



Dipartimento di
Economia e Management

Cattedra di Macroeconomia

**Studio delle Politiche Monetarie in risposta alle recenti crisi
e analisi delle possibili conseguenze in campo
macroeconomico**

RELATORE

Prof.re
Alessandro Pandimiglio

CANDIDATO

Samuele Di Mauro

Anno accademico 2021/2022

Introduzione

Capitolo 1: La politica monetaria

1.1 La moneta.....	5
1.2 Obiettivi e strumenti di politica monetaria.....	7
1.3 Le teorie monetarie e la loro influenza sulla politica economica.....	12

Capitolo 2: La crisi del 2008

2.1 Le origini della crisi.....	23
2.2 La risposta della Fed.....	26
2.3 Le politiche non convenzionali della Fed.....	38
2.4 La crisi del debito sovrano in UE.....	42

Capitolo 3: Dalla pandemia all'emergenza energetica: le prospettive future

3.1 Una nuova crisi dell'economia reale.....	46
3.2 Le politiche monetarie in risposta alla pandemia.....	51
3.3 Cause dell'inflazione.....	54

Conclusioni

Bibliografia

Introduzione

L'obiettivo di questo elaborato è studiare le crisi che hanno più influenzato e cambiato nel corso degli anni il pensiero macroeconomico, analizzando le politiche straordinarie adottate dalle banche centrali per poi concludere con un'analisi della situazione odierna e delle future politiche che potrebbero essere in grado di far fronte a un'incalzante inflazione e ad una possibile nuova recessione.

Nel primo capitolo, cominceremo con una spiegazione delle funzioni della moneta e da un'analisi di quello che è stato il processo di innovazione finanziaria; analizzeremo poi gli obiettivi principali della politica monetaria, entrando nello specifico sui tre principali strumenti di politica monetaria adottati dalle Banche Centrali per raggiungere quegli obiettivi: operazioni di mercato aperto (OMA), tassi ufficiali, e regime di riserva obbligatoria. Concluderemo il capitolo con uno sguardo alle teorie monetarie che più hanno influenzato, negli ultimi sessant'anni, la politica economica, prenderemo come spunto la Grande Depressione del 1929 e gli shock petroliferi degli anni Settanta per capire come, in base agli errori commessi, il pensiero è cambiato passando dal liberalismo al keynesismo e finendo con il monetarismo.

Il secondo capitolo si aprirà con una spiegazione delle origini della crisi del 2008 e degli sviluppi che questa ha avuto. Continueremo poi osservando le risposte di politica monetaria date dalla Fed per continuare poi con una comparazione tra gli interventi di politica monetaria di quegli anni e quelle date in risposta alla crisi del 1929 evidenziando le differenze tra le due, concludendo il paragrafo con la critica di Anna Schwartz nei confronti della Fed. Il capitolo guarderà poi alle politiche non convenzionali della Fed soffermandosi su Forward Guidance e quantitative easing. L'ultimo paragrafo analizzerà gli aspetti della crisi del debito sovrano in UE e le misure prese dalla BCE.

Il terzo capitolo riprenderà degli argomenti più vicini ad oggi, comincerà con la descrizione del sistema finanziario evidenziandone la vulnerabilità nel periodo precedente al COVID-19.

Dopo di che parleremo della pandemia e della crisi dell'economia reale che ne è derivata per poi passare a un'analisi delle politiche monetarie introdotte per far fronte a questo tragico evento.

Successivamente si andrà a descrivere la situazione odierna, con un accento sul fenomeno che ad oggi sta creando più preoccupazione: l'inflazione. Cercheremo di capire i motivi per cui stiamo osservando un tale aumento dei prezzi concentrandoci su tre cause principali.

Infine, cercheremo di trarre le conclusioni dando qualche parere personale su ciò che potrebbe succedere nei prossimi anni, data l'instabilità economica dei nostri giorni e le diverse strade che potrebbero essere prese per far fronte a questa situazione pericolosa.

Capitolo 1: La politica monetaria

Con il termine “Politica monetaria” si indicano gli interventi delle Banche Centrali per controllare la quantità di denaro che circola nel sistema economico, interventi mirati ad influenzare la produzione, l’occupazione e l’inflazione. All’interno di questi interventi, la moneta ha un ruolo fondamentale dato che la sua espansione o contrazione ha conseguenze rilevanti sui mercati reali e finanziari.

1.1 La moneta

La moneta, da sempre utilizzata come mezzo di scambio, ha subito parecchie modifiche nel tempo che hanno portato al definitivo corso fiduciario nel 1971, per il quale nessuna banconota è più convertibile in oro. Da un punto di vista teorico e accademico si considera che la moneta possa svolgere tre funzioni:

- Unità di conto, ovvero unità di misura del valore delle merci e dei servizi
- Intermediario negli scambi, ovvero mezzo di pagamento negli scambi e nelle operazioni finanziarie
- Riserva di valore, ossia come strumento per trasferire nel tempo e nello spazio un certo ammontare di ricchezza

La letteratura non è concorde su quale sia la discriminante che definisca il concetto di moneta, pertanto sono stati individuati diversi aggregati monetari lasciando gli analisti liberi di scegliere tra di essi. Le autorità monetarie forniscono, in modo regolare e sistematico, informazioni statistiche e aggiornamenti necessari per il loro utilizzo nelle analisi economiche.

Le principali definizioni di moneta sono: circolante, base monetaria, M1, M2, M3.

$M = \text{Circolante}$. Con circolante si intendono le banconote che circolano, i biglietti di stato e moneta divisionale.

$M_1 = \text{Circ} + DB_{a\text{ vista}}$. I depositi bancari a vista (quelli utilizzati per i pagamenti tramite bancomat o carta di credito) vengono aggiunti al circolante per formare l’M1, che è la definizione più liquida della moneta.

$M_2 = M_1 + DB_{scadenza \leq 2\text{ anni}} + DB_{preavviso \leq 3\text{ mesi}}$. In questo vengono incluse anche forme di moneta meno liquide, come i depositi bancari vincolati a 2 anni salvo preavviso, caratterizzati da rendimenti più alti per il cliente e da una disponibilità maggiore per la banca.

Fino agli anni 80 esistevano solo M1 e M2, e la Banca d'Italia era responsabile anche dell'emissione di base monetaria tramite la quale veniva finanziato il deficit. Secondo le autorità monetarie, la base monetaria è costituita dalle passività finanziarie e comprende il circolante e le altre attività finanziarie convertibili a vista (cioè, immediatamente e senza costi) in moneta legale di nuova creazione. Appartengono alla base monetaria i depositi a vista presso la banca centrale delle "Istituzioni Finanziarie Monetarie" (IFM) e le attività liquide sull'estero (disponibilità a vista e investimenti a breve termine) delle stesse istituzioni per la quota liberamente disponibile e convertibile in moneta legale, secondo quanto disposto dalle autorità monetarie dei diversi paesi in materia d'indebitamento verso l'estero e di convertibilità.

Essendo il debito pubblico acquistato dalla banca centrale tramite emissione di moneta, negli anni Ottanta si verificò un importante incremento dell'inflazione che toccò il 21%. Per limitare i danni la Banca d'Italia smise di comprare con base monetaria i debiti pubblici e decise che ci si doveva finanziare sul mercato. Aumentò così la circolazione di titoli di stato con un conseguente innalzamento dei tassi di interesse del debito. Così, se fino al 1981 le famiglie tenevano i loro risparmi in banca, dati gli incrementi dei tassi di interessi iniziarono a trovare appetibili i Bot che garantiscono importanti rendimenti. Acquistando i Bot sembrava che la moneta fosse diminuita, ma non era così, si era solamente spostata. La banca d'Italia iniziò dunque a considerare come moneta anche i Bot.

$M_3 = M_2 + \text{Operazioni a pronti} \mid \text{termine} + \text{titoli obbligazionari con scadenza} \leq 2 \text{ anni} + \text{quote fondi di investimento del mercato monetario}$. Avendo quindi anticipato che all'interno della definizione di M3 sono compresi i titoli obbligazionari con scadenza ≤ 2 anni, resta solo da includere le operazioni a pronti/ termine ovvero depositi vincolanti con importi molto elevati per cui viene fatto un accordo a pronti, e viene fissata l'operazione da eseguire a termine del contratto e le quote dei fondi di investimento del mercato monetario, ovvero una partecipazione al fondo di investimento che fa determinate operazioni nei mercati monetari

1.2 Obiettivi e strumenti di politica monetaria

La politica monetaria rappresenta l'insieme degli strumenti che la Banca Centrale di una nazione utilizza per garantire una crescita economica sostenibile attraverso il controllo dell'offerta di moneta.

A seconda dello stato dell'economia, una banca centrale può scegliere di perseguire una politica monetaria espansionista o restrittiva.

Se vuole perseguire una politica monetaria espansionista, la banca centrale aumenterà l'offerta di moneta, abbassando il tasso ufficiale di sconto per stimolare l'economia. Aumentando la quantità di valuta in circolazione, si tenderà a generare pressioni inflazionistiche e una diminuzione del valore della valuta rispetto alle altre.

Al contrario, una politica monetaria restrittiva è mirata a frenare o ridurre la crescita dell'offerta di moneta e viene utilizzata spesso per contrastare tendenze inflazionistiche. Aumentando il costo del debito, si tenderà a "contrarre" l'economia nel caso in cui questa si stia "riscaldando" troppo.

Le Banche Centrali possono essere in grado di esercitare un controllo diretto su una parte ristretta della quantità di moneta, ovvero sulla "base monetaria". Il rapporto che intercorre tra la banca centrale e le banche rappresenta quasi il 100% della base monetaria. È proprio la BCE a controllare l'economia e a decidere se aumentare la liquidità.

Prima di proseguire con la trattazione, è però importante capire quali sono gli obiettivi della Banca Centrale e attraverso quali strumenti questa è in grado di perseguirli: fornire la stabilità nei mercati finanziari, garantire la piena occupazione e l'equilibrio con i conti esteri oltre che avere stabilità monetaria sono alcuni tra i generici risultati che la Banca Centrale cerca di raggiungere, tuttavia quello espressamente comunicato e verso cui sono rivolti gli sforzi è la stabilità dei prezzi. Questo obiettivo è perseguito tramite dei pilastri: una $\text{Var\% M3} = 4,5\%$ e un'inflazione $\leq 2\%$ oltre che l'osservazione di parametri come il PIL.

Gli strumenti di politica monetaria utilizzati sono:

- OMA: operazioni di mercato aperto
- Tassi ufficiali
- ROB: regime di riserva obbligatoria

1.2.1 Operazioni di mercato aperto

Con le operazioni di mercato aperto si intendono finanziamenti che la Banca Centrale offre alle banche, è possibile utilizzarle anche per la distruzione di base monetaria tramite il processo opposto. Ciò che succede nella pratica è che viene annunciato un avviso d'asta in un dato giorno, le banche che durante

l'asta offrono il tasso di interesse più alto procederanno con uno scambio pronti/termine con la Banca Centrale, questi daranno titoli di stato e la Banca Centrale fornirà liquidità, immettendo dunque moneta nell'economia e aumentandone l'offerta. Ciò che accade alla fine è che vengono risanati i conti delle banche tramite l'immissione di denaro e che la Banca Centrale avocherà a sé il rischio di insolvenza dei titoli: è ciò, nella pratica, che la BCE ha fatto a partire dal 2008 per abbassare i tassi di interesse, aumentando la domanda di Btp anche grazie al quantitative easing di cui parleremo più avanti.

1.2.2 Tassi ufficiali

I tassi ufficiali vengono guidati dalla banca centrale. Questa li fissa in modo da regolare i tassi di mercato, partendo dall'indicazione dei tassi delle operazioni di mercato aperto. Tre sono i tassi che vengono fissati:

- il primo è il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale (i_oRM), tipicamente il più alto dei tre. Nel caso in cui una banca si trova in una situazione finanziaria precaria, per cui magari le sue riserve sono al di sotto del minimo consentito, queste potranno richiedere denaro alla banca centrale, che farà da prestatore di ultima istanza per garantire la tutela dei risparmiatori e impedire che la banca possa fallire.
- Il secondo è il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (i_oRP), è un tasso guida dal quale vengono fatte partire le aste OMA.
- Il terzo è il tasso sui depositi presso la BCE ($i_{D/BCE}$), utilizzato dalle banche nel caso in cui queste abbiano un eccesso di liquidità e decidano di depositare fondi presso la banca centrale. Tipicamente il tasso è negativo per disincentivare tale operazione.

Le banche possono anche prestarsi denaro tra di loro (mercato interbancario) con operazioni chiamate "overnight" per il brevissimo lasso di tempo che durano. Viene utilizzato il tasso di interesse medio di riferimento nelle operazioni a brevissima scadenza: l'EONIA (Euro overnight index average). Questo viene calcolato dalla Banca Centrale Europea, come la media ponderata dei tassi d'interesse sulle transazioni overnight non garantite effettuate nel mercato interbancario dell'area Euro. Quando una banca ha eccesso di liquidità può prestare denaro ad un'altra banca utilizzando questo tasso di interesse. Il tasso può oscillare durante il giorno ma non può superare il tasso i_oRM (alla banca in difetto di liquidità converrebbe altrimenti utilizzare l'operazione di rifinanziamento marginale) né può scendere al di sotto del tasso $i_{D/BCE}$ (se no alla banca in eccesso di liquidità converrebbe depositare il denaro presso la BCE). Ciò che accade in questo modo è che la banca centrale, potendo decidere quali sono i

tassi ufficiali, crea un “recinto” all’interno del quale può muoversi un tasso di mercato come quello interbancario sul quale poi si fondano tutti gli altri.

1.2.3 Regime di riserva obbligatoria

Il terzo strumento è il regime di riserva obbligatoria. La riserva obbligatoria può essere espressa con un coefficiente che chiameremo β . Quando una banca riceve dei depositi, questi non vengono tutti conservati, ma vengono nuovamente immessi nell’economia, ad esempio concedendo mutui a famiglie o finanziamenti ad imprese. Tuttavia, una parte di questi devono per forza essere mantenuti in riserva (l’1% è la riserva obbligatoria che la legge impone di depositare presso la Banca d’Italia) per permettere alle banche di avere costantemente un livello minimo di liquidità per, eventualmente, saldare la propria esposizione debitoria nei confronti degli altri istituti. In politica monetaria si è dimostrato uno strumento molto importante; infatti, con il ritocco al rialzo o al ribasso della riserva obbligatoria la banca centrale è in grado di apportare manovre restrittive o espansive della base monetaria. Cercheremo adesso di capire scolasticamente cosa accade.

Partiamo con il caso in cui il pubblico non faccia prelievi, immaginiamo una situazione in cui:

$$\text{Circ} = 0$$

$$\text{Riserve} = \text{Rob}$$

$$\beta = 0,1$$

Immaginiamo che La base monetaria $\Delta BM = 100$. Avendo detto che il circolante è uguale a 0, e ricordando che $M = \text{Circ} + \text{DB}$ arriviamo a dire che i depositi bancari DB sono uguali all’intera base monetaria, ovvero 100.

base monetaria	depositi bancari	riserva obbligatoria	Crediti
ΔBM	ΔDB	ΔRob	ΔCr
100	100	10	90
	90	9	81
	81	8,1	72,8
TOT	1000	100	900

Tabella 1: regime di riserva obbligatoria

La tabella procederà all'infinito creando credito all'interno dell'economia. Il processo è quindi il seguente: partendo da una base monetaria di 100, avremo depositi bancari per 100, il 10% di questi, ovvero β , andrà in riserva obbligatoria e il resto sarà fonte di credito che sarà poi nuovamente depositato dando nuovamente il via al ciclo. Alla fine, si avranno un totale di depositi bancari di 1000, riserva obbligatoria per 100 e crediti emessi per 900.

Matematicamente, partendo dalla domanda di base monetaria $BM^d = Rob = \beta \times DB$ e uguagliandolo all'offerta di base monetaria, che è una quantità fissa e data dalla banca centrale $BM^s = \overline{BM}$ troveremo l'equilibrio in $BM^s = BM^d$. Dunque, possiamo affermare che in equilibrio $\overline{BM} = \beta \times DB$ e che utilizzando la formula inversa $DB = \frac{1}{\beta} \times \overline{BM}$ dove $1/\beta$ è il moltiplicatore dei depositi. Concludiamo quindi affermando che $\Delta DB = \frac{1}{\beta} \times \Delta BM$ e che $\Delta Cr = \Delta DB - \Delta BM$.

Proseguendo con la nostra analisi, guardiamo ora al caso più realistico in cui il pubblico abbia circolante e dunque $BM^d = Circolante + Riserve$ dove:

$$Circolante = Cu \times DB \quad \text{con} \quad Cu = \frac{CIRC}{DB} \quad \text{e} \quad Riserve = rr \times DB \quad \text{con} \quad rr = \frac{Riserve}{DB}$$

Quindi $\beta = Cu + rr$ e quindi $BM^d = (cu + rr) \times DB$

Replicando le operazioni dell'esempio precedente arriveremo a $\Delta DB = \frac{1}{Cu+rr} \times \Delta BM$ in cui $\frac{1}{Cu+rr}$ è il moltiplicatore dei depositi bancari.

Concludiamo la nostra analisi derivando il moltiplicatore monetario: $M = Circ + DB$ e dunque $M = Cu \times DB + DB$ raccogliendo per $DB \rightarrow M = (1 + Cu) \times DB$. Sappiamo inoltre da prima che $DB =$

$\frac{1}{Cu+rr} \times \overline{BM}$ e quindi sostituendo DB nella precedente $\rightarrow M = \frac{1+Cu}{Cu+rr} \times \overline{BM}$ in cui $\frac{1+Cu}{Cu+rr}$ è il moltiplicatore monetario > 1 . La banca centrale, controllando la base monetaria e il coefficiente di riserva obbligatoria, è dunque in grado di controllare M.

1.3 Le teorie monetarie e come queste hanno influenzato la politica economica

Dopo aver analizzato gli strumenti tramite i quali le Banche Centrali influenzano la politica monetaria, dobbiamo passare in rassegna quelle che negli anni sono state le teorie più influenti, cercando di fare alcuni esempi concreti del modo in cui, in base alla teoria all'epoca più accreditata, il mondo rispondeva ai periodi di recessione, per mezzo appunto della politica monetaria.

1.3.1 Il liberalismo

Osservando la storia del pensiero economico degli ultimi 90 anni si può affermare che il pensiero economico abbia compiuto un percorso circolare. Si è iniziato negli anni 30, quando la teoria economica dominante e la politica economica che da questa derivava era neoclassica, basata quindi sui principi del liberalismo, nato dall'elaborazione teorica di Adam Smith secondo il quale è possibile avere un "ordine economico" soltanto attraverso il libero svolgimento di attività individuali.

Il liberalismo è "un sistema imperniato sulla libertà del mercato, in cui lo Stato si limita a garantire, con norme giuridiche, la libertà economica e a provvedere soltanto ai bisogni della collettività che non possono essere soddisfatti per iniziativa dei singoli (in tal senso è detto anche liberalismo o individualismo economico); in senso specifico, libertà del commercio internazionale o libero scambio, contrapposto a protezionismo."

L'intervento dello Stato deve quindi essere minimo, secondo la metafora che Adam Smith definiva "della mano invisibile", e deve sostenere il principio del laissez-faire per il quale l'azione egoistica del singolo cittadino, che cerca di ottimizzare il proprio benessere, sarebbe sufficiente a garantire la prosperità economica dell'intera società. Secondo questa teoria, il solo intervento lecito dello Stato è quello volto a eliminare gli ostacoli che impediscono il corretto funzionamento concorrenziale del mercato.

1.3.2 Una risposta monetaria inadeguata: La Grande Depressione

Negli Stati Uniti, il 24 ottobre 1929, si verificò una delle più gravi crisi economiche della storia, dovuta al crollo della Borsa di Wall Street.

Il "giovedì nero" fu il giorno in cui furono venduti 13 milioni di titoli, il mercato crollò e agli occhi di tutti fu evidente il fenomeno della bolla speculativa. La crisi del '29 è figlia di uno sviluppo

asimmetrico tra l'economia degli USA, quella europea e la chiusura del mercato sovietico. In sostanza, si era verificata una crisi di sovrapproduzione cui non era seguito un aumento dei salari, con la conseguente diminuzione del potere d'acquisto della popolazione statunitense.

Negli anni Venti, superate le difficoltà del dopoguerra e grazie alla modernizzazione economico-sociale innescata dal conflitto, nei principali paesi capitalistici si registrò un forte sviluppo economico, reso possibile grazie all'innovazione tecnologica, all'aumento della produttività e ad un sensibile incremento dei consumi di massa. Questo sviluppo aveva creato il terreno fertile per la diffusione dei nuovi beni di massa come l'automobile e la radio. Tra il 1922 e il 1929 il reddito nazionale statunitense era cresciuto in media del 4% all'anno, la produzione del 64%, i profitti del 76%, la produttività del lavoro del 43%, i salari del 30%. Tuttavia, la domanda di beni durevoli aveva fatto sì che nel settore industriale si formasse una capacità produttiva sproporzionata rispetto alle possibilità di assorbimento del mercato interno, pertanto l'industria statunitense aveva aumentato le esportazioni nel resto del mondo, in particolare nel vecchio continente. Fra economia europea ed economia statunitense si era così venuto a creare uno stretto e proficuo rapporto di interdipendenza. Ma questo meccanismo poteva incepparsi in qualunque momento, anche perché i crediti statunitensi all'estero erano generalmente erogati da banche private e dunque legati a puri calcoli di profitto. Le banche in questo periodo concedevano grandi finanziamenti ad industriali ed agricoltori che incrementarono e modernizzarono la produzione. La borghesia americana viveva un clima di sfrenato ottimismo che alimentava la fiducia in un indefinito processo di crescita e nella possibilità di moltiplicare la ricchezza. La conseguenza più vistosa di quest'euforia fu la frenetica attività della Borsa di New York: un'attività consistente in gran parte in pure operazioni speculative.

Il corso dei titoli a Wall Street raggiunse i livelli più elevati all'inizio del settembre del 1929. Seguirono settimane di incertezza in cui gli speculatori iniziarono a liquidare i propri pacchetti azionari per realizzare i guadagni fin allora ottenuti. La corsa alle vendite determinò la caduta del valore dei titoli, distruggendo in pochi giorni i sogni di ricchezza dei loro possessori.

Il crollo del mercato azionario colpì non solo i ceti più abbienti ma anche da una grande quantità di piccoli risparmiatori. Questi ultimi si erano avvicinati alla Borsa dato che le banche concedevano ai compratori l'acquisto dei titoli pagando solo un piccolo anticipo pari al 30-50% del loro valore, lasciando quindi i titoli acquistati in garanzia, e prevedendo che il pagamento sarebbe stato corrisposto a vendita avvenuta. Quando il mercato iniziò ad accennare alla flessione, le vendite iniziarono a susseguirsi causando a loro volta a catena altre vendite e portando quindi al fallimento di oltre 5000 banche. Questa spirale di caduta portò una crisi di liquidità e, quindi, una recessione

inesorabile e accelerata che ebbe conseguenze disastrose sull'economia di tutto il paese e sull'intero sistema economico mondiale, che ormai dipendeva in larga parte da quello statunitense. Alla base di questa crisi ci fu, indubbiamente, il mancato controllo degli speculatori e degli investitori di Borsa da parte dello Stato, insieme al restringimento dei mercati europei e latino-americani per le merci USA. Tutto ciò smentiva palesemente quanto sostenuto dalle idee liberiste dell'epoca, secondo le quali il mercato aveva una quasi naturale capacità di autoregolarsi senza che, per l'appunto, fosse necessario alcun intervento correttivo esterno e, men che meno, dello Stato.

Gli interventi che la FED ha attuato per far fronte alla grande recessione si sono rivelati inefficaci e talvolta disastrosi come ha dichiarato Ben Bernanke, membro del consiglio dei governatori della Federal Reserve, in un discorso del 2002 tenuto alla conferenza in onore del novantesimo compleanno di Milton Friedman. Bernanke ha dichiarato, infatti, che gli errori commessi dalla Federal Reserve negli anni Trenta hanno contribuito al "peggior disastro economico della storia americana".

All'inizio della Depressione, la struttura decisionale della Federal Reserve era decentralizzata e spesso inefficace. Ogni distretto aveva un governatore che fissava le politiche per il suo distretto, anche se alcune decisioni richiedevano l'approvazione del Federal Reserve Board a Washington, DC. Il Consiglio mancava dell'autorità e degli strumenti per agire da solo e lottava per coordinare le politiche tra i distretti. I governatori e il Consiglio hanno compreso la necessità di un coordinamento; spesso hanno corrisposto in merito a questioni importanti, e hanno stabilito procedure e programmi, come l'Open Market Investment Committee, per istituzionalizzare la cooperazione. Quando questi sforzi erano in consenso, la politica monetaria poteva essere rapida ed efficace. Ma quando i governatori non erano d'accordo, i distretti potevano perseguire linee d'azione indipendenti e occasionalmente contraddittorie.

I governatori non erano d'accordo su molte questioni, perché all'epoca e per decenni dopo, gli esperti non erano d'accordo sulla migliore linea d'azione e persino sul corretto quadro concettuale per determinare la politica ottimale. Le informazioni sull'economia si sono rese disponibili con ritardi lunghi e variabili. Gli esperti all'interno della Federal Reserve, nella comunità imprenditoriale, e tra i policymaker di Washington, DC, avevano diverse percezioni degli eventi e sostenevano diverse soluzioni ai problemi.

Secondo Bernanke, inoltre, i leader della Federal Reserve hanno attuato politiche che pensavano fossero nell'interesse pubblico ma che, in realtà, hanno danneggiato l'economia.

Un esempio è la decisione della Fed di aumentare i tassi di interesse nel 1928 e nel 1929. La Fed lo ha fatto nel tentativo di limitare la speculazione sui mercati mobiliari. Questa azione ha rallentato

l'attività economica negli Stati Uniti. Poiché il gold standard internazionale ha collegato i tassi di interesse e le politiche monetarie tra le nazioni partecipanti, le azioni della Fed hanno innescato recessioni nelle nazioni di tutto il mondo. La Fed ha ripetuto questo errore quando ha risposto alla crisi finanziaria internazionale nell'autunno del 1931. Un esempio di quest'ultimo è il fallimento della Fed di agire come prestatore di ultima istanza durante il panico bancario che ha avuto inizio nell'autunno del 1930 e si è conclusa con la vacanza bancaria nell'inverno del 1933.

Uno dei motivi per cui il Congresso ha creato la Federal Reserve, ovviamente, è stato quello di agire come prestatore di ultima istanza. Perché la Federal Reserve ha fallito in questo compito fondamentale? I leader della Federal Reserve non erano d'accordo sulla migliore risposta alle crisi bancarie. Alcuni governatori hanno sottoscritto una dottrina simile al detto di Bagehot, che dice che durante il panico finanziario, le banche centrali dovrebbero prestare fondi a istituzioni finanziarie solvibili assediata dalle corse agli sportelli. Altri governatori hanno sottoscritto una dottrina conosciuta come "real bills". Questa dottrina indicava che le banche centrali dovevano fornire più fondi alle banche commerciali durante le espansioni economiche, quando individui e imprese richiedevano credito aggiuntivo per finanziare la produzione e il commercio, e meno durante le contrazioni economiche, quando la domanda di credito si contraeva. La dottrina dei real bills non descriveva in modo definitivo cosa fare durante il panico bancario, ma molti dei suoi aderenti consideravano il panico come un sintomo di contrazione, quando i prestiti delle banche centrali dovevano contrarsi. Alcuni governatori sottoscrissero una versione estrema della dottrina dei veri disegni di legge etichettata come "liquidazionista." Questa dottrina ha indicato che durante il panico finanziario, le banche centrali dovrebbero stare da parte in modo che le istituzioni finanziarie in difficoltà falliscano. Questa potatura delle istituzioni deboli accelererebbe l'evoluzione di un sistema economico più sano. Il segretario del Ministero del Tesoro di Herbert Hoover, Andrew Mellon, che ha servito nel Federal Reserve Board, ha sostenuto questo approccio. Queste tensioni intellettuali e l'inefficace struttura decisionale della Federal Reserve hanno reso difficile, e talvolta impossibile, per i leader della Fed intraprendere azioni efficaci.

Un grave limite, secondo Bernanke, riguardava gli allora leader della Federal Reserve e le loro differenze di opinione sull'opportunità di aiutare e su quanto aiuto estendere alle istituzioni finanziarie che non appartenevano alla Federal Reserve. Alcuni leader ritenevano che gli aiuti dovessero essere estesi solo alle banche commerciali che erano membri del Federal Reserve System. Altri hanno pensato che le banche membri dovrebbero ricevere assistenza abbastanza sostanziale per consentire loro di aiutare i loro clienti, tra cui istituzioni finanziarie che non appartenevano alla Federal Reserve, ma l'opportunità e la legalità di questa assistenza di passaggio è stato oggetto di dibattito. Solo una manciata di leader ha pensato che la Federal Reserve (o

governo federale) avrebbe dovuto aiutare direttamente le banche commerciali (o altre istituzioni finanziarie) che non appartenevano alla Federal Reserve. Un sostenitore dell'assistenza diretta diffusa fu Eugene Meyer, governatore del Federal Reserve Board, che fu determinante nella creazione della Reconstruction Finance Corporation.

Queste differenze di opinione hanno contribuito al più grave peccato di omissione della Federal Reserve: non arginare il declino dell'offerta di denaro. Dall'autunno del 1930 all'inverno del 1933, la massa monetaria diminuì di quasi il 30%. Il calo dell'offerta di fondi ha ridotto i prezzi medi di un importo equivalente. Questa deflazione ha aumentato gli oneri del debito; ha distorto il processo decisionale economico; ha ridotto i consumi; ha aumentato la disoccupazione; e ha costretto le banche, le imprese e gli individui alla bancarotta. La deflazione derivava dal crollo del sistema bancario, come spiegato nel saggio sul panico bancario del 1930 e del 1931. La Federal Reserve avrebbe potuto prevenire la deflazione impedendo il crollo del sistema bancario o contrastando il crollo con un'espansione della base monetaria, ma non è riuscita a farlo per diverse ragioni. Il crollo economico è stato imprevisto e senza precedenti. I decisori mancavano di meccanismi efficaci per determinare cosa fosse andato storto e mancava l'autorità per intraprendere azioni sufficienti a curare l'economia. Alcuni decisori hanno frainteso i segnali sullo stato dell'economia, come il tasso di interesse nominale, a causa della loro aderenza alla filosofia delle bollette reali. Altri ritengono che difendere il gold standard aumentando gli interessi e riducendo l'offerta di denaro e credito sia meglio per l'economia che aiutare le banche in difficoltà con le azioni opposte.

In diverse occasioni, la Federal Reserve ha attuato politiche che i moderni studiosi monetari ritengono possano aver arginato la contrazione. Nella primavera del 1931, la Federal Reserve iniziò ad espandere la base monetaria, ma l'espansione non fu sufficiente a compensare gli effetti deflazionistici delle crisi bancarie. Nella primavera del 1932, dopo che il Congresso fornì alla Federal Reserve l'autorità necessaria, la Federal Reserve espanse la base monetaria in modo aggressivo. Inizialmente la politica sembrava efficace, ma dopo pochi mesi la Federal Reserve cambiò rotta. Una serie di shock politici e internazionali colpì l'economia e la contrazione riprese. Nel complesso, gli sforzi della Fed per porre fine alla deflazione e rianimare il sistema finanziario, sebbene ben intenzionati e basati sulle migliori informazioni disponibili, furono troppo pochi e troppo tardivi. I difetti nella struttura della Federal Reserve divennero evidenti durante i primi anni della Grande Depressione. Il Congresso rispose riformando la Federal Reserve e l'intero sistema finanziario. Sotto l'amministrazione Hoover, le riforme congressuali culminarono nel Reconstruction Finance Corporation Act e nel Banking Act del 1932. Sotto l'amministrazione Roosevelt, le riforme culminarono nel Emergency Banking Act del 1933, il Banking Act del 1933 (comunemente chiamato Glass-Steagall), il Gold Reserve Act del 1934 e il Banking Act del 1935.

Questa legislazione spostò alcune delle responsabilità della Federal Reserve al Dipartimento del Tesoro e a nuove agenzie federali come la Reconstruction Finance Corporation e la Federal Deposit Insurance Corporation. Queste agenzie hanno dominato la politica monetaria e bancaria fino agli anni '50.

1.3.3 La teoria Keynesiana e la Curva di Phillips

Dal fallimento della teoria neoclassica nel trattare la grande depressione del '30 nasce la cosiddetta rivoluzione keynesiana.

La Grande Depressione segnò una svolta fondamentale nella storia del pensiero economico, mise in evidenza una profonda discrepanza tra le teorie classiche di equilibrio dei mercati e quella che era la realtà economica; mostrò che i mercati non riuscivano a raggiungere in modo autonomo un equilibrio di pieno impiego dei fattori. Per uscire dalla crisi in cui era caduto il pensiero economico, nacque una nuova teoria, quella keynesiana.

Il pensiero di Keynes fu infatti il frutto delle sue riflessioni sulla crisi degli anni Trenta, nonostante la fortuna di questa teoria economica si ebbe solo qualche decennio più tardi.

Secondo Keynes il messaggio della Grande Depressione era che i mercati da soli non riescono a raggiungere un livello di massima produzione e, quindi, di piena occupazione. Nelle teorie classiche uno degli aspetti fondamentali era la flessibilità dei prezzi e dei salari, flessibilità necessaria per ristabilire l'equilibrio in caso di scostamenti dai livelli ottimali; questa flessibilità non era però né verificata né realizzabile nella realtà, soprattutto nei periodi di crisi, durante i quali, per gli economisti classici, i salari dovrebbero ridursi per stimolare l'utilizzo dei fattori produttivi e far ripartire l'economia, ma che nella realtà non poteva accadere; infatti la rigidità dei salari a ridursi, dovuta al ruolo dei sindacati e ai contratti stabiliti per più anni, rendeva di difficile soluzione il problema della disoccupazione.

Per Keynes le economie potevano trovare un equilibrio in condizione di alta disoccupazione, contrariamente a quanto affermato dai classici, proprio perché il meccanismo di aggiustamento "automatico" tramite la riduzione dei salari non era realizzabile nel mondo reale. Questo non era certamente uno scenario auspicabile e per tanto diventava importante intervenire.

Per superare queste rigidità e ridurre i problemi occupazionali, Keynes proponeva una politica fiscale attiva che non poteva verificarsi tramite l'aggiustamento dei salari ma bisognava agire sulla domanda aggregata per eliminare gli squilibri. Politica monetaria e fiscale attiva potevano essere

utili per ridurre i disequilibri nei mercati, ma la politica monetaria aveva un limite evidente nella cosiddetta trappola della liquidità. Diventava dunque quella fiscale a dover essere la più attiva per eliminare gli squilibri. Quindi per Keynes in situazioni di forti disequilibri è necessario un intervento dello Stato, un incremento della spesa pubblica avrebbe permesso un aumento dei livelli di reddito e di produzione, riavvicinando la domanda complessiva al suo livello massimo e, quindi, facendo crescere anche l'occupazione. L'intervento dello Stato avrebbe dunque permesso il riequilibrio dei mercati.

La domanda aggregata, come Keynes fece notare, era legata a diversi fattori (propensione al consumo, investimenti, preferenza per la liquidità) che non cambiavano nel breve periodo ma avevano bisogno di tempo, non potendo dunque essere considerati alla stregua di variabili ad aggiustamento automatico. Di conseguenza anche la domanda aggregata non si auto-aggiustava, come invece avevano indicato i suoi predecessori.

Le teorie di Keynes furono messe in pratica da Roosevelt nel New Deal, caratterizzato, appunto da un consistente intervento dello Stato nei processi economici. Il New Deal fu avviato già nei primi mesi della presidenza Roosevelt con una serie di interventi che dovevano servire da terapia d'urto per arrestare il corso della crisi: fu ristrutturato il sistema creditizio, sconvolto da cinquemila fallimenti bancari che avevano polverizzato i risparmi di milioni di americani; fu svalutato il dollaro per rendere più competitive le esportazioni; furono aumentati i sussidi di disoccupazione e furono concessi prestiti per consentire ai cittadini indebitati di estinguere le ipoteche sulle case.

La teoria keynesiana ebbe grande successo fino agli shock petroliferi degli anni Settanta, durante i quali le economie si trovarono in contemporanea ad avere alta inflazione e alta disoccupazione, connubio che l'economia keynesiana non riuscì a spiegare, in quanto seguendo anche le teorie della curva di Phillips, ad un'alta disoccupazione dovrebbero corrispondere prezzi bassi.

Prima di proseguire la trattazione, ritengo sia importante spiegare il ragionamento in base al quale si arriva alla conclusione per cui esiste un trade-off tra inflazione e disoccupazione, che in linea generale è corretto e che ha visto nel fattore esogeno dello shock petrolifero il motivo del discostamento dalla realtà.

Il lavoro dell'economista neozelandese Alban William Phillips da cui prende il nome la Curva di Phillips, è stato fondamentale per spiegare la relazione inversa che vi è tra disoccupazione e inflazione.

Come abbiamo intuito il contenimento dell'inflazione e della disoccupazione sono due obiettivi fondamentali dei responsabili delle politiche economiche che però sono spesso in conflitto tra loro. Iniziamo facendo la supposizione che le autorità utilizzano la leva monetaria o fiscale per espandere a domanda aggregata, tale manovra farebbe muovere l'economia lungo la curva di offerta aggregata di breve periodo, verso un punto caratterizzato da una maggiore produzione e da un livello dei prezzi più elevato. Un aumento della produzione favorirebbe un calo della disoccupazione, in quanto le imprese impiegherebbero più lavoro per aumentare la produzione e l'aumento dei prezzi sarebbe la causa di una maggiore inflazione. Al contrario una contrazione della domanda aggregata sposterebbe l'economia verso il basso lungo la curva di offerta aggregata, l'inflazione diminuirebbe e la disoccupazione aumenterebbe. Questo trade-off tra inflazione e disoccupazione è detto Curva di Phillips.

La Curva di Phillips afferma che l'inflazione dipende da tre elementi:

- L'inflazione attesa (π^e)
- Lo scostamento della disoccupazione dal suo livello naturale, detto disoccupazione ciclica ($u - u^n$)
- Gli shock dell'offerta (v)

Elementi che in formula sono espressi: $\pi = \pi^e - \beta(u - u^n) + v$

Dove β rappresenta la sensibilità dell'inflazione alla disoccupazione ciclica.

L'espressione della curva di Phillips deriva dall'equazione della curva di offerta aggregata di breve periodo: $P = P^e + \left(\frac{1}{\alpha}\right)(Y - \bar{Y})$.

Dove Y è la produzione aggregata, \bar{Y} è il livello naturale della produzione aggregata, P è il livello dei prezzi P^e il livello atteso dei prezzi e $\frac{1}{\alpha}$ è la pendenza della curva di offerta aggregata con α che è il parametro che indica la sensibilità della produzione aggregata alle variazioni del livello dei prezzi.

Possiamo trasformare questa equazione nella curva di Phillips:

1. Aggiungiamo al membro destro dell'equazione uno shock dell'offerta v :

$$P = P^e + \left(\frac{1}{\alpha}\right)(Y - \bar{Y}) + v$$

2. Per passare dal livello dei prezzi al tasso di inflazione sottraiamo il livello dei prezzi del periodo precedente (P_{-1}) da entrambi i membri dell'equazione:

$$(P - P_{-1}) = (P^e - P) + \left(\frac{1}{\alpha}\right)(Y - \bar{Y}) + v$$

Il termine al membro sinistro $(P - P_{-1})$, è la differenza tra il livello dei prezzi corrente e quello del periodo precedente, ovvero l'inflazione π . Al membro destro $(P^e - P)$ è la differenza tra il livello dei prezzi atteso e il livello dei prezzi del periodo precedente, pari all'inflazione attesa π^e , sostituendo otterremo $\pi = \pi^e - \left(\frac{1}{\alpha}\right)(Y - \bar{Y}) + v$

3. Per passare dalla produzione aggregata alla disoccupazione, bisogna osservare che la produzione aggregata è funzione diretta del numero di occupati. Quindi se la produzione aggregata è correlata direttamente al livello di occupazione, sarà inversamente correlata al livello di disoccupazione. Più specificatamente la deviazione della produzione aggregata dal proprio livello naturale tende a essere correlata inversamente alla deviazione del tasso di disoccupazione dal proprio livello naturale. Possiamo dunque scrivere che:

$$\left(\frac{1}{\alpha}\right)(Y - \bar{Y}) = -\beta(u - u^n)$$

E arrivando quindi all'equazione della curva di Phillips:

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

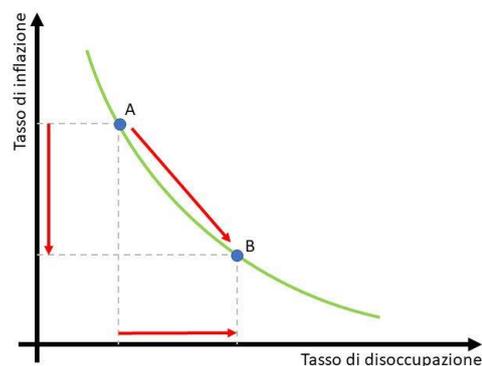


Figura 1: La curva di Phillips

Consideriamo le opzioni che la curva offre ai responsabili delle politiche economiche. L'inflazione attesa e gli shock dell'offerta non sono controllabili dalle autorità monetarie, che possono agire soltanto sulla domanda aggregata per influenzare produzione, occupazione e inflazione. Con la politica economica si può espandere la domanda aggregata per ridurre la disoccupazione, provocando un aumento dell'inflazione, oppure contrarre la domanda aggregata, riducendo il tasso di inflazione e generando però maggiore disoccupazione.

1.3.4 La teoria monetarista

Nel contesto generale di fallimento delle politiche keynesiane si è inserita la controrivoluzione monetarista. Questa teoria ancora oggi influenza l'operato dei policymaker. L'origine del pensiero nacque negli USA a Chicago e vede tra i maggiori esponenti il premio Nobel Milton Friedman. Gli shock petroliferi degli anni 70 causarono recessioni e inflazione e misero in serio dubbio le teorie keynesiane. Infatti, la teoria keynesiana affermava che nei periodi di recessione non ci sarebbe dovuta essere inflazione in quanto la domanda si sarebbe ridotta e di conseguenza anche i prezzi; lo shock petrolifero andò a creare una condizione in cui erano abbinate le recessioni con un'inflazione galoppante, rendendo la teoria keynesiana incapace di spiegare tale situazione. La scuola Monetarista rappresentò un tentativo di elaborare strumenti teorici adatti alla nuova particolare congiuntura economica. Per i monetaristi la quantità di moneta in circolazione è cruciale poiché essa determina il tasso di inflazione e le variazioni di breve periodo del reddito reale. Essendo quindi la moneta a determinare le oscillazioni dei prezzi e il ciclo economico, secondo Friedman, è necessario aumentare l'offerta ad un tasso costante; qualsiasi intervento monetario attivo, rischierebbe infatti di destabilizzare l'economia a causa anche dei ritardi e delle imprecisioni con cui ciascuna manovra monetaria si ripercuote sull'economia reale. Per limitare i problemi legati a una politica monetaria attiva-discrezionale, Friedman suggerisce di seguire una regola che vada a legare la quantità di moneta in circolazione con l'attività reale e finanziaria, ponendo un determinato obiettivo di inflazione. Così la Banca Centrale ha un obiettivo da raggiungere e perde la sua discrezionalità affidandosi ad una relazione standard per prendere le sue decisioni.

In questa impostazione ritroviamo molto di ciò che fu scritto agli albori negli statuti della Banca Centrale Europea e di come questa dovrebbe operare. La BCE giustifica la sua politica monetaria facendo riferimento all'obiettivo finale (inflazione vicino al 2%) ma avendo come base del ragionamento per cui si prendono le decisioni l'attività reale e finanziaria. Impostazione che dalla crisi sub-prime è ormai stata modificata, e che ad oggi vede una BCE fondamentalmente autonoma.

Tornando al monetarismo, Friedman affermava che se una Banca Centrale operasse in questo modo si fornirebbe all'economia solo la moneta di cui avrebbe bisogno, senza iniettare mai troppa moneta in circolazione provocando pressioni inflazionistiche.

Questo approccio teorico era supportato da un'idea di natura liberalista, ovvero che i mercati riuscissero a trovare un equilibrio in modo autonomo e che quindi solo perturbazioni esterne, come quelle di una politica monetaria discrezionale, avrebbero potuto determinare situazioni di disequilibrio.

Di Friedman è la famosa assunzione che “Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon” da cui discende l’altrettanto famosa formula di Fisher (Teoria quantitativa della moneta):

$$M * V = P * Q$$

Nel breve periodo V (velocità di circolazione della moneta) e Q (prodotto) sono fissi, quindi se M (moneta) aumenta, aumenterà anche P (prezzi).

Capitolo 2: La crisi del 2008

2.1 Le origini della crisi

Come anticipato nel paragrafo precedente, la crisi del 2008 ha dato inizio a un cambiamento dell'impostazione data agli albori alla banca centrale europea, caratterizzata da una politica monetaria non attiva-discrezionale e che doveva seguire una regola che legasse la quantità di moneta in circolazione con l'attività reale e finanziaria. Ad oggi, infatti, le risposte straordinarie di politica monetaria, come il quantitative easing, hanno fondamentalmente reso la BCE discrezionale e questo è stato necessario per affrontare adeguatamente la Crisi. Prima però di analizzare le risposte della FED e della BCE alla crisi, è fondamentale descrivere cosa è accaduto in quegli anni.

Per capire cosa è accaduto bisogna partire dal 1970, anno nel quale Fannie Mac e Freddie Mac, agenzie americane specializzate nell'emissione e rivendita di mutui ipotecari iniziarono a comprare grandi quantità di mutui ipotecari dai loro emittenti per poi "impacchettarli" insieme in the "pool" dando vita a delle mortgage-backed securities per poi scambiarle come asset finanziari. Possiamo descrivere il processo di creazione di questi strumenti finanziari in quattro passaggi:

1. L'emittente del prestito eroga il credito ad un soggetto che deve acquistare una casa
2. L'emittente vende poi il mutuo ipotecario ad un'agenzia come Fannie Mac per recuperare il costo del prestito effettuato
3. L'intestatario del mutuo continuerà a pagare la somma presa a prestito e gli interessi all'emittente, che continuerà a ricevere i pagamenti per passarli poi all'agenzia
4. L'agenzia di rivendita mutui mette insieme tanti mutui in un mortgage-backed securities (MBS) e rivende questo prodotto agli investitori come un comune titolo di debito.

Il fatto che i richiedenti del mutuo dovevano rispettare alcuni criteri di sottoscrizione rendeva questi nuovi asset a basso rischio. Nonostante ciò, il modello di cartolarizzazione aprì la strada per nuovi prodotti emessi da aziende private, come ad esempio i mutui "subprime" ovvero un mutuo concesso ad un soggetto che non poteva avere accesso ad un tasso più favorevole nel mercato del credito. I debitori subprime hanno tipicamente un basso punteggio di credito e storie creditizie fatte di inadempienze, pignoramenti, fallimenti e ritardi, e quindi con una maggiore probabilità di insolvenza.

Nello stesso periodo inoltre nacquero nuovi strumenti di distribuzione del rischio, grazie ai quali le banche di investimento potevano ottenere rating AAA sui loro MBS anche se i mutui sottostanti erano concessi a soggetti potenzialmente insolventi. Tali strumenti vennero strutturati per concentrare il rischio di credito di un pacchetto di mutui su una sola classe di investitori, lasciando le altre protette

dal rischio di default. I pacchetti di mutui venivano quindi divisi in senior tranche (che avevano la priorità sul rimborso) e junior tranche (che sopportavano il rischio di insovenza). Quindi ad esempio, un pacchetto che era formato da alcuni titoli sicuri e da altri non sicuri e che quindi era di una classe di rating mediocre, poteva essere suddiviso in tranche, rendendo fondamentalmente sicuri le senior.

I Credit Default Swap (CDS) vennero creati per assicurare gli investimenti in mutui subprime in caso di default dei mutui. Gli emittenti di questi strumenti avevano una eccessiva esposizione al rischio di credito e contribuirono sostanzialmente alla creazione del rischio sistemico prima dello scoppio della bolla immobiliare. I credit default swap sono quindi contratti derivati su crediti che consentono agli investitori di scambiare il rischio di credito su una società, un paese o un'altra entità con una controparte diversa. Lo schema di funzionamento è che un investitore (A) vanta un credito (per esempio in ragione di un prestito) nei confronti di una controparte debitrice (B). L'investitore A vuole proteggersi dal rischio che la parte B fallisca e che il credito perda di valore o diventi inesigibile. A tal fine si rivolge a una terza parte C, disposta ad accollarsi tale rischio; la controparte C agisce come se fosse un'assicurazione e nel gergo tecnico è definita *protection seller*, ovvero "venditore di protezione". La parte A si impegna a versare a C un importo periodico, il cui ammontare è il "prezzo" della copertura ed è il principale oggetto dell'accordo contrattuale; in cambio di tale flusso di cassa, il venditore di protezione (C) si impegna a rimborsare alla parte A il valore nominale del titolo di credito, nel caso in cui il debitore B diventi insolvente (evento in gergo definito come *credit default*). L'accordo contrattuale tra A e C sul titolo sottostante B è definito *credit default swap* (CDS).

La crisi dei mutui subprime del 2007-2010 è derivata dalla precedente espansione del credito ipotecario a favore di mutuatari che in precedenza avrebbero avuto non poche difficoltà ad ottenere un mutuo. La combinazione di tassi di interesse molto bassi, dovuti allo scoppio della bolla dot-com, ed un'economia stabile ha fatto sì che il credito potesse espandersi, e ciò ha avuto come effetto quello di alimentare uno straordinario boom del mercato immobiliare.

Storicamente, i potenziali acquirenti di case avevano difficoltà ad ottenere un mutuo se non avevano un'alta affidabilità creditizia o se erano in grado di versare solo acconti modesti; diverse garanzie erano richieste prima dell'emissione di un mutuo e a meno che non fossero coperti da un'assicurazione governativa, gli istituti di credito negavano richieste di mutuo che potevano essere a rischio insolvenza. Per questo motivo le famiglie con una limitata possibilità di credito andavano in affitto, in questo periodo infatti le proprietà di casa oscillavano intorno al 65%, vi erano bassi tassi di pignoramento e i prezzi delle case riflettevano le oscillazioni del reddito e dei tassi di interesse sui mutui.

All'inizio degli anni Duemila questa situazione cambiò, i mutui ad alto rischio divennero disponibili presso quegli istituti di credito che li finanziavano per poi impacchettarli in pool da vendere agli investitori. I nuovi prodotti finanziari di cui abbiamo discusso precedentemente servirono a ripartire i rischi e i titoli garantiti da ipoteca privata (MBS) fornirono la maggior parte del finanziamento dei mutui subprime. I titoli meno vulnerabili furono quindi considerati a basso rischio sia perché assicurati con nuovi strumenti finanziari sia perché altri titoli avrebbero assorbito eventuali perdite sui mutui sottostanti. Ciò ha permesso a un maggior numero di persone di poter ottenere per la prima volta un mutuo, con un conseguente aumento del numero di proprietari di case.

L'aumento della domanda di case, ha fatto sì che i prezzi aumentarono, soprattutto nelle aree in cui l'offerta di alloggi era limitata. Questo ha creato una spirale di aspettative di ulteriori aumenti dei prezzi delle case, portando molte persone a pensare che l'investimento nel "mattoncino" potesse essere quello giusto da fare e facendo quindi sempre di più aumentare la domanda e i prezzi delle abitazioni.

Gli investitori che avevano acquistato MBS trassero inizialmente profitto perché l'aumento dei prezzi delle case li proteggeva da possibili perdite; infatti, quando i mutuatari ipotecari ad alto rischio non riuscivano più a far fronte al pagamento delle rate del mutuo, vendevano l'immobile a un prezzo più alto di quello d'acquisto ed estinguevano il mutuo, oppure ottenevano nuovi prestiti, data la facilità che vi era nel trovarli.

Essendo l'aumento dei prezzi delle case e la facilità di emissione creditizia senza precedenti e non avendo ancora testato la sostenibilità a lungo termine dei nuovi prodotti finanziari, la rischiosità dei MBS non era ancora stata compresa.

Quando i prezzi delle case toccarono l'apice, il rifinanziamento dei mutui e la vendita delle case divennero strade meno praticabili per saldare il debito ipotecario, a quel punto e purtroppo troppo tardi, ci si accorse che erano stati concessi troppi mutui a famiglie e individui che non sarebbero mai state in grado di ripagarlo. Nell'aprile del 2007, New Century Financial Corp., uno dei principali prestatori di mutui subprime, presentò istanza di fallimento. Poco dopo, un gran numero di MBS e di titoli garantiti da MBS furono declassati come investimenti ad alto rischio e diversi emittenti di mutui subprime chiusero. Gli istituti di credito smisero di erogare mutui subprime e altri mutui a rischio ai consumatori, facendo diminuire la domanda di abitazioni. Questo portò a un crollo dei prezzi delle case che ha alimentato le aspettative di un ulteriore calo, riducendo ulteriormente la domanda di case. I prezzi scesero a tal punto che anche i soggetti che avevano versato un cospicuo anticipo all'acquisto della casa non riuscirono ad estinguere il mutuo con la vendita dell'immobile.

All'apice della crisi, le due imprese sponsorizzate dal governo, Fannie Mae e Freddie Mac, hanno subito ingenti perdite e sono state sequestrate dal governo federale nell'estate del 2008.

2.2 La risposta della Fed

A partire dal 2007, un numero sempre maggiore di banche e hedge funds iniziarono a registrare ingenti perdite da mutui subprime e MBS, molti dei quali erano stati declassati dalle agenzie di rating. La crisi iniziò a manifestarsi all'inizio di agosto quando, dopo che la banca francese BNP annunciò il blocco dei rimborsi per 3 dei suoi fondi di investimento, il London Interbank Offered Rate o LIBOR (tasso di interesse al quale le banche si prestano fondi sul mercato monetario di Londra) si impennò. La Fed cercò di calmare i mercati annunciando che “stava fornendo liquidità per facilitare il normale funzionamento dei mercati finanziari” e che la “discount window”¹ (La finestra di sconto, uno strumento di politica monetaria, di solito controllato dalle banche centrali che consente alle istituzioni idonee di prendere in prestito denaro dalla banca centrale, di solito a breve termine, per far fronte a carenze temporanee di liquidità causate da perturbazioni interne o esterne.) era disponibile come fonte di finanziamento. Pochi giorni dopo il Board approvò la riduzione del tasso di interesse di 50 punti base e l'estensione del termine massimo di rimborso dei prestiti tramite discount window a 30 giorni.

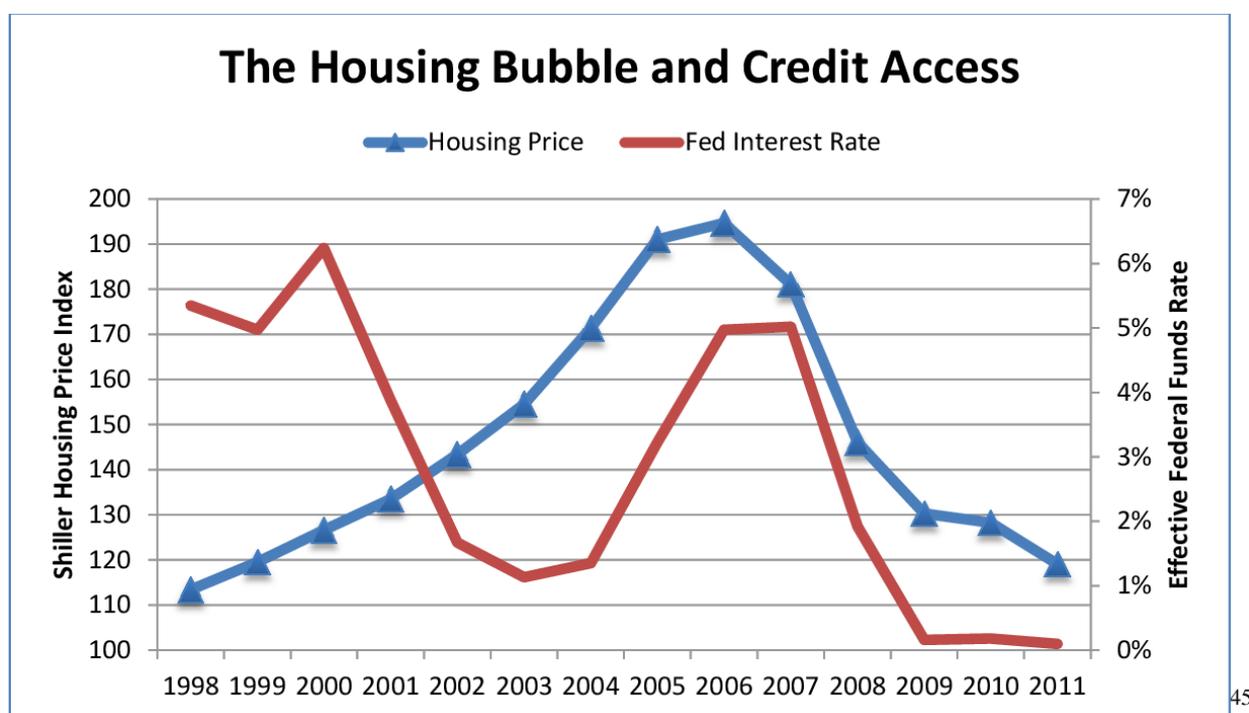


Figura 2: Lo scoppio della bolla immobiliare e la risposta monetaria della Fed

A settembre il Federal Open Market Committee (FOMC) iniziò ad abbassare il target per il federal funds rate (il tasso di interesse ufficiale) fino ad arrivare a zero nel dicembre 2008 (Figura 8).

Il 12 Dicembre la Fed istituì accordi valutari reciproci detti “swap lines¹” con la Banca Centrale Europea e la Banca Nazionale Svizzera per fornire una fonte di finanziamento in dollari ai mercati finanziari europei. Nei 10 mesi successivi, la Fed istituì swap lines con un totale di 14 banche centrali. Lo stesso giorno, la Fed annunciò la creazione della “Term Auction Facility” (TAF). Questa politica monetaria, utilizzata per aumentare la liquidità nel mercato del credito U.S., ha consentito alla Federal Reserve di mettere all'asta importi prestabiliti di prestiti a breve termine con garanzie da parte di istituzioni di deposito (banche di risparmio, banche commerciali, associazioni di risparmio e prestito, unioni di credito) che erano state giudicate in buone condizioni finanziarie dalle loro banche di riserva locali. Questa struttura fu istituita perché il volume di prestiti richiesti alla discount window era rimasto basso, probabilmente a causa del fatto che le banche associavano il finanziarsi tramite discount window ad un segno di debolezza. Grazie alla sua anonimità, il TAF offriva una fonte di fondi a termine senza nessuno “stigma” associato a questi. Nel dicembre del 2009, la Fed aveva erogato 3.48 trilioni di dollari in riserve attraverso il TAF.

I mercati finanziari rimasero tesi in modo inusuale all'inizio del 2008. A marzo, la Federal Reserve creò la “Term Securities Lending Facility” (TSLF) per fornire prestiti garantiti da titoli del tesoro ai primary dealer (banche e istituzioni finanziarie che scambiano titoli di stato con la Fed) con un termine di 28 giorni. Inoltre, la Fed istituì la “Primary Dealer Credit Facility” (PDCF) per fornire prestiti overnight garantiti ai primary dealer e il Board della Federal Reserve autorizzò la Fed di New York a prestare 29 miliardi di dollari a Maiden Lane, per facilitare l'acquisizione della banca d'investimento Bear Stearns (ormai sull'orlo del fallimento) da parte di JPMorgan Chase. Bear Stearns aveva enormi investimenti in asset con sottostanti mutui ipotecari, operava con una elevata leva finanziaria e si affidava molto ai prestiti overnight per finanziare i propri investimenti, si trovò sull'orlo del fallimento quando i suoi creditori si rifiutarono di continuare a fornire finanziamenti. A causa delle enormi dimensioni e degli importanti collegamenti con altre grandi istituzioni finanziarie (attraverso scambio di finanziamenti reciproci) di Bear Stearns, la Federal Reserve decise che lasciarla fallire improvvisamente in un momento di grande tensione sui mercati finanziari avrebbe potuto avere implicazioni avverse per il sistema finanziario e per l'economia reale.

L'istituzione del PDCF e il prestito erogato a Maiden Lane segnarono un deciso cambio di passo rispetto alle pratiche “ordinarie” della Fed, le quali prevedevano la possibilità di erogare prestiti

¹ Swap Lines: Accordi tra due banche centrali per lo scambio delle valute dei rispettivi paesi.

solamente a istituzioni in salute e a fronte di un buon collaterale. Nulla di simile a questo supporto fu anche solo contemplato dalla Fed durante la Grande Depressione.

La crisi finanziaria si intensificò negli ultimi mesi del 2008, dopo che Lehman Brothers, una delle principali banche di investimento del paese, il 15 settembre dichiarò bancarotta. La Fed fu largamente criticata per non aver evitato il fallimento di Lehman attraverso un bailout². Entro poche ore dalla bancarotta di Lehman, la Fed dovette far fronte al possibile fallimento di un altro enorme conglomerato finanziario, American International Group (AIG), che essendo emittente di assicurazioni sul default dei mutui e altri contratti derivati, possedeva una esposizione enorme al mercato dei mutui subprime. Viste le circostanze già molto gravi, la Fed in questo caso si rese conto che il fallimento di AIG avrebbe destabilizzato in maniera troppo intensa i mercati finanziari, con conseguente riduzione della ricchezza della popolazione e delle performance economiche. Di conseguenza, il 16 settembre, la Fed prestò 85 miliardi di dollari ad AIG, garantiti dagli asset della stessa e delle sue controllate.

In soli due giorni, la Fed aveva dovuto far fronte al fallimento di due delle principali aziende finanziarie del paese. Nessuna delle due aziende avrebbe potuto ottenere sostegno attraverso i normali programmi di prestito della Fed, in quanto nessuna delle due era un istituto di deposito. Nel caso di Lehman, la Fed decise che non si poteva evitare il fallimento, e quindi cercò solo di limitare l'impatto su altre imprese e sui mercati. Tuttavia, nel caso di AIG, i funzionari della Fed stabilirono che il salvataggio dell'azienda era necessario per proteggere il sistema finanziario e l'economia in generale, e fecero quindi ricorso all'autorità di prestito d'emergenza.

La bancarotta di Lehman produsse un "fallout" immediato. Il 16 settembre, il Reserve Primary Money Fund³ annunciò che il valore patrimoniale netto delle sue azioni era sceso al di sotto di un dollaro a causa delle perdite subite sui titoli a breve termine e sulle obbligazioni a medio termine di Lehman che il fondo deteneva. L'annuncio causò una diffusa corsa ai prelievi da altri fondi monetari⁴, che spinse il dipartimento del Tesoro americano ad annunciare un programma temporaneo di garanzia degli investimenti in fondi monetari comuni. La Federal Reserve rispose a questa "corsa agli sportelli" dei fondi monetari istituendo un fondo comune di liquidità chiamato "Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility" (AMLF) per erogare prestiti pro soluto a banche e

² Bailout: Operazione messa in atto da istituzioni statali per fornire assistenza finanziaria a un'impresa privata in fallimento per salvarla dal collasso.

³ Reserve Primary Money Fund: è stato il primo fondo monetario, creato nel 1970 da Bruce R. Bent e Henry B. R. Brown e gestito da Reserve Management Company. Al suo apice deteneva un patrimonio di oltre 60 miliardi di dollari.

⁴ Fondo Monetario: Un fondo del mercato monetario è un fondo comune di investimento che investe in titoli di debito a breve termine, come i buoni del Tesoro statunitense e i commercial paper. Questi fondi sono gestiti con l'obiettivo di mantenere un valore patrimoniale altamente stabile attraverso investimenti liquidi e sicuri.

istituzioni finanziarie così che queste potessero comprare azioni dei fondi monetari. Per cercare di stabilizzare ulteriormente i mercati, la Fed approvò le richieste di Goldman Sachs e Morgan Stanley di diventare holding bancarie e autorizzò la Fed di New York ad erogare prestiti ad entrambe le società e a Merrill Lynch. Alcuni giorni dopo la Fed aumentò la portata delle swap lines esistenti con la Banca Centrale Europea e altre banche per aumentare l'offerta di liquidità nei mercati monetari internazionali ma, nonostante questo, i mercati finanziari rimasero instabili durante le settimane successive.

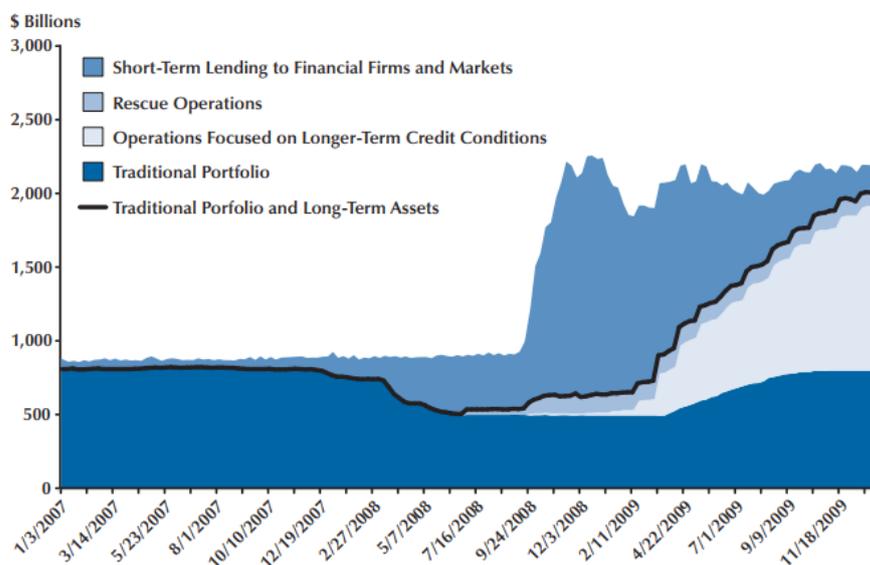
Per cercare di calmare le acque nel mercato dei commercial paper⁵, il 7 ottobre la Fed istituì la "Commercial Paper Funding Facility" (CPFF) con lo scopo di finanziare l'acquisto di commercial paper garantiti da asset direttamente da emittenti idonei.

L'operazione di salvataggio successiva della Federal Reserve avvenne a novembre, quando collaborò con il dipartimento del Tesoro per la creazione di un pacchetto di assistenza finanziaria per Citigroup. Durante l'autunno del 2008, il Board della Federal Reserve approvò le richieste di numerose grandi aziende finanziarie di diventare holding bancarie. Il board fece appello alle "inusuali ed esigenti circostanze" sui mercati finanziari per giustificare le autorizzazioni concesse. In quanto holding bancarie, queste società potevano così beneficiare di fonti di finanziamento aggiuntive e accedere ai prestiti tramite il "discount window" della Fed.

Oltre alle operazioni della Fed rivolte alla stabilizzazione di specifici mercati finanziari, il FOMC (Federal Open Market Committee) abbassò il target per il tasso d'interesse ufficiale che passò dal 5,25% dell'agosto 2007 allo 0% del dicembre 2008. Il 25 novembre 2008, il FOMC annunciò l'imminente acquisto di importanti quantità di titoli del Tesoro americano e di mortgage-backed securities emessi da Fannie Mae e Freddie Mac. L'obiettivo era quello di ridurre il costo delle MBS e aumentare la disponibilità del credito per l'acquisto di immobili. La scelta di sostenere un mercato specifico attraverso l'acquisto di titoli con operazioni di mercato aperto fu inusuale per la Fed che l'attuò su una scala senza precedenti.

⁵ Commercial Paper: è una forma di debito non garantito e a breve termine (di solito 30 giorni), comunemente emesso dalle aziende per finanziare le loro buste paga, i debiti, le scorte e altre passività a breve termine.

La dimensione del bilancio della Fed tra il 2007 e il 2009 subì notevoli cambiamenti, dovuti alle azioni che questa fu costretta a intraprendere.



SOURCE: Federal Reserve H.4.1 Balance Sheet.

Figura 3: Composizione degli asset posseduti dalla Federal Reserve

Come è visibile in figura, dall'agosto del 2007, la quota di asset in bilancio composta da titoli che non erano del Tesoro iniziò ad aumentare. Questo perché in quel periodo la crisi iniziò a manifestarsi nel mercato interbancario e la Fed aumentò i termini per concedere prestiti tramite la "discount window". Tuttavia, fino al settembre del 2008 la dimensione totale del bilancio della Fed rimase costante grazie alla compensazione. La Fed, infatti, per far sì che le dimensioni del bilancio restassero invariate, compensava l'aumento dei prestiti che erogava (che rappresentano un aumento di attività in bilancio) con la vendita di titoli del Tesoro (ovvero diminuzione di attività in bilancio).

Con l'intensificarsi della crisi, dopo il settembre del 2008, la Fed non fu più in grado di compensare a causa dall'aumento di prestiti alle istituzioni finanziarie, come possiamo osservare dall'impennata della curva in figura.

Nella seconda settimana di dicembre 2008 la dimensione del bilancio della Fed raggiunse il picco e iniziò a scendere una volta diminuite le tensioni nei mercati finanziari. Tornò poi a crescere a partire dal secondo trimestre del 2009, quando fu istituita la TALF e la Fed iniziò a comprare titoli del Tesoro garantiti da ipoteca.

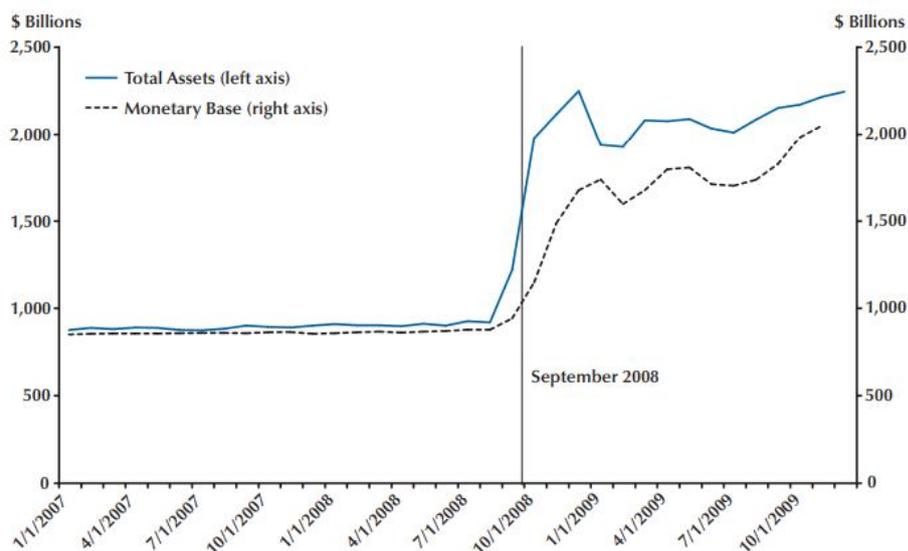


Figura 4: Gli asset della Fed e la base monetaria

Passando a un'analisi della base monetaria, la figura mostra la relazione tra dimensione del bilancio della Fed e la M2 (comprendente moneta in circolazione e depositi a vista). Fino a settembre 2008 la base monetaria rimase costante, ma quando la Fed smise di “compensare” con le vendite a mercato aperto, iniziò ad impennarsi.

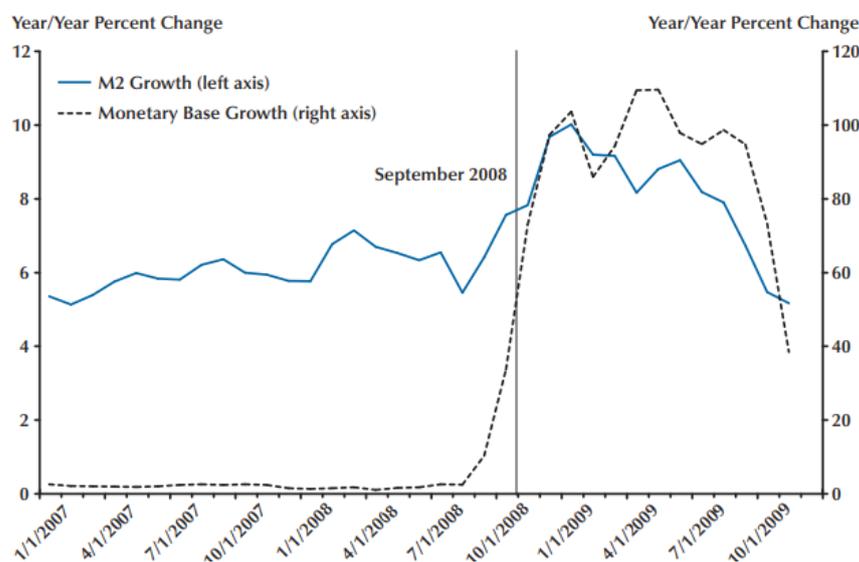


Figura 5: Base monetaria e crescita di M2

In questa figura si evince che il tasso di crescita dell'aggregato monetario M2 è aumentato velocemente nel quarto trimestre del 2008 e rimase correlato con la crescita della base monetaria durante il 2009.

È possibile definire la politica monetaria della Fed in risposta alla crisi del 2008 come “credit easing” in contrapposizione a quella di “quantitative easing”. Infatti, a differenza di quest’ultima che punta alla crescita della base monetaria, la politica di “credit easing” della Fed si concentrava di più sull’allocazione del credito fornito al sistema finanziario che sulla quantità dello stesso. Prima del settembre 2008 infatti la Fed si concentrò solo sulla riallocazione di un’offerta fissa di credito alle aziende finanziarie bisognose di liquidità.

Dopo settembre si entrò in una nuova fase, con le operazioni di salvataggio e acquisto di titoli della Fed che fecero più che raddoppiare il suo bilancio e la base monetaria. Ma l’obiettivo era quello di ridurre i tassi di interesse sui mutui ipotecari per cercare di fare riprendere il mercato immobiliare, e non di aumentare genericamente l’importo totale del credito nel sistema finanziario.

2.2.1 La risposta della FED alla crisi del 2007-2009 comparata alla risposta della crisi del 1929

Durante la crisi del 2007/2009, la Fed non ha ripetuto molti degli errori commessi nel corso della Grande Depressione. In quell’occasione, la Fed permise il crollo della massa monetaria e innescò una grave deflazione. Al contrario, durante la crisi del 2008, la massa monetaria ha continuato a crescere, anche se a volte lentamente, e il livello dei prezzi è rimasto stabile.

Inoltre, durante la Depressione, i funzionari della Fed interpretarono i bassi livelli di prestiti a discount window come indicativi del fatto che le banche non avevano bisogno di ulteriore liquidità. Sembra che questi abbiano ignorato la possibilità che le banche fossero riluttanti a prendere in prestito a causa della preoccupazione dei depositanti ansiosi che avrebbero potuto interpretare il prestito di una banca dalla discount window come un segno di debolezza o che molte banche non sarebbero state in grado di prendere in prestito perché mancanti di garanzie idonee. Al contrario, durante la crisi del 2007-09, i funzionari della Fed hanno agito rapidamente per incoraggiare le banche a prendere in prestito dalla banca centrale, prima rilasciando la dichiarazione che la discount window era disponibile per soddisfare le esigenze di liquidità delle banche, quindi riducendo il tasso di credito primario e aumentando il termine minimo di prestiti a discount window, e, infine, con l’introduzione del TAF per fornire una fonte anonima di fondi a termine senza alcuno stigma associato ai prestiti in discount window.

Inoltre, durante la crisi del 2007-2009, la Fed si è dimostrata disponibile a fornire prestiti per evitare la bancarotta delle imprese finanziarie che rappresentavano un rischio sistemico significativo. Inoltre, i funzionari della Federal Reserve hanno sostenuto il programma del Dipartimento del Tesoro per

stabilizzare le banche attraverso acquisti di capitale e di test stress. Al contrario durante la Grande Depressione, con l'eccezione della massiccia iniezione di liquidità della Fed di New York dopo il crollo del mercato azionario dell'ottobre 1929, la Fed prestò poca attenzione ai rischi sistemici.

Anche se la Fed ha lavorato per evitare la bancarotta di Lehman Brothers, i funzionari della Fed hanno scelto di non effettuare un prestito per prevenire il fallimento di Lehman e molti analisti ritengono ancora oggi che la bancarotta di Lehman abbia peggiorato significativamente la crisi finanziaria. Meltzer sostiene che questo sia stato un "grave errore": "Dopo 30 anni di salvataggio di quasi tutte le società finanziarie, la Fed ha fatto l'orrendo errore di cambiare la sua politica nel bel mezzo di una recessione."

Durante la Depressione, la Federal Reserve scelse di non salvare la Banca degli Stati Uniti dal fallimento, considerato da Friedman e Schwartz (1963) un grave errore che ha peggiorato la contrazione economica. Una differenza fondamentale tra gli eventi di Lehman e della Bank of United States, tuttavia, è stata che la Fed nel 2008 ha agito rapidamente per limitare il disagio finanziario causato dalla bancarotta di Lehman, mentre ha fatto poco in risposta al fallimento della Banca degli Stati Uniti o altri fallimenti bancari durante la Grande Depressione. Ad esempio, a seguito del fallimento di Lehman, la Fed ha fornito un prestito di 85 miliardi di dollari per salvare AIG e ha istituito la AMLF per estendere i prestiti pro soluto agli istituti di deposito U.S e alle società di bank holding per finanziare i loro acquisti di commercial paper garantiti da attività da fondi comuni di investimento del mercato monetario, che erano sotto la pressione dei depositanti ansiosi.

Un'altra lezione della Grande Depressione è stata come non ridurre le riserve bancarie in eccesso. Negli anni '30, la Fed raddoppiò le riserve obbligatorie per contenere le riserve in eccesso. Ciò portò ad un forte calo della crescita monetaria e ad una recessione. Nel 2009, invece, la Fed sembra aver rifiutato l'opzione di aumentare gli obblighi di riserva per ridurre le riserve in eccesso e si è invece concentrata su opzioni più flessibili che avrebbero potuto essere adattate alle condizioni e alle circostanze del mercato nel caso in cui diventasse desiderabile rallentare la crescita dei prestiti bancari.

La Grande Depressione ha chiarito che le banche centrali non devono permettere al panico bancario e ad altri shock finanziari di contrarre le scorte monetarie e causare la deflazione. Tuttavia, la depressione offre poche indicazioni sul fatto che l'estensione dei prestiti a specifiche imprese o mercati, per non parlare di imprese insolventi, è un elemento necessario ed efficace nel ruolo di prestatore di ultima istanza. Alcuni economisti sostengono che le banche centrali dovrebbero fornire liquidità principalmente, se non esclusivamente, attraverso operazioni di mercato aperto in titoli di Stato e non tentare di fornire credito attraverso prestiti mirati a specifiche imprese o mercati. Durante la Depressione, la Fed non ha effettuato sufficienti operazioni di mercato aperto per prevenire un collasso

della massa monetaria o della svalutazione, né ha prestato significativamente a istituzioni finanziarie in difficoltà.

Durante la crisi finanziaria del 2007-2009, la Fed ha cercato di alleviare le tensioni del mercato del credito fornendo liquidità alle imprese e ai mercati interessati nel tentativo di ridurre i tassi di prestito rischiosi e riavviare i mercati "congelati". Si è concentrata sul "mix di prestiti e titoli che la Federal Reserve detiene e su come questa composizione delle attività influisce sulle condizioni di credito per le famiglie e le imprese", secondo il presidente Bernanke (2009), perché "Per stimolare la domanda aggregata nel contesto attuale, la Federal Reserve deve concentrare le sue politiche sulla riduzione degli spread di credito e sul miglioramento del funzionamento dei mercati del credito privato più in generale."

Alcuni osservatori sostengono che gli sforzi della Fed fatti per alleviare la crisi finanziaria e stimolare l'economia incanalando il credito verso imprese e mercati specifici sono stati meno efficaci di una politica volta a espandere rapidamente la base monetaria. I critici indicano il calo della crescita delle scorte di moneta a metà del 2008 come prova che la politica era troppo rigida e sostengono che la recessione sarebbe stata meno grave se la Fed avesse ampliato la base monetaria prima.

Altri critici temono che i prestiti della Fed a specifiche aziende e a sostegno di per sostenere determinati mercati possano avere conseguenze negative a lungo termine. Ad esempio, tali prestiti potrebbero aver indebolito gli incentivi per i creditori a monitorare e penalizzare l'eccessiva assunzione di rischi da parte di aziende ritenute "troppo grandi per fallire". Alcuni sostengono che il prestito mirato minaccia anche l'indipendenza politica della Fed, che è fondamentale per perseguire una politica monetaria stabile. Così, mentre la Federal Reserve nel 2007/2009 non ha ripetuto le politiche disastrose della Grande Depressione, rimane poco chiaro se una politica alternativa sarebbe stata più efficace per alleviare la crisi finanziaria e limitare il suo impatto sull'economia, con meno potenziali conseguenze a lungo termine.

2.2.2 Critiche alle risposte di politica monetaria della FED

Nonostante la politica monetaria della FED in risposta alla crisi del 2008 è stata da molti considerata adeguata, questa ha subito delle critiche da alcuni importanti studiosi monetari, su tutti spicca quella di Anna Schwartz scomparsa nel 2012 all'età di 97 anni. Pochi anni prima della sua morte la donna, che assieme a Milton Friedman scrisse "La storia monetaria degli Stati Uniti", il libro che ha lanciato il contrattacco del libero mercato contro il keynesianismo nei primi anni '60, si pronunciò negativamente rispetto alla risposta della banca centrale americana.

Schwartz fu una delle più rinomate studiose monetarie al mondo e mentre esaminava il periodo di crisi del 2008 aveva un solo pensiero: se solo Milton fosse qui. "Fin dalla sua morte ho lamentato il fatto che non è stato in giro per esprimere le sue opinioni su ciò che sta succedendo", dichiarò la donna in un'intervista rilasciata presso il suo ufficio centrale di Manhattan al National Bureau of Economic Research nel 2008.

Nonostante le continue critiche all'amministrazione Obama e alla Federal Reserve sulla gestione della crisi finanziaria, gli oppositori delle loro politiche non avevano un leader, specialmente a destra. Il loro problema era "la grande mancanza di una voce come quella di Friedman, qualcuno che avesse una comprensione istintiva del modo in cui i mercati operano, una conoscenza molto profonda della storia", diceva Schwartz. Se Friedman fosse stato in giro a parlare (è morto nel 2006), "Non credo che avremmo avuto un bilancio della Fed che attualmente è raddoppiato, o triplicato, in un periodo di tempo così breve e senza alcun tipo di consapevolezza da parte della Fed sul fatto che sta creando un problema per sé stessa con un'inflazione che si impenna già nell'economia." Schwartz, inoltre, diceva: "Tutti parlano di che tipo di strategia di exit ha la Fed, dato che il suo bilancio è esploso. È qualcosa di cui [il presidente della Fed Ben Bernanke] non parla. È come se non fosse disposto a riconoscere che si tratta di un problema."

Criticare la Fed, ovviamente, non era una novità per Schwartz e il suo alter ego, Friedman. Avevano concluso ne "La storia monetaria" che se la FED non fosse esistita, la Grande depressione non ci sarebbe mai stata. La loro argomentazione era che la Fed aveva fatto un disastro stringendo il denaro dal 1929 al 1932, cosa che i banchieri di New York, incaricati di risolvere le crisi, non avrebbero mai fatto. Schwartz diceva che Friedman sarebbe stato altrettanto turbato da ciò che Barack Obama stava facendo nel 2008. "Obama oggi è il tipico uomo che crede che il governo può fare tutto. Quindi cambierà il modo in cui l'elettricità e l'energia saranno prodotti in questo paese e ciò che si chiederebbe Friedman sarcasticamente sarebbe perché se queste sono operazioni profittevoli, il settore privato non ha approfittato di un'opportunità per fare soldi e migliorare le cose".

Nella sua intervista, la Schwartz afferma che tutta l'economia moderna, e ogni grande dibattito che all'epoca riguardava la crisi finanziaria, risale agli anni '30. Tutte le opzioni politiche (la spesa in deficit, la politica monetaria, il ruolo della Fed, l'intervento del governo in generale) scaturiscono da ciò che gli economisti hanno imparato da quel periodo. Fu grazie alla Depression che Keynes creò la macroeconomia. Fu in risposta alla depressione e alla consapevolezza che la Fed l'aveva drammaticamente aggravata stringendo la massa monetaria, che Friedman sviluppò la sua teoria del

monetarismo⁶, confutando Keynes. Ed è stato a causa della depressione che Bernanke, un altro rinomato studioso, ha ampliato il prestito della Fed di oltre 2 trilioni di dollari, facendo irritare Anna Schwartz.

Le critiche di Schwartz furono spiacevoli per Bernanke, che da tempo ammira sia lei che Friedman tanto che la lettura della storia monetaria, a suo dire, fu ciò che lo fece appassionare all'economia monetaria quando era un allievo del MIT. Contro le argomentazioni di Schwartz, Bernanke ha sostenuto una contro argomentazione piuttosto buona: l'ex presidente della FED ha spiegato che se non avesse fatto quello che ha fatto, si sarebbe entrati in un'altra depressione: il sistema bancario e finanziario sarebbe crollato, come provato dal quasi crollo avvenuto dopo il fallimento di Lehman Brothers. Bernanke ne sapeva più di chiunque altro al mondo; il lavoro accademico per il quale è stato più notato ha mostrato che una grave recessione è diventata la Grande Depressione quando, nei tre anni e mezzo critici tra il crollo del mercato azionario del 1929 e il New Deal del FDR, l'amministrazione Hoover ha permesso a un terzo delle banche della nazione di fallire. In effetti, Bernanke ammise, durante il 90° compleanno di Friedman, le colpe della FED avute durante la crisi del '29, come scritto nel paragrafo 1.3.2. in cui concluse dicendo: "Vorrei dire a Milton e Anna: per quanto riguarda la Grande Depressione. Hai ragione, noi [la Fed] l'abbiamo fatto. Ci dispiace molto. Ma grazie a te, non lo faremo più."

E se ne è assicurato, inondando il sistema di liquidità. L'effetto delle azioni di Bernanke è stato quello di aumentare l'offerta di denaro, che è quello che, si potrebbe pensare, Milton Friedman avrebbe voluto. Ma Schwartz era ancora convinta che, come disse al Wall Street Journal nell'autunno del 2007, Bernanke stava combattendo la "guerra" nel modo sbagliato. Per la donna, infatti, era vero che il presidente della Fed stava seguendo il percorso opposto a quello seguito dalla Fed nei primi anni '30, ma per lei la nuova crisi non era tanto un problema di liquidità quanto più una crisi di fiducia a causa dei dubbi del mercato sulle attività tossiche e sui bilanci delle banche. "Ciò che mi ha disturbato in particolare della performance di Bernanke è stata l'insistenza sui salvataggi", diceva Schwartz. "Se fosse stato completamente sincero con i mercati e avesse spiegato su quali basi avrebbe scelto di salvare alcune aziende e altre no, magari il mercato avrebbe capito che lui aveva dei parametri decisionali alla base e a quel punto, il mercato sarebbe stato in grado di capire una decisione presa alla luce di questi, con molto meno smarrimento sul perché hanno salvato Bear Stearns, decidendo invece di lasciare fallire Lehman Brothers. Anche se ha fatto molte dichiarazioni retoriche sull'importanza

⁶ Il monetarismo sostiene che l'offerta di moneta è il principale motore della prosperità e della recessione, e che la spesa fiscale keynesiana non funziona. Il governo dovrebbe quindi stare fuori dai piedi, se non per regolare l'offerta di moneta.

della trasparenza, non è stato trasparente. Penso che questo sia un vero fallimento. Penso che la Fed o il governo non abbiano il diritto di salvare una società che non è solvente."

Bernanke non ha mai dato una risposta particolare a questa critica ma è possibile, alla luce dell'analisi fin qui svolta, azzardare una risposta a tale critica. Schwartz aveva ragione: la crisi del 2008 era diversa dalla Grande Depressione. Ma proprio perché questo è vero sarebbe un po' ingiusto giudicare le azioni di Bernanke nel modo in cui Schwartz fa. In primo luogo, non è un caso che né Bernanke né i suoi successori abbiano trovato un modo efficace per smaltire gli asset tossici; venderli a qualsiasi prezzo il mercato sarebbe stato disposto a pagare, avrebbe reso molte delle principali banche immediatamente insolventi. Il che sarebbe significato essere subito in depressione. Quindi, quali "principi" avrebbe dovuto applicare Bernanke? Chi avrebbe dovuto salvare e chi no?

Oltre a questo, c'è un'altra lezione che mostra quanto profondo e sistemico sia stato questo disastro, molto peggio, infatti, rispetto al crollo che ha dato inizio alla Grande Depressione o a qualsiasi altra crisi che anche la stimata Anna Schwartz ha affrontato. Nel capitalismo, il fallimento dovrebbe essere il destino degli operatori di mercato che fanno scelte sbagliate. Il sistema viene ripulito, i sopravvissuti raccolgono meritatamente i business dei loro rivali falliti e diventano più ricchi, e l'economia torna in vita rapidamente. Questa, dopo tutto, fu la risposta "infame" di Andrew Mellon dopo l'incidente del 1929. "Liquidare il lavoro, liquidare le scorte, liquidare i contadini", ha detto il segretario del Tesoro di Herbert Hoover, guadagnandosi un posto permanente negli annali della malvagità americana. Ma tutto quello che Mellon stava facendo era amministrare con gli standard economici: consentire al mercato "purificarsi con la vendita. Ma la situazione era probabilmente già troppo grave, perché accadesse senza una depressione molto dolorosa.

Allo stesso modo, Nel 2008 il governo manteneva a galla artificialmente le banche in difficoltà. È interessante notare che questa politica irritò tanto i critici di sinistra, come gli economisti Joseph Stiglitz e Paul Krugman, tanto quanto i critici di destra come Schwartz. Entrambe le fazioni avrebbero voluto che la squadra di Obama e Bernanke fosse stata più dura con le banche. Ma Wall Street era così fuori controllo negli ultimi anni, e così squilibrati erano i flussi di capitale globale, che quasi tutte le principali banche globali erano cresciute appesantite da attività tossiche (alcune, come Goldman Sachs, gestivano le cose meglio di altre).

Il sistema era diventato talmente tossico, in altre parole, che non c'era più alcun modo per permettere alle forze capitaliste di rimetterlo in salute senza un enorme fallimento delle banche e quindi un'altra depressione. Quindi cosa avrebbe dovuto fare esattamente Bernanke? Sicuramente l'amministrazione Obama e la Fed di Bernanke avrebbero potuto evitare all'inizio determinate operazioni con un paio di banche, ma c'era pochissimo tempo per sviluppare "principi" per una crisi del genere che nessuno aveva mai visto prima.

2.3 Le politiche non convenzionali della Fed

La Federal Reserve ha storicamente utilizzato come mezzo principale di politica monetaria il tasso di interesse a breve termine per raggiungere i suoi obiettivi macroeconomici. Data la gravità della situazione economica, nemmeno i tassi di interesse prossimi allo zero sono stati abbastanza per stimolare la crescita dell'occupazione e la produzione in modo sufficiente, e il fatto che i tassi nell'ultima decade siano stati spinti verso il loro limite più basso ha spinto la Fed ad usare degli strumenti di politica monetaria non convenzionali, questi sono la forward guidance e il quantitative easing. Tali strumenti hanno accelerato la ripresa economica e sono stati fondamentali per riportare l'inflazione al tasso obiettivo; tuttavia, il loro impatto complessivo resta ancora incerto.

Federal funds rate: Actual and policy rule recommendation

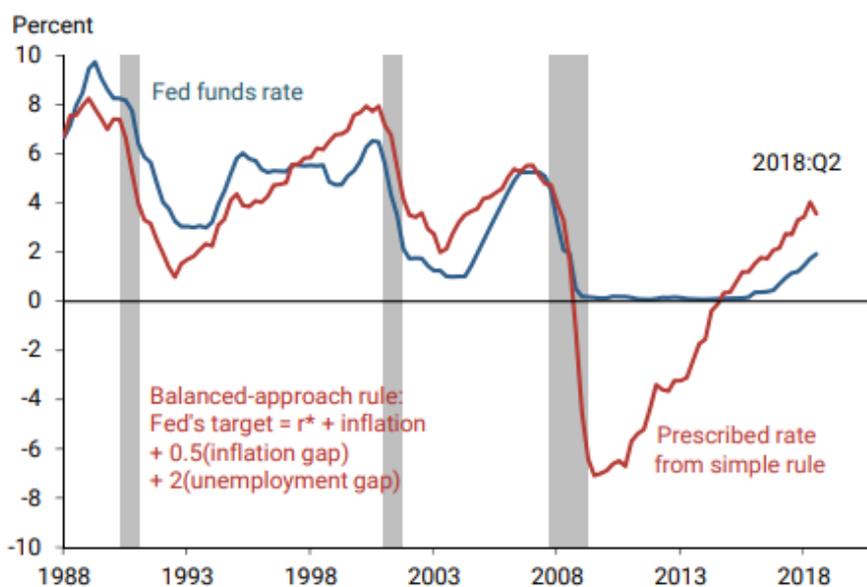


Figura 6: Confronto tra il tasso di interesse prescritto dalle regole di politica monetaria (linea rossa) e quello effettivamente implementato dalla Fed (linea blu)

In figura possiamo osservare che la Fed ha ridotto il tasso di interesse di circa 6 punti percentuali nelle recessioni del 1990 e del 2001, cercando di incrementare la crescita e la spesa. Tali risposte di politica monetaria furono coerenti dati i livelli di inflazione e disoccupazione dell'epoca. La regola di politica monetaria adottata dalla Fed prevede infatti di abbassare il Federal Funds Rate dell'1,5% se l'inflazione scende dell'1% e di abbassarlo del 2% se il tasso di disoccupazione sale dell'1%.

Durante la crisi del 2008, la Fed tagliò nuovamente il tasso di interesse di poco più del 5%. Ma, data la gravità di una crisi senza precedenti, la risposta convenzionale non fu nemmeno lontanamente abbastanza. Il tasso di disoccupazione in quegli anni toccava il 10% e per la regola prima citata la Fed avrebbe dovuto prevedere un taglio di altri 7 punti percentuali, cosa impossibile da fare dato che i tassi erano già prossimi allo zero. Furono quindi necessarie altre risposte che nei prossimi due paragrafi analizzeremo nel particolare.

2.3.1 La Forward Guidance

Una volta aver ridotto quasi a zero i tassi di interesse, la Fed cercò di modificare il rendimento dei bond a lungo termine e i prezzi di altri asset fornendo direttamente una “guida” relativa alla futura evoluzione dei tassi di interesse a breve termine. Per capire come funziona questo processo, dobbiamo ricordare che i rendimenti a lungo termine (long-term yields) hanno due comportamenti chiave. Il primo punto riguarda le aspettative, che sono la media dei tassi a breve termine attesi durante la vita di un bond a lungo termine. Il secondo punto chiave è il “term premium” ovvero la remunerazione degli investitori per il rischio che i tassi cambiano durante la vita del bond.

La prima componente, quella delle aspettative, può cambiare nel momento in cui la Fed fornisce informazioni circa la “direzione” futura del tasso di interesse a breve termine. La forward guidance aveva il fine di spingere verso il basso le aspettative sul futuro dei tassi di interesse a breve termine, abbassando quindi pure il rendimento dei bond a lungo termine e quindi dando sollievo alle condizioni finanziarie. Inoltre, agendo restringendo la distribuzione delle aspettative circa i tassi di interesse futuri, la forward guidance permette di ridurre la volatilità e l’incertezza del tasso di interesse, che a loro volta possono abbassare il term premium e migliorare maggiormente la situazione finanziaria.

Actual and financial market expectations for fed funds rate

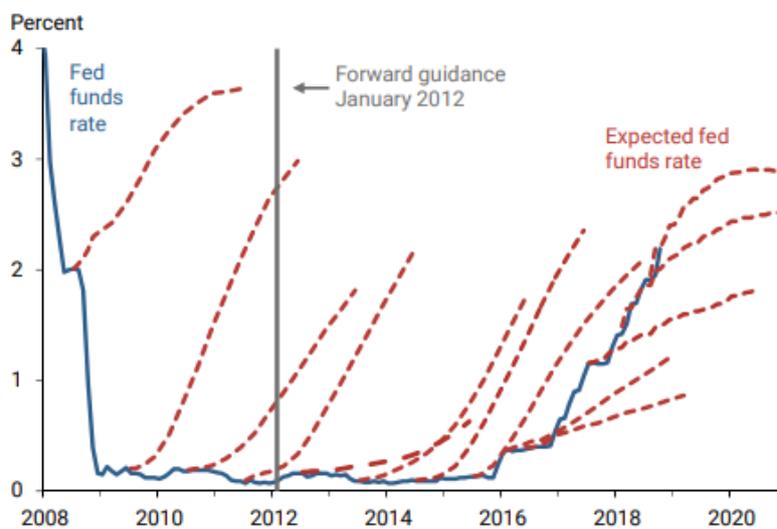


Figura 7: Aspettative sul tasso di interesse (linea rossa tratteggiata) e tasso di interesse effettivo (linea blu)

La figura mostra il tasso di interesse ufficiale (actual funds rate) con una linea blu, e le aspettative degli investitori sul percorso che seguirà con una linea rossa tratteggiata. All’inizio della ripresa, durante il 2010-2011, gli investitori si aspettavano un rapido rialzo dei tassi, come si vede dalle curve rosse tratteggiate che partono dalla curva blu; tuttavia, la Fed data la gravità della recessione, temeva che un aumento dei tassi così immediato potesse essere pericoloso e fornì agli investitori indicazioni esplicite circa il percorso che il tasso di interesse avrebbe avuto nel futuro. Ad esempio, il 25 gennaio 2012, il Federal Open Market Committee dichiarò che “le condizioni economiche sono tali da imporre tassi di interesse eccezionalmente bassi almeno fino al tardo 2014”. La linea grigia segna la data in cui la forward guidance annunciò che i tassi sarebbero rimasti fermi a zero per i successivi due anni, questo aiutò ad abbassare le aspettative di mercato, come visibile dalle linee rosse tratteggiate che cominciarono dopo il 2012.

2.3.2 Il quantitative easing

Il secondo strumento di politica monetaria non convenzionale utilizzato dalla Federal Reserve è stato il quantitative easing che si sostanzia nell’acquisto di obbligazioni a lungo termine da parte della Fed. In figura, la linea grigia rappresenta l’evoluzione dei titoli del tesoro e delle obbligazioni “corporate” detenute dalla Fed. All’inizio della crisi l’ammontare di questi titoli era meno di un trilione. Dopo di che, con tre ondate di acquisti separate, il bilancio della Fed è aumentato a più di 4 trilioni.

Federal Reserve domestic security holdings and currency

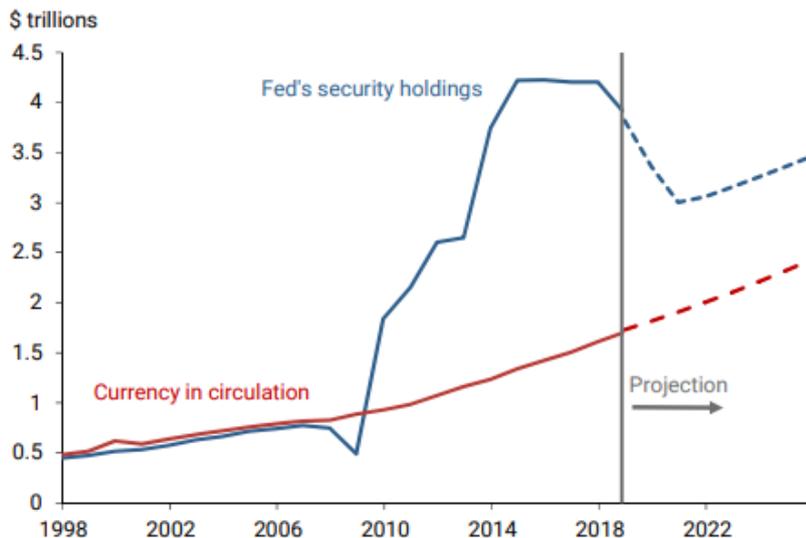


Figura 8: bilancio della Fed e moneta in circolazione

Questi acquisti di titoli funzionano per mezzo di un semplice canale domanda-offerta: più grande è la domanda per obbligazioni della Fed, più i prezzi dei titoli aumentano e quindi, il loro rendimento scende. L'acquisto di obbligazioni rende possibile anche una riduzione delle aspettative sul rendimento obbligazionario, funzionando quindi come una sorta di forward guidance, fornendo un segnale riguardo la futura evoluzione dei tassi di interesse.

L'effetto degli acquisti del QE dipende dalla quantità di bond acquistati relativamente alla dimensione dell'economia o alla dimensione aggregata del mercato obbligazionario. Più l'economia diventa grande, maggiore dovrà essere la quantità di titoli acquistati per generare un effetto nel mercato dei bond e nel term premium. Inoltre, importante è anche il termine dei bond che vengono acquistati: l'acquisto di titoli a breve termine avrà un effetto ridotto sui rendimenti a 10 anni rispetto all'acquisto di titoli a lungo termine.

L'impatto economico del QE è ancora molto discusso dagli esperti; in particolare perché molte delle dimostrazioni riguardanti gli effetti del quantitative easing derivano da studi che esaminano i cambiamenti dei prezzi degli asset nelle ore successive all'annuncio del piano di acquisto. In effetti, il 18 marzo 2009, la Fed annunciò che avrebbe acquistato 300 miliardi di titoli del Tesoro. I tassi di interesse a breve termine erano già a zero e non si modificarono, ma quelli a lungo termine, risposero immediatamente, scendendo di mezzo punto percentuale. Questa risposta immediata non può considerarsi come una buona misura dell'efficacia del QE, potendosi invertire in pochi giorni o settimane.

2.4 La crisi del debito sovrano in UE

Dopo la crisi subprime sono stati necessari interventi pubblici per salvare numerosi istituti di credito europei che si trovavano in gravi difficoltà, tuttavia interventi che hanno provocato nel 2009 una contrazione del PIL a livello globale dell'un per cento circa. In particolare, i paesi industrializzati hanno avuto una variazione del PIL in negativo mentre i paesi in via di sviluppo hanno visto una riduzione dei propri tassi di crescita.

Nel caso dell'Italia la contrazione ha sfiorato il 5 % determinando una delle più gravi recessioni dal dopoguerra.

Allo scoppio della crisi del debito sovrano, i paesi dell'eurozona presentavano numerose differenze nella finanza pubblica e nel tasso di crescita. I Paesi *core* (come la Germania) avevano livelli contenuti del debito pubblico e un' economia più solida, mentre i cosiddetti Paesi PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), o "periferici", si caratterizzavano per una maggiore vulnerabilità dovuta all'indebitamento accumulato negli anni, all'incremento del deficit e a bassi tassi di crescita del PIL.

Nonostante ciò, nel 2010 l'Area euro ha visto una ripresa economica negli Stati Uniti e in Germania, ma si sono mantenuti a livelli significativamente inferiori nel Regno Unito e in molti paesi dell'Area euro, tra i quali l'Italia.

Questa ripresa è stata interrotta dal dissesto dei conti pubblici della Grecia che ha dato inizio ad una nuova fase della crisi, quella del debito sovrano che nel 2011 si è estesa a Spagna e Italia.

I paesi dell'Eurozona e il FMI hanno approvato un prestito di salvataggio per la Grecia di 110 miliardi di euro (30 da parte del FMI). Nel mese di novembre, è emersa la crisi del sistema bancario irlandese e le istituzioni europee con la partecipazione del FMI hanno approvato un piano di sostegno per un ammontare pari a 85 miliardi di euro. A maggio 2011, UE, BCE e FMI (la cosiddetta Troika) hanno concesso un prestito di 78 miliardi di euro anche al Governo portoghese.

Gli effetti sono stati immediati e sui principali mercati finanziari si sono registrati ribassi di notevoli dimensioni. Le maggiori agenzie di rating hanno abbassato il merito di credito di diversi paesi europei e delle banche con consistenti esposizioni in titoli pubblici di paesi in difficoltà, amplificando in molti casi le turbolenze sui mercati.

I titoli bancari, in ragione dei profondi legami con il settore pubblico, sono stati contagiati da queste turbolenze tanto da far registrare, nel 2011, un ribasso superiore a quello degli altri comparti in tutte le economie avanzate.

Gli effetti della crisi si sono riversati sull'economia reale: a partire dall'inizio del 2009 c'è stato un irrigidimento degli standard di concessione del credito da parte del sistema bancario sia in Europa sia negli Usa e si evidenziava un vero e proprio rifiuto di accordare nuovi finanziamenti o concessioni di finanziamenti a condizioni tanto onerose da indurre il debitore a rifiutare l'offerta di credito.

I canali di trasmissione della crisi del debito sovrano alle banche domestiche sono molteplici. Le banche detengono tipicamente quote consistenti di titoli pubblici in portafoglio sia per motivi di investimento e come fonte primaria di garanzia nei mercati pronti contro termine. Tensioni sul mercato secondario dei titoli di Stato comportano, quindi, da un lato un deterioramento della qualità degli attivi bancari e, dall'altro, un aumento del costo della raccolta attraverso l'incremento dei margini sulle garanzie nelle operazioni di repo. Il merito di credito delle banche, inoltre, viene determinato anche dalla garanzia pubblica implicita che risente dello standing creditizio dello Stato di appartenenza.

Le manovre di *austerity* che sono state attuate sia dagli Stati in difficoltà e poi da tutti gli Stati membri dell'Unione, hanno rallentato la crescita provocando, in alcuni casi, una vera e propria recessione.

La crisi si è manifestata in tutta la sua gravità a partire dai primi giorni di luglio 2011, quando ha investito anche l'Italia e la Spagna. In Italia, il rendimento dei Btp decennali ha raggiunto livelli vicini al 7 per cento, con il conseguente innalzamento del costo complessivo di rifinanziamento del debito pubblico. Lo Spread è passato in pochi mesi da valori inferiori ai 200 punti base a valori superiori ai 500 punti base (570 punti nel mese di novembre) a causa dell'effetto combinato da un lato dell'incremento della percezione del rischio sovrano italiano e dall'altro della preferenza degli investitori verso i titoli tedeschi, considerati più sicuri (cosiddetto *flight to quality*).

Determinante è stata la componente legata all'effetto contagio, ossia la quota di *spread* che non deriva dalla situazione macroeconomica e di finanza pubblica del singolo paese, ma dalla "crisi di fiducia" degli operatori di mercato. Uno studio della Consob del 2012, partito dalla crisi finanziaria del 2007-2008, ha evidenziato come alcuni paesi europei hanno visto impennare i differenziali di rendimento dei relativi titoli pubblici rispetto al Bund tedesco a causa di fenomeni di contagio. Per l'Italia ciò ha comportato una penalizzazione costante e progressivamente crescente con l'aggravarsi della crisi, fino a raggiungere, nella prima metà del 2012, un sovrapprezzo sui rendimenti dei suoi titoli stimabile in circa 180 punti base.

L'Unione europea è intervenuta fornendo prestiti, ricapitalizzando le banche o comprando titolo del debito sovrano degli Stati membri in difficoltà, grazie al FESF (Fondo europeo di stabilità finanziaria). Tali iniziative hanno determinato un'attenuazione solo temporanea delle tensioni sul debito sovrano europeo, apparendo agli operatori di mercato come interventi poco risolutivi.

La BCE, inoltre, ha adottato una serie di misure volte a sostenere la liquidità degli intermediari e a evitare che le turbolenze dei mercati compromettessero il meccanismo di trasmissione della politica

monetaria: promuovendo le aste a scadenza annuale con soddisfacimento illimitato e l'acquisto di titoli di Stato della area euro sul mercato secondario.

Negli anni gli interventi della BCE si sono fatti sempre più incisivi. Le due Long Term Refinancing Operations (LTROs) del 2011 e del 2012 hanno avuto effetti positivi parziali e sono servite solo ad arginare la crisi, avendo le banche utilizzato buona parte dei finanziamenti ricevuti per riacquistare obbligazioni proprie e per ristrutturare il proprio capitale in modo da poter rispettare le regole che l'Europa avrebbe imposto a breve per consolidare il suo sistema creditizio. Il piano di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) consiste in una "asta di liquidità" tramite il quale la Banca Centrale Europea autorizza dei prestiti alle banche che lo richiedono. Tali prestiti durano 3 anni e hanno un tasso uguale alla media aritmetica del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale calcolato nel periodo di durata dell'operazione.

L'OMT di settembre 2012, con l'acquisto illimitato di titoli governativi, ha rappresentato un forte segnale da parte della BCE. Nel settembre 2014 la BCE ha assunto due misure straordinarie, il Targeted Long Term Refinancing Operation (TLTRO) e l'acquisto di titoli ABS e Covered Bond, misure attraverso le quali la BCE e gli organismi internazionali hanno dimostrato di avere ormai il polso della gravità della crisi.

Le azioni della BCE non hanno avuto effetti sull'economia reale, la frammentazione del mercato finanziario unico non ha consentito alle misure di politica monetaria di migliorare le condizioni di accesso al finanziamento per le banche dei paesi più esposti alla crisi. Inoltre, le tensioni che le banche hanno visto sul fronte della redditività hanno ridotto la propensione degli istituti bancari a ridurre il costo dei prestiti a famiglie e imprese.

I mercati azionari, nel 2015, hanno visto un miglioramento delle aspettative grazie al programma di acquisto di titoli della BCE (EAPP, cosiddetto quantitative easing) che ha esteso il programma di acquisto sul mercato secondario di titoli emessi dal settore privato, anche ai titoli pubblici denominati in euro. Di conseguenza, il *market sentiment* degli investitori nell'Area euro è migliorato mostrando un netto rialzo.

Il *quantitative easing*, finalizzato a influenzare variabili finanziarie e reali attraverso il canale del tasso di interesse, rispetto alle misure di politica monetaria precedenti, ha avuto una portata più ampia, in quanto quelle politiche erano indirizzate principalmente al settore bancario e volte a ristabilire il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria all'economia attraverso il canale bancario (cosiddetto *bank lending channel*).

In seguito all'annuncio del programma EAAP, i rendimenti del debito sovrano sono scesi a livelli notevolmente bassi in tutta l'area euro e su tutte le scadenze; la percezione del rischio sovrano per i paesi dell'Eurozona si è notevolmente attenuata e il calo dei rendimenti di titoli pubblici ha ridotto la

spesa per il servizio del debito e ha reso più agevole la realizzazione delle misure di contenimento del deficit da parte dei paesi con maggiori squilibri di finanza pubblica.

Capitolo 3: Dalla pandemia all'emergenza energetica: le prospettive future

3.1 Una nuova crisi dell'economia reale

3.1.1 La vulnerabilità finanziaria del sistema

Dopo la crisi del 2008 le banche centrali hanno dovuto impiegare strumenti di politica monetaria non convenzionali come il quantitative easing, tassi di interesse vicini allo zero e le altre misure di cui abbiamo discusso nel capitolo precedente. Il fatto che molti paesi non sono stati in grado di intraprendere programmi di investimento per rianimare le loro economie, ma anzi hanno aderito a politiche di austerità, ha causato una necessità ancora più profonda di perseguire tali misure.

Se da un lato le politiche straordinarie sono state in grado di stabilizzare i mercati finanziari, dall'altro lato hanno incoraggiato gli operatori ad accollarsi maggiori rischi. Allo stesso tempo, specialmente attraverso il QE e i bassi tassi di interesse, il sistema finanziario è stato inondato di liquidità. Una conseguenza di questo è stata una riduzione del rendimento delle obbligazioni, sia statali che private, dal 2008 in poi (Figura 16).

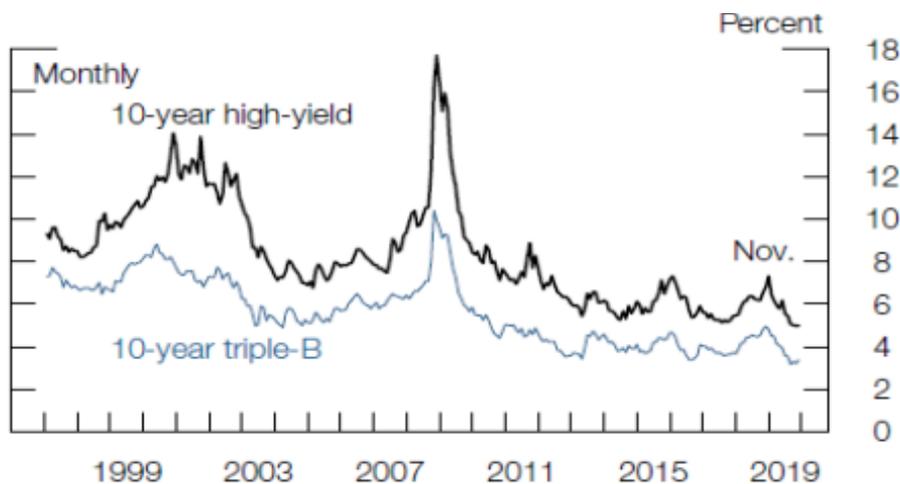


Figura 9: Rendimento delle obbligazioni corporate

Per mantenere i rendimenti invariati in questa situazione, gli investitori hanno riallocato i loro investimenti su asset più rischiosi (come le azioni o gli ETF⁷ azionari)

Quando le aspettative per i profitti sono troppo alte a causa di specifici eventi che fungono da terreno fertile per l'ottimismo, le aziende e gli operatori sono inclini ad aumentare il loro livello di debito per

⁷ ETF o Exchange Traded Fund: Paniere di titoli che viene scambiato in borsa come un'azione ma che offre commissioni più convenienti rispetto ad un fondo d'investimento.

beneficiare dei potenziali guadagni. Questo è ciò che si verificò negli anni dopo la crisi finanziaria globale. Nonostante l'obiettivo delle varie politiche monetarie fosse proprio quello di aumentare gli investimenti, il problema fu che le attività di investimento si concentrarono in buona parte nel settore finanziario e molto meno nell'economia produttiva.

3.1.2 La pandemia

A marzo 2020 il mondo è stato costretto ad affrontare improvvisamente un evento esogeno che ha condizionato qualsiasi settore e che ha messo in ginocchio moltissime attività. La pandemia è iniziata in un momento in cui il volume del debito privato era aumentato toccando livelli che mai aveva raggiunto. Le politiche espansioniste degli ultimi dieci anni avevano fatto sì che un'importante quantità di denaro era stata investita in asset rischiosi come ad esempio gli ETF, nuove strategie di trading ad alta frequenza avevano riscosso grande successo e lo shadow banking system⁸ stava diventando sempre più importante nella creazione del credito.

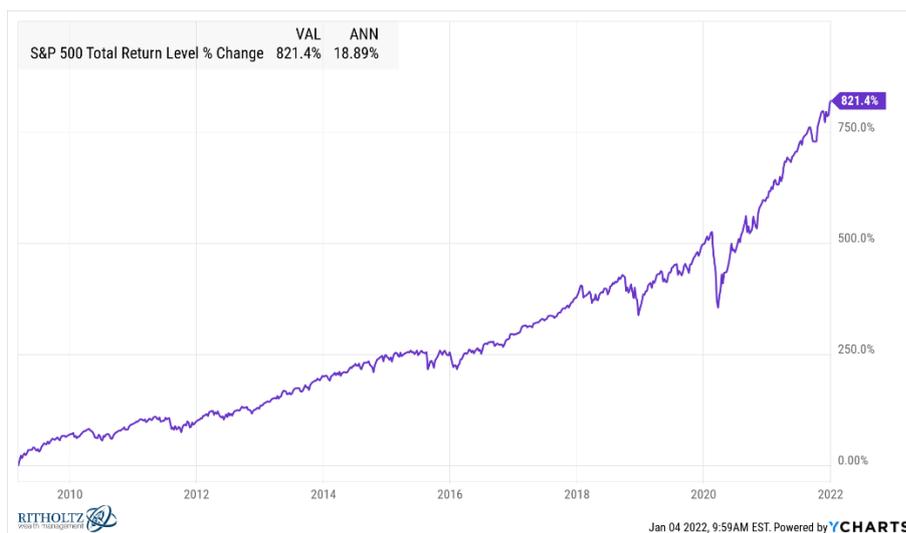


Figura 10: L'ascesa dell'S&P 500 dal 2009 al 2021

Come possiamo vedere nella figura 10, dal 2009 al 2019 l'indice S&P 500, come tutto il sistema finanziario in generale, aveva sperimentato il più lungo "bull market" della storia.

⁸ Termine utilizzato per descrivere attività simili a quelle bancarie -principalmente prestiti- che si svolgono al di fuori del settore bancario tradizionale, e di conseguenza non sono soggette alla stringente vigilanza e regolazione bancaria.

La situazione era ormai completamente svincolata dai fondamentali economici, le banche centrali stavano inondando da anni il mercato di denaro e questo aveva spinto i prezzi delle azioni a dei livelli estremi. Vedendo il mercato in crescita, molti operatori finanziari iniziarono ad adottare strategie di mercato aggressive, investendo in attività meno liquide e più rischiose, per ottenere rendimenti più elevati, diventando molto più inclini alla volatilità del mercato.

Il credito a basso costo ha portato ad un rapido aumento del debito corporate all'interno dell'economia produttiva. In effetti, il fine delle politiche monetarie era proprio quello di incentivare importanti investimenti aziendali, ma non vi fu un adeguato aumento della domanda ad accompagnare la crescita del debito; le maggior parte dei paesi industrializzati erano vicini alla recessione e di conseguenza molte persone avevano avuto un reddito fondamentalmente stagnante e, con un potere d'acquisto che non aumentava, vi fu una diminuzione della domanda effettiva. Le aziende si trovarono quindi una situazione di sovraindebitamento.

Con il sopraggiungere della pandemia, l'incertezza riguardante le implicazioni economiche è aumentata. Gli scaffali vuoti dei supermercati erano il segnale che le persone stavano accumulando scorte per timore di possibili coprifuoco e misure di quarantena, le sirene delle ambulanze continuavano a suonare in giro per tutte le città e la preoccupazione aumentava giorno dopo giorno con il crescere delle vittime. Il coronavirus ha iniziato a spaventare anche gli investitori: l'indice azionario S&P 500, dopo il periodo più lungo di "bull" della sua storia, è crollato di oltre il 10%, facendo registrare la perdita più rapida di sempre. In Europa, le borse hanno sperimentato una stessa tendenza ribassistica. La Fed ha provato immediatamente a risollevare i mercati con un taglio dei tassi di interesse di mezzo punto percentuale ma la decisione non ha avuto praticamente effetto; mentre i supermercati e i fornitori di questi facevano fatica a tenere il passo con l'aumento di domanda dei beni di prima necessità, aumentava sempre di più il timore di una nuova crisi, mettendo i mercati finanziari in agitazione.

Come accade solitamente durante una crisi, anche questa volta gli investitori cominciarono a spostare i loro investimenti da titoli più rischiosi ad asset considerati "sicuri" per la paura di subire perdite. Tipicamente i titoli di Stato rappresentano l'investimento più sicuro, in base al paese di cui si parla. Più un paese è "solido" finanziariamente e più un suo default è considerato improbabile e quindi in grado di ripagare il proprio debito. Quando aumenta la domanda per un determinato titolo di stato, il suo prezzo aumenta e i rendimenti scendono. All'inizio di marzo 2020 il rendimento dei bond del tesoro Statunitense a 10 anni è sceso ad un minimo storico di 0,7%. I bond Tedeschi a 10 anni venivano scambiati con un rendimento di -0,74%.

I fondi del mercato monetario che investono in asset sicuri a breve termine, tipicamente titoli di Stato, registrarono introiti per 286 miliardi di dollari, il più alto afflusso di capitale settimanale di sempre.

Dall'altra parte, la vendita degli asset più rischiosi aveva fatto accusare ai mercati azionari un duro colpo. Il Financial Time Stock Exchange Index 100, il più importante indice azionario britannico, ebbe il suo peggior giorno dopo la crisi del 2008. L'indice tedesco Dax scese di oltre il 12%.

Molte aziende erano finanziariamente stressate e dovevano nel compenso affrontare uno shock della domanda e dell'offerta senza precedenti, questo fece sviluppare in quasi tutti gli investitori una preferenza per la liquidità. Le aziende hanno cominciato ad accumulare cash per fare fronte alle proprie obbligazioni e hanno cercato di monetizzare anche asset meno liquidi. Quando i proprietari dei conti correnti di una banca decidono di prelevare improvvisamente i loro depositi, tutti allo stesso momento, si possono verificare seri problemi per la banca. In questi momenti, una qualsiasi cattiva notizia può portare ad una corsa agli sportelli e causare importanti problemi sui mercati. Il 9 marzo 2020 la cattiva notizia arrivò: i membri dell'OPEC⁹ non riuscirono a raggiungere un accordo per ridurre la produzione di petrolio e anzi, decisero di aumentarla. In un momento in cui, a causa delle restrizioni da quarantena, la domanda per il carburante era molto bassa, la decisione presa dall'organizzazione causò un immediato crollo del prezzo del petrolio, che arrivò a raggiungere addirittura prezzi negativi (Figura 11)

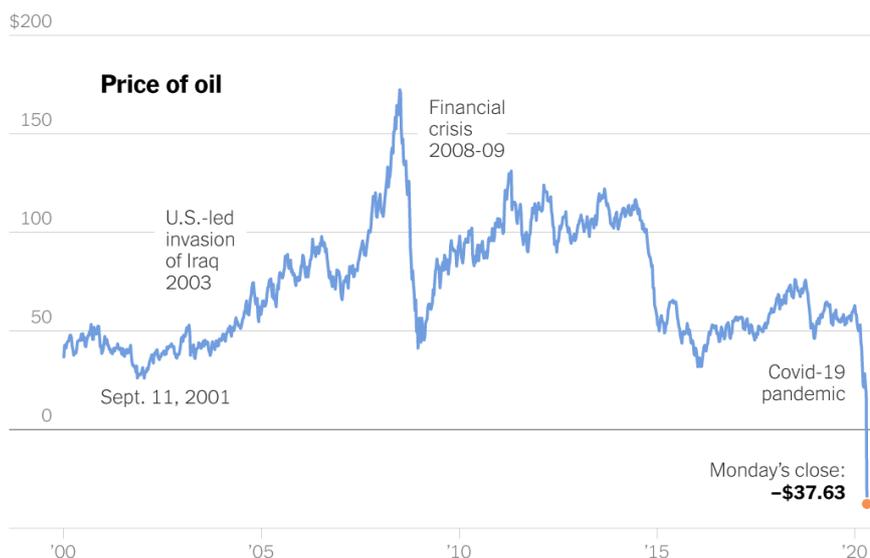


Figura 11: Prezzo del petrolio durante la crisi pandemica

Questa situazione di panico trascinò verso il basso il prezzo di quasi tutti gli asset e man mano che sempre più operatori finanziari si trovarono ad affrontare problemi di liquidità, la fiducia nella tenuta del sistema diminuì.

⁹ OPEC: Organization of the Petroleum Exporting Countries è un'organizzazione intergovernativa creata per assicurare prezzi giusti e stabili per i produttori di petrolio.
https://www.opec.org/opec_web/en/

Essendo la maggior parte delle transazioni mondiali in dollari, ci fu una corsa globale alla valuta. I “circuit breakers” furono attivati in diverse situazioni sui mercati. La loro funzione è quella di interrompere le negoziazioni per cercare di fermare il panic selling, specialmente interrompendo i programmi di trading algoritmico che oggi dominano i mercati.

I Market Makers¹⁰, che tipicamente sostengono la liquidità del mercato, uscirono dal mercato o aumentarono in modo importante il loro bid/ask spread, influenzando i mercati obbligazionari e gli ETF su quei mercati. I fondi di investimento subirono nel marzo 2020 perdite enormi.

Nei periodi di crisi le tipiche correlazioni tra classi di asset tendono a scomparire e fu ciò che si vide durante la pandemia da COVID-19. La regola generale, per cui se le azioni scendono il prezzo dei del Tesoro aumenta (data la sostituzione di un asset con l'altro), non si verificò più a partire dal 9 marzo. Infatti, gli operatori di mercato provarono a vendere quanti più asset potevano per evitare problemi di liquidità e anche i Titoli di Stato venivano venduti in grandi quantità, provocando una diminuzione del loro prezzo e un rialzo dei loro rendimenti. Fu avviata una spirale di riduzione della liquidità, dovuta al fatto che la vendita di diverse categorie di asset nello stesso momento causa una rapida discesa dei prezzi e un aumento dei tassi di interesse.

L'intensità delle vendite nel mercato dell'equity si diffuse anche nel mercato obbligazionario, che a sua volta iniziò a contagiare l'oro e asset totalmente scorrelati tra loro, come le criptovalute.

Con l'aumento dei tassi di interesse l'effetto della crisi si è propagato all'economia produttiva.

A metà marzo le emissioni di debito sovrano e d'azienda furono nulle in quasi tutto il mondo, non essendoci domanda per tali obbligazioni.

Quando anche gli asset più sicuri e liquidi, i bond del Tesoro americano, non trovarono compratori, il panico e l'isteria si diffuse nei mercati. I prezzi degli asset iniziarono a crollare, e scattarono le margin call¹¹ di moltissime posizioni, provocando un effetto a cascata. I market maker smisero di quotare prezzi per il timore di non essere in grado di onorare le quote promesse creando un vuoto nel mercato: ancora una volta, le banche centrali rimasero l'unica istituzione in grado di colmare tale vuoto.

Le banche centrali di tutto il mondo inondarono di liquidità i mercati, fornendo trilioni di dollari al sistema finanziario. A fine marzo, dopo due settimane di turbolenza sui mercati, c'era liquidità in abbondanza ma con pochi asset sicuri da poter acquistare. Il mercato obbligazionario registrò un'impennata dei prezzi ad inizio aprile, dovuta alle politiche monetarie delle banche centrali.

¹⁰ Market Maker: azienda parte di una borsa che acquista e vende titoli per conto proprio. I market maker forniscono liquidità al mercato e traggono profitto dalla differenza tra la quota bid (quella alla quale comprano il titolo da terzi) e la quota ask (quella alla quale vendono il titolo a terzi)

¹¹ Margin call: è il termine che descrive la notifica che i trader ricevono quando il saldo del conto scende al di sotto del requisito di margine richiesto per mantenere aperta una posizione con leva. La margin call comporta la chiusura della posizione se non si aggiunge saldo al conto.

Durante l'ultima settimana di marzo le azioni tornarono ad offrire rendimenti in eccesso rispetto alle obbligazioni al livello più alto dalla crisi del debito del 2012.

3. 2 Politiche monetarie in risposta alla pandemia

Le banche centrali sono le uniche istituzioni a non avere problemi di liquidità e in quanto tali si rendono stabilizzatori del mercato e prestatori di ultima istanza in tempi di crisi. Quando la crisi del COVID-19 ha colpito le economie mondiali, le banche centrali hanno reagito con forza per ridurre l'impatto economico, spingendosi ben oltre le politiche monetarie non convenzionali che avevano caratterizzato la risposta di politica monetaria alla crisi del 2008 e superando quella "linea rossa" che dagli anni '80 separava di netto politiche monetarie e fiscali. Il timore di un grave ed imminente deterioramento delle attività produttive con un conseguente crollo dell'economia mondiale era tale da sostituire i pensieri riguardanti le spese eccessive dei governi e il conseguente aumento del debito.

La posizione per cui le banche centrali non potevano finanziare direttamente la spesa governativa si basava sull'assunto che i governi avrebbero potuto utilizzare questo privilegio per aumentare il debito pubblico in una maniera insostenibile. Si sosteneva il pensiero per cui le banche centrali agissero in maniera indipendente dal governo, cercando di curarsi solo della stabilità dei prezzi e delle rispettive valute. Tuttavia, la neutralità delle banche centrali è sempre stata un mito politico, utile a delegare decisioni politiche difficili e impopolari, soprattutto in materia di politiche economiche, a tecnocrati apolitici delle banche centrali.

3.2.1 Le politiche del tasso di interesse

La reazione tipica delle banche centrali alle crisi consiste nell'abbassare il tasso ufficiale di interesse. Come spiegato nel primo capitolo, tale misura si basa sull'assunto che un più basso tasso di interesse dovrebbe stimolare l'erogazione di prestiti e stimolare quindi l'economia.

Tuttavia, il panorama in cui la crisi pandemica sopraggiunse era fuori dal comune: i tassi di interesse erano da anni in prossimità dello 0%; il sistema finanziario non era infatti ancora riuscito ad uscire dalla crisi finanziaria del 2008 e le banche centrali stavano continuando a mantenere i tassi a livelli bassissimi. Quando il tasso di interesse si avvicina al limite dello zero, l'effetto di controllo dell'economia mediante la riduzione dei tassi viene meno.

Nel momento in cui la crisi si manifestò, la Banca Centrale Europea e poche altre banche centrali avevano addirittura tassi di interesse negativi sui depositi di riserva. La Banca d'Inghilterra fissò il suo

tasso allo 0,75%, la Fed aumentò i tassi solo in maniera modesta, portandoli al 2.5%. Nonostante ciò, all'inizio di marzo 2020, la Fed provò inizialmente a reagire in modo tradizionale riducendo i tassi di mezzo punto percentuale, senza tuttavia ottenere alcun effetto. Poco dopo, insieme alla Bank of England, abbassò i tassi allo 0.25%, ancora una volta però senza ottenere alcun risultato sull'economia.

3.2.2 Prestatrici di ultima istanza

Le banche centrali realizzarono rapidamente che sarebbero serviti mezzi molto più potenti delle politiche sui tassi di interesse.

Durante i periodi di crisi le banche centrali hanno la capacità di agire da prestatrici di ultima istanza e di fornire, seppur teoricamente, credito illimitato. L'idea che sta alla base di questo concetto è quella di fornire liquidità a istituti di credito che in principio sono solventi, ma che hanno passività a lungo termine che rendono impossibile il pagamento delle obbligazioni a breve termine. Ciò che accade è che risulta difficile, soprattutto in tempi di crisi, distinguere tra chi ha problemi di liquidità e chi invece è insolvente, considerando che periodi di prolungata mancanza di liquidità possono portare alla bancarotta della società.

All'inizio della pandemia, una delle decisioni più importanti fu quella di disporre fondi di liquidità d'emergenza come misura a breve termine, per aiutare le istituzioni a far fronte alla carenza di liquidità ed evitare una stretta del credito sui mercati finanziari.

Ad inizio aprile, la Fed istituì una nuova struttura per fornire finanziamenti a termine al fine di comprare i prestiti emessi dalle banche alle piccole aziende. Questo programma, che include già 454 miliardi di dollari in garanzie sui prestiti fornite dalla Fed, aveva lo scopo di supportare il pacchetto di stimolo fiscale che il congresso americano aveva approvato nelle settimane precedenti.

La Fed aveva anche iniziato a comprare commercial papers di aziende attraverso la "Primary Market Corporate Credit Facility, la Main Street New Loan Facility e la Main Street Expanded Loan Facility. Tutte queste politiche non convenzionali fornirono credito per 2.3 trilioni di dollari al fine di supportare l'economia americana. Nonostante alcune di queste politiche fossero simili a quelle adottate durante la crisi del 2008, l'acquisto di obbligazioni private e commercial paper ha reso possibile fornire credito direttamente ad aziende non finanziarie spingendo la Fed per la prima volta a fornire liquidità direttamente all'economia produttiva. Lo stesso vale per la Banca Centrale Europea, la Bank of England, la Bank of Japan e molte altre banche centrali che hanno introdotto programmi simili.

3.2.3 Quantitative Easing

Lo strumento del quantitative easing (QE) introdotto durante la crisi del 2008 come complemento alle politiche relative al tasso di interesse e che sarebbe dovuto finire già nel 2014, aumentò di intensità durante la crisi pandemica. Il QE, come detto in precedenza, è una forma di operazioni di mercato aperto messa in atto dalle banche centrali e che consiste nella vendita (o acquisto) di titoli (tipicamente titoli di stato) al fine di creare moneta, infatti, quando le banche centrali acquistano titoli governativi o altri asset dal mercato, generano un impatto diretto sulla quantità di moneta in circolazione. L'idea dietro il QE è che la liquidità ottenuta dagli operatori di mercato attraverso la vendita di asset alla banca centrale sia reinvestita in azioni o altri asset in modo tale da aumentare il valore delle azioni e, a sua volta, facilitare l'accesso al denaro per le imprese. Teoricamente, in questo modo si dovrebbero stabilizzare i mercati finanziari e stimolare l'economia.

Tuttavia, nel caso degli USA durante la crisi finanziaria scaturita dalla pandemia, l'obiettivo era quello di stabilizzare il mercato dei titoli del Tesoro. Gli operatori di mercato erano infatti talmente bisognosi di liquidità da vendere anche i titoli più sicuri. In risposta a questa corsa alla liquidità, le banche centrali di tutto il mondo hanno di nuovo attivato, o incrementato, i loro programmi di QE. Ad esempio, la BCE oltre ad aver creato l'Euro Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)¹², ha anche avviato un nuovo round di QE che comprendeva l'acquisto di obbligazioni per un totale di più di un trilione di euro entro la fine del 2020.

3.2.4 Liquidity swaps

Le crisi globali sono sempre caratterizzate dal problema del finanziamento in dollari Americani. Con domanda e ricavi in calo in tutto il mondo, molte aziende (e paesi) hanno cominciato a soffrire passività denominate in dollari. Per far fronte a questo problema la Fed istituì nuovi accordi di scambio valutari, le così dette swap lines, con altre banche centrali, in modo tale da facilitare l'accesso ai dollari e assicurare la liquidità della valuta. Le swap line istituite durante la crisi del 2008 furono rimesse in funzione a marzo 2020, ma questa volta la Fed ha portato le sue politiche un passo avanti, istituendo una nuova struttura temporanea per collaborare con le autorità monetarie estere (Foreign and International Monetary Authorities). Grazie a FIMA le banche centrali straniere poterono avere

¹² PEPP: è una misura di politica monetaria non convenzionale avviata nel marzo 2020 per contrastare i gravi rischi per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e le prospettive dell'area dell'euro posti dall'epidemia di coronavirus. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

accesso ai dollari statunitensi utilizzando i titoli del Tesoro nel loro portafogli per effettuare operazioni di riacquisto con la Fed. Coerentemente con questa misura, la Fed rinforzò in modo significativo le swap lines esistenti e al tempo stesso ampliò la gamma di banche centrali idonee a prenderne parte. L' idoneità fu estesa in modo da includere le banche centrali di grandi mercati emergenti come il Brasile e il Messico, e anche banche centrali di paesi Europei come la Danimarca, la Norvegia e la Svezia.

3.3 Cause dell'inflazione

Sono ormai passati due anni dall'apice della crisi da COVID-19 e le prospettive macroeconomiche sono decisamente cambiate. Dopo quasi 15 anni di politiche monetarie espansive, le banche centrali di tutto il mondo devono adesso affrontare un nuovo e pericoloso problema: l'inflazione.

Questa sta toccando dei livelli a cui non arrivava dagli anni '80 e possiamo considerare le cause come molteplici.



Figura 12: Inflazione Statunitense ai massimi dagli anni '80

L'aumento dei prezzi che stiamo osservando, può essere fatto risalire a tre principali cause che di seguito analizzeremo.

3.3.1 La supply chain

La crisi pandemica da COVID-19 e la ripresa sono state uniche rispetto alle recessioni precedenti, soprattutto a causa di politiche che hanno portato a cambiamenti comportamentali.

Se da un lato le quarantene portavano le persone a spostarsi meno sia per lavoro che per svago, dall'altro lato lo smart working e i pacchetti di stimolo fiscale fecero aumentare la domanda di alcuni beni, soprattutto di natura tecnologica. Ciò che stava accadendo era un cambiamento generale del consumo.

Il rapido aumento della domanda di beni durevoli, insieme alla natura globale della pandemia, ha esposto la struttura di produzione di tali beni a una importante vulnerabilità. La produzione di beni durevoli negli ultimi decenni è diventata parecchio frammentata, si basa infatti sulla così detta “catena del valore globale”. Le aziende, invece che affrontare tutti i processi internamente, possono scegliere di esternalizzare parti dei loro processi di produzione in altri paesi, tipicamente paesi emergenti.

La partecipazione alla catena del valore sicuramente presenta dei vantaggi, in quanto le imprese possono, esternalizzando la produzione, godere di più bassi costi della mano d'opera e ottenere un vantaggio competitivo, ma presenta anche numerosi rischi. Gli shock che colpiscono una particolare fase del processo di produzione possono propagarsi lungo la catena, esponendo le imprese che dipendono da queste a grossi problemi.

Con l'attuale pandemia alcuni di questi rischi si sono manifestati attraverso blocchi globali, bassi tassi di vaccinazione nei paesi emergenti, grandi costi di spedizione, chiusura di alcuni porti chiave e una sbagliata lettura di quella che sarebbe stata la domanda durante la pandemia.

Con l'avanzare della pandemia, le imprese hanno iniziato a produrre meno in quanto nelle loro previsioni vi sarebbe stata un'importante riduzione della domanda. Nella realtà dei fatti, questo rallentamento per molti beni non vi fu, ma anzi aumentò; una domanda più elevata dell'offerta cominciò a fare aumentare i prezzi per determinati beni.

Ma il più importante collegamento della supply chain con l'inflazione è sicuramente quella legata ai semiconduttori. L'avanzamento della tecnologia in quasi tutti i prodotti ha reso i semiconduttori un input molto importante per l'intera economia; tuttavia, la maggior parte di questi viene prodotta solo in paesi come il Taiwan e la Cina. Un forte aumento della domanda di prodotti che utilizzano questo input può creare grandi colli di bottiglia nelle industrie dipendenti dai semiconduttori. Pertanto, a causa della natura globale delle catene di approvvigionamento, anche uno shock della domanda relativamente piccolo in un settore critico può propagarsi in una più ampia interruzione della domanda/offerta. Questo squilibrio tra domanda e offerta esercita una pressione al rialzo sui prezzi.

3.3.2 Il conflitto in Ucraina

La seconda causa dell'inflazione galoppante di questo periodo è certamente il conflitto che è iniziato il 24 febbraio 2022 con l'invasione Russa in Ucraina.

La guerra in Ucraina rischia di sconvolgere la ripresa economica dell'Europa. L'invasione russa ha infatti causato una massiccia crisi umanitaria che ha portato quasi sette milioni di ucraini a lasciare il paese. Il conflitto e le sanzioni che ne sono derivate hanno perturbato le esportazioni dalla regione di moltissimi prodotti primari spingendo l'inflazione a livelli mai visti negli ultimi decenni.

L'Ucraina e la Russia sono importanti fornitori di energia e prodotti agricoli e il fatto che con i conflitti si stiano colpendo e danneggiando le strutture di produzione, sta facendo salire i prezzi di molti prodotti, in particolare quelli che sono difficili da sostituire, come il grano, fertilizzanti e gas.

Ucraina e Russia producono quasi un terzo del grano e dell'orzo mondiali oltre ad essere grandi esportatori di metalli. Le interruzioni delle catene di approvvigionamento e dell'aumento dei costi di molte materie prime hanno fatto lievitare il prezzo degli alimenti e degli altri beni e servizi di base.

L'economia europea in primis sta risentendo dell'impatto della guerra in Ucraina, i prezzi dell'energia hanno subito una fortissima impennata. Tutto questo sta mettendo a dura prova le imprese e sta avendo un impatto sul benessere dei cittadini. Bruxelles ha infatti tagliato le previsioni di crescita economica dal 4% al 2,7% per quest'anno.

Ciò che preoccupa di più è probabilmente la crisi energetica che il conflitto sta generando.

La Russia sta nettamente diminuendo le forniture di gas, da cui moltissimi paesi, tra cui l'Italia, dipendono fortemente. Una stima fatta dall'azienda energetica russa Gazprom ha fatto evincere che i prezzi del gas in Europa potrebbero aumentare del 60% nel prossimo inverno arrivando a superare anche i 4000 dollari per mille metri cubi. Chiaramente un aumento del prezzo dell'energia si riflette oltre che in un rincaro delle bollette per i cittadini, anche in un importante aumento di spese per le aziende e, quando un'azienda ha un aumento dei costi, ciò che deve fare per sopravvivere è alzare i prezzi dei beni prodotti, facendo di conseguenza aumentare l'inflazione.

3.3.3 Le politiche monetarie espansive

Nonostante una parte consistente dell'aumento dei prezzi è da far risalire alle due cause appena esposte, si ritiene che questo possa essere anche uno degli "effetti indesiderati" delle politiche di espansione monetaria come il QE.

Secondo due importanti economisti, Benn Steil e Benjamin Della Rocca, che lavorano al "Council on Foreign Relations" il QE potrebbe aver avuto un ruolo determinante nella creazione dell'inflazione.

Per spiegare la connessione Steil e Della Rocca hanno formulato il principio detto "Credit Channel": la Fed durante un piano di quantitative easing acquista titoli del Tesoro dagli investitori per mezzo di un intermediario, tipicamente una banca. La liquidità che viene generata dalla vendita diventa un deposito dell'investitore presso l'istituto bancario. Nello stesso momento, alla banca viene accreditato lo stesso importo in riserva presso la Fed. L'accumularsi di queste transazioni fa sì che il rapporto

riserve/depositi aumenti, facendo aumentare la liquidità a disposizione della banca. Avendo più liquidità, la banca dovrebbe essere più incentivata ad erogare prestiti, al fine di aumentare la sua redditività.

Nel 2020 la Fed ha comprato titoli del Tesoro per miliardi di dollari ma, ciò nonostante, le riserve detenute dalle banche sono diminuite, come vediamo in figura 13. Questo è un segnale che il QE stava avendo l'effetto desiderato; la Fed stava aumentando la liquidità a disposizione delle banche, incoraggiandole ad erogare più prestiti e riducendo di conseguenza le loro riserve in eccesso¹³.

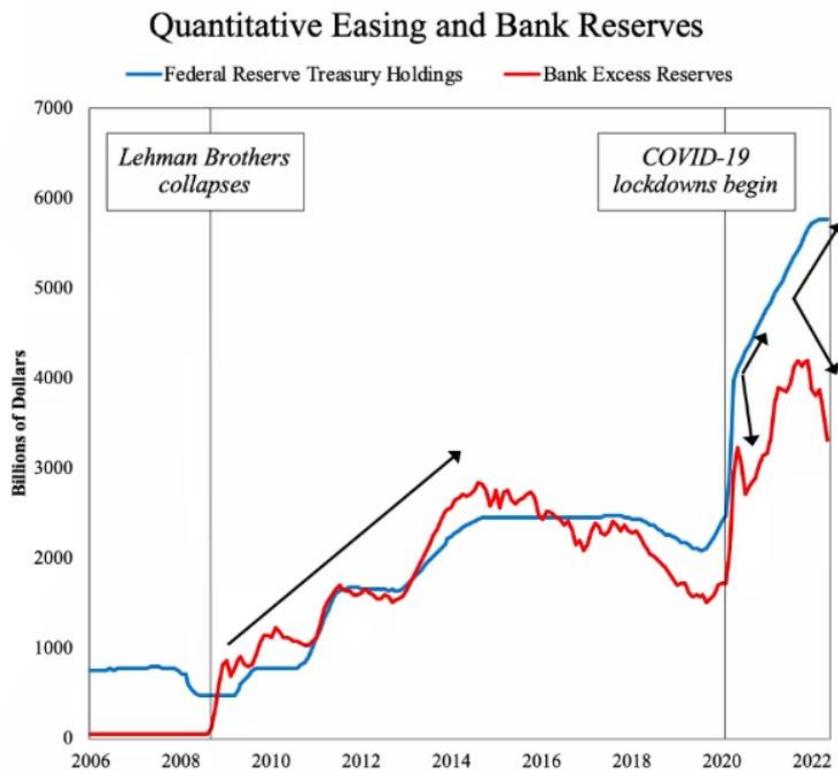


Figura 13: Bilancio della Fed e Riserve in eccesso detenute dalle banche

Le due curve mostrano come, mentre la Fed espande il suo bilancio attraverso l'acquisto di titoli del Tesoro, le banche aumentano la moneta il credito disponibile per il sistema economico, riducendo così le loro riserve. Come abbiamo visto nel capitolo 1, quando vi è creazione di moneta, secondo la Teoria Quantitativa della Moneta, lasciando invariate le altre caratteristiche (velocità di circolazione e PIL), l'inflazione aumenta. Le banche centrali sarebbero quindi in grado di controllare l'inflazione controllando l'offerta di moneta, ed essendoci stata per oltre 10 anni una politica monetaria espansiva, era prevedibile un aumento dei prezzi.

¹³ Riserve in eccesso: sono riserve di capitale detenute da una banca in eccesso rispetto al minimo richiesto dai regolatori.

Tornando al grafico in Figura 13, la differenza tra le riserve in eccesso e il bilancio di titoli del Tesoro della Fed riprese a crescere in modo evidente a maggio del 2021. In quel periodo l'inflazione correva già al 3,5% e fu in quel momento che la Fed prese una decisione chiara: preferì concentrarsi sulla riduzione del tasso di disoccupazione piuttosto che sulla stabilità dei prezzi, e dunque il Board decise che avrebbe continuato l'acquisto di titoli.

Conclusioni

Ci siamo ritrovati a marzo 2022, con un tasso di inflazione oltre il 5% (e che sarebbe salito toccando oltre il 9% nei mesi successivi). A quel punto la Fed ha fermato l'acquisto di titoli e ha dato inizio a un importante aumento dei tassi di interesse.

Adesso, per la prima volta, stiamo osservando un tentativo di ridimensionamento dei bilanci delle principali banche centrali occidentali. Nel 2017 vi fu un tentativo di Quantitative Tightening, una politica monetaria restrittiva attraverso la quale una banca centrale vende gli asset che ha accumulato per ridurre l'offerta di moneta. All'epoca si riteneva che le implicazioni sarebbero state ben prevedibili, ma a causa di un peggioramento del funzionamento dei mercati e un aumento drastico dei costi di finanziamento sul mercato overnight il programma fu abbandonato nel 2019.

L'inflazione adesso corre a livelli record, e questa volta nemmeno la Fed conosce esattamente l'impatto che una riduzione del bilancio potrà avere sui mercati.

Attualmente, la situazione economica è a dir poco preoccupante, il presidente della banca centrale americana Jerome Powell a fine agosto ha fatto un discorso molto chiaro sull'inflazione e sullo stato attuale dell'economia, cercando di essere quanto più trasparente possibile. Il discorso, durato solamente 8 minuti, ha visto il Presidente affrontare un discorso sui tassi di interesse, che erano già in aumento e che è stato annunciato aumenteranno ancora di 50 o 75 punti base a seconda di come l'inflazione si comporterà. Ma se il mercato si poteva aspettare un aumento dei tassi, ciò che ha colpito di più del discorso sono state le parole successive; pochi mesi prima Powell aveva cercato di tranquillizzare il sistema, affermando che l'inflazione sarebbe stata solo transitoria e facilmente gestibile, nel discorso di fine agosto 2022 ha capovolto la sua prospettiva dichiarando testualmente che: “[...] A mio parere l'alta inflazione negli Stati Uniti è il prodotto di una forte domanda e di un'offerta ristretta, e gli strumenti della Fed agiscono principalmente sulla domanda aggregata. [...] dobbiamo chiaramente migliorare per moderare la domanda e allinearla meglio all'offerta. Siamo molto intenzionati a farlo.” Queste dichiarazioni hanno fatto scendere immediatamente i mercati, S&P 500 del 3,37% e il NASDAQ 100 del 4,1%. Il discorso di Powell è infatti parecchio preoccupante, agire sulla domanda significa dover aumentare le difficoltà economiche dei consumatori, inducendo una recessione o comunque rallentando l'economia, per cercare di allineare offerta e domanda e far sì che i prezzi si abbassino.

Queste dichiarazioni arrivano in un periodo storico in cui vi sono delle condizioni particolari che non si osservavano dagli anni 70, come ha ricordato Powell nel suo discorso. Si osservava in quel periodo il fenomeno della stagflazione, ovvero la combinazione di un'alta inflazione e una stagnazione

economica, e i dati suggeriscono che la situazione attuale è molto simile: un'inflazione in USA che è già del 8% e un PIL che negli ultimi due trimestri è decresciuto.

Negli anni '70 la Fed non agì in maniera decisa accennando solo tentativi inutili di riduzione dell'inflazione. Con l'arrivo di Paul Volcker, diventato presidente a fine anni '70, vi fu un radicale cambio di passo, dando un'importante battuta d'arresto all'economia che da un lato mandò gli Stati Uniti in una brutta recessione ma dall'altro riuscì nell'intento di frenare i prezzi.

La Fed oggi sta osservando la situazione cercando di studiare al meglio ciò che era avvenuto durante la stagflazione degli anni '70. Non vorrebbe infatti andare in nessuna delle due direzioni prese in quegli anni, non vuole avere un impatto brusco sull'economia ma nemmeno fare dei tentativi timidi che non sarebbero in grado di risolvere nulla. Ha quindi dichiarato di voler tenere politiche restrittive per un lungo periodo, con il rischio di poter assistere a un periodo di lenta crescita e, se dovesse non bastare, di recessione. Io credo che non sia in questo caso possibile rimanere nel mezzo; il controllo dell'inflazione è l'obiettivo principale di una banca centrale e credo per tanto che la direzione non sarà sicuramente quella di accennare tentativi timidi.

Veniamo da anni in cui il problema era sempre stato quello di far risollevare l'economia, che a causa di fenomeni esogeni, mutui subprime prima e COVID-19 poi, aveva subito degli shock. Adesso il paradigma sta cambiando e potremmo dover affrontare una sfida ancora più complicata. I problemi legati alla supply chain non sono ancora risolti, Putin sembra non voler mettere fine al conflitto in Ucraina e il mondo non si è ancora ripreso del tutto dalla pandemia. Se l'immissione di liquidità nel sistema con le politiche monetarie espansive possono essere in grado di allievare i problemi, una politica monetaria restrittiva potrebbe accentuarli e l'inflazione sta obbligando le banche centrali a propendere per quella direzione. Credo dunque che una recessione sia inevitabile per far sì che i prezzi si riducano, ma che in un momento come questo le conseguenze per imprese e cittadini potrebbero essere devastanti.

Bibliografia:

Lucas Papademos, *Macroeconomic Theory and Monetary Policy: The Contributions of Franco Modigliani and the Ongoing Debate*, 15-Giugno 2005

N. Gregory Mankiw e Mark P. Taylor, *Macroeconomia VI Edizione*, 2005

Bernanke, Ben, "On Milton Friedman's Ninetieth Birthday," Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago, Chicago, IL, November 8, 2002.

Meltzer, Allan. *A History of the Federal Reserve: Volume 1, 1913 to 1951*. Chicago: University of Chicago Press, 2003.

Cagan P., *Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money, 1875-1960*, New York: Columbia University Press for the National Bureau of Economic Research, 1965

Kaldor N., 1970, The new monetarism, *Lloyds Bank Review*, 96, July, reprinted in *Further Essays on Applied Economics*, London: Duckworth, 3-23.

Musella M., Panico C., 1995, *The Money Supply in the Economic Process*, Elgar, Aldershot

A. Giardina-G. Sabbatucci-V. Vidotto, *Manuale di Storia: L'età contemporanea*, Editori Laterza

Christensen, Jens H.E., and Glenn D. Rudebusch. 2012. "The Response of Interest Rates to U.S. and U.K. Quantitative Easing." *Economic Journal* 122, pp. F385–F414.

Bauer, Michael D., and Glenn D. Rudebusch. 2014. "The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases." *International Journal of Central Banking* 10(3, September), pp. 233–289.

Greenlaw, David, James D. Hamilton, Ethan Harris, and Kenneth D. West. 2018. "A Skeptical View of the Impact of the Fed's Balance Sheet." NBER Working Paper 24687

Bernanke, Ben S., "A Century of U.S. Central Banking: Goals, Frameworks, Accountability," Speech given at "The First 100 Years of the Federal Reserve: The Policy Record, Lessons Learned, and Prospects for the Future," a conference sponsored by the National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, July 10, 2013.

Board of Governors of the Federal Reserve Board. "Federal Financial Regulatory Agencies Issue Final Statement on Subprime Mortgage Lending." June 29, 2007.

Bernanke, Ben S., "Challenges in Housing and Mortgage Markets," Speech given at the Operation HOPE Global Financial Dignity Summit, Atlanta, GA, November 15, 2012.

DiMartino, Danielle, and John V. Duca. "The Rise and Fall of Subprime Mortgages," Federal Reserve Bank of Dallas *Economic Letter* 2, no. 11 (November 2007): 1-8.

David C. Wheelock, Lessons Learned? Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009 (April 2010)

Deepanshu Mohan, World Review of Business Research Vol. 4. No. 3. October 2014 Issue. Pp. 196 – 212

Ben S. Bernanke, Monetary Policy in a new era, Brookings institutions, 2 October 2017

Bernanke, Ben S., "Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here," Remarks at the National Economists Club, Washington DC, November 21st, 2002.

Bauer, Michael D and Glenn D. Rudebusch, "The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases," Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2011-21, San Francisco, CA, April 2013.

Engen, Eric M., Thomas Laubach, and David Reifschneider, "The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies," Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series 2015-005, Washington DC, January 14th, 2015.

IMF, Global Financial Stability Report, October, Washington, DC: International Monetary Fund.

Gross Anna, 2020, Coronavirus sell-off weighs heavily on bond and equity issuance, in: Financial Times,

Joscha Wullweber, The COVID-19 financial crisis, global financial instabilities and transformations in the financial system

Reifschneider, David and John C. Williams, "Three Lessons for Monetary Policy in a Low- Inflation Era," Journal of Money, Credit and Banking, 2000, vol. 32, issue 4, 936-66.

Oindrila Chakraborty, J. D. Birla Institute, India, Inflation and COVID-19 Supply Chain Disruption

Erhan Artuc, Guillermo Falcone, Guido Porto, Bob Rijkers, War-induced food price inflation imperils the poor, 01 April 2022