisogna esplicitare la condizione di equilibrio tra la curva LM ed il mercato dei beni e servizi.

La curva Investments-Savings assolve questa funzione, rappresentando le combinazioni di tasso d'interesse e il livello del reddito che equilibra il mercato dei beni e servizi.

Per derivare la curva IS bisogna introdurre il modello della Croce Keynesiana, il quale è espressione della Teoria Generale di John Maynard Keynes.

In questa teoria Keynes ipotizza che il reddito di breve periodo dipenda dalla propensione al consumo e all'investimento di famiglie, imprese e pubblica amministrazione, poiché un aumento della domanda aggregata genera una crescita del livello di produzione e di conseguenza dell'occupazione; un livello di spesa inadeguata, infatti, può essere causa di fasi depressive e recessive.

La Croce Keynesiana esprime graficamente questa teoria rappresentando l'equilibrio tra spesa effettiva e programmata. La spesa effettiva è la quantità di moneta che

famiglie, imprese e stato spendono per acquistare beni e servizi, ovvero il reddito aggregato, o PIL, mentre la spesa programmata è la somma che i principali soggetti macroeconomici desiderano spendere nel suddetto mercato.

La spesa programmata ha equazione:

$$E = c_0 + PMC(Y - T) + I_0 - ar + G$$

Questa curva ha pendenza positiva poiché al crescere del livello del reddito Y corrisponde un aumento della spesa programmata E , ed essa è costituita dalla propensione marginale al consumo PMC , che indica quanto cresce la spesa a seguito di un aumento unitario del reddito.

Secondo la teoria delle aspettative adattive quando le aspettative si avverano i soggetti macroeconomici si adattano ad essi, costituendo la condizione di eguaglianza tra spesa effettiva e programmata:

$$E = Y$$

La condizione di eguaglianza sopracitata esprime l'equilibrio della Croce Keynesiana, che graficamente si rappresenta come in figura [5]:

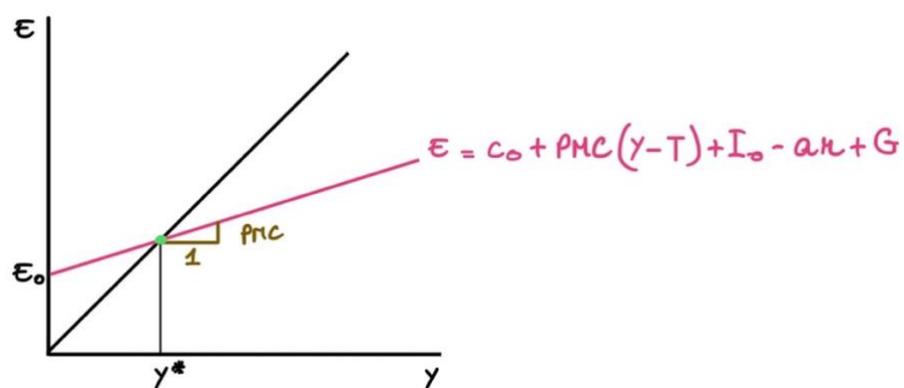


Figura [5]: Croce Keynesiana (Elaborazione dell'autore)

Considerando un aumento del tasso reale di interesse r , che fa diminuire il livello degli investimenti $I = I_0 - ar$ e ad un aumento della spesa programmata E , possiamo costruire la curva Investments-Savings, rappresentata nella figura [6]:

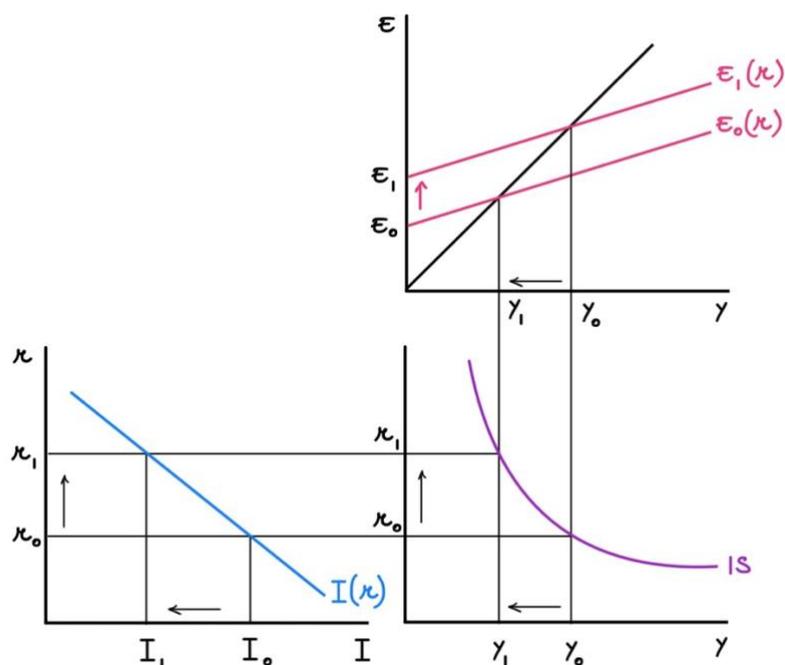


Figura [6]: derivazione della curva IS tramite l'utilizzo della Croce Keynesiana (Elaborazione dell'autore)

La curva Investments-Savings ha pendenza negativa perché a maggiori livelli di tassi di interesse sono associati minori livelli di produzione lungo la curva IS.

Per completare il modello, l'equilibrio di breve periodo è dato dalla combinazione delle variabili endogene di tasso reale d'interesse r e livello del reddito aggregato Y :

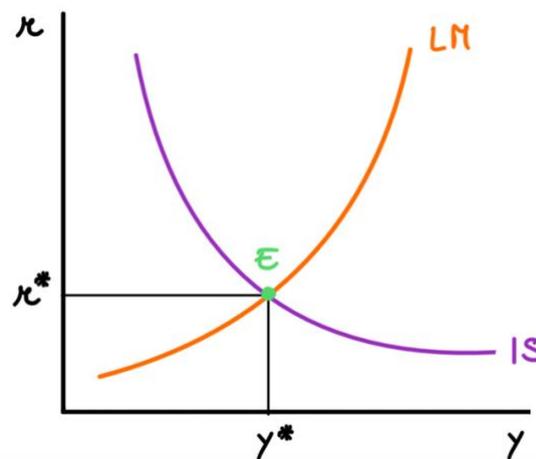


Figura [7]: rappresentazione grafica del modello IS-LM (Elaborazione dell'autore)

Il modello IS-LM, descritto in figura [7] è una pietra miliare dello sviluppo della teoria macroeconomica identificata nella sintesi neoclassica del pensiero keynesiano, essendo estremamente malleabile e di conseguenza semplicemente rivisitabile.

2.1.4. IL MODELLO DI ROMER: IS-MP-IA

Una delle svariate modificazioni del modello IS-LM è stata attuata da David Romer nel 2000, il quale adatta il modello di designazione keynesiana al reale funzionamento delle banche centrali. Romer, infatti, introduce il concetto dell'interventismo da parte delle banche centrali rispetto all'offerta di moneta al fine di allineare il tasso di interesse al livello desiderato.

Il tasso di interesse desiderato dipende dall'obiettivo di inflazione che si pone la banca centrale, che viene descritto nella regola di Taylor (1993), la quale lega al tasso d'interesse non solo l'inflazione, ma anche la disoccupazione:

$$i_t = i^* + \phi_\pi(\pi_t - \pi^*) - \phi_\mu(\mu_t - \mu_n)$$

i_t : tasso di interesse di breve periodo

ϕ_π : reazione della politica monetaria all'inflazione

π_t : inflazione al tempo t

π^* : inflazione target

ϕ_μ : reazione della politica monetaria alla disoccupazione

μ_t : tasso di disoccupazione al tempo t

μ_n : tasso di disoccupazione naturale

Il modello teorizzato da Romer, chiamato IS-MP-IA, è composto da tre equazioni:

A. La Curva IS, con equazione:

$$y_t = y_n - \phi_y(r_t - r^*) + \varepsilon_{y,t}$$

Rappresenta le combinazioni tra il tasso di interesse reale, dettato dalla regola di Fisher ($r_t = i_t - \pi_t$), ed il reddito reale ($y - y_n$).

Essa dipende positivamente dal livello naturale del PIL y_n e negativamente dal gap tra il tasso di interesse reale osservato al tempo

t e il tasso di interesse reale target ($r_t - r^*$). Infine, viene considerata una variabile casuale $\varepsilon_{y,t}$, che rappresenta un ventaglio di eventi che variano dagli shock di politica fiscale alle aspettative di imprese e famiglie.

B. Curva MP, con equazione:

$$i_t = i^* + \Phi_\pi(\pi_t - \pi^*)$$

Descrive la strategia di politica monetaria attuata dalla banca centrale per raggiungere l'inflazione target π^* .

Essa dipende positivamente dal tasso di interesse corrispondente all'equilibrio di lungo periodo i^* e dall'inflation gap ($\pi_t - \pi^*$). Se questo divario aumenta l'effetto ricade sull'aumento di r_t , il quale genera una decrescita della domanda aggregata sulla curva IS, al contrario se r_t decresce la domanda aggregata subirà un aumento.

C. Curva IA, con equazione:

$$\pi_{t+1} = \pi_t + \Phi_y(y_t - y_n) + \varepsilon_{\pi,t}$$

Descrive il dinamismo dell'inflazione rispetto alle aspettative inflazionistiche π^e e all'output gap ($y_t - y_n$). Secondo la teoria delle aspettative adattive $\pi^e = \pi_{t+1}$, poiché tutti gli agenti del sistema economico agiscono come se le aspettative di inflazione siano effettive, realizzandole.

Essa dipende positivamente dal tasso di inflazione π_t e dall'output gap. Inoltre, viene considerata una variabile casuale che rappresenta gli shock sui salari, sulla supply chain, sui costi dell'energia...

A livello grafico possiamo derivare queste tre curve come in figura [8]:

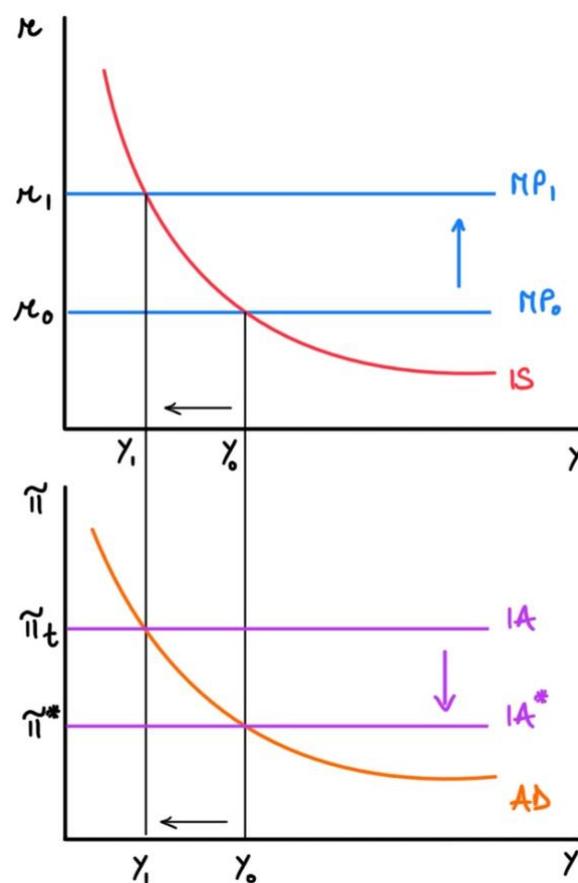


Figura [8]: rappresentazione grafica del modello IS-MP-IA (Elaborazione dell'autore)

Le conclusioni di Romer sono che l'equilibrio di lungo periodo combina il livello naturale di occupazione con la stabilità dei prezzi, e che l'inflazione target π^* è una delle componenti principali di stabilizzazione dell'occupazione e dei prezzi,

basandosi sulla teoria che la domanda aggregata reagisce alle variazioni del tasso di interesse.

2.2 TEORIA DELL'INFLAZIONE

2.2.1. FUNZIONI DELLA MONETA E AGGREGATI MONETARI

Le principali funzioni della moneta sono:

A. Mezzo di pagamento

Elimina la necessità della doppia coincidenza dei bisogni

Un efficace mezzo di pagamento deve essere:

- facilmente standardizzato
- diffusamente accettato
- divisibile
- facilmente trasportabile
- difficilmente deteriorabile

B. Unità di conto

Misura il valore di tutti gli altri beni e riduce i costi di transazione

C. Riserva di valore

Trasferisce il suo valore nel tempo, difatti nonostante altre attività finanziarie hanno lo stesso scopo, la moneta rimane la più liquida, nonostante il deprezzamento della stessa causato dall'inflazione

Gli aggregati monetari classificano le diverse forme di denaro e si suddividono in base al grado di liquidità.

I principali aggregati monetari includono:

$$\text{MONETA} = \text{CIRCOLANTE} + \text{DEPOSITI BANCARI}$$

C: Circolante

M₀: Circolante + base monetaria

M₁: M₀ + depositi a vista (es. conti correnti)

M₂: M₁ + depositi vincolati a breve termine (scadenza <2,5 anni, con preavviso di prelievo di 3 mesi)

M₃: M₂ + depositi vincolati a lungo termine + titoli del mercato monetario a breve termine

Le banche centrali monitorano gli aggregati monetari per formulare e attuare la politica monetaria, modificando i tassi d'interesse e altre variabili e influenzando la quantità di moneta in circolazione per raggiungere la stabilità dei prezzi e la crescita economica.

2.2.2. TEORIA QUANTITATIVA DELLA MONETA

Teorizzata da Irving Fisher nel 1911, l'equazione degli scambi definisce la diretta proporzionalità tra l'offerta di moneta e la velocità di circolazione rispetto al livello di reddito aggregato nominale

$$MV = PY$$

M: offerta di moneta

V: velocità di moneta

P: livello dei prezzi

Y: PIL reale

PY: reddito aggregato nominale

La teoria quantitativa della moneta si basa su due ipotesi fondamentali:

- A. Velocità di circolazione costante
- B. Produzione a livello di pieno impiego

Se la velocità e il reddito sono costanti un aumento dei prezzi comporta un aumento dell'offerta di moneta e viceversa.

Di conseguenza variazioni nell'offerta di moneta incidono solo sul livello dei prezzi e variazioni nel livello dei prezzi derivano solo da movimenti della quantità di moneta.

$$M^s = \frac{1}{V} PY$$

L'equilibrio sul mercato della moneta si costruisce eguagliando domanda ed offerta di moneta:

$$M^d = kPY$$

dove:

$$k = \frac{1}{V}$$

Verificata l'ipotesi di velocità di circolazione costante, il livello di transazioni generato da un determinato livello di PY definisce il livello della domanda di moneta, come mostrato in figura [9]:

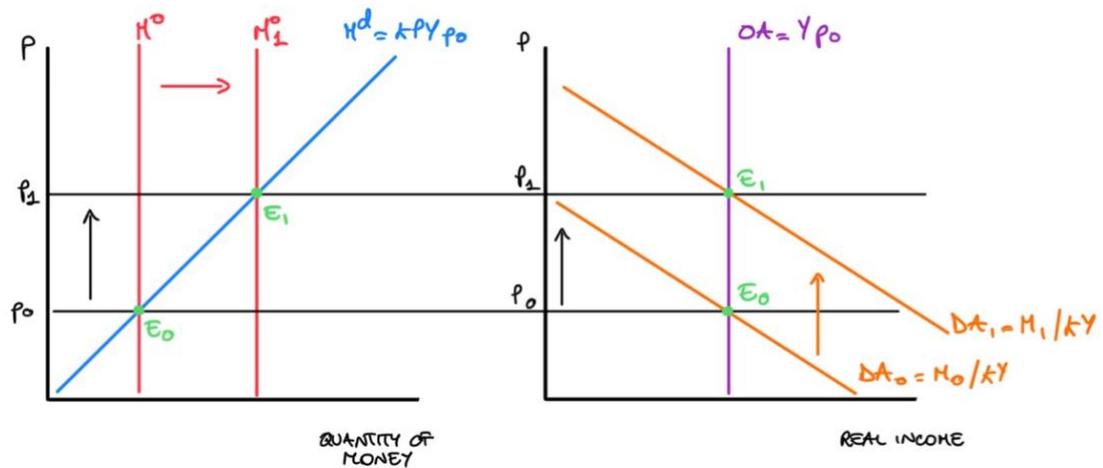


Figura [9]: Teoria quantitativa della moneta e domanda aggregata (Elaborazione dell'autore)

2.2.3. SIGNORAGGIO E IMPOSTA DA INFLAZIONE

Il ricavo che si ottiene dal battere moneta è definito signoraggio, termine che deriva dall'accezione medioevale di signore feudale, detentore esclusivo del diritto di conio nel feudo.

Per una banca centrale, il signoraggio può essere definito in una duplice maniera:

- A. Il valore reale della nuova emissione di moneta

$$S = \frac{\Delta M}{P}$$

- B. Il rendimento delle attività finanziarie raccolte dall'emissione di moneta

$$S = i^* \frac{M}{P}$$

Supponendo che il governo finanzi il deficit con un aumento della quantità di moneta in circolazione, l'equazione del signoraggio si modifica:

$$S = \frac{\Delta M}{P} = G - T$$

Inoltre, secondo la teoria quantitativa della moneta:

$$\frac{\Delta M}{M} = \pi$$

Di conseguenza, l'equazione della spesa pubblica viene descritta come:

$$G = T + \pi \frac{M}{P}$$

L'imposta da inflazione è pari all'impovertimento dei consumatori comportato dalla decrescita del potere d'acquisto dovuto all'inflazione.

2.2.4. COSTI SOCIALI DELL'INFLAZIONE

L'inflazione diminuisce il potere d'acquisto dei consumatori, riducendone il benessere.

Secondo la teoria classica l'inflazione comporta solo una modifica dell'unità di misura del livello dei prezzi. Di conseguenza secondo questa dottrina da un aumento del livello dei prezzi derivano costi sociali solo quando l'inflazione è perfettamente anticipata o quando è inattesa.

L'approccio Neo-Keynesiano invece i costi sociali dell'inflazione si palesano sia quando l'inflazione è attesa che quando essa non lo è.

Quando è attesa i costi sociali dell'inflazione sono:

- A. Costi associati alla riduzione della quantità di moneta detenuta per evitare l'imposta da inflazione
In questo caso la velocità di circolazione aumenta, comportando un aumento dei costi di transazione, come ad esempio le commissioni sui prelievi
- B. Variazioni nei menù costs, ovvero il processo di adeguamento dei prezzi dei prodotti delle aziende al livello dei prezzi incrementato dall'inflazione
- C. Costi psicologici e di programmazione

Se invece l'inflazione è inattesa i costi che la popolazione è costretta a sostenere si identificano in:

- A. Distorsioni fiscali
Per esempio, le tasse Capital Gain, ovvero la tassazione sul rendimento dei titoli, non vengono calcolate sulla base dell'inflazione, ma solo sul rendimento nominale.
- B. Distorsioni dei prezzi relativi, che si verifica quando le aziende modificano i loro prezzi in maniera asincronica
- C. Redistribuzione del potere d'acquisto nei rapporti debito/credito, nei quali a seconda della stima inflazionistica definita nel contratto una delle due controparti si ritrova avvantaggiata
- D. Aumento generale dell'incertezza, che favorisce maggiori costi di indicizzazione dei contratti

2.3. STRUMENTI DI REGOLAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

I principali strumenti di regolazione dell'offerta di moneta attuabili da una banca centrale sono:

1. Modificazioni dei tassi d'interesse ufficiali
2. Operazioni di mercato aperto
3. Modificazioni del rapporto di riserva obbligatoria

2.3.1 MODIFICAZIONI DEI TASSI D'INTERESSE UFFICIALI

I tassi d'interesse ufficiali si suddividono in:

A. Tasso sui rifinanziamenti principali

Questo tasso rappresenta il costo del capitale al quale le banche possono ottenere finanziamenti regolari dalla banca centrale.

B. Tasso sui rifinanziamenti marginali

Rappresenta il costo del capitale aggiuntivo che le banche possono ricevere dalla banca centrale in caso di necessità. In genere è il tasso più alto tra quelli fissati dalla banca centrale

C. Tasso sui depositi

È il tasso di interesse che la banca centrale rende alle banche private per i fondi depositati presso l'istituto centrale

Influenzando il costo del denaro nel sistema finanziario e, di conseguenza, incidendo sull'andamento dell'economia, la gestione dei tassi d'interesse è lo strumento principale di politica economica utilizzabile dalle banche centrali.

2.3.2 OPERAZIONI DI MERCATO APERTO

Le operazioni di mercato aperto sono transazioni effettuate dalle banche centrali nel mercato interbancario al fine di regolare la base monetaria,

attraverso le quali la banca centrale inietta e ritira moneta dal sistema acquistando e vendendo titoli di stato.

La modalità di trasferimento di questi titoli è un'asta riservata ai grandi investitori istituzionali, i quali possono rivenderli ai propri risparmiatori e ad altri soggetti economici. Questi ultimi potranno liquidare il loro investimento sul mercato secondario.

Le aste, che possono essere mensili a tasso fisso oppure settimanali a tasso variabile, sono gestite dalla Banca Centrale, la quale stabilisce le banche assegnatarie dei titoli in base al regolamento stabilito.

Le operazioni di mercato aperto possono essere attuate mediante altri strumenti, oltre alla compravendita di titoli di Stato:

- A. Operazioni temporanee sulla base di contratti di compravendita a pronti con patto di riacquisto/vendita a termine o di prestiti garantiti
- B. swap in valuta
- C. raccolta di depositi a tempo determinato
- D. emissione di certificati di debito della BCE
- E. operazioni definitive

Le operazioni di mercato aperto sono attuate su iniziativa della BCE, la quale fissa un obiettivo operativo sul tasso d'interesse e cambia l'offerta di moneta al fine di spostare la curva LM fino al raggiungimento dello stesso.

Le operazioni di mercato aperto sono le modalità con cui le banche centrali danno tecnicamente attuazione alla politica monetaria, a seguito di una decisione di alzare/abbassare i tassi.

Il motivo per cui viene modificato il tasso d'interesse è la maggiore facilità e velocità della misurazione rispetto all'offerta di moneta.

2.3.3 MODIFICAZIONI DEL RAPPORTO DI RISERVA OBBLIGATORIA

Il rapporto di riserva obbligatoria è descritto dalla formula:

$$r = RR/D$$

RR = required reserves

D = deposits

La riserva obbligatoria è un fondo non disponibile con fine di garanzia che le banche private versano presso le banche centrali delle rispettive nazioni.

La riserva obbligatoria è un fondamentale strumento di politica monetaria in quanto l'aumento del coefficiente di riserva obbligatoria determina una contrazione dell'offerta di moneta a breve termine.

Questo avviene perché nel momento in cui la banca centrale aumenta il coefficiente di riserva obbligatoria le banche private sono obbligate a versare una percentuale maggiore dei depositi ricevuti, diminuendo le loro risorse con conseguente riduzione della base monetaria.

In caso di riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria l'ammontare delle risorse monetarie delle banche private aumenta.

CAPITOLO 3: SITUAZIONE ECONOMICA DEL REGNO UNITO

3.1. ANALISI DELL'ECONOMIA BRITANNICA ATTUALE

3.1.1. LA CRISI POLITICA DEL REGNO UNITO

Nel Regno Unito dal momento della decisione di indire il referendum riguardante l'uscita dall'UE nel 2016 si sono susseguiti ben 5 governi, determinando una condizione di instabilità politica unica per lo stato britannico.

Brexit, infatti, è stata causa della divisione del partito conservatore britannico, stabilmente al governo da quasi un ventennio, generando un'incertezza generale non solo dal punto di vista politico, ma anche economico.

A seguito dei risultati del referendum del 2016, che hanno decretato la decisione di uscita dall'UE, l'allora Primo Ministro David Cameron, fervente europeista del Conservative Party, ha rassegnato le dimissioni. L'ex Primo Ministro infatti era convinto del fatto che la stragrande maggioranza dei cittadini britannici avrebbero votato contro Brexit, tanto da ammettere nella sua biografia, pubblicata nel 2019, di aver promesso in campagna elettorale e successivamente indetto il referendum al fine di mettere a tacere la fazione antieuropeista del partito conservatore, di cui era leader.

Dalle dimissioni di David Cameron è scaturita una condizione di instabilità governativa mai registrata nella storia recente del Regno Unito, tanto da non permettere a nessun partito di mantenere un governo in carica per il periodo di 5 anni previsto dalla legislatura del Regno Unito, con un conseguenze fortemente negative per l'economia britannica.

Il 13 luglio del 2016 la carica di Primo Ministro viene affidata a Theresa May, ex Segretario dell'Intero e Ministro per le Donne e le Pari Opportunità durante i due mandati di governo Cameron, facente parte del partito conservatore ma figura particolarmente controversa, tanto da essere definita conservatrice liberale dal Financial Times, anti-immigrazionista ed isolazionista da The Independent e addirittura laburista dal quotidiano francese La Croix. Il suo mandato finisce dopo neanche tre anni al potere, nel giugno 2019, poiché non riuscì ad accordarsi con il parlamento riguardo le procedure di uscita dall'UE.

Le elezioni generali del dicembre 2019 confermano il Conservative Party con la maggioranza assoluta a Westminster con 365 seggi, a capo del partito Boris Johnson, ex segretario di stato per gli affari esteri sotto il governo May, ma dimesso un anno prima a causa delle discordie con il Primo Ministro per la gestione della trattativa Brexit.

Il più importante traguardo dell'amministrazione Johnson fu l'approvazione dell'accordo Brexit, entrato in vigore il 31 gennaio del 2020, ma la crisi pandemica da Sars-Cov-2, le tensioni in Irlanda del Nord e gli svariati scandali riguardanti feste a Downing Street durante il lockdown, contratti favorevoli ad amici ed aziende legate al partito e culminati con il caso Chris Pincher hanno portato alla rassegna delle dimissioni da parte del leader del Conservative Party il 5 settembre del 2022.

A seguito della caduta del governo Johnson la corona inglese nomina Liz Truss come Primo Ministro, segretario di stato per gli affari esteri durante il governo precedente, la quale però annunciando un taglio di 45 miliardi di tasse per i ceti più ricchi a scapito della politica sociale, c.d. Welfare, ha causato un crollo dei mercati interni e della sterlina tale da registrare un record negativo per la moneta che ha dominato per secoli l'economia globale. A seguito dell'ondata di incertezza generata il governo Truss resta in carica solo 44 giorni.

Il 25 ottobre del 2022 è stato eletto l'ex Chancellor of the Exchequer, il Ministro del Tesoro britannico, Rishi Sunak, prima persona asiatica e di religione induista a ricoprire questo ufficio, il quale è attualmente in carica.

Per comprendere il clima che attualmente si respira nel Regno Unito, un sondaggio di inizio 2023 condotto da YouGov, una società internazionale che svolge analisi dati, ha evidenziato che più della metà dei favorevoli a Brexit oggi voterebbe "Remain" se fosse indetto un nuovo referendum; questo ha portato la stampa britannica a parlare di Bregret, ovvero il pentimento nei confronti della decisione presa di uscire dall'UE.

Non ci sono evidenze su quale sia la causa e quale l'effetto, ma la chiara incapacità di guidare il paese e l'instabilità economica hanno generato un circolo vizioso che sta presentando al Regno Unito una sfida senza precedenti, in quanto usualmente stabile in entrambi i fattori descritti.

3.1.2. IL QUADRO ECONOMICO GENERALE

Nonostante le dichiarazioni del Primo Ministro britannico Rishi Sunak, che definiscono Brexit come una grande opportunità per il Regno Unito, l'economia britannica ha subito il più marcato rallentamento di tutti i paesi sviluppati, e ciò sembrerebbe proprio a causa dell'uscita dall'UE del 2020.

Svariati politici, anche del Conservative Party, il partito conservatore britannico di cui è membro Sunak, sostengono che la decisione di uscire dall'UE sia stata un errore e quindi stanno cercando di collaborare con il partito laburista al fine di uscire da una crisi che secondo l'Italian Trade Agency è la peggiore degli ultimi 300 anni.

La Brexit, a differenza di come si auspicavano i suoi sostenitori, non solo non sta giovando al Regno Unito, ma, insieme agli shock dovuti alla pandemia da Covid-

19 e al conflitto Russo-Ucraino che hanno condizionato l'intero sistema economico globale, sembra essere causa dell'ulteriore rallentamento registrato nell'economia del Regno Unito.

Al fine di comprendere la misura della crisi nello stato britannico è utile leggere le analisi delle principali organizzazioni internazionali e degli analisti economici.

Ad ottobre 2022, il Fondo Monetario Internazionale nel rapporto "World Economic Outlook" ha indicato il Regno Unito come l'unico paese sviluppato ancora in fase recessiva per il periodo successivo. Secondo un altro studio, condotto da Bloomberg, Brexit costa alla corona britannica circa 100 miliardi di sterline l'anno.

Anche l'analisi interna è tutt'altro che positiva, tanto che l'Office for Budget Responsibility, un ente pubblico non governativo istituito nel 2010 al fine di fornire analisi indipendenti dell'economia britannica e le conseguenti previsioni, ha annunciato che il PIL pro capite del Regno Unito subirà una riduzione del 4% nel prossimo decennio.

Gli effetti degli shock descritti comportano una netta riduzione degli investimenti da parte delle imprese, le quali come prima misura contenitiva hanno ridotto al minimo il personale, o perlomeno non ne hanno assunto di nuovo. Questo fenomeno dal punto di vista sociale ha generato un flusso in uscita di cittadini europei che svolgevano lavori qualificati nel Regno Unito, i quali sono stati sostituiti da cittadini extracomunitari, che non sono però riusciti a colmare il gap di manodopera imputabile a Brexit.

Nel 2021 il deficit stimato riguardo la liquidità delle aziende britanniche era di circa 110 miliardi, di cui circa 70 sono stati coperti dalla pubblica amministrazione tramite il Jobs Retention Scheme, l'equivalente della cassa integrazione italiana, e da garanzie statali sui prestiti; la restante parte invece è stata finanziata tramite il credito delle banche private, con conseguenze negative sui loro bilanci.

Nonostante la Bank of England abbia ulteriormente incentivato il sistema economico tramite la tecnica del Quantitative Easing, descritta in particolare nel paragrafo 3.2.2., arrivando al tetto massimo di 895 miliardi di sterline in stock detenute dal fondo Asset Purchase Facility (APF) alla fine del 2021, la situazione economica delle imprese britanniche non è migliorata.

La storica cifra raggiunta però non è stata mantenuta tale poiché già nel febbraio del 2022 il Monetary Policy Committee ha votato per la riduzione del portafoglio, vendendo le obbligazioni societarie e smettendo di reinvestire in obbligazioni in scadenza, aggravando ulteriormente la situazione.

Questa decisione del MPC è stata dettata da una crescita dell'inflazione considerevole già alla fine del 2021, che si era attestata intorno al 5%, causata dalla politica monetaria espansiva e dai tassi d'interesse ufficiali nulli.

Con l'avvento della guerra in Ucraina a fine febbraio 2022 l'aumento dei prezzi al consumo ha subito un'impennata fino a toccare i 13 punti percentuali ad agosto dello stesso anno, dati che non si registravano dalla fine degli anni '80 durante il governo Thatcher. Ciò è avvenuto soprattutto a causa dell'impennata dei prezzi di gas e benzina, che hanno ridotto il potere di acquisto delle famiglie a causa del caro bollette e aumentato i costi variabili di produzione delle imprese, ed il fatto che Londra sia una delle principali sostenitrici dell'invio di armamenti ed aiuti umanitari all'Ucraina ha contribuito in modo significativo al deterioramento delle casse del His Majesty's Treasury.

Al fine di contrastare l'inflazione dilagante la Bank of England, come del resto tutte le banche centrali occidentali, ha adottato una politica fiscale molto restrittiva la quale prevedeva l'aumento graduale dei tassi d'interesse ufficiali, che dal 2021 è avvenuto ben 14 volte, crescendo di 5,25 punti percentuali. Questo aumento, come poi spiegheremo meglio nel paragrafo 3.2.1., ha causato un aumento del costo del capitale di debito tale da annullare quasi del tutto la domanda di questo

genere di capitali, i quali sono una fonte di finanziamento fondamentale soprattutto per le imprese.

Uno studio proposto da un think tank, il Centro per l'Economia e la Ricerca Aziendale, fornisce un dato allarmante: nel secondo trimestre del 2023, 6700 aziende sono risultate insolventi, più che raddoppiando le imprese a rischio di fallimento registrate nei trimestri di pandemia, durante i quali sono state adottate diverse misure di sostegno da parte della pubblica amministrazione.

La stessa analisi prevede il fallimento di circa 7000 aziende britanniche per ogni trimestre del 2024, rispetto alle 4100 registrate nei trimestri del quinquennio 2015-2019, e questo numero è in aumento a causa del fatto che tassi di interesse così elevati spingono i rimborsi del debito ad essere insostenibili per la maggior parte delle imprese. Lo scenario non sembra assolutamente rassicurante, anche a causa del fatto che la manovra deflazionistica della BoE non sembra essere giunta al termine, anche perché il livello dell'aumento dei prezzi registrato a fine 2023 è ampiamente superiore alla regola aurea di Taylor.

Per concludere un quadro generale a dir poco negativo, secondo i rapporti trimestrali della BoE il reddito aggregato, o PIL, dall'inizio della pandemia da Covid-19, ha subito un calo di oltre il 20%, mentre il tasso di disoccupazione, che era calato agli albori del 2021, è rimasta più o meno stabile, come mostrato in Tabella [1]:

	Inflazione	Inflazione Attesa	Disoccupazione	PIL
08/20	0,6%	>2%	7,5%	In calo del 20%
11/20	0,5%	2%	7,75%	In calo
02/21	0,6%	2%	5%	In calo 4%
05/21	0,7%	2%	4,9%	In ripresa
08/21	2,5%	4%	4,8%	Crescita forte
11/21	5%	/	4,5%	In ripresa
02/22	5,4%	7,5%	4,1%	In ripresa
05/22	10%	/	4%	Crescita rallentata
08/22	13%	/	4%	Proiezione di recessione
11/22	11%	/	6,5%	In calo
02/23	9,7%	3,0%	4,4%	In calo
05/23	10,2%	8,2%	4,5%	In ripresa
08/23	6,9%	1,5% (2026)	4,8%	Stabile
11/23	4,6%	3,1%	4,7%	In ripresa

Tabella [1]: inflazione attuale ed attesa, tasso di disoccupazione e andamento del PIL
(Elaborazione dell'autore sulla base dei rapporti della BoE)

3.2 STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA UTILIZZATI DALLA BoE

In questo paragrafo saranno esplicitati i principali strumenti di politica monetaria che sono stati utilizzati dalla Bank of England e gli effetti che si sono verificati a seguito delle decisioni della banca centrale britannica sull'occupazione, sul mercato finanziario e sul sistema economico generale.

3.2.1. GESTIONE DEI TASSI DI INTERESSE UFFICIALI

A seguito dell'introduzione delle misure contenitive messe in atto dal governo Johnson, il 23 marzo del 2020, i tre comitati costituenti la Bank of England hanno emanato una serie di provvedimenti al fine di sostenere imprese e famiglie.

Già dieci giorni prima il Monetary Policy Committee aveva ridotto il tasso sui rifinanziamenti principali di 50 punti base, dallo 0,75% allo 0,25%, per poi ribassarlo successivamente il 19 marzo allo 0,1%.

Al fine di comprendere meglio la reazione della Bank of England all'aumento dell'inflazione, nella Tabella [2] sono descritte le decisioni della BoE riguardo il tasso di rifinanziamento principale:

	Inflazione	Inflazione Attesa	Tasso Di Rifinanziamento Principale
08/20	0,6%	>2%	0,1%
11/20	0,5%	2%	0,1%
02/21	0,6%	2%	0,1%
05/21	0,7%	2%	0,1%
08/21	2,5%	4%	0,1%
11/21	5%	/	0,1%
02/22	5,4%	7,5%	0,5%
05/22	10%	/	1%
08/22	13%	/	1,75%
11/22	11%	/	3%
02/23	9,7%	3,0%	4%
05/23	10,2%	8,2%	4,5%
08/23	6,9%	1,5% (2026)	5,25%
11/23	4,6%	3,1%	5,25%

Tabella [2]: reazione del tasso di rifinanziamento principale all'inflazione e alle sue aspettative (Elaborazione dell'autore sulla base dei rapporti della BoE)

Come già accennato nel paragrafo 3.1.2., la BoE nei primi trimestri della pandemia ha cercato di utilizzare il tasso di rifinanziamento principale, che è il tasso di interesse che le banche devono pagare alla banca centrale per ricevere finanziamenti regolari, come uno strumento di stimolo per l'economia britannica.

Un tasso di rifinanziamento principale prossimo allo 0 infatti garantisce un costo del capitale di debito basso, che permette alle banche di elargire molti prestiti, incrementando il moltiplicatore della moneta.

Come traspare da rapporti trimestrali della Bank of England, dallo scoppio della pandemia da Covid-19 fino alla fine del 2021 la politica monetaria è rimasta invariata, mantenendo il tasso di rifinanziamento principale allo 0,1% e aumentando gradualmente gli obiettivi di finanziamento del debito pubblico del Regno Unito e delle obbligazioni societarie non finanziarie da 745 miliardi di sterline al picco massimo di 895 miliardi.

Queste decisioni sono state prese per due principali motivi:

- A. Il tasso di inflazione, soprattutto fino agli ultimi due trimestri del 2021, era rimasto ampiamente sotto il 2%, che fino a questo momento era definito il limite massimo per stimolare la crescita dalle principali banche centrali del mondo
- B. Lo shock che aveva colpito la produzione aggregata a seguito delle misure contenitive introdotte dal governo sembrava poter essere bilanciato dall'acquisto di debito pubblico ed obbligazioni societarie, in modo tale da finanziare non solo lo Stato, che stava ampliando le politiche sociali come il Jobs Retention Scheme, ma anche le singole imprese, che nel 2021 presentavano un deficit di liquidità di 110 miliardi

Questo tipo di politica monetaria molto espansiva, unita alle incertezze scaturite dall'instabilità politica descritta nel paragrafo 3.1.1., hanno generato già dalla seconda metà del 2021 delle spinte inflazionistiche che hanno diminuito il potere d'acquisto dei cittadini britannici in modo considerevole.

Per contrastare l'inflazione che cresceva a dismisura, la BoE ha aumentato i tassi di interesse in maniera costante dall'inizio del 2022, contemporaneamente alla decisione del MPC di diminuire il portafoglio di stock detenuti dal fondo APF.

La restrizione della politica monetaria non è riuscita a contrastare l'inflazione fino alla fine del 2022, che è lievitata fino al 13% nell'agosto dello stesso anno, in un momento in cui le banche prendevano a prestito all'1,75%, il che significa un costo del capitale molto elevato per l'intero sistema economico, che dava forti segnali di cedimento.

La continuazione della politica monetaria messa in atto dalla Bank of England, come del resto da tutte le banche centrali occidentali, ha sicuramente conseguito l'obiettivo della riduzione dell'inflazione, a scapito però della domanda di capitali di debito, che è passata da una media di 17 miliardi di sterline per trimestre nel decennio 2010-2019, ad un valore medio trimestrale di 10 miliardi nel 2023. L'eccessivo costo del ricorso al debito ha generato l'ondata di insolvenza aziendale che ha afflitto, ed affligge tuttora, il Regno Unito, con conseguenze molto negative sull'occupazione ed in generale sull'economia dello stato britannico.

Inoltre, dagli ultimi rapporti della BoE si può evincere come la politica monetaria restrittiva sia tutt'altro che giunta al termine, difatti secondo le aspettative della banca centrale britannica fino alla fine 2026 verranno applicati tassi pari al 4,2% sui rifinanziamenti regolari per le banche. Ciò influirà sicuramente in modo negativo su un'economia in fase recessiva, la quale avrebbe bisogno di una maggiore immissione di liquidità da parte della banca centrale britannica al fine di risanare il gap produttivo ed occupazionale che si è creato a seguito degli eventi avvenuti nell'ultimo quinquennio.

3.2.2. QUANTITATIVE EASING: PUNTI DI FORZA E DI DEBOLEZZA

Il Quantitative Easing è lo strumento tramite il quale una banca centrale crea moneta e la immette nel sistema economico e finanziario per sostenere gli investimenti.

Durante i periodi di recessione economica le banche possono attuare diverse politiche economiche, che variano dall'austerità al Quantitative Easing.

Nel caso della crisi dei mutui subprime del 2007, ad esempio, la BCE ha inizialmente tentato di apprezzare l'euro, imponendo vincoli di bilancio molto stretti, mentre dal 2015 ha emesso una maggiore quantità di moneta per stimolare il sistema economico.

Le principali tecniche di Quantitative Easing sono:

- A. L'acquisto di titoli di Stato
- B. L'acquisto di obbligazioni sul mercato
- C. L'acquisto dei cosiddetti "titoli tossici" al fine di eliminarli
- D. I tassi di interesse negativi

Queste manovre di politica economica possono avere dei risvolti negativi poiché emettendo nuova valuta quest'ultima subirà un deprezzamento a causa dell'inflazione, ma la possibilità di introdurre una maggiore liquidità nel sistema economico costituisce un beneficio diretto per le banche ed indiretto per tutto il sistema.

Il Quantitative Easing ha introdotto una serie di novità nei rapporti tra banche e banche centrali:

- A. La riduzione dei tassi ufficiali d'interesse a zero o negativi
- B. L'acquisto da parte della BCE di titoli di debito pubblico degli Stati membri in proporzione alla quota di capitale sociale conferita dalle singole banche centrali
- C. La possibilità per le banche e gli altri intermediari finanziari di alienare i titoli di debito alla BCE

La tecnica del Quantitative Easing è stata introdotta dalla Bank of England nel 2009, a seguito della crisi dei mutui subprime del 2007, al fine di risollevere il sistema bancario che era al collasso. Questo strumento fu accolto da molto scetticismo tra le alte cariche della patria natia del celebre economista Adam Smith, fautore della neutralità dello stato in economia, tanto che Alastair Darling, l'allora Chancellor of the Exchequer, lo definì "il turning point del moderno capitalismo", con un'accezione tutt'altro che positiva.

L'acquisto di titoli di debito pubblico del Regno Unito, chiamati Gilt, e obbligazioni societarie da parte della BoE avviene tramite il BEAPFF (Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited), una società controllata direttamente dalla banca centrale.

Le aziende che desiderano rientrare nei piani di acquisto APF devono soddisfare i criteri di idoneità riportati nella Tabella [3]:

Criterion	Condition	Corporate Bond Purchase Scheme	Gilt Purchases – competitive auctions	Gilt Purchases – non-competitive auctions
Market maker in corporate bonds		✓		
Participant in the SMF for Open Market Operations ⁴		✓		
Authorised for the purposes of the Financial Services and Markets Act				✓
Gilt-Edged Market Maker ⁵			✓	✓
Participant in the SMF for gilt-purchase Open Market Operations ⁵	Only one counterparty per group may participate in competitive auctions		✓	X

✓ = criterion must be met X = criterion must not be met

Tabella [3]: criteri di idoneità per l'applicazione al fondo APF (Fonte: Bank of England APF report).

Alla Bank of England spetta la decisione finale di accettare o meno le domande di accesso delle controparti, anche senza fornire spiegazioni.

Successivamente all'accettazione della BoE le imprese devono fornire le quotazioni dei titoli della società, c.d. dealer runs, tramite Bloomberg, nonché le indicazioni riguardo le obbligazioni che intendono vendere al BEAPFF. Infine, gli acquisti di obbligazioni vengono gestiti direttamente dalla banca centrale, con l'obiettivo di costruire un portafoglio equilibrato entro i limiti fissati dal MPC.

I titoli acquistabili da questo fondo comprendono:

- A. Debito senior convenzionale garantito o meno, non subordinato
- B. Obbligazioni con rating investment grade da parte di almeno una delle principali agenzie di rating
- C. Importo minimo in emissione di 100 milioni di sterline
- D. Scadenza residua minima di dodici mesi, nessun debito perpetuo
- E. Obbligazioni societarie che contengono una "clausola Spens"
- F. Titoli emessi da una filiale finanziaria richiederanno di norma una garanzia all'interno del gruppo dell'emittente.

I titoli dovranno essere ammessi alla quotazione ufficiale della Borsa di Londra (LSE) o di una borsa valori dell'UE.

Riguardo i Gilt, i titoli del debito sovrano del Regno Unito, la Bank of England, che agisce per conto del BEAPFF, acquista questo genere di titoli al fine di attuare la politica monetaria.

I Gilt che non soddisfano i requisiti di acquisto sono:

- A. Gilt con vita residua minore di 3 anni
- B. Gilt indicizzati, titoli di riserva, titoli con valore inferiore a 4 miliardi di sterline
- C. Gilt di cui il fondo detiene attualmente il 70% del flottante

La tecnica del QE è stata uno strumento fondamentale durante la pandemia da Sars-Cov-2, poiché è stato il principale flusso di investimento nella pubblica

amministrazione e nelle imprese private. Dal punto di vista numerico, la somma che il BEAPFF deteneva nel 2018 poco più di 600 miliardi di asset, a fine 2021 la somma detenuta ha raggiunto i 895 miliardi di sterline.

Le spinte inflazionistiche inevitabilmente derivanti da questo processo di acquisto hanno indotto il Monetary Policy Committee a ridurre costantemente la quantità di moneta immessa in questo sistema dall'inizio 2022.

Questa decisione del MPC ha generato un significativo problema di insolvenza soprattutto per le piccole e medie imprese, che fino al 2022 erano state ulteriormente supportate dal CCF (Covid Corporate Financing Facility), un'istituzione figlia della partnership tra BoE e His Majesty's Treasury, la quale si poneva come obiettivo il finanziamento delle SMEs per il pagamento di affitti, fornitori e dipendenti.

3.3. EFFETTI E RISULTATI DELLA POLITICA MONETARIA DELLA BoE

3.3.1. EFFETTI SULL'OCCUPAZIONE

Al fine di comprendere il problema occupazionale che affligge il Regno Unito si può citare il caso Byron-Thunderbird, due catene di fast food succedutesi vicino alla stazione metropolitana di Earl's Court, una zona turistica della capitale inglese.

Durante la primavera 2020, segnata dal primo lockdown, a causa della mancanza di clienti, la catena di fascia alta Byron chiude i battenti, sostituita da un'altra catena, a livello qualitativo decisamente inferiore, chiamata Thunderbird Fried Chicken. Il nuovo punto vendita della catena però incorre nel problema opposto, ovvero la mancanza di personale. Il cartello "Staff Wanted", come quello di centinaia di altre imprese nel settore del Food & Beverage e non, rimane appeso in vetrina per mesi.

Questo caso, apparentemente circoscritto, in realtà evidenzia bene la problematica del gap occupazionale di manodopera poco qualificata che si sta verificando in Gran Bretagna da dopo Brexit. D'altro canto, la disoccupazione nel Regno Unito si è stabilita su cifre impensabili in una nazione che prima del Covid-19 era in piena occupazione, come mostrato in figura [10].



Figura [10]: andamento del tasso di disoccupazione del Regno Unito (Fonte: Trading Economics)

Questo dualismo di fenomeni, almeno in teoria, sembra potersi risolvere da solo, ma in realtà il problema nasce proprio dalla chiusura delle frontiere con l'UE. Difatti, nell'ultimo decennio le principali fonti di manodopera poco qualificata, e quindi a basso costo, per Londra sono state Italia e Polonia.

Da quando la Gran Bretagna ha deciso di uscire dal patto Schengen, i criteri di assegnazione del visto lavorativo si sono inaspriti in modo significativo, tanto da richiedere un contratto di lavoro per mansioni qualificate e con salario minimo di 30 mila sterline annue. La principale conseguenza di questa misura è che tutta la forza lavoro che si trasferiva nel Regno Unito per svolgere mansioni umili ha rinunciato all'emigrazione verso lo stato britannico.

La fine del flusso di manodopera a basso costo proveniente dall'UE, congiuntamente al gap di un milione di lavoratori registrato a luglio del 2021, ha

innescato una tendenza al rialzo dei salari, con conseguenze inflattive, come mostrato nella figura [11]:



Figura [11]: crescita percentuale dei salari (Fonte: Trading Economics)

Per i sostenitori di Brexit questo fenomeno comporta una grande opportunità nel medio termine: quella di elevare tutto il processo industriale del Regno Unito ad un livello più qualificato della catena produttiva, nel quale si generano più introiti. La realtà però è che il livello della produzione britannica è in calo a causa della scarsità della manodopera e della de-industrializzazione del paese, che necessita sempre più dell'importazione dalle nazioni le cui imprese hanno un basso costo di manodopera, generando un'uscita al momento insostenibile per le casse britanniche, come rappresentato nella figura [12]:



Figura [12]: andamento delle importazioni verso il Regno Unito in milioni di sterline (Fonte: Trading Economics)

Al fine di contrastare la crescente insolvenza delle imprese, la quale è la prima causa diretta di disoccupazione in quanto la manodopera è il principale costo per la maggior parte delle aziende, il governo britannico ha messo in atto delle politiche di Welfare costituite da sussidi economici, quali il Jobs Retention Scheme e il Claimant Count.

La figura [13] descrive l'andamento del numero dei richiedenti sussidi statali in generale.



Figura [13]: numero dei richiedenti sussidi statali in decine di migliaia (Fonte: Investing.com)

Come possiamo notare la curva si impenna nei mesi immediatamente successivi alla prima ondata di Covid-19, quando il Regno Unito, tramite il Jobs Retention Scheme, finanziò con 70 miliardi di sterline il gap di liquidità delle imprese a seguito dello shock produttivo dovuto al lockdown.

Successivamente, almeno fino agli albori del fenomeno inflattivo che caratterizza l'attuale periodo storico, la richiesta dei sussidi sembrava essere in diminuzione, ma appena sono iniziati a lievitare i prezzi la tendenza si è invertita, generando un'ulteriore spesa per le casse del tesoro della corona.

L'odierno gap occupazionale nel Regno Unito è sicuramente una delle conseguenze più evidenti imputabili direttamente a Brexit, in quanto la frazione più significativa della domanda di lavoro è rappresentata dalla richiesta di manodopera non qualificata, la quale è però stata esclusa dall'economia britannica tramite le limitazioni di reddito e qualifica imposte dalla fazione più isolazionista del Conservative Party.

3.3.2. EFFETTI SUL MERCATO FINANZIARIO

Il settore finanziario del Regno Unito è sicuramente una delle maggiori risorse per lo stato britannico, considerato per decenni il fulcro bancario e finanziario del vecchio continente.

Dall'uscita dall'UE però, Londra ha subito la concorrenza di altri centri finanziari dell'UE, prima tra tutte Amsterdam, che nel 2022 è diventata il maggiore centro di compravendita di azioni in Europa.

A dicembre 2022, il Chancellor of the Exchequer Jeremy Hunt ha promulgato un pacchetto di 30 misure volte a modernizzare il Consumer Credit Act ed i requisiti di governance e finanziamento delle imprese, chiamato "Riforme di Edimburgo". Le Riforme di Edimburgo comprendono non solo una mitigazione della regola di separazione delle operazioni di retail rispetto a quelle di investimento per le

banche che non vendono al dettaglio, introdotta nel 2008, ma anche delle semplificazioni sulle leggi che riguardano lo short selling, la quotazione in borsa per le imprese e sui bilanci delle compagnie assicurative.

Inoltre, queste riforme prevedono anche la ritrattazione del Senior Managers Regime, il regime di responsabilità per i manager finanziari che regolamentava le sanzioni per danni imputabili direttamente ad essi.

Il pacchetto di riforme è stato emanato al fine di far tornare il flusso di capitali esteri verso Londra, ed infatti in patria è stato accolto con grande clamore, tanto da essere stato definito “Big Bang 2.0”, in onore della deregolamentazione che a partire dagli '80 ha reso la City un colosso del settore finanziario globale.

Riguardo proprio ai principi su cui si basano queste riforme, Jeremy Hunt ha dichiarato:

“Siamo impegnati a garantire al Regno Unito lo status di uno degli hub di servizi finanziari più aperti, dinamici e competitivi del mondo. Le riforme di Edimburgo sfruttano le libertà concesse dalla Brexit per offrire un regime normativo agile e di origine nazionale che operi nell’interesse dei cittadini britannici e delle nostre imprese”. “E andremo oltre, riformando le onerose leggi dell’UE che ostacolano la crescita di altri settori come la tecnologia digitale e le scienze della vita”.

Nonostante Bim Afolami, segretario economico del Tesoro britannico, abbia affermato che il governo sia riuscito nel completamento di 22 delle 30 riforme previste, ad oggi secondo i rapporti del His Majesty’s Treasury nessuna di esse ha avuto effetti determinanti sul sistema economico.

Focalizzandoci sulla borsa possiamo notare come, dopo lo shock iniziale immediatamente successivo allo scoppio della pandemia nel 2020, i mercati inglesi sembrano aver ripreso delle tendenze ascensionali, ritornando quasi ai massimi storici negli ultimi mesi del 2023 e nei primi del 2024.

La figura [14], rappresenta l’andamento del principale indice britannico, il FTSE 100:



Figura [14]: rendimenti percentuali del FTSE100 (Fonte: Trading View).

Nonostante la flessione positiva però, confrontandola con i principali indici degli altri paesi economicamente sviluppati, notiamo come la crescita dell'Exchange Traded Fund britannico non sia così marcata.

Nel grafico della figura [15] sono mostrati i rendimenti dell'ETF FTSE 100 (in giallo), comparati con quelli di S&P500, Nasdaq100 ed FTSE EURO TOP 100:

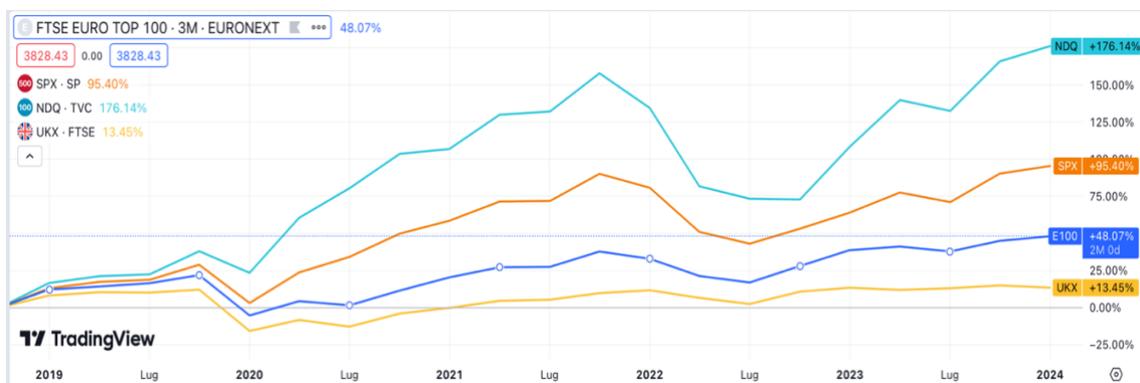


Figura [15]: confronto dei rendimenti del FTSE100 con S&P500, Nasdaq100, ed FTSE EURO100 (Fonte: Trading View)

Michael Field, European market strategist di Morningstar Inc., una società americana leader nel settore dell'analisi finanziaria indipendente, sostiene che il basso rendimento del FTSE 100 sia dovuto a diverse ragioni, che variano dalla composizione dell'indice stesso alla sfiducia generale riguardo la crescita del Regno Unito.

Il problema più significativo, secondo Field, risiede nella struttura dell'ETF, che è composto principalmente dal settore bancario e da quello delle materie prime, che essendo entrambi in crisi in tutto il mondo, ma in particolar modo in Gran Bretagna, generano una tendenza al ribasso.

Questo trend prolungato e la mancanza di aspettative di miglioramento, unito al fatto che multinazionali britanniche come Arm Holdings, azienda designer di chip, abbiano deciso di quotarsi a Wall Street, hanno scatenato un deflusso di capitali, soprattutto esteri, dalla London Stock Exchange, come mostrato nel grafico della figura [16]:

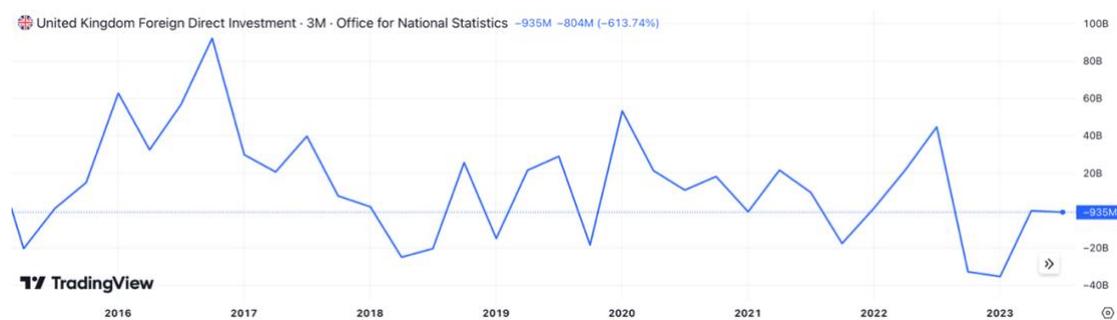


Figura [16]: livello degli investimenti esteri nel Regno Unito in miliardi di dollari (Fonte: Trading View)

Come possiamo notare, gli investimenti esteri si sono ridotti di 4 volte rispetto allo scorso anno, passando da una somma che superava i 40 miliardi nel 2022 ad una cifra complessiva poco sotto i 10 alla fine del 2023, con il conseguente gap di liquidità per le imprese britanniche precedentemente descritto.

Riguardo al settore bancario lo scenario è tutt'altro che rassicurante: la domanda di mutui è al minimo rispetto agli ultimi 10 anni, diminuendo ad un tasso annuale del 40% a causa della continua progressione dei tassi d'interesse ufficiali. Inoltre, l'impennata delle rate dei mutui a tasso variabile contratti prima della pandemia aumenta fortemente il rischio di insolvenza dei debitori. Sul fronte del mercato immobiliare, quindi, giungono altre pessime notizie, che potrebbero trascinare l'intero sistema economico in una profonda recessione.

La manovra deflattiva però, ricorda Field, sta giungendo al termine e con essa anche l'unica conseguenza positiva per le banche, ovvero gli elevati rendimenti sul capitale, che sono la principale fonte di reddito per gli istituti di credito attualmente.

Per concludere un quadro piuttosto negativo, la sterlina, seppur al rialzo dal 2022, ha raggiunto quasi i minimi storici nel rapporto di cambio con il dollaro degli ultimi 50 anni, come mostrato dal grafico della figura [17]:



Figura [17]: rapporto di cambio sterlina/dollaro americano (Fonte: Trading Economics)

La decrescita del valore della sterlina segna momenti storicamente molto complicati nella storia del Regno Unito. Infatti, come mostrato nel grafico, il rapporto di cambio con il dollaro odierno è paragonabile a quello del decennio in cui era in carica Margaret Thatcher, la cui politica verrà discussa nel capitolo 4, grazie alle innumerevoli similitudini tra il periodo storico del suo governo e quello attuale.

CAPITOLO 4: CONFRONTI CON LA POLITICA MONETARIA DI ALTRI PAESI

In questo capitolo verranno brevemente descritte le decisioni principali di politica monetaria della Federal Reserve (FED) e Banca Centrale Europea (BCE) al fine di confrontare la gestione delle banche centrali occidentali con quelle della Bank of England.

4.1. CONFRONTO CON LA FED

La politica monetaria della Bank of England (BoE) e della Federal Reserve (Fed) degli Stati Uniti ha seguito percorsi simili ma con differenze significative, rispecchiando le esigenze uniche delle rispettive economie. Entrambe le banche centrali hanno il mandato di mantenere la stabilità dei prezzi e sostenere l'occupazione, ma i loro approcci e decisioni specifiche possono variare.

Durante i periodi di instabilità economica o di crisi finanziaria, la BoE e la Fed hanno entrambe attuato politiche di Quantitative Easing, acquistando titoli di stato e altri titoli finanziari per iniettare liquidità nel sistema finanziario e abbassare i tassi di interesse a lungo termine, generando però il fenomeno inflattivo che ha caratterizzato il periodo che va dall'inizio del 2022 ad oggi, come mostrato nella figura. [18]:

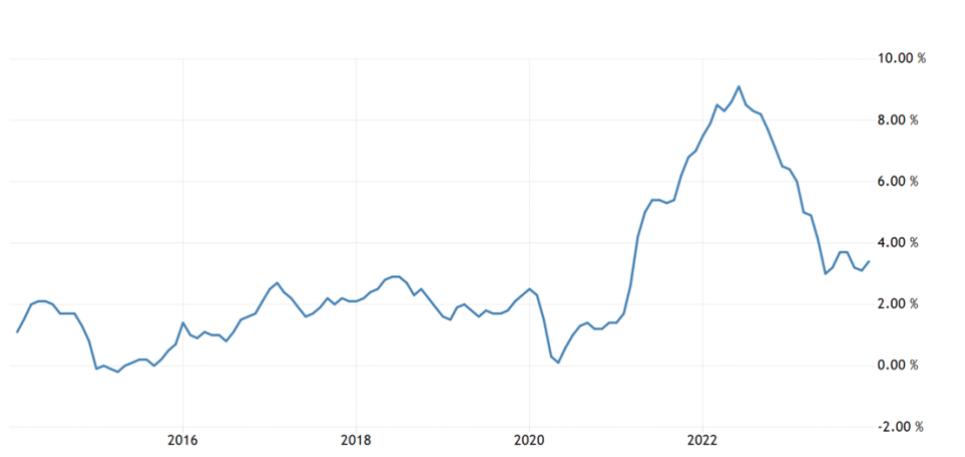


Figura [18]: tasso d'inflazione negli Stati Uniti (Fonte: Trading Economics)

La BoE opera in un contesto economico e politico influenzato dalle sue relazioni con l'UE, soprattutto in seguito alla Brexit. Questo ha richiesto una maggiore attenzione alla stabilità finanziaria e ai rischi di cambio, oltre alla gestione della politica monetaria convenzionale.

La Fed invece, ha un impatto significativo a livello globale, dato il ruolo del dollaro USA come valuta di riserva mondiale. Le sue decisioni di politica monetaria sono attentamente osservate da banche centrali, investitori e governi di tutto il mondo, influenzando così in modo significativo i flussi di capitale globale e i tassi di cambio.

Negli ultimi anni, entrambe le banche centrali hanno affrontato la sfida di bilanciare il sostegno alla ripresa economica con la prevenzione dell'inflazione. Entrambe le banche centrali anglosassoni hanno mostrato una tendenza proattiva di reazione all'inflazione, aumentando i tassi di interesse per frenarla, anche se la BoE ha adottato un approccio leggermente più cauto, cercando di bilanciare le preoccupazioni per la crescita con quelle per la stabilità dei prezzi.

La figura [19], rappresenta la gestione del tasso di interesse sui rifinanziamenti principali della Fed, che come possiamo notare ad oggi è di 50 punti base più alto di quello fissato dalla BoE:

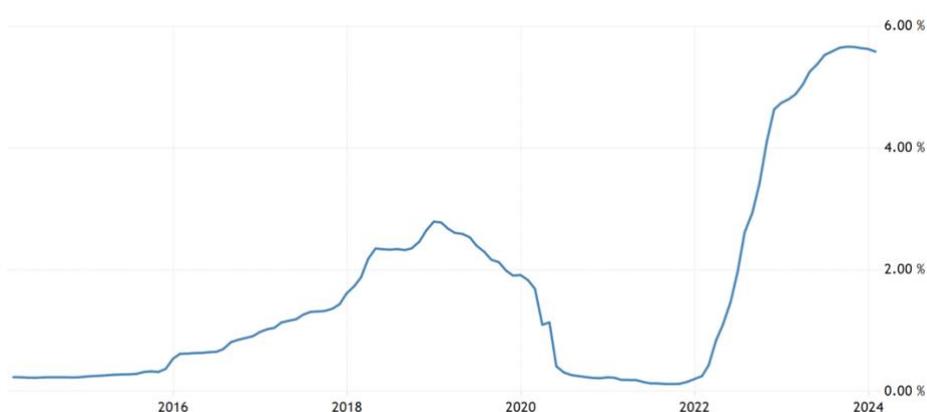


Figura [19]: gestione del tasso di rifinanziamento principale da parte della FED (Fonte: Trading Economics)

In conclusione, mentre la BoE e la Fed condividono obiettivi simili, le loro politiche riflettono le diverse sfide economiche, politiche e sociali che affrontano. Entrambe devono navigare in un ambiente economico globale incerto, adattando le loro strategie per promuovere la stabilità finanziaria e sostenere la crescita economica.

4.2. CONFRONTO CON LA BCE

La politica monetaria della Banca Centrale Europea (BCE) è un elemento cruciale nell'architettura economica e finanziaria dell'UE, essendo responsabile della stabilità dei prezzi e del controllo dell'inflazione nell'area dell'euro.

A differenza di altre grandi banche centrali come la Federal Reserve (Fed) degli Stati Uniti o la Bank of England (BoE), la BCE gestisce una politica monetaria unica per un collegio di paesi membri, ognuno con la propria economia, il proprio bilancio pubblico e debito sovrano. Questo presenta sfide molto differenti dalle banche centrali convenzionali in termini di politica monetaria e coordinamento tra gli stati membri.

Il mandato primario della BCE, che è stato cambiato a causa del fenomeno inflattivo dell'inizio del 2022, è di mantenere l'inflazione "vicino ma al di sotto del 2%" nel medio termine.

Una delle principali differenze tra la BCE e altre banche centrali come la Fed e la BoE è proprio il contesto politico ed economico in cui opera, difatti la gestione di una politica monetaria unica per un'area economica composta da stati sovrani con caratteristiche economiche e sociali molto differenti richiede un elevato grado di coordinamento e cooperazione tra i paesi membri. Le decisioni della BCE infatti, devono tenere conto delle diverse condizioni economiche tra i paesi dell'area euro, che possono variare notevolmente in termini di crescita economica, disoccupazione e bilancia commerciale.

Nei primi anni di pandemia, la BCE ha affrontato la sfida di stimolare l'economia dell'area euro in un contesto di bassa inflazione e bassa crescita economica, adottando tassi di

interesse molto bassi o negativi e lanciando programmi di acquisto di asset su larga scala. Queste misure però hanno scatenato il fenomeno inflattivo presente nei nostri giorni, che hanno costretto la BCE a adottare una politica di rialzo dei tassi di interesse ufficiali, anche se meno delle altre banche centrali dei paesi occidentali, come mostrato in figura [20]:

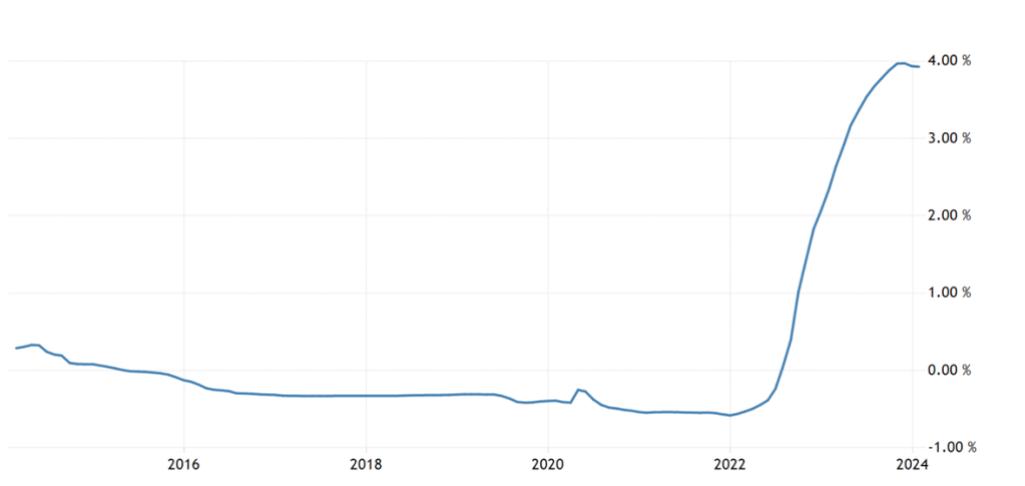


Figura [20]: tasso d'inflazione nell'area Euro (Fonte: Trading Economics)

La decisione di non elevare troppo il costo del capitale è stata presa, anche a fronte di un'inflazione più o meno pari a quella britannica ed inferiore a quella statunitense, come mostrato in figura [21], al fine di non diminuire troppo il moltiplicatore della moneta e permettere così la circolazione di una maggior quantità di moneta



Figura [21]: gestione del tasso di rifinanziamento principale da parte della BCE (Fonte: Trading Economics)

La BCE quindi, opera in un contesto unico e complesso, dovendo bilanciare la sua missione di stabilità dei prezzi con le esigenze economiche diverse e talvolta contrastanti dei paesi membri dell'area euro. Le sue politiche riflettono non solo reazioni alle condizioni economiche globali e dell'area euro, ma anche la necessità di navigare in un ambiente politico complesso e interconnesso.

CAPITOLO 5: CONCLUSIONI

5.1. CONFRONTO CON LA POLITICA ECONOMICA DI MARGARET THATCHER

5.1.1. IL GOVERNO THATCHER: CONTESTO, IDEOLOGIA E RIFORME

*“Nessuno ricorderebbe il Buon samaritano se avesse avuto solo buone intenzioni.
Aveva anche i soldi” – Margaret Thatcher – 1980*

La figura di Margaret Thatcher è spesso stata rappresentata in termini quasi mitologici, sia dai suoi sostenitori che dai suoi oppositori. Viene frequentemente descritta come una figura eroica nella guerra al collettivismo, nel suo impegno a promuovere il libero mercato e a ridurre l'intervento dello stato nell'economia.

Margaret Thatcher fu eletta Primo Ministro del Regno Unito dal maggio del 1979 per tre mandati consecutivi, diventando così non solo la prima donna ad essere incaricata di questo ufficio, ma anche la persona che lo ha mantenuto per più tempo nella storia della Gran Bretagna dal XX secolo ad oggi.

La sua politica economica, basata più sulla sua personale concezione dei rapporti stato-mercato che su un'ideologia economica precisa, ha risollevato uno stato che nei 4 anni prima della sua elezione, nel 1975, registrava un'inflazione pari al 24,2% e un tasso di disoccupazione intorno al 5%.

Questi dati, incredibilmente simili a quelli odierni, erano dovuti principalmente a due fenomeni:

- A. I forti shock provocati dall'OPEC, il cartello dei maggiori esportatori di petrolio, che limitandone l'offerta provocarono un aumento dei prezzi del greggio di 4 volte nel biennio 1973-1974
- B. La decisione della Gran Bretagna di uscire dagli accordi di Bretton Woods, l'accordo del 1944 che stabiliva dei regimi di cambio fissi per le valute delle nazioni aderenti rispetto al dollaro

Nel 1971, sotto il governo Nixon, gli Stati Uniti decisero di sospendere la convertibilità del dollaro in oro, sciogliendo di fatto gli accordi di Bretton Woods, con l'obiettivo di non dover più rispettare le stringenti regole di politica monetaria stabilite. Ciò non modificò lo status di riserva mondiale riservato al dollaro, ma scatenò nei paesi monetariamente più fragili, come il Regno Unito, un fenomeno inflattivo molto pronunciato.

Durante il governo Heath, in carica dal 1970 al 1974, c'era già stato un tentativo di liberalizzazione del mercato, tanto che nel 1973 la Gran Bretagna aderì al Mercato Comune, ma a seguito di un aumento della disoccupazione e la conseguente opposizione dei sindacati, il governo virò verso una politica fortemente interventista in campo economico. La gestione della spesa pubblica però fu tutt'altro che efficiente, poiché chi gestiva i fondi governativi tendeva ad assumere in maniera eccessiva e sovrastimare le spese al fine di aumentare il proprio budget.

La pressione fiscale che la popolazione britannica subiva era effetto proprio dell'eccessiva nazionalizzazione dei servizi, della precisa pianificazione statale ereditata dall'economia di guerra e dalla mala gestione dei pubblici uffici. Inoltre, le politiche espansive volte al miglioramento delle condizioni lavorative volute dai sindacati ed insostenibili per gli imprenditori hanno contribuito al fenomeno inflattivo, poi scoppiato a seguito della crisi petrolifera.

In questo periodo storico segnato dal pensiero Keynesiano, basato sull'interventismo statale in economia, la Thatcher propone un modello che ha talmente segnato la storia recente da generare la corrente economica Thatcheriana, proprio dal nome del Primo Ministro britannico.

I cardini del pensiero Thatcheriano erano: economia libera e stato forte. Il concetto di economia libera si può riassumere nella non ingerenza dello stato in campo economico, ma senza perciò indebolire lo stato stesso, che doveva assumere il ruolo di sostenitore e regolatore del sistema economico basato sull'iniziativa privata.

La prima manovra della Thatcher fu la soppressione dei vincoli statali sulle transazioni finanziarie, che fu una mossa molto audace poiché espose le industrie inglesi alle regole e soprattutto alla concorrenza del mercato globale, cosa che non avveniva da quel principio di libero mercato tentato nel 1914.

Ciò ebbe conseguenze decisamente negative per il settore manifatturiero, il cui declino generò la sacca di disoccupazione permanente in Scozia e Galles che è tuttora presente, rendendo le regioni settentrionali dell'Inghilterra dipendenti dal Welfare. Allo stesso tempo però, congiuntamente con la riforma "Big Bang" del 1986, la globalizzazione del mercato britannico portò la nascita del settore finanziario nella City di Londra che, fino al 2022, è stato il centro della compravendita di azioni e servizi finanziari più importante d'Europa.

La riforma "Big Bang", dipinta dalla stampa di allora come una manovra di deregolamentazione legislativa dei mercati, fu in realtà quasi l'opposto. Difatti la soppressione della regolamentazione privata all'interno della City e del divieto per le società finanziarie di svolgere contemporaneamente compravendita e mediazione di servizi finanziari, rese possibile la creazione di una legislazione statale in ambito finanziario, che fino a quel momento nessuno era riuscito ad introdurre. Difatti il "Big Bang" fu seguito dal Financial Service Act, una riforma che prevedeva una regolamentazione dei mercati finanziari delegata ad enti privati, ma che la cui approvazione era affidata al governo.

Inoltre, la concessione alle banche straniere di insediarsi a Londra alle stesse condizioni delle banche britanniche permise la creazione della simbiosi dei settori finanziari inglesi

ed americani, che fu uno dei principali motori della globalizzazione e del boom degli anni '90.

L'ideologia della Thatcher fortemente a favore del mercato libero e concorrenziale la si ritrova anche nei rapporti tra il suo governo e la Comunità Europea, infatti già nel 1975 votò a favore dell'entrata nella Comunità, e nel 1978 criticò James Callaghan, suo predecessore, per il mancato ingresso nel Exchange Rate Mechanism (ERM), una componente del sistema monetario europeo il cui fine era di ridurre la variabilità dei rapporti di cambio delle valute comunitarie allo scopo di stabilizzarle.

Il programma di privatizzazione fu uno dei punti cardine della politica economica della Thatcher, anche se nella campagna elettorale del 1979 non ne fece menzione, generando così una forte opposizione. Uno dei grandi successi del suo primo mandato però, fu proprio la privatizzazione della Telecom britannica, perché permise ai funzionari statali di acquisire le competenze necessarie alla gestione efficiente delle successive privatizzazioni, riguardanti settori strategici come gas, elettricità e acqua, ma anche di settori fondamentali per l'economia britannica, come le acciaierie e i cantieri navali.

5.1.2. LA POLITICA MONETARIA DI MARGARET THATCHER

La politica monetaria di Margaret Thatcher ha sempre sostenuto il mantenimento dei tassi di interesse a valori bassi rispetto a quelli degli altri paesi sviluppati negli anni '80, anche nei casi in cui il mercato sembrava richiedere un intervento di innalzamento di questi ultimi da parte della banca centrale, in un periodo storico che ha molti elementi in comune alla situazione attuale. Questa concezione deriva dalla volontà della Thatcher di aiutare la classe operaia tramite sgravi fiscali, in particolare sui mutui.

Difatti la Thatcher sostenne il capitalismo popolare, soprattutto tramite l'operazione di vendita delle case popolari a favore degli stessi inquilini ad un prezzo fortemente ribassato, chiamata "Right to Buy". Questa manovra, che dal 1980 portò all'acquisto di più di un milione e mezzo di case popolari da parte della classe operaia, non solo ridusse

in modo significativo la spesa pubblica, ma generò anche grande consenso nella classe medio-bassa britannica, permettendo alla Thatcher di governare per ben 3 mandati.

La lotta al fenomeno inflattivo fu uno dei baluardi del governo Thatcher, tramite l'introduzione di una nuova politica dei redditi, definita supply-side economics, che si articolava nelle seguenti fasi:

- A. Politiche fiscali "improntate al rigore", ovvero la riduzione e riqualificazione della spesa pubblica tramite tagli ai reparti improduttivi
- B. Le politiche energetiche, tra le quali la costituzione imposte sulla spesa e sulle rendite petrolifere, al fine di rendere meno costoso l'approvvigionamento energetico per gli imprenditori
- C. Il favoreggiamento della mobilità del mercato del lavoro e la flessibilità della produzione, tramite l'abolizione del controllo statale su prezzi, cambi e dividendi
- D. Le politiche volte al ristabilimento della concorrenza e alla privatizzazione dei settori strategici
- E. Le riforme di deregolamentazione burocratica del sistema finanziario

5.1.3. I TRAGUARDI DEL GOVERNO THATCHER

Tra il 1979 e il 1991 i tre governi Thatcher produssero dei traguardi economici strabilianti, i cui principali risultati sono riassunti di seguito:

- A. PIL, spesa pubblica, inflazione e pressione fiscale:
 - La riduzione del rapporto debito/PIL dal 54,37% al 34,90%
 - La crescita del PIL pro-capite reale pari al 24%
 - La contrazione della spesa pubblica di circa il 15%
 - La decrescita del tasso di inflazione dal 17,97% al 5,85%, registrando il suo minor valore di 3,42% nel 1986

- Una riduzione delle imposte di poco superiore all'1%, finanziata però con l'aumento di circa il 5% del contributo del decile più ricco della popolazione britannica
- B. Imprese ed occupazione:
- La crescita del settore primario del 3,41%, rispetto a quella registrata nel decennio precedente di poco superiore all'1%
 - Un aumento medio del 4% annuo del tasso di produttività del settore manifatturiero
 - Un incremento del 2% del valore del settore finanziario
 - La riduzione del 16,80% della di disoccupazione di lungo periodo
 - Una decrescita pari al 3,2% del tasso di disoccupazione, rendendo la Gran Bretagna la nazione con la più alta percentuale di occupati in Europa nel 1984
- C. Società e condizioni di vita:
- Il passaggio da un'aspettativa di vita di 71,9 anni nel 1970 a 76,7 nel 1990
 - Una riduzione maggiore del 10% del tasso di mortalità infantile

Analizzando questi dati si può notare una crescita del Regno Unito che potremmo definire “a tutto tondo”, che passò da una fase recessiva del suo ciclo economico ad una di grande espansione, dando vita a quella che fino ai giorni nostri è stata una delle più floride economie del vecchio continente.

5.2. “STUDIA IL PASSATO SE VUOI PREVEDERE IL FUTURO” - CONFUCIO

Il titolo scelto per il paragrafo conclusivo di questa tesi non è casuale, anzi, nella frase di Confucio citata risiede probabilmente la risoluzione del periodo di crisi che stiamo vivendo in tutto il mondo, ma che è particolarmente accentuata nel Regno Unito anche a causa di Brexit.

L'ideologia comunitaria basata sul libero mercato concorrenziale, sulla mobilità di beni e persone e sulla libertà imprenditoriale è, dal mio punto di vista, l'unica possibile via di ripresa dal buio periodo recessivo in cui si sta addentrando il Regno Unito.

Margaret Thatcher ci insegna come il fenomeno inflattivo non vada combattuto con l'innalzamento dei tassi di interesse, che causano l'aumento del costo del capitale e quindi del rischio di insolvenza delle imprese, ma con politiche di investimento nella produttività del settore privato che consentano agli imprenditori di finanziare le proprie attività anche ricorrendo al debito, che ricordiamo è una delle principali fonti di finanziamento per le aziende.

Il circolo vizioso innescato dalla pandemia da Covid-19, che nasce da uno shock sicuramente imprevisto, è stato gestito nel peggiore dei modi a mio parere, poiché l'iniziale politica di salvataggio delle imprese messa in atto e poi fortemente ritrattata dalle banche centrali occidentali ha creato un'inefficienza generale dell'intero sistema economico. La necessità di aumentare le misure di Quantitative Easing era infatti palese, ma doveva essere fatto con più attenzione al valore reale delle aziende finanziate, più che al principio del mantenimento dei posti di lavoro. Questo iniziale round di finanziamento ha aiutato molte imprese che altrimenti sarebbero fallite, ma una volta scatenato il fenomeno inflattivo registrato nell'ultimo biennio e il conseguente disinvestimento delle banche centrali, unito ad una restrizione improvvisa e consistente della politica monetaria sono le principali cause della crisi del settore privato che è particolarmente marcata nel Regno Unito, ma è presente in tutto il mondo economicamente sviluppato.

Ad oggi le banche centrali propongono un orizzonte di taglio dei tassi a lungo termine, tanto che la BoE prevede di mantenere il tasso bancario sopra il 4% fino alla fine del 2026. Tassi così alti, che già oggi influiscono negativamente sia sulle imprese, di cui ne falliscono circa 7000 a trimestre, che sulle famiglie, le quali hanno ridotto del 40% su base annua la domanda di mutui, potranno solo che peggiorare le condizioni di queste due fondamentali categorie di soggetti macroeconomici. La recessione descritta e registrata dagli analisti invece si risolve solo con la crescita della ricchezza di famiglie e imprese,

che passa anche e soprattutto per la possibilità di ricorrere al debito per investire nella propria azienda o comprare una casa, poiché l'indebitamento, come abbiamo spiegato nel paragrafo 2.1.1., aumenta il moltiplicatore Keynesiano, che costituisce una parte consistente dell'offerta di moneta.

A mio modesto parere la sopportazione di un tasso di inflazione leggermente più alto, in favore di una riduzione del costo del capitale di debito potrebbe risollevare il sistema economico britannico, come è stato nel ventennio Thatcheriano. La possibilità di investire per le imprese, sia dal punto di vista del rinnovamento delle immobilizzazioni al fine di aumentare la produttività e ridurre l'impatto ambientale, che sul versante dell'occupazione gioverebbe soltanto ad una economia che fino a Brexit sembrava una delle più solide economie europee.

Dal punto di vista comunitario non credo che si possa fare un passo indietro, anche se secondo i sondaggi la maggior parte della popolazione e della classe politica si è pentita della scelta fatta, ma una riapertura al mercato della manodopera a basso costo proveniente dall'UE potrebbe essere un fattore positivo per le imprese manifatturiere, le più in difficoltà nel Regno Unito di oggi.

I prossimi anni saranno colmi di sfide e difficoltà, per la Gran Bretagna come per tutto il resto del mondo, quindi l'opportunità di invertire questo circolo vizioso e di eliminare gli elementi negativi che si sono insediati nel sistema economico globale dallo scoppio della pandemia da Covid-19 dovrà essere sfruttata nel miglior modo possibile.

BIBLIOGRAFIA

- Banca Centrale Europea, 2021. *La nostra risposta alla pandemia di coronavirus.*
- Bank Of England *Monetary Policy Report January 2020.*
- Bank Of England, 2020. *Monetary Policy Report February 2020.*
- Bank Of England, 2020. *Interim Financial Stability Report May 2020.*
- Bank Of England, 2020. *Bank of England Record of the Financial Policy Committee May 2020.*
- Bank Of England, 2020. *Monetary Policy Report May 2020.*
- Bank Of England, 2020. *Interim Financial Stability Report August 2020.*
- Bank Of England, 2020. *Monetary Policy Report August 2020.*
- Bank Of England *Record of the Financial Policy Committee Meetings August 2020.*
- Bank Of England, 2020. *Monetary Policy Report November 2020.*
- Bank Of England, 2021. *Monetary Policy Report February 2021.*
- Bank Of England, 2021. *Monetary Policy Report May 2021.*
- Bank Of England, 2021. *Monetary Policy Report August 2021.*
- Bank Of England, 2021. *Monetary Policy Report November 2021.*
- Bank Of England, 2022 *Monetary Policy Report February 2022.*
- Bank Of England, 2022. *Monetary Policy Report May 2022.*
- Bank Of England, 2022. *Monetary Policy Report August 2022.*
- Bank Of England, 2022. *Monetary Policy Report November 2022.*
- Bank Of England, 2023. *Monetary Policy Report February 2023.*
- Bank Of England, 2023. *Monetary Policy Report May 2023.*
- Bank Of England, 2023. *Monetary Policy Report August 2023.*
- Bank Of England, 2023. *Monetary Policy Report November 2023.*
- Bavetta S. 2014. *L'eredità Politica Di Margaret Thatcher e La Costruzione Della Società Aperta - Ventunesimo Secolo*, 13(35). pp. 107–133.
ISSN:15943755

- Bodellini M. 2021. *Politica monetaria della Bank of England davanti all'emergenza del Covid-19*. Rivista Trimestrale Del Diritto Dell'economia, pp. 98-135. ISSN:2036 4873 1.
- Booth P., Ferrari L. 2014. *Margaret Thatcher e La Rivoluzione Dei Mercati Finanziari*. Ventunesimo Secolo, 13(35), pp. 61–78. ISSN:15943755.
- Cavallino P., De Fiore F. 2020. *Central bank's response to Covid-19 in advanced economies*. BIS Bulletin. ISSN:27080420.
- Ciotti L., Scinetti F. 2020. *La politica monetaria USA e gli effetti sulle economie emergenti*. Osservatori Ocpi
- Emmerson C., Mikloš M., Stockton I. 2023. *Policy risks to the fiscal outlook*. Institute For Fiscal Studies
- Federal Reserve, 2020. *Monetary Policy Report February 2020*.
- Federal Reserve, 2021. *Monetary Policy Report February 2021*.
- Federal Reserve, 2022. *Monetary Policy Report February 2022*.
- Federal Reserve, 2023. *Monetary Policy Report March 2023*.
- Gamble A., Zaccaria B. 2014. *Economia Libera e Stato Forte: La Politica Economica Di Margaret Thatcher*. Ventunesimo Secolo,13(35), pp. 41–60 ISSN:15943755.
- Guerrieri V., Lorenzoni G., Straub L. e Werning I. 2020. *Macroeconomic implications of Covid-19: can negative supply shocks cause demand shortages?* NBER Working -Paper n. 26918 DOI:100001257.
- Masala A. *L'eredità di Margaret Thatcher*. Ventunesimo Secolo, 13(35), pp. 9–17 ISSN:15943755.
- Mezzomo L., Jamaleh A. 2020. *Regno Unito: tra Brexit e COVID-19 lo scenario resta problematico*. Macroeconomic Analysis, Intesa Sanpaolo.
- Moec G. 2023. *Axa investment managers: banche centrali, un'altra montagna - parola al mercato*. Borsa Italiana, Dec. 2023
- Vinen R., Ferrari L. 2014. *Britain's Thatcher*. Ventunesimo Secolo, 13(35), pp. 19–40 ISSN:15943755.
- Zaranko B. *The Outlook for Public Spending*. Institute For Fiscal Studies.

SITOGRAFIA

- https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3825560
- https://www.borsaitaliana.it/borsa/notizie/radiocor/finanza/dettaglio/axa-investment-managers-banche-centrali-un-altra-montagna-parola-al-mercato-nRC_03122023_1200_133133465.html
- https://www.osservatorioagromafie.it/wpcontent/uploads/sites/40/2020/12/2020.12.01_Focus-REGNO-UNITO.pdf
- <https://ifs.org.uk/sites/default/files/2022-06/The-outlook-for-public-spending-Ben-Zarenko.pdf>
- <https://ifs.org.uk/publications/policy-risks-fiscal-outlook>
- <http://www.jstor.org/stable/45143074>
- <http://www.jstor.org/stable/45143075>
- <http://www.jstor.org/stable/45143076>
- <http://www.jstor.org/stable/45143077>
- <http://www.jstor.org/stable/45143079>
- <https://osservatoriocpi.unicatt.it/ocpi-Nota%20FED.pdf>
- <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.it.html>
- <https://www.orizzontipolitici.it/banche-centrali-e-covid-quali-reazioni/>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2020/january/monetary-policy-report-january-2020.pdf>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2020/may/monetary-policy-report-may-2020.pdf>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-report/2020/may-2020.pdf>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-policy-summary-and-record/2020/may-2020.pdf>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2020/august/monetary-policy-report-august-2020>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-report/2020/august-2020.pdf>

- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-policy-summary-and-record/2020/august-2020.pdf>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2020/november/monetary-policy-report-nov-2020.pdf>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2021/february/monetary-policy-report-february-2021.pdf>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2021/may/monetary-policy-report-may-2021>
- <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-report/2021/august-2021>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2021/november/monetary-policy-report-november-2021.pdf>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2022/february/monetary-policy-report-february-2022.pdf>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2022/may/monetary-policy-report-may-2022.pdf>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2022/august/monetary-policy-report-august-2022.pdf>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2022/november/monetary-policy-report-november-2022.pdf>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2023/february/monetary-policy-report-february-2023.pdf>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2023/may/monetary-policy-report-may-2023.pdf>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2023/august/monetary-policy-report-august-2023.pdf>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2023/november/monetary-policy-report-november-2023.pdf>
- <https://www.wallstreetitalia.com/trend/quantitative-easing/>
- https://tesi.luiss.it/31809/1/724921_DELLA%20ROCCA_ALESSANDRO.pdf
- <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2009/2009-0708/index.html>

- <https://www.tesionline.it/appunti/economia/macroeconomia/i-costi-sociali-dell'inflazione/876/24>
- <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2020-02-mpr-summary.htm>
- <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2020-02-mpr-part3.htm>
- https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/publications/mpr_default.htm
- <https://www.morningstar.it/it/news/244193/cosa-è-successo-sui-mercati-nel-2023-e-cosa-aspettarsi-nel-2024.aspx>
- <https://www.geopop.it/tre-anni-dalla-brexite-come-sta-oggi-il-regno-unito-dopo-essere-uscito-dall'unione-europea/>
- <https://www.bloomberg.com/search?query=uk%20economy>
- <https://www.ice.it/it/mercati/regno-unito/uk-andamento-economico-i-dati-della-banca-dinghilterra-confermano-il-deciso>
- <https://italia-informa.com/lettere-city-2024-aziende-gran-bretagna.aspx>
- <https://movementtowork.com/the-claimant-count/>
- https://www.ilsole24ore.com/art/paradosso-londra-mancano-operai-e-autisti-ma-e-record-disoccupazione-AECWbVe?refresh_ce
- <https://www.wallstreetitalia.com/regno-unito-annuncia-la-riforma-di-edimburgo-per-il-settore-finanziario/>
- <https://it.marketscreener.com/quotazioni/divise/EURO-BRITISH-POUND-EUR-GB-4593/attualita/La-riforma-Big-Bang-post-Brexit-del-settore-finanziario-britannico-e-una-falsa-notizia-dicono-45526785/>
- <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notices/2020/term-funding-scheme-market-notice-mar-2020>
- <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2022/2022-q1/qe-at-the-bank-of-england-a-perspective-on-its-functioning-and-effectiveness>
- <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/asset-purchase-facility/operating-procedures.pdf>