



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE**  
**FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

---

**STRATEGIE DI USCITA DALLE POLITICHE**  
**MONETARIE ESPANSIVE POST-COVID19**

**EXIT STRATEGIES FROM EXPANSIONARY**  
**MONETARY POLICIES POST-COVID19**

*Relatrice:*

*Prof.ssa Bettin Giulia*

*Rapporto finale di:*

*Montesi Riccardo*

Anno Accademico 2020/2021

## **RINGRAZIAMENTI**

Un ringraziamento è dovuto a tutte le persone che mi hanno sostenuto durante il mio percorso di laurea e che mi hanno permesso di conseguire questo risultato.

## **INDICE**

### **INTRODUZIONE**

### **CAPITOLO 1 – BCE E FED: OBIETTIVI DELLE RELATIVE POLITICHE MONETARIE**

1.1 - GLI OBIETTIVI DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

1.2 - GLI OBIETTIVI DI POLITICA MONETARIA DELLA FED

### **CAPITOLO 2 – LE POLITICHE MONETARIE ESPANSIVE ADOTTATE NEI CONFRONTI DELLA CRISI PANDEMICA**

2.1 - LA POLITICA MONETARIA ESPANSIVA

2.1.1 - Gli strumenti per una politica monetaria espansiva

2.1.2 - Gli effetti di una politica monetaria espansiva

2.2 - LE MISURE ADOTTATE DALLA BCE

2.3 - LE MISURE ADOTTATE DALLA FED

### **CAPITOLO 3 – REVISIONE DEGLI OBIETTIVI DI POLITICA MONETARIA E STRATEGIE DI USCITA DALLE POLITICHE MONETARIE ESPANSIVE ADOTTATE DURANTE LA PANDEMIA**

3.1 – L'APPROCCIO DELLA BCE

3.2 – L'APPROCCIO DELLA FED

### **CONCLUSIONI**

### **BIBLIOGRAFIA**

### **SITOGRAFIA**

## INTRODUZIONE

La pandemia di Covid-19 ha spinto l'economia globale nella peggiore recessione dopo la Seconda guerra mondiale<sup>1</sup>, essa però non ha colpito allo stesso modo tutti i Paesi e di conseguenza anche le risposte alla crisi sono state differenti.

Nei confronti di questa situazione, le Banche Centrali hanno adottato una serie di strumenti straordinari di politica monetaria con la volontà di ridurre il più possibile l'impatto economico della crisi pandemica. In questo senso, di fronte all'emergenza, queste hanno utilizzato tutti gli strumenti a loro disposizione: Fed e Bce ad esempio hanno acquistato titoli pubblici e privati, offrendo un elevato volume di liquidità a sostegno di Paesi, imprese e famiglie. Per fronteggiare la crisi, hanno dovuto accantonare i programmi di normalizzazione che avevano avviato dopo più di un decennio di interventi straordinari volti ad arginare gli effetti della crisi del 2008-2009. Così, invece di dirigersi verso la tanto decantata "nuova normalità", le banche centrali hanno iniziato un nuovo periodo di politiche monetarie espansive<sup>2</sup> con il fine di mantenere stabili il più possibile i prezzi e il tasso di occupazione ed assorbire lo shock estremo causato dalla pandemia.

A quasi due anni di distanza dalla diffusione del Coronavirus gli Istituti Centrali continuano a sostenere l'economia attraverso l'utilizzo di questi strumenti, ma allo stesso tempo stanno studiando delle strategie di uscita dalle

---

1 Il corriere della sera: L'economia dopo il covid non tornerà più come prima : [https://www.corriere.it/economia/cards/perche-l-economia-il-covid-non-sara-piu-come-prima/effetto-acceleratore-pandemia\\_principale.shtml](https://www.corriere.it/economia/cards/perche-l-economia-il-covid-non-sara-piu-come-prima/effetto-acceleratore-pandemia_principale.shtml)

2 Family Banker: Le banche centrali nel 2021: cosa dicono (e che cosa faranno) Fed e Bce : <https://www.familybanker.it/blog/banche-centrali-bce-e-fed-prospettive-2021>

politiche monetarie espansive adottate durante la pandemia per avviare la ripresa e ritornare in una situazione “convenzionale”.

L’obiettivo principale di questa tesi è mettere in luce le principali differenze tra le strategie di uscita dalle politiche monetarie espansive adottate dalla Federal Reserve (Fed) negli Stati Uniti e dalla Banca Centrale Europea (BCE) nei confronti della crisi pandemica, tenendo conto dei differenti strumenti utilizzati e dei diversi obiettivi che questi due Sistemi di Banche Centrali si sono prefissati in termini di politica monetaria.

Il primo capitolo evidenzia i principali obiettivi di politica monetaria della Fed e della BCE.

Il secondo capitolo definisce che cosa sono le politiche monetarie espansive e illustrerà le principali misure adottate da questi Sistemi di Banche centrali nei confronti della crisi pandemica.

Infine l’ultimo capitolo si occupa di presentare le strategie di uscita dalle politiche monetarie espansive, adottate da BCE e Fed durante lo shock causato dalla diffusione del Coronavirus, e i nuovi obiettivi di politica monetaria che queste perseguiranno in futuro.

## **CAPITOLO1 – BCE E FED: OBIETTIVI DELLE RELATIVE POLITICHE MONETARIE**

### **1.1 - GLI OBIETTIVI DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE**

In generale gli obiettivi finali della politica monetaria di una Banca Centrale normalmente fanno riferimento al contenimento dell'inflazione (la stabilità dei prezzi) e alla crescita di breve termine. Questi però sono in contrasto tra loro, poiché sostenere la domanda aggregata da una parte incrementa i consumi, l'occupazione e quindi fa crescere l'attività economica ma allo stesso tempo comporta anche un incremento del tasso di inflazione. L'importanza relativa che viene attribuita ai due obiettivi può essere differente e ciò dipende dalla possibilità da parte di una Banca Centrale di decidere se perseguire un unico obiettivo, o un insieme di questi che coesistono tra loro e hanno una rilevanza differente in base alla situazione economica dell'area di riferimento.

Nel caso della BCE l'articolo 105 del "Trattato di Maastricht sull'Unione Europea" afferma che l'obiettivo principale del SEBC (Sistema Europeo delle Banche Centrali) è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2.<sup>3</sup> Il Trattato però non esplicita uno specifico

---

<sup>3</sup> EUR-Lex: L'accesso al diritto dell'Unione Europea: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A12002E105>

valore che deve assumere il tasso di inflazione per raggiungere la stabilità dei prezzi, per questo nel corso degli anni la BCE ha dato definizioni differenti a questo obiettivo.

Nel corso dell'ultima revisione della strategia di politica monetaria, avvenuta nel corso del 2021, il Consiglio Direttivo ha stabilito di perseguire un obiettivo di inflazione del 2% a medio termine<sup>4</sup>; ciò ha modificato la decisione presa nel 2003 sempre in occasione del riesame della strategia, dove era stato espresso che la stabilità dei prezzi doveva essere raggiunta stanziando l'inflazione su “livelli prossimi ma inferiori al 2%” nello stesso orizzonte temporale, in quanto la situazione economica odierna è mutata profondamente rispetto ai tempi passati date le crisi che hanno colpito l'Eurozona negli ultimi venti anni e la diffusione della pandemia.

In ogni caso l'obiettivo fondamentale della BCE è la stabilità dei prezzi, che viene perseguita cercando di mantenere costante e bassa l'inflazione cioè il tasso a cui varia il livello dei prezzi nel corso del tempo, perché ciò permette ai vari soggetti economici di pianificare meglio come gestire le proprie risorse riducendo al minimo l'incertezza. Di conseguenza è chiaro come la volontà della BCE è certamente quella di evitare un aumento repentino del livello dei prezzi, ma allo stesso tempo vuole impedire che questo diminuisca di troppo portando il tasso di

---

4 BANCA CENTRALE EUROPEA(2021): Il nostro obiettivo di stabilità dei prezzi e il riesame della strategia: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/price-stability-objective.it.html>

inflazione a livelli prossimi o addirittura inferiori a zero. Infatti se l'inflazione si trova a livelli troppo bassi nel caso in cui ci sia una fase di crisi economica si rischia di incorrere in una situazione di deflazione<sup>5</sup>, la quale comporta una riduzione dei consumi da parte delle famiglie dovuta alla prospettiva che i prezzi diminuiranno in futuro e che di conseguenza va a ridurre i profitti che le imprese sono in grado di conseguire.

In questo senso, la BCE è andata ad affermare che ponendoci come obiettivo un tasso di inflazione del 2% a medio termine, possiamo creare un margine di sicurezza per scongiurare un simile scenario.<sup>6</sup>

## **1.2 - GLI OBIETTIVI DI POLITICA MONETARIA DELLA FED**

Quando si parla della Federal Reserve, o più nello specifico del Federal Reserve System, si fa riferimento alla Banca Centrale degli Stati Uniti d'America.

Differentemente a quanto visto nel caso della BCE, la Fed cerca contemporaneamente di perseguire tre obiettivi finali differenti non dandone però, anche in questo caso, una definizione quantitativa. Infatti come stabilito all'interno del "Federal Reserve Act", la Fed deve mantenere la crescita di lungo periodo degli aggregati monetari e creditizi commisurata al potenziale di espansione economica di lungo periodo, in modo tale da perseguire efficacemente

---

<sup>5</sup> Ovvero il caso in cui l'inflazione diventa negativa

<sup>6</sup> BANCA CENTRALE EUROPEA(2021): Il nostro obiettivo di stabilità dei prezzi e il riesame della strategia: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/price-stability-objective.it.html>

gli obiettivi di massima occupazione, prezzi stabili e tassi di interessi moderati a lungo termine.<sup>7</sup> Per conseguire questo risultato il Federal Open Market Committee, ovvero l'organo che si occupa di fissare gli obiettivi monetari nella Fed, si riunisce periodicamente al fine di stabilire il livello del tasso sui fondi federali (il principale tasso di riferimento per il mercato bancario statunitense) in relazione alla situazione economica corrente. La modalità con cui la Fed decide il valore del tasso di interesse nominale può essere ricondotta alla regola di Taylor, ovvero una regola di politica monetaria che riassume come questo organo vada ad assegnare un'importanza relativa ai differenti obiettivi in relazione al panorama economico in cui opera.

L'equazione è stata elaborata da John Taylor, economista statunitense, nel 1993 per descrivere il comportamento della Fed nel periodo fra il 1987 e il 1992; da questa però, si è riusciti ad ottenere una regola generale di politica monetaria che suggerisce come una Banca Centrale debba modificare i tassi di interesse al fine di conseguire specifici obiettivi in termini di inflazione e altre condizioni economiche. La regola di Taylor è la seguente<sup>8</sup>:

$$i_t = r + \pi_t + \alpha_\pi (\pi_t - \pi) + \alpha_Y \left( 100 \frac{Y_t - Y_{NAI}}{Y_{NAI}} \right)$$

---

<sup>7</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System: Federal Reserve Act: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm>

<sup>8</sup> RUDIGER DORNBUSH, STANLEY FISHER, RICHARD STARTZ, GIUSEPPE CANULLO, PAOLO PETTENATI: *Macroeconomia* (11<sup>a</sup> ed.), Mc Graw-Hill, Milano (2014), pag. 437

dove :  $i_t$  indica il tasso di interesse nominale dei fondi federali,  $r$  è il tasso di interesse reale (solitamente pari al 2%),  $\pi_t$  e  $\pi$  corrispondono rispettivamente al tasso di inflazione corrente e quello obiettivo della Fed,  $\alpha_\pi$  e  $\alpha_Y$  rappresentano i rispettivi pesi con cui la Banca Centrale associa un'importanza relativa ai due obiettivi finali ovvero l'inflazione e la crescita economica, mentre  $Y_t$  e  $Y_{NAI}$  sono il prodotto reale e quello potenziale che non accelera l'inflazione. L'utilizzo del tasso di interesse dipende quindi sia dal gap tra il livello di produzione effettivo e quello potenziale che dal divario tra l'inflazione corrente e quella obiettivo, di conseguenza la regola suggerisce un aumento (diminuzione) dei tassi di interesse da parte della Banca Centrale se si attende che l'inflazione e il reddito saranno al di sopra (al di sotto) del loro livello obiettivo<sup>9</sup>; inoltre tanto più elevato sarà  $\alpha_\pi$  in confronto a  $\alpha_Y$ , tanto più la politica monetaria risponderà in modo aggressivo ad un aumento dell'inflazione rispetto ad un gap di produzione e viceversa.

In corrispondenza del Report di politica monetaria di Febbraio 2021, la Fed ha dichiarato di voler mantenere il tasso sui fondi federali nell'intervallo che va dallo 0 allo 0.25%, come nel periodo precedente, fino a quando le condizioni del mercato del lavoro non avranno raggiunto livelli coerenti con le valutazioni del Comitato di massima occupazione e l'inflazione sarà salita al 2% e sarà sulla

---

<sup>9</sup> RUDIGER DORNBUSH, STANLEY FISHER, RICHARD STARTZ, GIUSEPPE CANULLO, PAOLO PETTENATI: *Macroeconomia(11a ed.)*, Mc Graw-Hill, Milano(2014), pag. 437

buona strada per superare moderatamente il 2% per qualche tempo.<sup>10</sup> In questo senso la differenza tra l'approccio utilizzato dalla BCE e quello della Fed è evidente, infatti quest'ultima oltre a perseguire un obiettivo di inflazione pari al 2% (come nel caso precedente) considera anche la massima occupazione e una contenuta crescita economica nel medio termine come obiettivi finali della propria politica monetaria.

---

<sup>10</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System: Monetary Policy Report submitted to the Congress on February 19, 2021, pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2021-02-mpr-summary.htm>

## **CAPITOLO 2 - LE POLITICHE MONETARIE ESPANSIVE ADOTTATE DURANTE LA CRISI PANDEMICA**

### **2.1 - LA POLITICA MONETARIA ESPANSIVA**

La politica monetaria espansiva è un tipo di politica macroeconomica che le autorità monetarie utilizzano come strumento per aumentare l'offerta di moneta, tagliando i tassi di interesse e aumentando il supporto finanziario all'attività economica per favorirne la ripartenza. Principalmente viene attuata cercando di mantenere su livelli bassi i tassi di interesse con il fine di incrementare i prestiti all'economia, poiché in questa situazione sarà più conveniente per imprese, banche e individui indebitarsi per svolgere le proprie attività; infatti una politica monetaria espansiva può implicare un allentamento quantitativo, in base al quale le Banche Centrali acquisiscono attività dalle banche nazionali.<sup>11</sup> Ciò ha l'effetto di ridurre il rendimento delle obbligazioni e di creare prestiti più economici per queste ultime che di conseguenza avranno la possibilità di concedere prestiti a condizioni più favorevoli a privati e imprese.

In generale viene utilizzata al fine di evitare la contrazione dell'attività economica in corrispondenza di una fase di crisi, però va sottolineato come per gli organi che si occupano della politica monetaria sia difficile andare a prevedere anticipatamente il verificarsi di questa situazione. Proprio per il seguente motivo,

---

<sup>11</sup> WARBLETONCOUNCIL: Politica monetaria espansiva: caratteristiche e vantaggi: <https://it1.warbletoncouncil.org/politica-monetaria-espansiva-13970#menu-7>

normalmente, la politica monetaria espansiva (o accomodante) si adotta quando l'assetto economico è in recessione e si presenta la problematica della disoccupazione<sup>12</sup>.

### 2.1.1 Gli strumenti per una politica monetaria espansiva

Ogni Banca Centrale dispone di un set di strumenti differenti per attuare le proprie politiche monetarie. Nel caso di una politica espansiva i principali strumenti<sup>13</sup> utilizzati dalle autorità monetarie sono:

- I tassi di interesse: l'aggiustamento dei tassi di interesse a breve termine rappresenta il principale strumento di politica monetaria per una Banca Centrale. Di solito queste ultime possono concedere dei prestiti alle banche commerciali per sopperire alla loro carenza di liquidità ed in cambio applicano un certo tasso di interesse a breve termine che rappresenta il costo del prestito. Attraverso la riduzione dei tassi di interesse a breve termine, la Banca Centrale riduce quindi il costo del prestito per le banche commerciali; di conseguenza, queste avranno la possibilità a loro volta di concedere prestiti a condizioni più favorevoli a famiglie, imprese ed individui.

---

12 Mercati Forex: Politica Monetaria Espansiva e Politica Monetaria Restrittiva: <https://www.mercatiforex.com/politica-monetaria-espansiva-politica-monetaria-restrittiva/>

13 Corporate Finance Institute: Expansionary monetary policy: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/economics/expansionary-monetary-policy/>

- La riduzione degli obblighi di riserva: le Banche Centrali di solito stabiliscono l'importo minimo di riserve che deve essere detenuto da una banca commerciale e modificando l'importo richiesto, questa può influenzare l'offerta di moneta nell'economia. Pertanto, al fine di aumentare la quantità di moneta, la Banca Centrale può ridurre gli obblighi di riserva aumentando così l'ammontare di liquidità che le banche commerciali potrebbero utilizzare per concedere un volume più ampio di prestiti ai propri clienti.
- Le operazioni di mercato aperto: la Banca Centrale può acquistare o vendere titoli emessi dal governo o da grandi imprese private per influenzare l'offerta di moneta; ad esempio, può decidere di acquistare grandi quantità di titoli di stato da investitori istituzionali per iniettare ulteriore denaro all'interno dell'economia nazionale.

### 2.1.2 Gli effetti di una politica monetaria espansiva

La politica monetaria espansiva rappresenta uno strumento utile per gestire e contrastare una fase in cui il sistema economico si trova in recessione, ma può comportare anche dei rischi. Le autorità monetarie devono essere prudenti nell'utilizzare queste misure e analizzare dettagliatamente il contesto economico in cui devono operare al fine di evitare che, aumentando l'offerta di moneta, vengano a verificarsi delle conseguenze negative come un'inflazione

elevata. Pertanto una politica monetaria espansiva può generare molteplici effetti nei confronti del sistema economico, i più comuni riguardano: la stimolazione della crescita economica, la diminuzione del tasso di disoccupazione, la svalutazione della moneta e l'aumento dell'inflazione.

Da un punto di vista della crescita economica, l'adozione di questo tipo di politica (come ampiamente descritto in precedenza) riduce il costo che le banche commerciali devono sostenere per ottenere liquidità aggiuntiva dalla Banca Centrale; ciò comporta che queste ultime abbiano la possibilità di concedere in prestito all'economia maggiori quantitativi di denaro portando i consumatori a spendere di più e le imprese a fare maggiori investimenti di capitale. Quando i privati aumentano la loro spesa aumentano i profitti che le imprese sono in grado di conseguire, di conseguenza queste avranno la possibilità non solo di ampliare la loro dimensione e aggiornare le proprie strutture, ma anche di assumere nuovi dipendenti. Pertanto, una politica monetaria espansiva generalmente riduce la disoccupazione<sup>14</sup>. Inoltre, l'aumento dell'offerta di moneta produce una svalutazione della moneta locale; ciò si traduce in un vantaggio per il Paese in questione, in quanto questa aumenta la convenienza da parte dei Paesi esteri ad acquistare i prodotti locali perché più economici e questo comporta, di conseguenza, l'aumento della

---

<sup>14</sup>Corporate Finance Institute: Expansionary monetary policy: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/economics/expansionary-monetary-policy/>

capacità di esportazione dell'economia. Tuttavia, come accennato in precedenza, l'utilizzo di questa politica può anche generare dei rischi tra cui l'aumento dell'inflazione fino a livelli insostenibili nel caso di un'iniezione eccessiva di denaro nel sistema economico. Questo dipende dal fatto che l'incremento della quantità di moneta può tradursi in un aumento della domanda dei beni, ma non essendoci variazioni reali dal lato dell'offerta dei beni, ciò si traduce nel breve periodo in una crescita nell'inflazione dei prezzi dei beni e dei servizi<sup>15</sup> o in un aumento delle importazioni dall'estero, e quindi in un peggioramento della bilancia commerciale del paese. Di conseguenza, la crescita dei prezzi potrebbe ridurre l'offerta di moneta reale vanificando gli effetti reali della politica monetaria sull'economia.

## **2.2 LE MISURE ADOTTATE DALLA BCE**

L'epidemia di coronavirus e le misure di lockdown messe in atto dai governi per arginarla hanno generato rilevanti contraccolpi sulle prospettive economiche a livello globale<sup>16</sup>: si è assistito ad un contrazione del commercio internazionale, del turismo, ma anche all'interruzione dell'attività di una grande quantità di imprese manifatturiere e di servizi in conseguenza al drastico calo della domanda; questa

---

15 Okpedia: La politica monetaria espansiva: [https://www.okpedia.it/politica\\_monetaria\\_espansiva](https://www.okpedia.it/politica_monetaria_espansiva)  
16 BANCA D'ITALIA(2020): Le misure di politica monetaria dell'Eurosistema in risposta all'emergenza causata dalla pandemia di covid-19 e il contributo della Banca d'Italia: <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/le-misure-di-politica-monetaria-dell-eurosistema-in-risposta-all-emergenza-causata-dalla-pandemia-di-covid-19/>

situazione di crisi insieme all'incertezza in merito alle conseguenze economiche della pandemia ha inoltre contribuito ad innalzare l'avversione al rischio e l'instabilità dei mercati finanziari.

Nel contesto analizzato la BCE ha adottato una serie di misure di politica monetaria e vigilanza bancaria per attenuare l'impatto della pandemia di coronavirus sull'economia dell'area dell'euro e sostenere tutti i cittadini europei<sup>17</sup>; queste nello specifico hanno l'obiettivo di sostenere il credito a famiglie e imprese con la volontà di incrementare gli investimenti e la domanda di beni e servizi, garantire un ampio ammontare di liquidità ed evitare il più possibile la frammentazione dei mercati poiché essa limita l'efficace trasmissione della politica monetaria in tutti i paesi dell'Eurozona. In relazione a quanto detto, è possibile andare a suddividere le misure adottate dalla BCE per conseguire questi obiettivi nel modo seguente<sup>18</sup>:

- Misure volte a migliorare le condizioni di liquidità e a stimolare l'afflusso di credito a famiglie e imprese a condizioni favorevoli.

Già nel 2019 la BCE aveva introdotto le **Targeted Longer-Term Refinancing Operations III**, ovvero una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine, per rispondere al rallentamento della

---

17 BANCA CENTRALE EUROPEA(2021): La nostra risposta alla pandemia di coronavirus: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.it.html>

18 BANCA D'ITALIA note covid-19: Le misure di politica monetaria dell'Eurosistema in risposta all'emergenza causata dalla pandemia di covid-19 e il contributo della Banca d'Italia, di Salvatore Nasti e Filippo Pasqualone: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-covid-19/2020/misure-polmon-Eurosistema-pandemia.pdf>

crescita economica europea e favorire la concessione del credito bancario all'economia reale. Al fine quindi di creare delle condizioni creditizie favorevoli, la BCE ha fissato il tasso di interesse da applicare a queste operazioni ad un valore pari al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principale che si svolgono durante lo svolgimento delle TLTRO III e la loro scadenza a tre anni, con possibilità di rimborso dopo due anni.

Nelle riunioni del Consiglio Direttivo di marzo e aprile 2020 per rispondere all'emergenza creata dalla pandemia, in aggiunta alle misure appena indicate e a quelle convenzionali con durata trimestrale, sono state annunciate le additional LTRO e le PELTRO ovvero delle nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. Le prime sono state introdotte per fornire un'immediata iniezione di liquidità a supporto del sistema finanziario dell'area dell'euro<sup>19</sup>, sono state eseguite settimanalmente dal 16 marzo al 24 giugno 2020 ad un tasso pari al tasso d'interesse medio sui depositi presso la Banca Centrale; le **Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations (PELTRO)** invece sono condotte con frequenza mensile e hanno durata variabile (tra gli 8 e i 16 mesi) sempre ad un tasso pari a quello delle LTRO. Il loro obiettivo è di sostenere le condizioni di liquidità del sistema finanziario dell'area dell'euro e contribuire a preservare

---

<sup>19</sup> BANCA D'ITALIA(2020): Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine aggiuntive: <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/ltro/index.html>

l'ordinato funzionamento dei mercati monetari fornendo un efficace supporto di liquidità dopo la scadenza delle LTRO aggiuntive condotte a partire da marzo 2020<sup>20</sup>. In particolare per le additional LTRO il costo è pari al tasso medio applicato ai depositi presso la Banca Centrale (attualmente pari a -0,5 per cento) nell'arco della durata di ciascuna operazione; per le PELTRO è pari a un tasso di interesse inferiore di 25 punti base rispetto a quello medio delle operazioni di rifinanziamento principali (attualmente pari allo 0 per cento) nell'arco della durata di ciascuna operazione<sup>21</sup>. Inoltre, prima a marzo poi ad aprile 2020, al fine di favorire la concessione del credito all'economia reale sono cambiate le condizioni delle TLTRO III: è stato aumentato l'importo massimo ottenibile attraverso queste operazioni e ne è stato ridotto il costo tra giugno 2020 e giugno 2021, fino a -1% per quelle banche che incrementeranno i finanziamenti concessi oltre un determinato livello di riferimento(Lending Performance). A dicembre 2020, in relazione alle condizioni economiche sfavorevoli dovute al protrarsi della pandemia, la BCE ha deciso di introdurre quattro nuove operazioni PELTRO nel 2021 per fornire un efficace supporto di liquidità e di modificare nuovamente le

---

20 BANCA D'ITALIA(2020): Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica: <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/peltro/index.html>

21 BANCA D'ITALIA note covid-19: Le misure di politica monetaria dell'eurosistema in risposta all'emergenza causata dalla pandemia di covid-19 e il contributo della Banca d'Italia, di Salvatore Nasti e Filippo Pasqualone: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-covid-19/2020/misure-polmon-Eurosistema-pandemia.pdf>

condizioni delle TLTRO III. Più nello specifico il Consiglio Direttivo, in riferimento a queste ultime, ha deciso di: estendere di 12 mesi, fino a giugno 2022, il periodo nel quale si applicheranno condizioni più favorevoli, condurre tre operazioni aggiuntive tra giugno e dicembre 2021 e introdurre un nuovo criterio di valutazione della lending performance ai fini della determinazione delle condizioni di tasso<sup>22</sup>.

L'obiettivo di queste misure, in conclusione, è permettere alle banche commerciali di ottenere liquidità a tassi di interesse negativi favorendo la concessione del credito all'economia reale.

- Misure volte a garantire la disponibilità di un adeguato ammontare di attività a garanzia delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema.

Nei confronti della fase di recessione causata dalla pandemia, la BCE ha deciso di adottare un approccio meno rigido in merito all'ammontare di liquidità (capitale) che le banche commerciali devono mantenere come riserva per far fronte alle situazioni di crisi e anche una maggior flessibilità rispetto alle tempistiche, alle scadenze e alle procedure di vigilanza. In generale è importante ricordare che tutte le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema sono "collateralizzate" ovvero prevedono il conferimento, da parte di tutte le banche commerciali partecipanti, di titoli in garanzia alla

---

<sup>22</sup> BANCA D'ITALIA(2020): Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine: <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tltro/index.html>

Banca Centrale (per tutta la durata dell'operazione) adeguati alla quantità di liquidità erogata. Al fine di evitare che la scarsità di attività utilizzabili come garanzie rappresentasse un ostacolo al ricorso a queste operazioni, la BCE ha introdotto misure straordinarie per espandere il valore delle attività conferibili a garanzia delle operazioni di politica monetaria, mediante un allentamento dei criteri di idoneità e di controllo dei rischi<sup>23</sup>, consentendo l'impiego di un maggior numero di titoli e di attività non negoziabili. L'obiettivo essenziale, di queste misure, è quello di "spingere" le banche dell'area dell'euro a concentrarsi sulla loro funzione essenziale di erogare credito in questa fase straordinaria<sup>24</sup>.

- Misure volte a fornire stimoli addizionali di politica monetaria e a preservare il funzionamento del meccanismo di trasmissione

Nel 2014 la BCE ha varato l'**Expanded Asset Purchase Programme (APP)**, ovvero un programma di acquisto di titoli pubblici e privati che si articolava in quattro misure differenti: il Covered Bond Purchase Programme per l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite, l'Asset-Backed Securities Purchase Programme per l'acquisto di titoli emessi in

---

23 BANCA D'ITALIA(2020): Le misure di espansione delle attività a garanzia delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema in risposta all'emergenza Covid-19: <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/le-misure-di-espansione-delle-attivita-a-garanzia-delle-operazioni-di-politica-monetaria-dell-eurosistema-in-risposta-all-emergenza-covid-19/>

24 BANCA CENTRALE EUROPEA(2021): La nostra risposta alla pandemia di coronavirus: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.it.html>

seguito alla cartolarizzazione dei prestiti bancari, il Public Sector Purchase Programme per l'acquisto di titoli governativi, agenzie pubbliche e istituzioni internazionali situate nell'Eurozona e il Corporate Sector Purchase Programme per l'acquisto di titoli obbligazionari emessi da società non finanziarie situate nei paesi dell'Eurozona. Tra l'ottobre 2014 e il dicembre 2018, la BCE ha condotto con ritmo mensile gli acquisti netti di titoli secondo questo programma; inoltre a settembre 2019, il Consiglio Direttivo annunciò la decisione di riprendere gli acquisti netti nell'ambito dell'APP con un ritmo mensile di 20 miliardi di euro da novembre 2019 fino a quando fosse necessario rafforzare l'effetto di accomodamento dei tassi di riferimento e che sarebbero terminati poco prima del rialzo degli stessi. A marzo 2020 però l'emergenza legata alla diffusione del coronavirus si è tradotta in un significativo deterioramento delle prospettive di crescita dell'Eurozona, per questo la BCE ha deciso di integrare gli acquisti netti eseguiti secondo l'APP con una dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi di euro per ulteriori acquisti di titoli fino alla fine dello stesso anno. Ad aprile 2020, inoltre, è stato avviato il **Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)** da 1850 miliardi di euro che ha avuto lo scopo di ridurre i costi di finanziamento e di favorire la concessione del credito nell'area dell'euro. Questo, a sua volta, avrebbe dovuto aiutare i cittadini, le imprese e le amministrazioni pubbliche ad

accedere ai fondi di cui potevano avere bisogno per affrontare la crisi<sup>25</sup>. La BCE ha potuto acquistare queste attività o dalle banche, per concedere loro più liquidità da fornire ai privati, o direttamente dalle società fornendo loro una fonte di finanziamento aggiuntiva; in entrambi i casi, questi acquisti, servono a promuovere la spesa e gli investimenti, al fine di sostenere la crescita economica.

### **2.3 – LE MISURE ADOTTATE DALLA FED**

L’approccio utilizzato dalla Fed per fronteggiare la crisi legata alla pandemia, nonostante preveda l’adozione di politiche monetarie espansive, si differenzia in modo sostanziale da quello adottato dalla BCE. Questo è dovuto in parte ai differenti obiettivi di politica monetaria, ma in modo più rilevante per i differenti mercati finanziari con cui interagiscono, per il rapporto con la politica fiscale e i titoli di debito governativi.

In primo luogo, diversamente a quanto accade nei mercati europei dove le società si finanziano prevalentemente attraverso i prestiti bancari, le scelte della Fed dipendono dall’elevata efficienza dei mercati finanziari che vengono utilizzati dalle imprese statunitensi per finanziare la loro attività; in questo senso è stato importante assicurare la liquidità dei titoli di debito emessi dalle società. In relazione a quanto detto però vi è un unico limite a cui va incontro la Fed, ovvero

---

<sup>25</sup> BANCA CENTRALE EUROPEA(2021): La nostra risposta alla pandemia di coronavirus: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.it.html>

la possibilità di acquistare solo titoli di debito e quindi il divieto di acquistare azioni.

Inoltre è da notare che qualunque politica monetaria ha delle implicazioni fiscali, ciò rende fondamentale che la banca centrale operi in modo coordinato con gli organi che si occupano di gestire la politica fiscale. Nel caso degli Stati Uniti, a differenza dell'Eurosistema dove non esiste una politica fiscale condivisa da tutti i Paesi, esiste un unico organo con cui la Fed deve relazionarsi e questo consente ad entrambi di bilanciare gli effetti delle rispettive azioni in modo più efficiente. In questo senso tra le misure adottate per contrastare la crisi pandemica la banca centrale ha collaborato con l'US Treasury<sup>26</sup>, avviando dei programmi volti ad agevolare la concessione del credito alle aziende più colpite.

Infine un aspetto rilevante è che la Fed funge da garante del debito pubblico degli Stati Uniti, ciò le permette di controllare direttamente il tasso di interesse sul debito e quindi di assicurarne una maggior stabilità.

Tenendo conto di questi aspetti, la banca centrale statunitense è intervenuta principalmente attraverso:

- Misure volte a favorire l'erogazione del credito a famiglie e imprese

Nelle due riunioni di marzo 2020, il FOMC ha abbassato l'intervallo obiettivo per il tasso dei fondi federali di un totale di 1,5 punti percentuali, portandolo all'attuale intervallo da 0 a 0,25%. Il Comitato si aspetta di

---

<sup>26</sup> Organo che si occupa della gestione della politica fiscale

mantenere questo intervallo fino a quando non sarà sicuro che l'economia abbia superato i recenti eventi e sia sulla buona strada per raggiungere i suoi obiettivi di massima occupazione e stabilità dei prezzi<sup>27</sup>. L'obiettivo di questa misura è influenzare gli altri tassi di breve termine e quelli a più lungo termine direttamente legati al tasso sui fondi federali, infatti mantenere quest'ultimo sul livello precedentemente indicato ha lo scopo di abbassare il costo dei prestiti su mutui, prestiti auto, mutui per la casa, e altri prestiti<sup>28</sup>. Nello stesso senso, la Fed ha abbassato il tasso overnight che le banche commerciali pagano per approvvigionarsi di liquidità dalla stessa di 2 punti percentuali, dal 2,25% allo 0,25% e ha esteso il rimborso fino a 90 giorni con l'obiettivo di incoraggiare le banche a concedere un volume più ampio di prestiti all'economia reale. Infine, come visto nel caso della BCE, anche la Fed ha agito andando ad allentare i requisiti normativi a cui sono sottoposte le banche; infatti è stata ridotta la quantità di capitale che le banche devono detenere come riserva per assorbire eventuali perdite future o sopperire a determinate fasi caratterizzate da carenza di liquidità, al fine (anche in questo caso) di creare delle risorse finanziarie aggiuntive che le banche potrebbero utilizzare per concedere credito a famiglie e imprese.

---

27 Board of Governors of the Federal Reserve System: Monetary Policy Report submitted to the Congress on June 12, 2020, pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2020-06-mpr-summary.htm>

28 Brookings: What's the Fed doing in response to the COVID-19 crisis? What more could it do?: <https://www.brookings.edu/research/fed-response-to-covid19/>

- Misure volte a garantire il corretto funzionamento dei mercati finanziari

I mercati del Tesoro e dei titoli garantiti da ipoteca sono diventati disfunzionali dopo lo scoppio della pandemia di COVID-19, e le azioni della Fed hanno mirato a ripristinare il regolare funzionamento del mercato in modo che il credito potesse continuare a fluire; pertanto, quest'ultima ha ricominciato ad acquistare massicce quantità di titoli sul mercato al fine di garantirne il normale funzionamento e l'efficace trasmissione della politica monetaria. Più precisamente, nelle due riunioni di marzo 2020 venne stabilito che la Fed avrebbe acquistato almeno 500 miliardi di dollari in titoli del Tesoro e 200 miliardi di dollari in titoli garantiti da ipoteca governativa e che avrebbe continuato ad eseguirli fino a tempo indeterminato, ma a seguito del migliorato funzionamento del mercato finanziario ha poi ridotto gli acquisti nei mesi di aprile e maggio. Tuttavia nel giugno 2020, la banca centrale statunitense, ha dichiarato di voler interrompere il tapering<sup>29</sup> e che avrebbe comprato almeno 80 miliardi di dollari al mese in titoli del Tesoro e 40 miliardi di dollari in titoli garantiti da ipoteca residenziale e commerciale fino a nuovo avviso<sup>30</sup>. Attraverso

---

<sup>29</sup>La graduale riduzione delle misure delle banche centrali utilizzate per migliorare le condizioni per sostenere la crescita economica

<sup>30</sup> Federal Reserve Bank of New York: Statement Regarding Treasury Securities, Agency Mortgage-Backed Securities, and Agency Commercial Mortgage-Backed Securities Operations June 10, 2020: [https://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating\\_policy\\_200610](https://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_200610)

queste misure, tra la metà di marzo e l'inizio di dicembre del 2020, il portafoglio di titoli detenuti direttamente dalla Fed è cresciuto da 3,9 trilioni<sup>31</sup> di dollari a 6,6 trilioni di dollari<sup>32</sup>. A queste misure di Quantitative Easing, ben note, si aggiungono anche prestiti diretti a grandi investitori istituzionali, volti a garantire la liquidità dei titoli e il corretto funzionamento del mercato. In questo caso si fa riferimento al **Primary Dealer Credit Facility (PDCF)**, un programma introdotto durante la crisi finanziaria globale e ripreso nel marzo 2020 per fronteggiare la crisi pandemica, attraverso il quale la Fed ha offerto prestiti a basso tasso di interesse (attualmente 0,25%) fino a 90 giorni a 24 grandi istituzioni finanziarie note come primary dealer. L'obiettivo era quello di permettere a queste ultime di sostenere il buon funzionamento del mercato e facilitare la disponibilità di credito alle imprese e alle famiglie<sup>33</sup>; dal 31 marzo 2021 la Fed ha cessato l'estensione del credito tramite il PDCF senza subire alcuna perdita nel periodo in cui questo è stato utilizzato<sup>34</sup>.

---

31 Un trilione è pari a mille miliardi

32 Brookings: What's the Fed doing in response to the COVID-19 crisis? What more could it do?: <https://www.brookings.edu/research/fed-response-to-covid19/>

33 Board of Governors of the Federal Reserve System: Federal Reserve Board announces establishment of a Primary Dealer Credit Facility (PDCF) to support the credit needs of households and businesses: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200317b.htm>

34 Board of Governors of the Federal Reserve System: Periodic Report: Update on Outstanding Lending Facilities Authorized by the Board under Section 13(3) of the Federal Reserve Act May 9, 2021: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/pdcf-mmlf-cpff-pmccf-smccf-talf-mlf-ppplf-msnlf-mself-msplf-nonlf-noelf-05-10-21.pdf>

- Misure volte a garantire un regolare afflusso di liquidità nei mercati monetari

Al fine di contrastare la carenza di liquidità nei mercati monetari durante la crisi pandemica, la Fed ha ampliato notevolmente la portata delle sue operazioni di pronti contro termine (repo) per incanalare il contante nei mercati monetari e offrire essenzialmente una quantità illimitata di denaro; è importante sottolineare come il mercato “repo” è dove le aziende prendono in prestito e prestano contanti e titoli a breve termine, di solito overnight. L'utilizzo di queste operazioni da parte della Fed è dovuto al fatto che le perturbazioni nel mercato repo influenzano il tasso dei fondi federali, lo strumento principale della banca centrale degli USA per raggiungere i propri obiettivi di politica monetaria. In questo senso al fine di assicurare il regolare afflusso di liquidità ai mercati monetari, quest'ultima mette a disposizione dei primary dealer denaro contante in cambio di titoli del Tesoro e di altri titoli garantiti dal governo; più precisamente durante questo periodo la Fed sta offrendo 1 trilione di dollari in repo giornalieri overnight, 500 miliardi di dollari in repo a un mese e 500 miliardi di dollari in repo a tre mesi<sup>35</sup>.

---

<sup>35</sup> Brookings: What's the Fed doing in response to the COVID-19 crisis? What more could it do?: <https://www.brookings.edu/research/fed-response-to-covid19/>

**CAPITOLO 3 – REVISIONE DEGLI OBIETTIVI DI POLITICA  
MONETARIA E STRATEGIE DI USCITA DALLE POLITICHE  
MONETARIE ESPANSIVE ADOTTATE DURANTE LA  
PANDEMIA**

**3.1 – L'APPROCCIO DELLA BCE**

In risposta al profondo mutamento che il contesto economico europeo ha subito a seguito della crisi generata dalla comparsa del coronavirus, l'8 luglio 2021 la Banca Centrale Europea ha pubblicato la sua nuova strategia di politica monetaria; l'obiettivo del riesame era assicurare che la strategia di politica monetaria della BCE fosse "adatta allo scopo", nel presente e nel futuro<sup>36</sup>.

Nello specifico, la nuova strategia di politica monetaria ha confermato che perseguire un livello di inflazione del 2% a medio termine rappresenta il miglior modo per mantenere la stabilità dei prezzi, che rimane l'obiettivo primario. Il Consiglio direttivo persegue tale obiettivo in modo simmetrico<sup>37</sup>, ciò significa considerare inopportuna qualsiasi variazione positiva e negativa rispetto al livello target; inoltre è stato confermato anche l'orientamento a medio termine di questa strategia, da ciò si deduce la volontà da parte della BCE di assicurare un certo grado di flessibilità alla propria politica monetaria; in questo senso l'approccio utilizzato consente alcuni scostamenti di breve periodo dell'inflazione dal livello obiettivo e le permette di considerare nelle decisioni di politica monetaria altri aspetti importanti per il conseguimento della stabilità dei prezzi.

Tra questi elementi è importante soffermarsi sull'occupazione e le aspettative di inflazione delle persone in quanto hanno un impatto rilevante sull'economia e sull'evoluzione dei prezzi nel tempo. In riferimento alla prima, perseguendo la stabilità dei prezzi è possibile stimolare l'occupazione: quando i prezzi sono stabili gli individui possono pianificare e gestire meglio le loro risorse, così facendo potrebbero aumentare la loro spesa e di conseguenza le imprese potrebbero assumere di più al fine di soddisfare la maggiore domanda di beni e servizi. Inoltre la BCE può influire direttamente sul livello di occupazione

---

36BANCA CENTRALE EUROPEA(2021): Riesame della strategia:  
<https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/index.it.html>

37 BANCA CENTRALE EUROPEA(2021): Dichiarazione sulla strategia di politica monetaria della BCE:  
[https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monpol\\_strategy\\_statem ent.it.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statem ent.it.html)

modificando il livello dei tassi di interesse, infatti in una situazione di recessione, questa, riducendo il loro valore può contribuire a stimolare la spesa e gli investimenti e, oltre a stabilizzare l'inflazione, aiuta a evitare la perdita di posti di lavoro e a sostenere la creazione di nuova occupazione<sup>38</sup>. Per quanto riguarda la seconda nella nuova strategia la BCE ha confermato l'utilizzo della forward guidance come principale strumento per orientare le aspettative degli individui, in quanto le dichiarazioni delle Banche Centrali possono influenzare fortemente i mercati, l'economia e i comportamenti degli individui; quindi attraverso una comunicazione chiara e coerente, è possibile incrementare la fiducia degli individui verso le azioni intraprese da questa e rendere più efficace la propria politica monetaria. Di conseguenza risulta essere chiaro il motivo per cui, in occasione del riesame della strategia, il Consiglio direttivo ha dichiarato: "Il nostro nuovo obiettivo di inflazione del 2% è semplice, chiaro e facile da comunicare. Le persone lo capiscono. Ciò contribuirà ad assicurare che le aspettative delle persone riguardo all'evoluzione dei prezzi nell'economia siano in linea con il nostro nuovo obiettivo di inflazione e quindi ci aiuterà a mantenere stabili i prezzi"<sup>39</sup>.

In parallelo a quanto detto, la BCE sta studiando delle strategie al fine di cessare l'utilizzo delle misure espansive adottate negli ultimi due anni per contrastare la crisi pandemica e riportare la politica monetaria in un regime convenzionale. In primo luogo, nonostante l'aspettativa da parte degli operatori di un rialzo dei tassi nel secondo semestre 2022, la presidente della BCE Lagarde ha dichiarato che la stretta sui tassi è molto improbabile l'anno prossimo<sup>40</sup> con la volontà di mantenere favorevoli le condizioni di finanziamento nell'economia il

---

38 BANCA CENTRALE EUROPEA(2021): Occupazione e riesame della strategia: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/employment.it.html>

39 BANCA CENTRALE EUROPEA(2021): Aspettative di inflazione e riesame della strategia: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/inflation-expectations.it.html>

40 Milano Finanza: Bce rassicura su tassi e acquisti, di Francesco Ninfolo 4 novembre 2021: <https://www.milanofinanza.it/news/bce-rassicura-su-tassi-e-acquisti-2539825>

più possibile. In questo senso nella riunione del 28 ottobre 2021 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariato il corridoio dei tassi ufficiali finché l'inflazione non raggiungerà il 2% affermando che questa decisione potrebbe comportare un periodo transitorio in cui l'inflazione si colloca su un livello moderatamente al di sopra di quello obiettivo. Inoltre, al fine di raggiungere l'obiettivo precedentemente indicato, la BCE ha dichiarato di poter ridurre moderatamente gli acquisti netti di attività nell'ambito del PEPP rispetto ai precedenti trimestri del 2021 e di utilizzare questo programma almeno sino alla fine di marzo 2022 o finché non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus; nonostante le aspettative del mercato siano per una chiusura anticipata. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria<sup>41</sup>. In aggiunta il Consiglio direttivo ha anche confermato gli acquisti netti nell'ambito del APP che continueranno ad un ritmo mensile di 20 miliardi di euro e l'intenzione è quella di continuare a reinvestire il capitale ottenuto dai titoli in scadenza, in riferimento allo stesso programma, finché sarà necessario garantire una politica accomodante e delle condizioni di liquidità favorevoli; con lo stesso obiettivo ha espresso la volontà di continuare ad utilizzare le TLTRO III, in quanto resta per le banche una fonte di finanziamento interessante che può favorire da parte di queste ultime la concessione del credito a famiglie ed imprese. In conclusione è chiaro come la BCE abbia assunto un comportamento prudente andando a mantenere il proprio approccio accomodante al fine di sostenere il più possibile l'economia poiché, come dichiarato il 3 novembre 2021 dalla presidente Lagarde durante un intervento per il 175° anniversario della Banca del Portogallo, un indebito inasprimento delle condizioni di finanziamento non è auspicabile in un momento in cui il potere d'acquisto è già schiacciato dall'aumento delle bollette

---

41 BANCA CENTRALE EUROPEA(2021): Decisioni di politica monetaria 28 ottobre 2021: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp211028~85474438a4.it.html>

dell'energia e del carburante e rappresenterebbe un ingiustificato vento contrario per la ripresa"<sup>42</sup>. Inoltre, a conferma di questo atteggiamento, ha ricordato che per quanto riguarda le misure da adottare alla conclusione della pandemia la BCE ha deciso di rinviare le proprie decisioni a dicembre e in ogni caso sarà importante che "la politica monetaria, compresa l'opportuna calibrazione degli acquisti di assets, sostenga la ripresa e il ritorno sostenibile dell'inflazione al nostro target del 2%".

### **3.2 L'APPROCCIO DELLA FED**

Differentemente a quanto fatto dalla BCE, la Federal Reserve pubblicò il riesame della propria strategia di politica monetaria già nella seconda metà del 2020. La revisione è stata motivata dai cambiamenti nell'economia statunitense che influenzano le decisioni della Fed, tra cui il calo globale del livello generale dei tassi di interesse e la ridotta sensibilità dell'inflazione alla rigidità del mercato del lavoro<sup>43</sup>; proprio per questo il FOMC ha ritenuto opportuno nell'agosto 2020 rivedere la propria strategia e i propri obiettivi di lungo periodo. Nella stessa sede il Comitato ha riaffermato il suo impegno a conseguire la massima occupazione e l'inflazione al tasso del 2% nel lungo periodo e ha fatto notare che

---

42 BANCA CENTRALE EUROPEA(2021): Learning from Lisbon: recovery and resilience in Europe

Speech by Christine Lagarde, President of the ECB, on the occasion of the 175th anniversary of Banco de Portugal in Lisbon. Lisbon, 3 November 2021: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211103~d0720ef27b.it.html>

43 Board of governors of the Federal Reserve System: Monetary Policy Report submitted to the Congress on February 19, 2021, pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2021-02-mpr-summary.htm>

dopo periodi in cui quest'ultima è rimasta costantemente al di sotto del suo livello obiettivo una politica monetaria appropriata mirerà probabilmente a conseguire un'inflazione moderatamente superiore al 2% per qualche tempo<sup>44</sup>. In quanto, raggiungere un'inflazione media del 2% nel tempo aiuta ad assicurare che le aspettative a lungo termine riguardo alla stessa rimangano ben ancorate al suo obiettivo di lungo periodo. Inoltre, come già detto in precedenza, al fine di conseguire questi risultati il FOMC ha deciso di mantenere invariato l'intervallo obiettivo per il tasso sui fondi federali nel livello 0-0,25% e inizialmente ha continuato ad acquistare grandi quantità di titoli al fine di promuovere il buon funzionamento del mercato e condizioni finanziarie accomodanti, sostenendo così il flusso di credito alle famiglie e alle imprese.

Tuttavia nella riunione del 3 novembre 2021 a seguito del miglioramento di alcuni indicatori riguardanti gli obiettivi finali di massima occupazione e stabilità dei prezzi, nonostante la Fed abbia deciso di mantenere invariato l'intervallo di riferimento del tasso sui fondi federali, il FOMC ha deciso di avviare il tapering. Più precisamente ha stabilito di voler ridurre il ritmo di acquisto dei titoli di Mortgage-Backed Securities e titoli di stato rispettivamente di un ammontare pari a 5 e 10 miliardi di dollari al mese, al fine di avviare il sistema economico statunitense ad un ritorno alla normalità; nello specifico il programma dovrebbe proseguire con questo ritmo - gli acquisti dovrebbero quindi azzerarsi «entro la metà dell'anno», ha detto il presidente Jerome Powell in conferenza stampa - ma la Fed resta «pronta ad adeguare il passo» della riduzione in dipendenza dalle prospettive economiche<sup>45</sup>. Per quanto riguarda invece i tassi di interesse, in

---

44 Board of governors of the Federal Reserve System: Part 2: Monetary policy: Monetary Policy Report submitted to the Congress on February 19, 2021, pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2021-02-mpr-part2.htm#xmonetarypolicyrulesandshortfallsfro-922ae2f0>

45 Il Sole 24 ore: Fed taglia acquisti titoli di 15 miliardi al mese. «Inflazione elevata ma transitoria», di Riccardo Sorrentino 3 novembre 2021: <https://www.ilsole24ore.com/art/fed-taglia-acquisti-titoli-15-miliardi-mese-inflazione-elevata-ma-transitoria-AE9VIWu>

riferimento al recente aumento dei prezzi, la Federal Reserve ha ribadito che li manterrà al livello attuale fino a che non si sarà raggiunta la massima occupazione e l'inflazione si manterrà per un certo periodo di tempo su livelli superiori al 2%.

Per concludere è importante sottolineare come nonostante una maggior trasparenza rispetto alla BCE riguardo alle strategie di uscita dalle politiche monetarie espansive adottate durante la pandemia, che si sostanzia nell'avvio del tapering, la Fed abbia deciso di rinviare la decisione sui tassi al 2022 in quanto si aspetta che nella seconda metà dell'anno prossimo la situazione possa normalizzarsi e che di conseguenza anche i prezzi dovrebbero iniziare a calare: solo in questo caso potrà essere presa in considerazione la possibilità di rialzare il livello dei tassi.

## **CONCLUSIONI**

L'obiettivo principale di questa tesi è di evidenziare le differenze tra le strategie adottate dalla Federal Reserve e dalla Banca Centrale Europea per uscire dalle politiche monetarie espansive adottate per contrastare la pandemia di covid-19, in riferimento ai differenti strumenti utilizzati e ai differenti obiettivi finali delle due Banche Centrali in questione.

Queste strategie sono state elaborate, in entrambi i casi, al fine di avviare la politica monetaria ad un progressivo ritorno verso la normalità anche se evidentemente l'emergenza sanitaria non si è ancora conclusa e il sistema

economico globale benché si trovi in una fase di ripresa, non ha ancora recuperato i livelli pre-pandemia.

Nonostante le misure adottate a sostegno dell'economia durante la crisi pandemica presentino molte similitudini, per quanto riguarda le strategie di uscita l'approccio utilizzato da queste è stato differente.

La BCE ha scelto la via della prudenza, confermando tutte le precedenti decisioni di politica monetaria con l'obiettivo di continuare a sostenere l'economia per favorire la ripartenza della crescita economica europea e rinviando eventuali decisioni in merito alle misure da adottare dopo la pandemia a dicembre 2021, quando sarà possibile comprendere se l'aumento dell'inflazione (ormai salita al 4,1%) sia dovuto come si ritiene a fenomeni transitori o persistenti.

La Fed, invece, ha preferito mostrare una maggior intraprendenza andando ad introdurre già alla fine di quest'anno il graduale allentamento delle misure di politica monetaria volte a sostenere l'economia (tapering), con l'obiettivo di continuare a fornire sostegno al sistema economico nel breve periodo e allo stesso tempo di avviare il progressivo ritorno alla normalità. Tuttavia il FOMC ha anche cercato di mantenere un certo grado di flessibilità rispetto al ritorno in un contesto di politica monetaria convenzionale, dichiarando che la Fed non esiterebbe ad intervenire qualora la situazione economica non sia in linea con le aspettative e rinviando un eventuale decisione sui tassi di interesse solo al 2022 quando ritiene che il livello dei prezzi e dell'occupazione possano normalizzarsi.

Solo il tempo permetterà di capire quale di questi due approcci è stato il più efficace, ma già da ora è chiaro come la BCE si stia muovendo più lentamente verso l'uscita dalle misure espansive adottate per contrastare la pandemia. Questa scelta ha generato più di qualche perplessità nei mercati finanziari europei che si aspettavano un taglio al piano di aiuti già alla fine di quest'anno, come fatto dalla Fed, al fine di contrastare il veloce incremento dell'inflazione che sta colpendo tutti i mercati internazionali.

## **BIBLIOGRAFIA**

BANCA CENTRALE EUROPEA: *Aspettative di inflazione e riesame della strategia*, 2021

BANCA CENTRALE EUROPEA: *Decisioni di politica monetaria del 28 ottobre 2021*, 2021

BANCA CENTRALE EUROPEA: *Dichiarazione sulla strategia di politica monetaria della BCE*, 2021

BANCA CENTRALE EUROPEA: *Il nostro obiettivo di stabilità dei prezzi e il riesame della strategia*, 2021

BANCA CENTRALE EUROPEA: *La nostra risposta alla pandemia di coronavirus*, 2021

BANCA CENTRALE EUROPEA: *Occupazione e riesame della strategia*, 2021

BANCA CENTRALE EUROPEA: *Riesame della strategia*, 2021

BANCA D'ITALIA: *Le misure di espansione delle attività a garanzia delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema in risposta all'emergenza Covid-19, 2020*

BANCA D'ITALIA: *Le misure di politica monetaria dell'Eurosistema in risposta all'emergenza causata dalla pandemia di covid-19 e il contributo della Banca d'Italia, 2020*

BANCA D'ITALIA: *Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica, 2020*

BANCA D'ITALIA: *Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine aggiuntive, 2020*

BANCA D'ITALIA: *Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, 2020*

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM: *Federal Reserve Act, 1913*

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM: *Federal Reserve Board announces establishment of a Primary Dealer Credit Facility (PDCF) to support the credit needs of households and business, 17 March 2020*

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM: *Monetary Policy Report submitted to the Congress on June 12, pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act, 2020*

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM: *Monetary Policy Report submitted to the Congress on February 19, pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act, 2021*

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM: *Part 2: Monetary policy: Monetary Policy Report submitted to the Congress on February 19, pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act, 2021*

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM: *Periodic Report: Update on Outstanding Lending Facilities Authorized by the Board under Section 13(3) of the Federal Reserve Act* May 9, 2021

FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK: *Statement Regarding Treasury Securities, Agency Mortgage-Backed Securities, and Agency Commercial Mortgage-Backed Securities Operations.* June 10, 2020

DORNBUSH, R., FISHER, S., STARTZ, R., CANULLO, G., PETTENATI, P.: *Macroeconomia* (11a ed.), Mc Graw-Hill, Milano, 2014

LAGARDE C.: *Learning from Lisbon: recovery and resilience in Europe.* Speech on the occasion of the 175th anniversary of Banco de Portugal in Lisbon, 2021

NASTI, S., PASQUALONE, F.: *Le misure di politica monetaria dell'Eurosistema in risposta all'emergenza causata dalla pandemia di covid-19 e il contributo della Banca d'Italia*, Note Covid-19, Banca d'Italia, 2020.

## SITOGRAFIA

Brookings: What's the Fed doing in response to the COVID-19 crisis? What more could it do?:  
<https://www.brookings.edu/research/fed-response-to-covid19>

Corporate Finance Institute: Expansionary monetary policy:  
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/economics/expansionary-monetary-policy/>

EUR-Lex: L'accesso al diritto dell'Unione Europea: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A12002E105>

Family Banker: Le banche centrali nel 2021: cosa dicono (e che cosa faranno) Fed e Bce:  
<https://www.familybanker.it/blog/banche-centrali-bce-e-fed-prospettive-2021>

Il corriere della sera: L'economia dopo il covid non tornerà più come prima :  
[https://www.corriere.it/economia/cards/perche-l-economia-il-covid-non-sara-piu-come-prima/effetto-acceleratore-pandemia\\_principale.shtml](https://www.corriere.it/economia/cards/perche-l-economia-il-covid-non-sara-piu-come-prima/effetto-acceleratore-pandemia_principale.shtml)

Il Sole 24 ore: Fed taglia acquisti titoli di 15 miliardi al mese. «Inflazione elevata ma transitoria», di Riccardo Sorrentino 3 novembre 2021: <https://www.ilsole24ore.com/art/fed-taglia-acquisti-titoli-15-miliardi-mese-inflazione-elevata-ma-transitoria-AE9VlWu>

Mercati Forex: Politica Monetaria Espansiva e Politica Monetaria Restrittiva: <https://www.mercatiforex.com/politica-monetaria-espansiva-politica-monetaria-restrittiva/>

Milano Finanza: Bce rassicura su tassi e acquisti, di Francesco Ninfolè 4 novembre 2021: <https://www.milanofinanza.it/news/bce-rassicura-su-tassi-e-acquisti-2539825>

Okpedia: La politica monetaria espansiva: [https://www.okpedia.it/politica\\_monetaria\\_espansiva](https://www.okpedia.it/politica_monetaria_espansiva)

WARBLETONCOUNCIL: Politica monetaria espansiva: caratteristiche e vantaggi: <https://it1.warbletoncouncil.org/politica-monetaria-espansiva-13970#menu-7>