



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e commercio

“Inflazione e politiche monetarie della FED e BCE”
“Inflation and FED, ECB's monetary policies”

Relatore:

Prof. Papi Luca

Rapporto Finale di:

Alessio Spaletra

Anno Accademico 2022/2023

INDICE

Corso di Laurea triennale in Economia e commercio	1
“Inflazione e politiche monetarie della FED e BCE”	1
“Inflation and FED, ECB's monetary policies”	1
1) INTRODUZIONE	3
2) TEORIE DELL’INFLAZIONE.....	5
2.1-DEFINIZIONE DI INFLAZIONE	5
2.2-CAUSE DELL’INFLAZIONE	8
2.3-EFFETTI DELL’INFLAZIONE SULL’ECONOMIA.....	9
3) POLITICA MONETARIA DELLA FED	11
3.1-STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA UTILIZZATI DALLA FED ...	11
3.2-IMPATTO DELLA POLITICA MONETARIA DELLA FED SULL’INFLAZIONE 2021-2023	12
4) POLITICA MONETARIA DELLA BCE	16
4.1-STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA UTILIZZATI DALLA BCE ...	16
4.2-IMPATTO DELLA POLITICA MONETARIA DELLA BCE SULL’INFLAZIONE 2021-2023.....	17
5) CONFRONTO DELLE POLITICHE MONETARIE DELLA FED E DELLA BCE	21
5.1-SIMILARITÀ E DIFFERENZE TRA I DUE MODELLI DI POLITICA MONETARIA	21
5.2-EFFETTI ATTUALI SULLE ECONOMIE POST-COVID DEI DUE MODELLI DI POLITICA MONETARIA.....	23
5.3-EFFETTI SUL SISTEMA BANCARIO DELLA POLITICA MONETARIA	26
6) CONCLUSIONI.....	31
RIFERIMENTI E BIBLIOGRAFIA	36

1) INTRODUZIONE

L'inflazione e la politica monetaria sono due temi centrali nel dibattito economico contemporaneo. La stabilità dei prezzi è un obiettivo comune della maggior parte delle banche centrali del mondo, e la loro politica monetaria svolge un ruolo chiave nel raggiungimento di questo obiettivo.

La Federal Reserve System (FED) degli Stati Uniti e la Banca Centrale Europea (BCE) dell'Unione Europea sono due importanti banche centrali che si concentrano sulla stabilità dei prezzi.

L'obiettivo di questa tesi è di analizzare le politiche monetarie della FED e della BCE in relazione all'inflazione. In particolare, verranno esaminate le differenze tra le politiche monetarie delle due banche centrali, nonché gli effetti delle politiche monetarie sulla stabilità dei prezzi e sul sistema economico.

Il primo e secondo capitolo introdurranno i concetti di base di inflazione e politica monetaria, oltre a descrivere i modelli teorici che analizzano la relazione tra inflazione e politica monetaria.

Nel terzo e quarto capitolo verrà svolta una revisione della politica monetaria della FED e della BCE, nonché sull'impatto di queste politiche sul sistema economico.

Nel quinto capitolo, verranno trattati i principali risultati della ricerca e verranno discusse le differenze tra le due politiche monetarie, le loro implicazioni attuali sul sistema economico post-Covid e le conseguenze per la teoria e la pratica della politica monetaria.

Infine, il sesto capitolo concluderà la tesi riassumendo i principali risultati ottenuti, le limitazioni della ricerca e le possibili direzioni per futuri studi.

2) TEORIE DELL'INFLAZIONE

2.1-DEFINIZIONE DI INFLAZIONE

L'inflazione è un aumento generalizzato e persistente dei prezzi dei beni e dei servizi in un'economia durante un determinato periodo di tempo. In altre parole, l'inflazione rappresenta una diminuzione del potere d'acquisto della valuta di un Paese, poiché con la stessa quantità di denaro si può acquistare meno rispetto al passato.

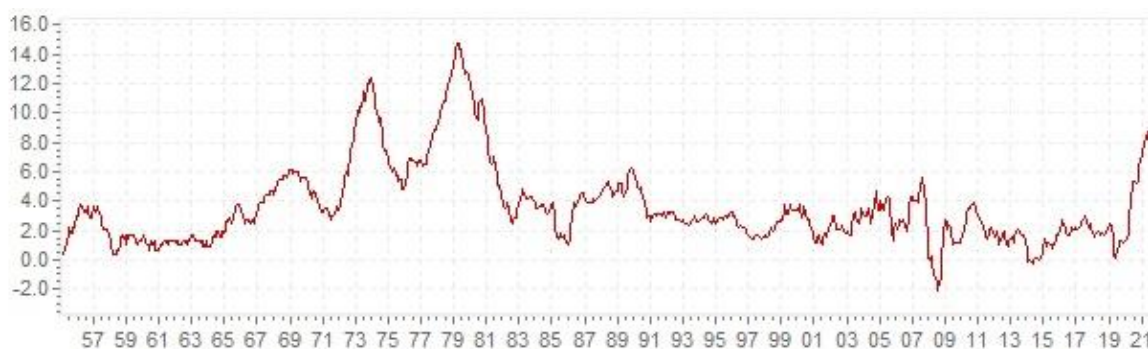


Figura n.1 - andamento inflazione USA – Department of Treasury

L'inflazione viene solitamente misurata mediante l'utilizzo di indici dei prezzi, che tengono traccia delle variazioni dei prezzi dei beni e dei servizi nel tempo. L'indice dei prezzi più comune è l'indice dei prezzi al consumo (IPC), che tiene traccia delle variazioni dei prezzi dei beni e dei servizi acquistati dalle famiglie. (*Economia per tutti - 2022*)

L'IPC è calcolato confrontando i prezzi di un paniere di beni e servizi rappresentativo, selezionati in base alle abitudini di spesa della popolazione, in un determinato periodo di tempo (di solito un mese o un anno) con i prezzi dello stesso paniere in un altro periodo di tempo. L'aumento percentuale dei prezzi nel tempo viene chiamato tasso di inflazione.

L'indice dei prezzi viene calcolato ogni mese e si distingue tra:

- tasso di inflazione congiunturale, che esprime la variazione rispetto al mese precedente;

- tasso di inflazione tendenziale, che esprime la variazione rispetto allo stesso mese dell'anno precedente;
- tasso di inflazione annuale, che è la variazione della media dei dodici indici rispetto alla media dei dodici indici dell'anno precedente.

Oltre all'IPC, esistono altri indici dei prezzi, come l'indice dei prezzi al produttore (PPI), che tiene traccia delle variazioni dei prezzi dei prodotti grezzi e semilavorati, e l'indice dei prezzi delle materie prime (PPI), che tiene traccia delle variazioni dei prezzi delle materie prime.

Definition: CPI vs. PPI

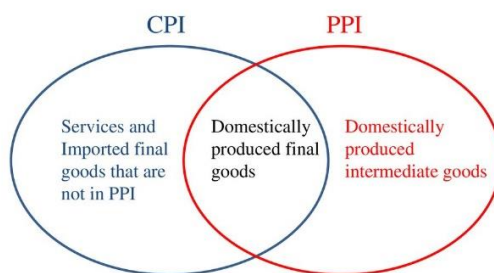


Figura n.2 – Differenza tra CPI e PPI

Il tasso di inflazione viene utilizzato dalle banche centrali e dai governi per prendere decisioni politiche ed economiche, come la fissazione dei tassi di interesse, la gestione della politica fiscale e la stabilizzazione dell'economia.

Oltre agli indici sopra indicati, vi sono anche dei modelli teorici che cercano di spiegare come la politica monetaria può influenzare l'inflazione e la loro relazione attraverso il controllo dei tassi di interesse, della quantità di denaro in circolazione e della domanda di moneta. Tuttavia, la relazione tra inflazione e politica monetaria è complessa e dipende da molteplici fattori, tra cui la struttura dell'economia, la politica fiscale, il livello di concorrenza nei mercati e altri fattori socioeconomici. (*Fundspeople, Rodriguez 2020*)

Tra questi, i più comuni sono:

- Il modello della curva di Phillips: questo modello suggerisce che esiste una relazione inversa tra inflazione e disoccupazione. Secondo questo modello, la politica monetaria può influenzare il tasso di inflazione attraverso la gestione del tasso di disoccupazione. Ad esempio, se la banca centrale riduce i tassi di interesse per stimolare la domanda di beni e servizi, ciò può aumentare l'occupazione e ridurre la disoccupazione, portando ad un aumento dell'inflazione. (*Economia, Phillips 1958*)

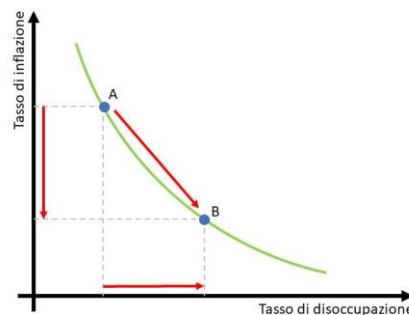


Figura n.3 - Curva di Phillips

- Il modello della teoria quantitativa della moneta: questo modello suggerisce che l'inflazione è determinata dalla quantità di denaro in circolazione nell'economia. Secondo questo modello, se la banca centrale aumenta la quantità di denaro in circolazione, ciò può portare ad un aumento dei prezzi dei beni e dei servizi. Pertanto, la politica monetaria può influenzare l'inflazione attraverso il controllo della quantità di denaro in circolazione. (*A Monetary History of the United States, Schwarz e Friedman 1963*)

$$M V = P T$$

M= quantità di moneta
V= velocità di circolazione della moneta
P= livello dei prezzi
T= quantità di transazioni

Figura n.4 – Formula del modello

- Il modello del ciclo di vita dell'offerta di moneta: questo modello suggerisce che l'inflazione è determinata dallo stato dell'economia e dalla domanda di moneta. Secondo questo modello, se l'economia è in fase di crescita, la domanda di moneta aumenta, come mostrato in figura, il che può portare ad un aumento dei prezzi dei beni e dei servizi. La politica monetaria può influenzare l'inflazione attraverso il controllo della domanda di moneta. (*The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach, Baumol 1952*)

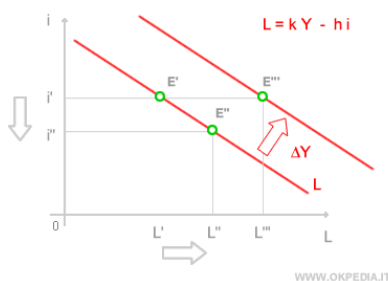


Figura n.5 – Aumento domanda moneta

2.2-CAUSE DELL'INFLAZIONE

L'inflazione può essere causata da vari fattori, dei quali i principali sono:

- Domanda eccessiva: l'aumento della domanda di beni e servizi rispetto all'offerta disponibile può portare ad un aumento dei prezzi, poiché i produttori possono permettersi di alzare i prezzi per soddisfare la domanda.

- Aumento dei costi di produzione: se i costi di produzione aumentano, come ad esempio i costi delle materie prime o dei salari dei lavoratori, i produttori possono aumentare i prezzi dei loro prodotti per mantenere i margini di profitto.
- Aumento della quantità di denaro in circolazione: se la quantità di denaro in circolazione aumenta più velocemente dell'offerta di beni e servizi, ci sarà un aumento della domanda che può portare all'inflazione.
- Svalutazione della valuta: se la valuta di un paese si svaluta rispetto ad altre valute, ciò può causare un aumento dei prezzi dei beni importati, poiché gli importatori devono pagare di più per acquistare valute straniere.
- Politiche monetarie espansive: se la banca centrale di un paese mantiene i tassi di interesse bassi e inietta denaro nell'economia, ciò può stimolare la domanda di beni e servizi, ma può anche causare l'inflazione.

Tuttavia, alcune delle cause dell'inflazione possono variare in base alle condizioni economiche e politiche di un paese e questo porta a risposte differenti.

2.3-EFFETTI DELL'INFLAZIONE SULL'ECONOMIA

L'inflazione può avere diversi effetti sull'economia e sulla società, tra cui:

- Riduzione del potere d'acquisto: con l'aumento dei prezzi, la gente può comprare meno beni e servizi con la stessa quantità di denaro, il che può ridurre il potere d'acquisto della popolazione.

- Riduzione della fiducia degli investitori: l'inflazione può ridurre la fiducia degli investitori nell'economia e nei mercati finanziari, poiché rende più difficile per le aziende pianificare e investire a lungo termine.
- Aumento dei tassi di interesse: la banca centrale può aumentare i tassi di interesse per controllare l'inflazione, il che può aumentare i costi dei prestiti per le famiglie e le imprese, e quindi limitare la spesa e l'investimento.
- Riduzione della competitività delle esportazioni: se un paese ha un'inflazione più elevata rispetto ai suoi concorrenti commerciali, può diventare meno competitivo sul mercato internazionale.
- Riduzione del valore della moneta: l'inflazione può ridurre il valore della moneta di un paese rispetto ad altre valute, il che può rendere più costosi gli acquisti di beni e servizi dall'estero.
- Riduzione della qualità della vita: l'inflazione può ridurre la qualità della vita della popolazione, poiché i prezzi più elevati possono ridurre il potere d'acquisto e aumentare le difficoltà economiche per le famiglie.

In generale, l'inflazione può avere effetti negativi sull'economia e sulla società, e pertanto i governi e le banche centrali cercano di mantenere l'inflazione sotto controllo per mantenere la stabilità economica e proteggere il potere d'acquisto della popolazione.

3) POLITICA MONETARIA DELLA FED

3.1-STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA UTILIZZATI DALLA FED

La Federal Reserve System (FED) utilizza diversi strumenti di politica monetaria per influenzare il sistema bancario e l'economia degli Stati Uniti. Alcuni dei principali strumenti utilizzati dalla FED includono:

- **Tassi di interesse:** La FED può influenzare i tassi di interesse attraverso la sua decisione di aumentare o diminuire il tasso di interesse di riferimento, noto come tasso dei fondi federali. Questo tasso è il tasso a cui le banche si prestano denaro a vicenda durante la notte. La FED può aumentare i tassi di interesse per raffreddare l'economia e prevenire l'inflazione, o abbassare i tassi di interesse per stimolare la spesa e sostenere la crescita economica.

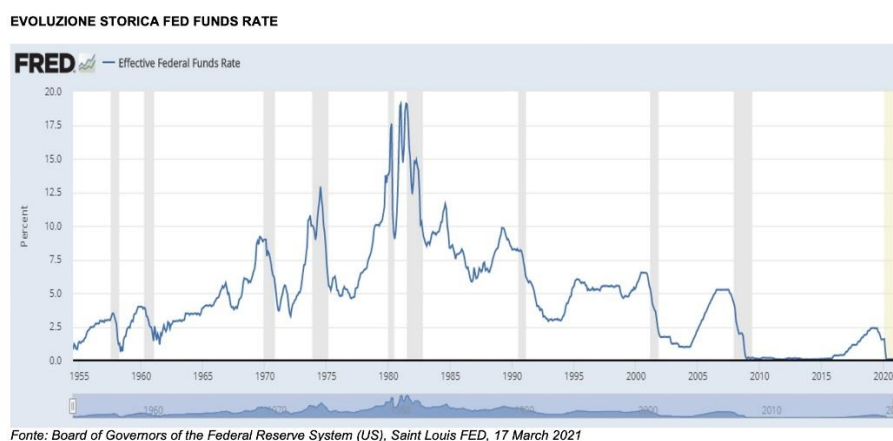


Figura n.6 – Tassi di interesse FED

- **Operazioni di mercato aperto:** La FED può acquistare o vendere titoli di Stato sul mercato aperto per influenzare la liquidità nel sistema bancario. L'acquisto di titoli di Stato aumenta la liquidità nel sistema bancario, mentre la vendita di titoli di Stato la riduce.

- **Riserva obbligatoria:** La FED richiede alle banche di mantenere una certa quantità di riserva sui loro conti presso la FED. La FED può aumentare o diminuire il livello della riserva obbligatoria per influenzare la liquidità nel sistema bancario.
- **Finanziamento di emergenza:** La FED può fornire finanziamenti di emergenza alle banche in difficoltà per prevenire un collasso del sistema bancario.
- **Politiche di comunicazione:** La FED può influenzare le aspettative del mercato attraverso la sua comunicazione pubblica, ad esempio indicando la propria politica futura sui tassi di interesse e la politica monetaria in generale.

3.2-IMPATTO DELLA POLITICA MONETARIA DELLA FED SULL'INFLAZIONE 2021-2023

A partire da metà 2021, il fenomeno dell'inflazione ha fatto il suo ritorno nelle economie occidentali, dopo circa 20 anni di assenza (eccetto per un breve periodo intorno al 2007 poco prima della grande crisi finanziaria del 2008).

Le cause di questa nuova fase inflazionistica che persiste da più di 2 anni sono da ricondurre a diversi fenomeni ed eventi del tutto eccezionali, come una pandemia globale, la cui principale conseguenza in termini economici è stata una storica crisi nella catena di produzione e di logistica che ha coinvolto le principali catene di fornitura, dagli USA passando per l'Europa fino alla Cina a seguito di una eccezionale ripresa dei consumi dopo il lockdown.

Altre cause sono state anche gli stimoli fiscali e monetari forniti nel 2020 e nel 2021 dai governi e dalle banche centrali di tutto il mondo in risposta alla pandemia.

All'inizio del 2022, l'effetto dell'invasione russa dell'Ucraina sui prezzi mondiali del petrolio, del gas naturale, dei fertilizzanti e dei prodotti alimentari ha ulteriormente esacerbato la situazione. L'aumento dei prezzi del gas e del petrolio hanno contribuito in modo

determinante all'inflazione, soprattutto in Europa a causa della sua dipendenza energetica dalla Russia.

All'inizio del 2021 è sorto un dibattito tra gli economisti sul fatto se l'inflazione fosse un fenomeno transitorio dovuto all'uscita del mondo dalla pandemia o se fosse invece un fenomeno più strutturale e persistente spiegabile con altri fattori. Gli economisti Larry Summers e Olivier Blanchard hanno sostenuto la posizione di un'inflazione persistente, mentre Paul Krugman e il segretario al Tesoro degli Stati Uniti Janet Yellen hanno interpretato la posizione della transitorietà del fenomeno inflazionistico. Anche le banche centrali si sono viste costrette ad aggiornare le proprie stime varie volte. Tuttavia, l'inflazione è continuata a crescere fino al raggiungere il picco del 9% a luglio 2022 in America e del 10,6% in ottobre 2022 nell'UE, come si può notare nelle figure sottostanti. *(NYT Krugman 2023)*

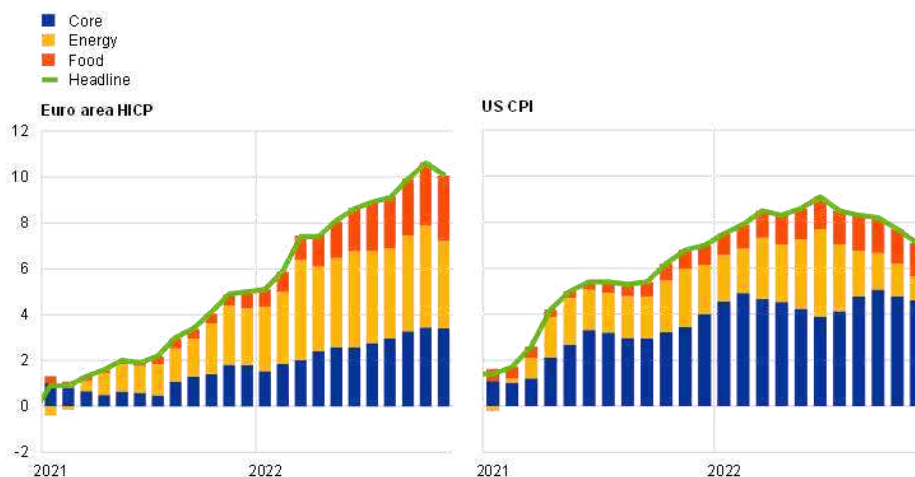


Figura n.7 – andamento inflazione UE e USA – Eurostat, Dipartimento del Tesoro

Le banche centrali, FED in primis, hanno risposto aumentando in modo aggressivo i tassi di interesse, con l'obiettivo di raffreddare l'economia e quindi i consumi di famiglie e gli investimenti delle imprese, correndo il rischio di una nuova recessione.

Il tasso d'interesse della FED era ai minimi fino marzo 2022 a 0,250%, quando si è deciso un primo rialzo di 0,25; successivamente con il passare dei mesi si è reso evidente che l'inflazione non sarebbe stata provvisoria, la FED ha iniziato una serie di rialzi da 0,50% e in alcuni casi da 0,75% fino a raggiungere un tasso leggermente sotto al 5% nei primi mesi del 2023.

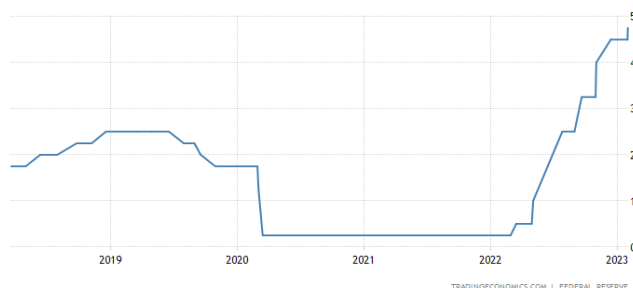


Figura n.8 – Rialzo tassi FED

A metà febbraio 2023, le banche centrali hanno iniziato un rallentamento della crescita dei tassi di interesse. Ma la lotta contro l'inflazione è tutt'altro che finita. E anche se i prezzi di alcune materie prime chiave si sono stabilizzati (in particolare del gas e del petrolio) o sono iniziati a scendere, fornendo un sollievo essenziale e contribuendo a trascinare indietro l'inflazione, l'ultimo miglio del ritorno a un obiettivo di bassa inflazione potrebbe essere il più difficile da percorrere. Infatti, si sta assistendo a una decrescita lenta del tasso CORE (che esclude i beni più volatili come energia e cibo) intorno al 6%-5%.

Ci sono alcuni segnali positivi nella lotta all'inflazione: i consumi delle famiglie si stanno raffreddando, così come gli investimenti privati e delle imprese. Tuttavia, il mercato del lavoro americano continua ad essere forte con centinaia di migliaia di nuovi posti di lavoro ogni mese, il che ha portato il tasso di disoccupazione ai minimi storici del 3,5%. Paradossalmente, questo non è una buona notizia per la lotta all'inflazione perché non indica un raffreddamento dell'economia, che invece sarebbe necessario per ridurre l'inflazione.

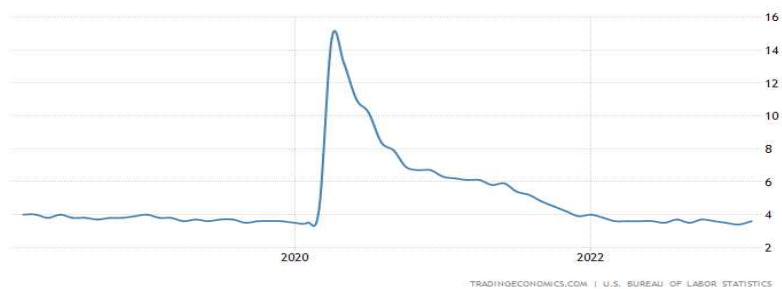


Figura n.9 – Tasso di disoccupazione USA

Molti economisti affermano che la fase più difficile inizia proprio adesso; infatti, per tornare all'obiettivo del 2% richiederà molto tempo, fino alla fine del 2024 o inizio del 2025. Questo fa supporre che la FED e la BCE siano costrette ad aumentare ancora i tassi nei prossimi mesi con un costo del denaro maggiore e le relative conseguenze nell'economia reale e nel sistema bancario.

4) POLITICA MONETARIA DELLA BCE

4.1-STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA UTILIZZATI DALLA BCE

La Banca Centrale Europea utilizza diversi strumenti di politica monetaria per raggiungere i suoi obiettivi di stabilità dei prezzi e di sostegno alla crescita economica nell'area dell'euro. Di seguito sono elencati i principali strumenti di politica monetaria della BCE (simili alla FED):

- **Tassi di interesse:** la BCE può utilizzare i tassi di interesse per influenzare la spesa e l'attività economica. Ad esempio, riducendo i tassi di interesse sui prestiti, la BCE può incoraggiare le persone e le imprese a prendere in prestito e a investire di più, aumentando così la spesa e stimolando la crescita economica. Viceversa, aumentandoli si cerca di ridurre l'inflazione. La BCE offre alle banche la possibilità di depositare denaro presso di essa (deposit facility). Modificando il tasso di interesse sui depositi, la BCE può incentivare le banche a mantenere maggiori riserve o a prestare denaro ai loro clienti.



Figura n.10 – Andamento tassi interesse area Euro

- **Operazioni di mercato aperto:** la BCE può acquistare o vendere titoli di Stato e altri strumenti finanziari sui mercati aperti, influenzando così l'offerta di denaro nell'economia. Ad esempio, acquistando titoli di Stato, la BCE può aumentare la

liquidità nel sistema bancario e ridurre i tassi di interesse sui prestiti (es. quantitative easing).

- **Riserva obbligatoria:** la BCE richiede alle banche di mantenere un certo livello di riserva presso di essa. Modificando il livello della riserva obbligatoria, la BCE può influenzare la quantità di denaro che le banche possono prestare ai loro clienti.
- **Comunicazioni e orientamento:** la BCE può utilizzare la sua comunicazione (forward guidance) e la sua politica di orientamento per influenzare le aspettative del mercato e dei consumatori. Ad esempio, indicando una politica monetaria espansiva futura, la BCE può incoraggiare le persone e le imprese a investire e spendere di più, influenzando i loro comportamenti verso la direzione auspicata dalle banche centrali stesse, stimolando così la crescita economica.

Per ricapitolare, i principali strumenti di politica monetaria della BCE includono i tassi di interesse, le operazioni di mercato aperto, le riserve obbligatorie, la facilità di deposito e le comunicazioni e l'orientamento. La BCE utilizza questi strumenti per influenzare l'offerta di denaro nell'economia e promuovere la stabilità dei prezzi e la crescita economica nell'area dell'euro.

4.2-IMPATTO DELLA POLITICA MONETARIA DELLA BCE SULL'INFLAZIONE 2021-2023

Le cause dell'inflazione in Europa sono sostanzialmente le stesse di quelle che abbiamo definito nel capitolo precedente sugli USA.

Tuttavia, la BCE non ha risposto in maniera così determinata e rapida come la FED.

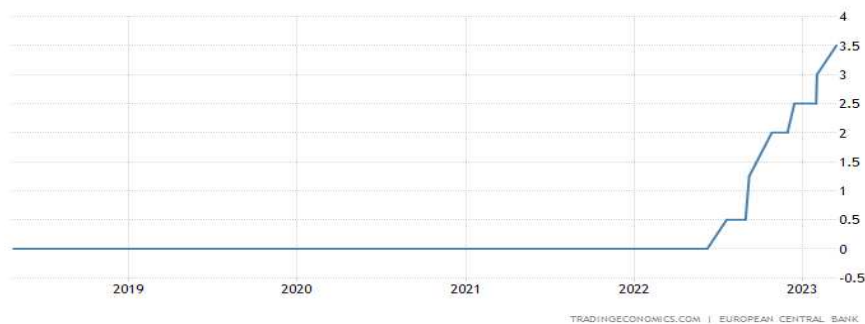


Figura n.11 – Rialzo tassi FED

Come si può notare dal grafico i tassi sono stati a 0% per un lungo periodo per conseguenza di una storica politica monetaria iniziata dopo la crisi finanziaria del 2008 e soprattutto dopo la crisi dei debiti sovrani che ha colpito l'UE nel 2011-2012 e in particolare i Paesi con alto debito pubblico come Italia, Grecia, Spagna e Portogallo.

Con il programma di acquisto titoli "Quantitative Easing", ossia l'acquisto sui mercati secondari di titoli di stato da parte della BCE, ideato nel 2010-2011 e applicato in maniera considerevole dal 2015 fino al 2022 (affiancato dal Pandemic Emergency Purchase Programme PEPP durante la pandemia Covid), la BCE ha perseguito una politica monetaria fortemente espansiva per molti anni. Tale programma fu annunciato in maniera definitiva nel 2015 dall'allora Presidente Mario Draghi per combattere il rischio di bassa inflazione e anche deflazione che si stava diffondendo in Europa in quell'anno. Lo scopo è stato quello di abbassare i costi dei prestiti e aumentare la quantità di moneta in circolazione.

Con la riapertura e la fine del lockdown, vi è stata una ripresa molto veloce dei mercati e dell'economia reale che ha portato ai problemi descritti nel capitolo precedente e alla fase inflattiva del 2021-2023.

La BCE ha iniziato la fase di aumento dei tassi più tardi rispetto alla FED e a un ritmo meno rapido. Alla fine del primo trimestre 2023 il livello dei tassi della BCE si aggira intorno al 3,5%, mentre quello della FED al 4,75%.

Questo disallineamento della politica monetaria della BCE può essere spiegato dal fatto che, a differenza della FED che ha avuto esperienze inflazionistiche in passato, questo è il primo periodo prolungato dell'Eurozona dalla nascita della moneta unica.

Infine, una politica monetaria troppo restrittiva da parte della BCE potrebbe, secondo alcuni economisti, produrre problemi finanziari ai Paesi con alto debito, come quelli del sud europa, poiché provocherebbe un rialzo del costo dei tassi d'interesse nel ripagamento del debito pubblico e rialzi degli spread (ossia il differenziale tra i titoli di stato tedeschi e quelli degli altri Paesi).

Questo ha provocato una divisione di opinioni sull'andamento futuro della politica monetaria della BCE da parte dei vari Governi europei; i Paesi del nord-Europa continuano a ritenere la necessità di una politica monetaria restrittiva con ulteriori rialzi dei tassi poiché stiamo assistendo a una discesa lenta dell'inflazione, mentre i Paesi del sud-Europa, tra cui l'Italia, stanno chiedendo un rallentamento dell'aumento dei tassi ritenendo che le conseguenze di tale politica possa danneggiare l'economia reale e provocare ulteriori crisi nel sistema bancario.

Queste differenze di politica monetaria tra FED e BCE si riflettono anche sui dati dell'inflazione che, come si può notare dal grafico precedente, è ancora più alta nell'Unione Europea che negli USA, dove il rientro al target del 2% sembra più rapido. Inoltre, i dati del mercato del

lavoro americani sono migliori e questo indica una situazione economica americana più robusta, nonostante la FED, rispetto a quella europea.

5) CONFRONTO DELLE POLITICHE MONETARIE DELLA FED E DELLA BCE

5.1-SIMILARITÀ E DIFFERENZE TRA I DUE MODELLI DI POLITICA MONETARIA

La FED e la BCE sono entrambe banche centrali responsabili della politica monetaria nella loro giurisdizione, ma ci sono queste significative differenze tra di loro in termini di indipendenza, obiettivi di inflazione, mandato, responsabilità e strumenti di politica monetaria: (*Starting finance, Radici 2019*)

- **Indipendenza:** non vi sono particolari differenze in termini di indipendenza; la FED è una banca centrale completamente indipendente dal governo degli Stati Uniti. Il presidente degli Stati Uniti nomina i membri del consiglio di amministrazione della FED, ma il presidente non ha alcun controllo diretto sulla banca centrale. La BCE, d'altra parte, è un'istituzione dell'UE e il suo consiglio direttivo è nominato dai governi degli Stati membri dell'UE.
- **Obiettivi di inflazione:** La BCE ha un obiettivo di inflazione vicino al 2%, mentre la FED ha un obiettivo di inflazione del 2%. Ciò significa che la BCE accetta una gamma più ampia di livelli di inflazione rispetto alla FED, ma cerca comunque di mantenere l'inflazione al di sotto del 2%. Tuttavia nel 2022, la BCE ha introdotto una nuova strategia riguardo al target inflazionistico e si è spostata verso un obiettivo del 2% nel medio periodo con la possibilità di scostamenti transitori positivi o negativi, ma senza arrivare a cambiamenti strutturali.
- **Mandato:** La FED ha un mandato duale per mantenere la stabilità dei prezzi e massimizzare l'occupazione, mentre la BCE ha un solo obiettivo di mantenere la stabilità dei prezzi. Il motivo dell'obiettivo unico si può ricondurre al potere della Bundesbank al momento della creazione della moneta unica; la banca centrale tedesca

aveva come scopo principale la lotta all'inflazione e ha contribuito in maniera decisiva a imporre tale obiettivo anche alla nascente Banca Centrale Europea. Il mandato della FED è stato istituito dalla legge del Congresso degli Stati Uniti, mentre il mandato della BCE è definito dal Trattato sull'Unione Europea, che richiede l'unanimità per eventuali modifiche.

- **Responsabilità:** La BCE è responsabile della politica monetaria per l'intera area dell'euro (composta da 20 Paesi), mentre la FED è responsabile della politica monetaria per l'economia degli Stati Uniti. La BCE deve tener conto dei diversi interessi e condizioni economiche di tutti i paesi dell'area dell'euro che hanno politiche fiscali differenti e che potrebbero trovarsi in situazioni economiche differenti le une con le altre, mentre la FED si concentra solo sugli Stati Uniti.
- **Strumenti di politica monetaria:** Entrambe le banche centrali utilizzano strumenti di politica monetaria per raggiungere i loro obiettivi, che possono distinguersi tra convenzionali e non. Tra le principali tipologie di intervento ve ne sono 3: operazioni di mercato aperto da parte della banca centrale, operazioni su iniziativa delle contro-parti (es. banche commerciali), e il regime di riserva obbligatoria. Le operazioni di mercato aperto possono suddividersi in 4 tipi: rifinanziamento principale (tramite tasso ufficiale di riferimento), rifinanziamento a lungo termine; questi due tipi di rifinanziamento vengono gestiti tramite delle aste a tasso fisso o variabile (tra cui asta marginale e competitiva). Le altre due tipologie sono il fine tuning e le operazioni di tipo strutturale in casi di squilibri di liquidità imprevisti e non programmate.

Tra le operazioni su iniziativa delle contro-parti vi sono il finanziamento principale overnight (tramite il tasso fissato dalla banca centrale) e il deposit facility (con il relativo tasso di remunerazione per le banche fissato dalla BCE); entrambi rispondono a esigenze di breve termine di gestione di liquidità bancaria. Tramite queste operazioni, con i rispettivi tassi, la banca centrale stabilisce un corridoio di tassi ufficiali overnight con l'obiettivo di influenzare le oscillazioni dei tassi overnight sul mercato e di rendere agevole la distribuzione di liquidità senza rischi reputazionali, o durante crisi di sfiducia. Infine vi è la riserva obbligatoria, in percentuale sui depositi decisa dalla banca centrale, che pone un limite minimo di detenzione di liquidità bancaria come primo argine a un'eventuale corsa agli sportelli in situazioni di crisi e sfiducia.

- Ruolo nella crisi finanziaria globale: Durante la crisi finanziaria globale del 2008, la FED ha svolto un ruolo molto attivo nell'aiutare a stabilizzare il sistema finanziario americano, adottando politiche di stimolo monetario e finanziario. La BCE ha adottato politiche simili, ma in un momento successivo rispetto alla FED, dopo la crisi dei debiti sovrani nel 2011-2012 con il programma del QE introdotto nel 2015.

5.2-EFFETTI ATTUALI SULLE ECONOMIE POST-COVID DEI DUE MODELLI DI POLITICA MONETARIA

Come indicato nei paragrafi 3.2 e 4.2, le banche centrali, FED e BCE in primis, hanno risposto in maniera uniforme alla crescita inflazionistica iniziata all'inizio del 2021.

Questa politica monetaria è stata implementata mediante diversi aumenti dei tassi di interesse a partire dai primi mesi del 2022 e una diminuzione dell'offerta di denaro in circolazione (es. fine del quantitative easing e delle misure anti-pandemiche).

Le conseguenze di questa politica sulla economia sono state molteplici:

- **Riduzione della spesa:** Aumentando i tassi di interesse, i prestiti sono diventati più costosi e quindi la spesa dei consumatori e delle imprese ha iniziato a diminuire. Ciò ha portato ad una diminuzione della domanda aggregata, ovvero della quantità di beni e servizi che le persone e le imprese acquistano nell'economia. Questa diminuzione della domanda ha causato una diminuzione della produzione industriale, delle attività economiche, ma non ancora dell'occupazione.

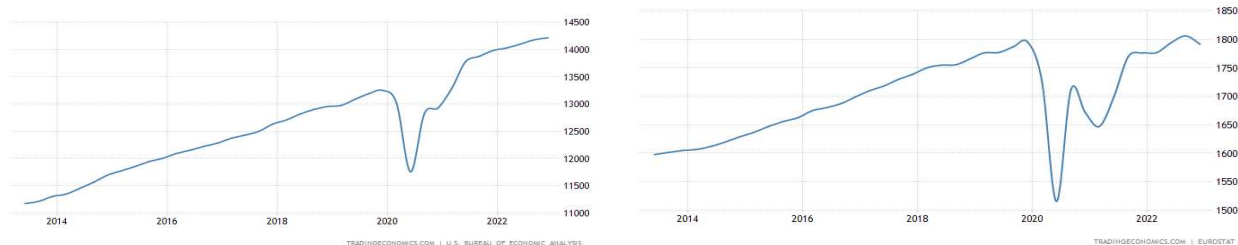


Figure n.12-US Consumer spending – Department of treasure

EU Consumer Spending-Eurostat

- **Aumento del risparmio:** Con l'aumento dei tassi di interesse, il risparmio è diventato più attraente rispetto alla spesa. I risparmiatori tendono a guadagnare di più sui loro risparmi e quindi sono spinti ad aumentarli. Questo potrebbe ulteriormente ridurre la domanda aggregata e portare ad una diminuzione della produzione e dell'occupazione.

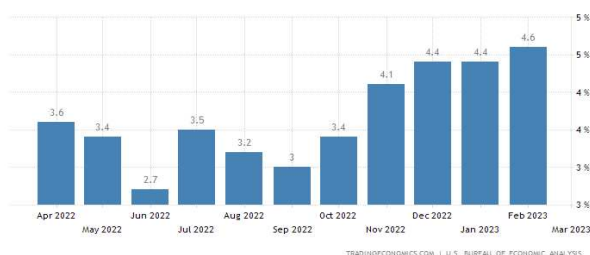


Figura n.13-US Personal savings - Department of treasure

- **Riduzione degli investimenti:** Le imprese si sono visti ridotto il loro accesso al credito e ai finanziamenti, il che ha limitato la loro capacità di investire in nuove attività o espandere quelle esistenti. Infatti, i tassi di interesse più elevati hanno aumentato il

costo dei prestiti e delle attività di investimento, rendendo meno conveniente per le imprese effettuare tali investimenti.

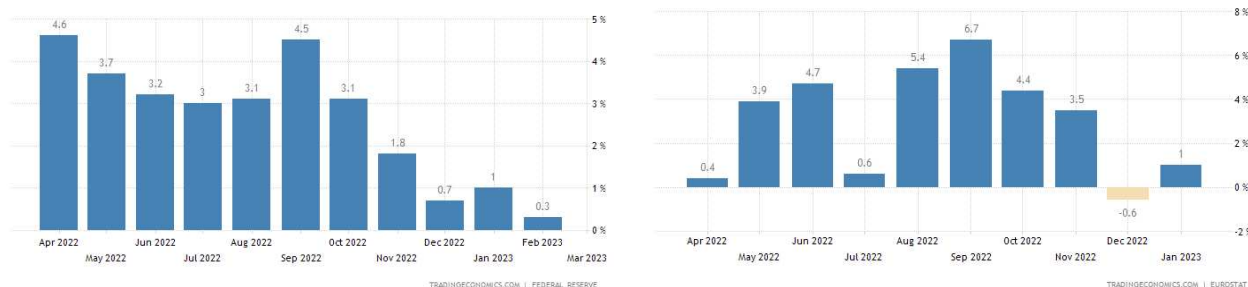


Figure n.14-US Industrial index-U.S. Bureau of Economic Analysis

EU Industrial Index-Eurostat

- Riduzione dell'inflazione:** L'obiettivo principale della politica monetaria restrittiva è di ridurre l'inflazione e riportarla all'obiettivo del 2% nei prossimi anni. Ciò avviene perché l'aumento dei tassi di interesse riduce la quantità di denaro in circolazione e limita la domanda di beni e servizi, il che può ridurre la pressione sui prezzi. Inoltre, i tassi di interesse più elevati hanno reso più costosi i prestiti per le imprese, limitando quindi la loro capacità di aumentare i prezzi. L'andamento del tasso d'inflazione è mostrato nei grafici del sotto-capitolo 3.2.
- Apprezzamento della valuta:** L'aumento dei tassi di interesse può rendere la valuta del paese più attraente per gli investitori stranieri. Ciò può portare ad un aumento della domanda per la valuta nazionale e ad un conseguente aumento del suo valore sul mercato internazionale, ovvero ad un apprezzamento. Questo può rendere le esportazioni del paese meno competitive sui mercati internazionali e quindi limitare la crescita delle esportazioni. Effetti di questo tipo si sono visti nel rapporto di cambio euro/dollaro sceso sotto 1 tra Settembre e Novembre 2022 per poi risalire a 1,10 circa, come mostra il grafico sottostante.

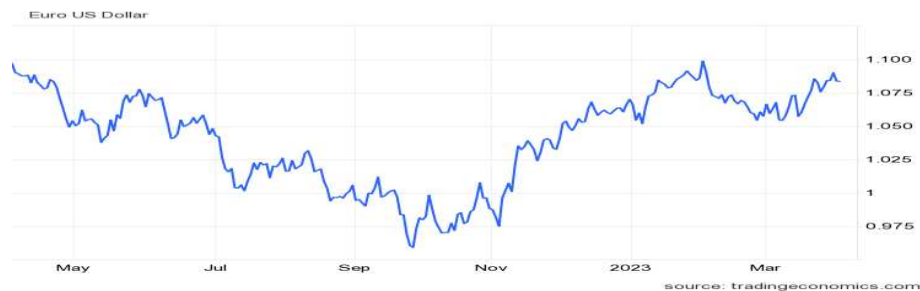


Figura n.15-euro-dollar exchange rate

In sintesi, questa politica monetaria restrittiva ha portato a una diminuzione della domanda aggregata, una riduzione degli investimenti e una diminuzione delle attività economiche. Tutto questo con lo scopo di ridurre l'inflazione, riportandola all'obiettivo del 2%, e stabilizzare l'economia.

5.3-EFFETTI SUL SISTEMA BANCARIO DELLA POLITICA MONETARIA

La politica monetaria si riferisce alle decisioni prese dalla banca centrale di un paese per gestire la quantità di denaro in circolazione e il tasso di interesse. Queste decisioni influenzano direttamente il sistema bancario, che è il sistema finanziario di una nazione che gestisce la raccolta e l'investimento di denaro da parte delle persone e delle imprese.

Gli effetti della politica monetaria sul sistema bancario possono essere suddivisi in cinque categorie principali: i tassi di interesse, la liquidità, la solvibilità, le riserve e i profitti bancari.

In primo luogo, i tassi di interesse sono uno degli strumenti principali utilizzati dalla banca centrale per influenzare il sistema bancario. Quando la banca centrale aumenta i tassi di interesse, le banche commerciali aumentano a loro volta i tassi di interesse sui prestiti che concedono ai propri clienti. Ciò ha l'effetto di ridurre la domanda di prestiti e di incentivare il risparmio. Al contrario, quando la banca centrale riduce i tassi di interesse, le banche

commerciali riducono i tassi di interesse sui prestiti e ciò ha l'effetto di aumentare la domanda di prestiti e di incentivare la spesa.

In secondo luogo, la politica monetaria influisce sulla liquidità del sistema bancario. Quando la banca centrale riduce i tassi di interesse, le banche commerciali possono accedere a prestiti a tassi di interesse più bassi, il che aumenta la liquidità del sistema bancario. Al contrario, quando la banca centrale aumenta i tassi di interesse, le banche commerciali possono trovare più difficile accedere a prestiti a tassi di interesse più elevati, il che riduce la liquidità del sistema bancario.

La politica monetaria influisce sulla solvibilità del sistema bancario. Quando la banca centrale aumenta i tassi di interesse, le banche commerciali possono trovare più difficile gestire i loro prestiti in default, poiché i loro debitori potrebbero avere difficoltà a pagare i tassi di interesse più elevati. Ciò può portare a un aumento dei prestiti in default e a una diminuzione della solvibilità delle banche commerciali. Al contrario, quando la banca centrale riduce i tassi di interesse, le banche commerciali possono gestire più facilmente i loro prestiti in default, il che aumenta la solvibilità delle banche commerciali.

La politica monetaria può influire anche sulle riserve bancarie. Quando la banca centrale aumenta i tassi di interesse, le banche commerciali potrebbero trovare più conveniente depositare i propri soldi presso la banca centrale. Ciò riduce le riserve bancarie e limita la quantità di denaro che le banche commerciali hanno a disposizione per concedere prestiti. D'altra parte, quando la banca centrale riduce i tassi di interesse, le banche commerciali potrebbero trovare meno conveniente depositare i propri soldi presso la banca centrale, il

che aumenta le riserve bancarie e aumenta la quantità di denaro che le banche commerciali hanno a disposizione per concedere prestiti.

Infine, la politica monetaria può anche influenzare i profitti delle banche commerciali. Quando la banca centrale aumenta i tassi di interesse, le banche commerciali guadagnano maggiori profitti sui prestiti, viceversa con la diminuzione.

Nel corso degli anni vi sono stati esempi di crisi bancarie, alcune delle quali conseguenza diretta o indiretta di una certa politica monetaria adottata dalla banca centrale. Per parlare di un episodio recente, possiamo riferirci al crollo della “Silicon Valley Bank”, 16esima banca statunitense di origine californiana specializzata nei prestiti alle start-up, che ha scatenato preoccupazioni tra gli investitori e ad altre banche. (*Fmi Report Aprile 2023*)

La Silicon Valley Bank (SVB) è una banca che ha iniziato a servire principalmente start-up e società di venture capital nel 1983. Durante il boom del capitale di rischio, la base di depositi della SVB è cresciuta rapidamente, ma nel 2022, i finanziamenti di venture capital si sono prosciugati, portando molti depositanti a lasciare la banca. L'8 marzo 2023, la banca ha tentato di raccogliere nuovi capitali, ma ha rivelato contemporaneamente di aver subito una perdita di \$1,8 miliardi dalla vendita di titoli del Tesoro e di agenzie per soddisfare i precedenti prelievi di grandi depositi. Il tentativo fallito di raccogliere capitali ha portato a preoccupazioni sulla posizione di liquidità della banca e sulla sua solvibilità. La maggior parte dei depositi della SVB erano all'ingrosso e non assicurati, il che ha aumentato i timori sulla sua solvibilità. La corsa ai depositi su SVB ha portato a un'intensa attenzione degli investitori su altre banche con profili di finanziamento simili. La FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) ha annunciato che avrebbe protetto solo i depositi assicurati, lasciando i creditori con saldi

superiori a \$250.000 e altri a fronte di perdite. Tuttavia, man mano che le prove di contagio per il sistema finanziario crescevano, il Tesoro, la Federal Reserve e la FDIC hanno introdotto un pacchetto di emergenza in due parti. La prima parte prevedeva l'attivazione dell'esenzione dal rischio sistemico, che permetteva alla FDIC di risolvere SVB e SBNY proteggendo tutti i depositi, mutualizzando le perdite in tutto il sistema bancario. La seconda parte riguardava il Bank Term Funding Program, introdotto dalla Federal Reserve, che permetteva alle banche di ottenere fondi fino al valore nominale dei titoli che detenevano, offrendo loro un'alternativa alle vendite in caso di bisogno di liquidità. Il programma sarebbe stato mantenuto fino a marzo 2024, e le eventuali perdite fino a 25 miliardi di dollari sarebbero state assorbite dal fondo di stabilizzazione dei cambi del Tesoro. Le autorità dei paesi in cui SVB operava avevano parlato pubblicamente per rassicurare i depositanti, mentre nel Regno Unito, le autorità avevano facilitato l'acquisto da parte di HSBC della controllata locale SVB, tutelando tutti i creditori senza alcun costo per il fondo di assicurazione dei depositi del Regno Unito.

Con questo scenario, la comunità finanziaria si interroga su cosa faranno le banche centrali, visto che il dissesto di SVB è anche una conseguenza indiretta, oltre che di una gestione sbagliata, dell'aumento del costo del denaro. A marzo 2023, la presidente della Banca Centrale Europea, Christine Lagarde, ha alzato ancora di 50 punti base i tassi d'interesse nell'Eurozona, come già preannunciato, assicurando che il sistema bancario del Vecchio Continente è solido e non vulnerabile di fronte alle vicende americane, mentre la FED ha ridotto l'ultimo rialzo a 25 punti base, dopo una serie di rialzi da 50.

Riassumendo, la politica monetaria può influenzare il sistema bancario in modo significativo, influenzando i tassi di interesse, la liquidità e la solvibilità delle banche commerciali. Questi

effetti possono essere positivi o negativi a seconda della situazione economica e degli obiettivi della banca centrale.

6) CONCLUSIONI

L'inflazione è un fenomeno complesso che può essere influenzato da molteplici fattori, tra cui le politiche monetarie adottate dalle banche centrali come la FED e la BCE. Entrambe le banche centrali hanno adottato diverse politiche monetarie nel corso degli anni per cercare di mantenere l'inflazione sotto controllo e garantire la stabilità dei prezzi.

La BCE ha spesso concentrato i suoi sforzi sulla stabilità dei prezzi, facendo della lotta all'inflazione il suo obiettivo principale, mentre la FED ha spesso cercato di bilanciare la stabilità dei prezzi con altri obiettivi, come la massimizzazione dell'occupazione e la promozione della crescita economica. *(Ilsole24ore Sorrentino 2023)*

La ricerca mostra che le politiche monetarie della FED e della BCE hanno avuto un impatto significativo sull'inflazione nel loro territorio di competenza. Ad esempio, i tassi di interesse più bassi adottati dalla FED in risposta alla crisi finanziaria del 2008 hanno contribuito a stimolare l'economia statunitense, ma hanno anche causato un aumento temporaneo dell'inflazione. Allo stesso modo, l'acquisto di attività della BCE nel 2015 ha contribuito a contrastare la bassa inflazione nella zona euro, portando a un aumento dell'inflazione al di sopra del 2% nel 2018-2019.

Inoltre, la risposta delle banche centrali all'inflazione ha conseguenze su molte altre grandezze economiche e monetarie dell'intero sistema economico.

Tuttavia, l'efficacia delle politiche monetarie delle banche centrali dipende anche dalle condizioni economiche del momento e dalle aspettative degli operatori del mercato.

L'inflazione dunque rimane una sfida continua per le banche centrali, e la loro capacità di influenzare l'inflazione dipende dalla loro capacità di prevedere le forze economiche in gioco e di reagire di conseguenza.

La ricerca sull'inflazione e le politiche monetarie della FED e della BCE necessitano di una valutazione attenta e continua. Tuttavia questo argomento ha dei limiti e dei sviluppi futuri.

Alcuni limiti della ricerca possono includere:

- **Disponibilità dei dati:** la disponibilità di dati affidabili e di alta qualità può rappresentare una sfida nella ricerca sull'inflazione e le politiche monetarie, specialmente quando si tratta di dati a livello regionale o settoriale.
- **Complessità delle relazioni causali:** le relazioni causali tra la politica monetaria e l'inflazione possono essere complesse e influenzate da molti fattori esterni, come le fluttuazioni dei prezzi delle materie prime e le variazioni dell'offerta e della domanda. Ciò rende difficile l'individuazione di una causa univoca dell'inflazione.
- **Limiti delle politiche monetarie:** la politica monetaria ha limiti nella gestione dell'inflazione. Ad esempio, la politica monetaria potrebbe non essere in grado di prevenire gli shock esterni, come le crisi finanziarie internazionali o i disastri naturali.
- **Limiti dei modelli di previsione:** i modelli utilizzati per prevedere l'inflazione e le politiche monetarie possono non essere in grado di prevedere accuratamente gli sviluppi futuri a causa della complessità dei fattori coinvolti e delle fluttuazioni impreviste.

Per quanto riguarda gli sviluppi futuri della ricerca, si possono considerare i seguenti:

- Approfondimento delle analisi regionali: una maggiore attenzione potrebbe essere rivolta alla valutazione dell'efficacia delle politiche monetarie a livello regionale, per comprendere meglio come gli effetti delle politiche variano in diverse aree geografiche.
- Analisi dei modelli di previsione: l'analisi dei modelli utilizzati per prevedere l'inflazione e le politiche monetarie potrebbe essere ulteriormente sviluppata, ad esempio includendo una maggiore attenzione alle variabili macroeconomiche, alle fluttuazioni dei prezzi delle materie prime e ai rischi geopolitici.
- Approfondimento delle politiche di stabilizzazione: una maggiore attenzione potrebbe essere rivolta alle politiche di stabilizzazione, al fine di valutare l'efficacia delle politiche di stabilizzazione e il loro impatto sulle economie a livello globale.
- Esplorazione di nuove politiche monetarie: la ricerca potrebbe esplorare l'efficacia di nuove politiche monetarie, come la moneta elettronica o la politica monetaria digitale, per comprendere meglio come queste politiche potrebbero influenzare l'inflazione e l'economia in generale.

Dopo un lungo periodo di bassa inflazione, a partire dal 2020 si sono susseguiti due eventi unici che non si vedevano da generazioni: una pandemia globale e una guerra in Europa.

Questa si è rilevata una nuova esperienza sia per i Governi nazionali, con le loro politiche fiscali, che per le banche centrali e le loro politiche monetarie. Molti economisti, tra cui i presidenti delle banche centrali americana ed europea, non hanno previsto un tipo di inflazione di un periodo così lungo e di questa portata; inoltre alcuni effetti di queste crisi,

come ad esempio le interruzioni nelle catene di produzione e le maggiori barriere commerciali, potrebbero durare a lungo. (*The Economist Cochnans 2023*)

Una conseguenza è stata il mancato funzionamento del modello della curva di Phillips, che non è riuscita a spiegare, e largamente sottostimato, l'aumento dei prezzi dopo la fine delle restrizioni covid.

La ripresa dell'economia, i successivi aumenti del tasso di occupazione e livelli di disoccupazione ai minimi indicano pressioni sui prezzi più acute del previsto. Per molto tempo, i Governi hanno accettato di far surriscaldare l'economia pur di portare i livelli di disoccupazione ai minimi, senza preoccuparsi troppo delle conseguenze sui prezzi.

La pandemia ha evidenziato come gli shock dell'offerta possano avere effetti inflazionistici ampi e persistenti, con una velocità sorprendente. Forti pressioni al rialzo sui prezzi in alcuni settori possono diffondersi attraverso le catene di approvvigionamento e sui salari o influenzare le aspettative di inflazione, influenzando la fissazione dei prezzi o dei salari. Ciò suggerisce che le banche centrali dovrebbero reagire con più forza a determinate condizioni e avrebbero potuto essere più aggressive nelle loro risposte politiche in un'economia forte, come quelle americane ed europee, in cui i produttori possono facilmente trasferire l'aumento dei costi e i lavoratori sono meno disposti ad accettare riduzioni dei salari reali. (*FMI Gopinath 2023*)

Un rischio chiave è che l'inflazione elevata disancora le aspettative di inflazione. Ciò complicherebbe i compromessi della politica monetaria, poiché il deprezzamento della valuta e gli shock dell'offerta avrebbero entrambi effetti inflazionistici molto più persistenti. Maggiori

aumenti dei tassi di interesse per contenere l'inflazione causerebbero maggiori contrazioni della produzione. Inoltre queste politiche monetarie restrittive devono bilanciarsi con l'equilibrio del sistema bancario, in un periodo con tensioni finanziarie e vulnerabilità di molte banche possono mettere a rischio ulteriori istituti di credito. Interventi delle banche centrali più mirati e meno interventisti durante la pandemia avrebbero evitato molti problemi nella fase successiva alla pandemia. *(FMI Rajan 2023)*

Tuttavia anche la politica fiscale potrebbe aiutare con aiuti più mirati alle fasce della popolazione che ha più bisogno di sostegno che non stimolino troppo il sistema economico; inoltre politiche commerciali meno protezionistiche aiuterebbero a ricreare un equilibrio nel sistema produttivo e commerciale. *(FMI Borio 2023)*

A metà del 2023 le banche centrali hanno rallentato l'innalzamento dei tassi, ma la lotta all'inflazione non è ancora finita. I prezzi delle materie prime, come petrolio e gas, si stanno riducendo ai livelli pre-pandemia e questo ha portato sollievo alle imprese e alle famiglie con conseguenze anche sui prezzi di altri beni e servizi. Altre sfide attendono le banche centrali come la stabilità del sistema bancario e le conseguenze dei rialzi dei tassi sui livelli di debito pubblico dei vari Stati e dei privati. Il quadro complessivo quindi non è dei migliori e, dopo un lungo periodo di bassa inflazione, stiamo assistendo a una nuova sfida e solamente nei prossimi anni sapremo se le banche centrali saranno riuscite a evitare un prolungato regime di alta inflazione. *(The Economist Vazquez 2023)*

RIFERIMENTI E BIBLIOGRAFIA

- G. ARDITO *Wired* – *“Perché Silicon Valley Bank è fallita” del Marzo 2023*
- Fondo Monetario Internazionale(FMI)-*“Global Financial Stability Report” di Aprile 2023*
- G. GOPINATH Fondo Monetario Internazionale (FMI) – *“Crisis and Monetary Policy” del Marzo 2023*
- R. RAJAN Fondo Monetario Internazionale (FMI) – *“Less is more” del Marzo 2023*
- C. BORIO Fondo Monetario Internazionale (FMI) – *“Monetary policy under test” del Marzo 2023*
- Economia per tutti – *“Inflazione: cause, effetti e come affrontarla” del 2022*
- J. COCHRAN *The Economist* – *“Have economists misunderstood inflation?” del Gennaio 2023*
- L. R. RODRIGUEZ *Fundspeople* – *“La curva di Phillips è la chiave per guidare le politiche monetarie?” del Settembre 2020*
- PHILLIPS *Economia* – *“Curva di Phillips” del 1958*
- SCHWARZ, FRIEDMAN - *“A Monetary History of the United States” del 1963*
- W. BAUMOL - *“The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach” del 1952*
- A. M. RADICI *Starting Finance* – *“BCE e FED: banche centrali a confronto” del Novembre 2019*

- *H. VAZQUEZ* The Economist – *“The Federal Reserve must choose between inflation and market chaos” del Marzo 2023*
- *R. SORRENTINO* Il sole24ore - *“Perchè la BCE continuerà ad alzare i tassi” del Marzo 2023*
- *KRUGMAN* New York Times – *Opinion: “The football game theory of inflation” del Gennaio 2023*