



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**BANCHE CENTRALI:  
COME AGISCONO E COME IMPATTANO SUI MERCATI E SUL CICLO  
ECONOMICO**

**CENTRAL BANKS:  
HOW THEY ACT AND HOW THEY AFFECT MARKETS AND THE BUSINESS  
CYCLE**

Relatrice:  
Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:  
Nicolò Rossi

Anno Accademico 2022/2023



# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>3</b>
<b>1 LA FEDERAL RESERVE (FED)</b> .....	<b>5</b>
1.1 L'origine della FED.....	5
1.2 La riforma della FED.....	5
1.3 La FED dopo la riforma .....	5
1.4 La struttura della FED .....	6
1.5 I mandati della FED.....	6
1.6 Politica monetaria: strumenti, comunicazione e trasmissione .....	7
1.7 La conduzione della politica monetaria della FED dalla grande crisi del 2007 ad oggi .....	9
1.8 Impatti sui mercati finanziari e sul ciclo economico.....	10
<b>2 LA BANCA CENTRALE EUROPEA (BCE)</b> .....	<b>15</b>
2.1 La nascita della BCE.....	15
2.2 L'attività della Banca Centrale nell'Unione Monetaria Europea: aspetti..... giuridici, istituzionali ed organizzativi.....	16
2.3 Il processo decisionale accentrato ed il decentramento operativo .....	18
2.4 Il ruolo della BCE nell'Eurosistema.....	18
2.5 La BCE di fronte alla crisi economica e finanziaria ed ai cambiamenti climatici: ulteriori sfide per la politica monetaria.....	19
2.6 La rilevanza della comunicazione .....	20
2.7 Parametri ed obiettivi della politica monetaria della BCE .....	20
2.8 Strumenti e strategie .....	20
2.9 La conduzione della politica monetaria della BCE dalla grande crisi del 2007 ad oggi .....	21
2.10 Impatti sui mercati finanziari e sul ciclo economico.....	24
<b>3 LA BANK OF JAPAN (BOJ)</b> .....	<b>28</b>
3.1 La costituzione della BOJ .....	28
3.2 Il funzionamento della BOJ.....	29
3.3 La struttura della BOJ.....	29
3.4 La politica monetaria della BOJ.....	30

<b>3.5</b>	<b>Impatti sui mercati finanziari e sul ciclo economico .....</b>	<b>30</b>
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>.....</b>	<b>34</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>.....</b>	<b>39</b>
<b>SITOGRAFIA .....</b>	<b>.....</b>	<b>40</b>
<b>RINGRAZIAMENTI.....</b>	<b>.....</b>	<b>42</b>

# INTRODUZIONE

La Banca Centrale Europea (BCE) rappresenta un caso unico al mondo. Ogni stato dell'Unione Europea ha una propria banca centrale ma tutte fanno capo all'istituto che ha sede a Francoforte. Gli Stati Uniti rappresentano però l'area economica di maggiore importanza, le politiche monetarie poste in essere dalla Federal Reserve (FED) sono quelle che influenzano maggiormente l'economia mondiale. Negli ultimi dieci anni, tuttavia, le politiche monetarie della Banca Centrale Europea (BCE) hanno assunto rilevanza anche oltre i confini dell'unione europea, a dimostrazione dell'importanza e del ruolo assunto dalla banca centrale nata con l'introduzione dell'euro. Le banche centrali hanno sempre fatto ricorso ad una pluralità di strumenti di politica monetaria per mantenere la stabilità economica e finanziaria, è stato però dalla crisi finanziaria del 2007, con lo scoppio della bolla speculativa sui mutui subprime ed il fallimento di una delle più importanti banche degli Stati Uniti (Lehman Brothers), che quasi tutte le principali banche centrali del mondo hanno dovuto adottare, oltre agli strumenti di politica monetaria tradizionali quali i tassi di interesse, anche strumenti classificati come non convenzionali, cioè nuovi e diversi da quelli adottati fino a quel momento. Gli strumenti ordinari, infatti, non erano più sufficienti, anzi erano diventati inefficaci per controllare la quantità di moneta e garantire la stabilità finanziaria, anche perché i meccanismi di trasmissione della politica monetaria erano stati compromessi dal differenziale dei tassi di interesse tra paesi, dalla frammentazione e dal livello eccezionalmente basso che avevano raggiunto i tassi di interesse e l'inflazione. Il più noto ed anche quello maggiormente utilizzato tra tutti gli strumenti di politica monetaria non convenzionali è stato il Quantitative Easing (QE), definito anche alleggerimento quantitativo, che le banche centrali hanno attivato per stimolare l'economia, l'occupazione e di conseguenza anche l'inflazione, scesa a livelli giudicati troppo bassi. Il funzionamento del QE consiste nell'acquisto di titoli di stato, di obbligazioni private e nel caso del Giappone addirittura di ETF azionari effettuato dalle banche centrali per immettere liquidità sul mercato con l'obiettivo di incentivare le banche a concedere finanziamenti e sostenere i corsi dei titoli. Un altro importante strumento di politica monetaria non convenzionale utilizzato dalla BCE è rappresentato dal Targeted long-term refinancing operations (T-ltro): si tratta di operazioni di finanziamento a lungo termine, con durata fino a 4 anni, che la BCE ha concesso alle banche europee che ne hanno fatto richiesta. I finanziamenti prevedevano condizioni molto vantaggiose per le banche, a condizione che la liquidità prestata dalla BCE fosse impiegata per prestiti a famiglie ed imprese. In pratica con questo strumento la BCE spingeva le banche europee a concedere credito a condizioni molto vantaggiose in cambio di tassi di interesse molto favorevoli per gli istituti bancari che hanno fatto ricorso al T-ltro, addirittura fino a - 1% (in pratica la banca otteneva liquidità e veniva anche remunerata dalla BCE). I risultati ottenuti da queste politiche monetarie ultra-espansive sono stati incoraggianti ed hanno avuto effetti positivi sull'economia, sia negli Stati Uniti sia in Europa. Negli Stati Uniti addirittura si è iniziato a parlare di tapering, ovvero di una graduale riduzione degli stimoli monetari adottati con le politiche non convenzionali, già nel 2014/2015, quando la FED ha deciso di ridurre gli acquisti di titoli sul mercato. La BCE invece ha proseguito con politiche monetarie accomodanti (tassi negativi) e con il QE fino a marzo 2022, in considerazione del fatto che l'economia, seppure in ripresa rispetto agli anni più difficili della crisi, ha mantenuto sempre livelli di crescita moderata e soprattutto l'inflazione è rimasta sempre molto lontana dall'obiettivo del 2% considerato dalla banca centrale di Francoforte il livello adeguato a mantenere in equilibrio crescita, occupazione e prezzi. Gli effetti collaterali di queste politiche espansive non sono mancati e sono stati evidenti soprattutto sui mercati finanziari. L'ingente liquidità immessa sul mercato a condizioni molto vantaggiose, in Europa, come già sostenuto, addirittura a tassi negativi, ha spinto gli investitori ed anche la speculazione a ricercare rendimenti positivi sui mercati a maggior rischio come i paesi

emergenti ed i mercati ad alto rendimento (high yield). I differenziali di rendimento (spread) tra bond di elevato rating e titoli più speculativi si sono pertanto ridotti in maniera significativa e le quotazioni di azioni ed obbligazioni hanno raggiunto livelli difficilmente giustificabili, spesso non sostenibili. L'inversione di rotta da parte della FED e della BCE, iniziata nel primo semestre del 2022, ha avuto ricadute importanti sui mercati internazionali, abituati ormai alle politiche monetarie espansive. Di fatto il processo di tapering ha dato avvio ad una forte stretta creditizia, che unitamente al forte rialzo dei tassi di interesse, ancora in corso, ha portato ripercussioni negative sull'andamento dei mercati finanziari. Nel 2022 i mercati azionari e obbligazionari hanno registrato la peggiore performance da 40 anni (Tabella 1). L'obiettivo di questo studio è l'analisi delle politiche monetarie, gli obiettivi, le strategie, gli strumenti utilizzati, il ruolo ed il mandato delle banche centrali nonché l'impatto sui mercati finanziari e sul ciclo economico dell'area di appartenenza della banca. Si vogliono evidenziare gli effetti delle politiche monetarie adottate dalle banche centrali nei rispettivi mercati ed economie.

Sono state analizzate le tre principali aree geografiche, Usa, Ue e Giappone evidenziando le differenze ed i diversi impatti delle decisioni assunte. Per ultimo il raffronto tra le banche centrali indipendenti dal potere politico e quelle che invece, come la banca centrale turca, sono di fatto soggette al controllo politico.

**Tabella 1: Variazioni indici mercati finanziari 2022**

MERCATO	INDICE	VARIAZIONE % 2022
<b>AZIONARIO</b>	<b>S%P 500</b>	<b>-19,44%</b>
	<b>Euro Stoxx50</b>	<b>-11,74%</b>
	<b>Nikkei</b>	<b>-9,37%</b>
	<b>MSCI EM (Emerging Market Index)</b>	<b>-23,77%</b>
	<b>MSCI World Index</b>	<b>-19,46%</b>
<b>OBBLIGAZIONARIO</b>	<b>Total Return index Global aggregate</b>	<b>-16,25%</b>
	<b>Treasury 10y</b>	<b>-13,92%</b>
	<b>Bloomberg total return euro index</b>	<b>-18,93%</b>

Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

# 1 LA FEDERAL RESERVE (FED)

## 1.1 L'origine della FED

La FED fu fondata il 23 dicembre 1913 quando il congresso americano approvò il Federal Reserve Act ma iniziò ad operare solo nel 1916. La conformazione federale del Federal Reserve System fu determinata da una soluzione legislativa che aveva come obiettivo principale quello di evitare la nascita di una struttura con poteri eccessivamente accentrati. Venne quindi costituita da una banca centrale con sede nella capitale Washington e da quindici banche regionali, il controllo era esercitato dal governo che aveva il potere di nominare tra i membri del Federal Reserve Board il Segretario al tesoro e il Comptroller of the Currency che aveva funzioni di vigilanza sulle banche.

Nel 1929, quando scoppio la più grande crisi economico/finanziaria della storia, con l'ormai famoso crollo della borsa americana di Wall Street, la FED continuò con la politica monetaria restrittiva che stava adottando in quel periodo e che non fece altro che aggravare la depressione. Si rifiutò inoltre anche di salvare le banche, che fallirono e che causarono grandi perdite ai risparmiatori.

La crisi però dimostrò anche tutti i limiti del sistema, per cui il Banking Act del 1935 trasformò il Federal Reserve Board in Board of Governors, che acquisì il potere di controllo sulle banche regionali. Venne inoltre istituito il Federal Open Market Committee (FOMC), il comitato che ancora oggi decide la politica monetaria ed i tassi d'interesse.

## 1.2 La riforma della FED

All'inizio degli anni 70 scoppiò lo scandalo Watergate. Con l'obiettivo di favorire la rielezione del Presidente Nixon si scoprì che il Presidente della FED Burns stava attuando una politica monetaria espansiva, per stimolare la crescita economica ed aumentare il consenso degli elettori per il Presidente in carica. L'uso strumentale della politica monetaria causò una forte crescita dell'inflazione, che toccò addirittura il 12%, alla quale poi seguì una pesante crisi economica e recessione. Fu chiaro a tutti che l'uso politico della leva monetaria era in grado di arrecare danni ingenti all'economia ed ai cittadini e che era necessario garantire autonomia alla banca centrale. La riforma fu attuata mediante il Federal Reserve Reform Act del 1977 e lo Humphrey-Hawkins Full Employment Act dell'anno successivo. Venne introdotto l'obbligo di relazioni trimestrali al Congresso e di consegnare, due volte all'anno, una relazione circa la propria politica monetaria. Ma soprattutto, la novità più importante, con la riforma furono indicati alla FED degli obiettivi propri e svincolati dalla politica economica del Governo: la stabilità dei prezzi e la crescita nel lungo periodo.

## 1.3 La FED dopo la riforma

Negli anni 70 l'inflazione toccò livelli molto elevati. Per porre un freno alla crescita dei prezzi il Presidente della Fed Volker, in carica dal 1979 al 1987, aumentò i tassi di interesse fino al 20% a costo però di una rilevante recessione.

Nei successivi due decenni (dal 1987 al 2006) la responsabilità della politica monetaria venne attribuita al Presidente Greenspan, che attuò una politica monetaria prevalentemente espansiva. Fornì ingente liquidità in occasione delle crisi e mantenne i tassi di interesse bassi per un lungo periodo, favorendo la ripresa economica ma anche le cosiddette bolle speculative come quella del mercato immobiliare degli anni 2000 e quella dei mutui subprime del 2007/2008.

A Greenspan succedette Bernanke che ebbe il difficile incarico di gestire la grande crisi del 2007/2008: per contrastare la recessione abbassò i tassi di interesse fino a 0% e soprattutto decise di attuare il QE. Con Bernanke ebbe inizio il più grande acquisto di titoli della storia, la FED infatti acquistò circa 3,7 trilioni di dollari di bond federali ma anche di titoli cartolarizzati e di obbligazioni emesse dalle agenzie governative.

Nel gennaio 2014 Yellen diventa la prima donna Presidente della Fed, durante il suo mandato le performance dell'economia americana sono state positive, in particolare per quanto riguarda gli obiettivi previsti nel mandato: massima occupazione e stabilità dei prezzi. Yellen resterà in carica fino al 2018 quando è stato nominato l'attuale Presidente Powell.

## **1.4 La struttura della FED**

La FED è considerata una banca indipendente in quanto le sue decisioni sono autonome e nessun organo politico ha la facoltà di indirizzarle e/o modificarle. Nelle sue scelte deve rispondere esclusivamente al suo mandato. Il Federal System è costituito da una agenzia governativa centrale, il Board of Governors of the Federal Reserve System - composto da 7 governatori nominati dal Presidente degli Stati Uniti e da dodici Federal Reserve Bank regionali, i cui presidenti sono nominati con complesse procedure. Sia il Board che le 12 Reserve Bank hanno la responsabilità nell'ambito della vigilanza sugli intermediari finanziari e sull'offerta di servizi bancari. Uno dei principali componenti del Federal Reserve System è il Federal Open Market Committee (FOMC) che è composto da 12 membri. Il FOMC è responsabile della definizione del tasso sui Feds Funds, delle operazioni di mercato come gli acquisti dei titoli e degli obblighi di riserva. I membri del Board una volta nominati non possono essere rimossi fino alla scadenza del loro mandato. Le 12 banche federali regionali degli Stati Uniti rappresentano l'articolazione operativa del sistema della FED e sono organizzate come enti di diritto privato.

## **1.5 I mandati della FED**

I compiti della FED si possono suddividere in quattro macro aree:

- 1) Definire la politica monetaria nazionale aumentando o diminuendo la quantità di moneta in circolazione e le condizioni sul credito all'economia al fine di perseguire la massima occupazione, la stabilità dei prezzi e moderati tassi di interesse a lungo termine;
- 2) Supervisionare e regolare le banche per assicurarne la sicurezza e la stabilità del sistema bancario e finanziario nazionale e proteggere i diritti dei consumatori;
- 3) Regolare e mantenere la stabilità del sistema finanziario e contenere il rischio sistemico che può nascere nei mercati finanziari;

- 4) Fornire servizi di tesoreria per le banche, il governo e le istituzioni ufficiali straniere. Ha inoltre l'incarico di supervisione del sistema dei pagamenti nazionale.

Gli obiettivi individuati dalla legge per condurre la politica monetaria della Fed sono invece tre:

- 1) promuovere efficacemente gli obiettivi di massima occupazione;
- 2) mantenere prezzi stabili;
- 3) mantenere tassi di interesse moderati a lungo termine.

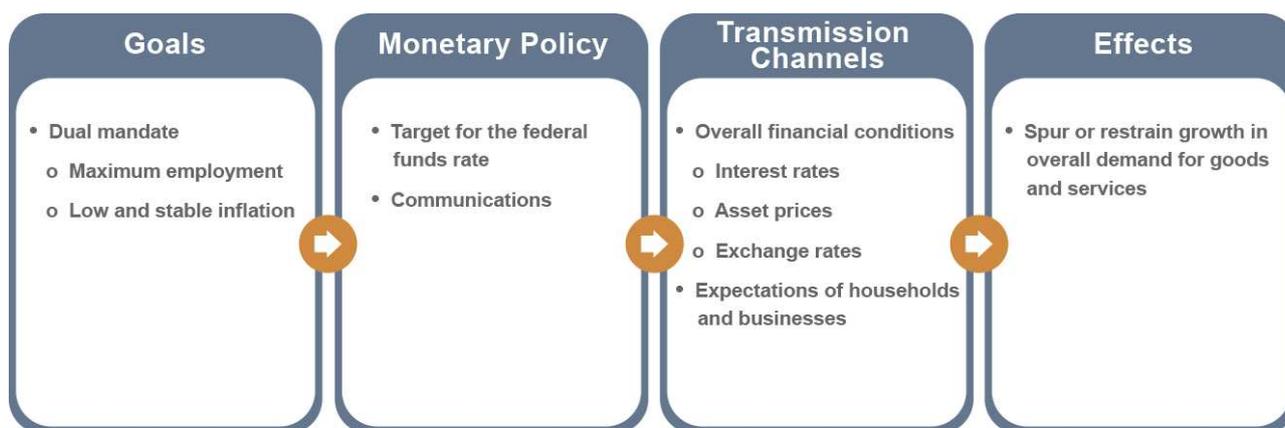
Anche se la legge elenca tre obiettivi distinti della politica monetaria, il mandato della Fed è comunemente noto come il doppio mandato: occupazione ed inflazione.

Ogni anno il FOMC spiega in una dichiarazione pubblica i suoi obiettivi di politica monetaria e la strategia per raggiungerli. Il Comitato ritiene che un'inflazione stabile, in prossimità del 2% annuo, sia la più coerente con il raggiungimento di entrambe le parti del doppio mandato. Per valutare il livello massimo di occupazione che può essere sostenuto, prende in considerazione un'ampia gamma di indicatori del mercato del lavoro, non specificando però un obiettivo fisso, perché il livello massimo di occupazione è in gran parte determinato da fattori non monetari, che influenzano la struttura e la dinamica del mercato del lavoro; questi fattori possono cambiare nel tempo e potrebbero non essere direttamente misurabili. Rilascia tuttavia le stime del tasso di disoccupazione che si aspetta prevarrà una volta che l'economia si sarà stabilizzata ed in assenza di nuovi shock sul mercato.

## **1.6 Politica monetaria: strumenti, comunicazione e trasmissione**

La politica monetaria ha la funzione di stimolare o limitare la crescita della domanda di beni e servizi e quindi dell'economia. Se la domanda è eccessivamente sostenuta la disoccupazione tende a scendere a livelli che possono diventare insostenibili e generare una forte ripresa dell'inflazione. In questo caso la FED interviene con una politica monetaria restrittiva, che consiste in un rialzo dei tassi di interesse per raffreddare la domanda e riportare l'inflazione sotto controllo. Nel caso opposto, quando la domanda rallenta e scende a livelli inferiori rispetto alla capacità del sistema produttivo di produrre beni e servizi, l'effetto indesiderato è una crescita della disoccupazione ed un calo dell'inflazione al di sotto degli obiettivi fissati dalla banca centrale. In questo caso l'intervento della FED consiste in un allentamento monetario, abbassando i tassi di interesse stimola la domanda e quindi la ripresa dell'occupazione e dell'inflazione. La tabella 2 fornisce un'illustrazione della trasmissione della politica monetaria.

**Tabella 2: La Trasmissione della politica monetaria della FED**



Fonte: sito ufficiale FED ([www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov))

Lo strumento principale a disposizione della FED per orientare la politica monetaria è rappresentato dal tasso obiettivo sui Fed Funds. Per comprendere come la modifica del tasso sui fondi federali sia in grado di influenzare l'andamento dell'economia è opportuno soffermarsi sul funzionamento e sulla capacità di incidere sul costo dei finanziamenti bancari a breve termine. Le banche detengono fondi sotto forma di liquidità depositata a vista presso la Fed per diversi motivi: per regolare le operazioni di addebito ed accredito tra banche e tra i clienti delle banche stesse che ogni giorno effettuano o ricevono pagamenti; per mantenere riserve di liquidità e far fronte ad impreviste esigenze che possono manifestarsi anche con cadenza giornaliera; per soddisfare requisiti normativi in merito a profili di solidità, stabilità e sicurezza nel rispettare gli impegni assunti con i depositanti. Le banche possono prendere in prestito o prestarsi tra loro la liquidità depositata alla FED in base alle proprie esigenze o anche solo per investimento. Il tasso al quale le banche si prestano il denaro è il tasso sui Fed Funds. Modificando questo tasso la FED, indirettamente, condiziona anche i tassi che le banche applicano alla clientela sui prestiti a breve termine, in quanto queste non avranno convenienza a fare prestiti a tassi più bassi di quello ottenuti semplicemente depositando i fondi alla FED, contemporaneamente avranno convenienza a fare prestiti a tassi più alti prendendo a prestito i fondi al tasso stabilito dalla banca centrale. Le modifiche sui tassi applicati dalla FED sui Fed Funds, inoltre, si riflettono rapidamente anche sui tassi dei titoli di stato e dei prestiti bancari a famiglie ed imprese.

I tassi di interesse a lungo termine sono invece importanti per l'attività economica e la creazione di posti di lavoro in quanto determinanti per gli investimenti delle imprese in macchinari e strutture. I tassi applicati sui prestiti a più lungo termine sono correlati alle aspettative di come la politica monetaria e l'economia in generale si evolveranno nel corso della durata dei prestiti. Comunicazioni federali sul probabile andamento dei tassi di interesse a breve termine e sulle relative prospettive economiche, nonché sui cambiamenti nell'attuale obiettivo del FOMC per il tasso sui fondi federali (forward guidance), possono contribuire a orientare tali aspettative, determinando un allentamento o un inasprimento delle condizioni finanziarie. Le variazioni dei tassi di interesse tendono inoltre anche a influenzare i prezzi delle azioni e delle obbligazioni, modificandone l'attrattiva. La variazione della ricchezza delle famiglie e delle condizioni di credito avranno nel tempo anche implicazioni sulle decisioni di spesa e di investimento prese dalle persone e dalle imprese.

## **1.7 La conduzione della politica monetaria della FED dalla grande crisi del 2007 ad oggi**

La crisi dei mercati finanziari del 2007/2008, generata dallo scoppio della bolla sui mutui subprime e conclamata con il fallimento di Lehman Brothers, ha portato la FED a tagliare i tassi sui Fed Funds dal 5,25% del settembre 2007 a 0% del dicembre 2008. L'economia, tuttavia, non riusciva a risollevarsi ed era evidente la necessità di ulteriori sostegni. Con i tassi a 0% l'arma del tasso obiettivo sui Fed Funds era ormai spuntata per cui la FED ha fatto ricorso alle cosiddette Forward Guidance, ovvero agli annunci vincolanti nei quali la banca centrale comunica il suo orientamento di politica monetaria per i mesi a venire. La risposta dei mercati è stata estremamente positiva, i tassi a breve ed a lunga sono ulteriormente scesi in quanto la FED annunciò che la politica monetaria accomodante intrapresa sarebbe durata per un lungo periodo di tempo e comunque fino a quando il mercato del lavoro avrebbe registrato un netto miglioramento. Un ulteriore strumento di politica monetaria utilizzato dalla FED per rispondere agli effetti della crisi economica e finanziaria è stato il QE cioè l'acquisto di titoli di stato ed obbligazioni private sul mercato secondario. Nell'arco di 6 anni circa

sono stati acquistati titoli per oltre 3,7 trilioni di dollari. Con questa manovra la FED ha immesso sul mercato una quantità enorme di liquidità, che ha spinto le banche a concedere più facilmente credito a imprese e famiglie e gli investitori ad acquistare strumenti finanziari, determinando, in questo modo, un significativo allentamento alle condizioni sui prestiti richieste dalle banche ed una rilevante riduzione dei tassi di interesse sui titoli di stato e sulle obbligazioni, oltre ad un importante rialzo dei valori delle azioni quotate a Wall Street. Il contributo del QE è stato determinante per il rilancio dell'attività economica, l'incremento dei posti di lavoro e il ritorno dell'inflazione in area 2% come previsto negli obiettivi della FED.

Con il ritorno ad una situazione di maggiore stabilità, alla fine del 2015 la FED ha intrapreso il percorso di normalizzazione della politica monetaria con il primo rialzo dei tassi di interesse sui Fed Funds e nel 2017 ha avviato il tapering, ovvero la riduzione graduale degli acquisti di titoli e la riduzione del suo bilancio, che aveva assunto dimensione molto rilevanti.

Nel marzo 2020, con lo scoppio della pandemia di Covid-19, la FED ha nuovamente modificato la sua politica monetaria, riducendo del 1% il tasso di interesse sui Fed Funds, portandolo allo 0,25%; un valore poi mantenuto per i due anni successivi. Inoltre, sempre a marzo 2020, la FED ha avviato per la quarta volta il QE, il programma di acquisto di titoli di stato ed obbligazioni che ha significato un'iniezione di liquidità sul mercato di oltre 1.200 miliardi di dollari all'anno.

L'eccezionale anno della pandemia è stato caratterizzato da una politica monetaria e fiscale molto espansive, che ha consentito all'economia americana di ritornare, già all'inizio del 2021, sui livelli di produzione pre-pandemia, tuttavia, l'orientamento della politica monetaria si è mantenuto accomodante durante tutto l'anno: è proseguito il QE e i tassi sui Fed Funds sono rimasti intorno allo zero. La crescita della domanda ha però rapidamente incontrato crescenti limiti dal lato dell'offerta, generando tensioni sul mercato del lavoro con la crescita dei salari e successivi aumenti dei prezzi dei beni e dei servizi. Dopo un primo momento in cui la ripresa dell'inflazione era stata giudicata un fenomeno transitorio, la FED ha cambiato radicalmente il suo parere, optando per un deciso riorientamento restrittivo della sua politica monetaria.

Il rialzo dell'inflazione ha convinto quindi la FED ad avviare verso la fine del 2021 un processo di normalizzazione della politica monetaria. A novembre ha cominciato a ridurre gradualmente gli acquisti di titoli di stato e obbligazioni fino ad azzerarli a marzo 2022, nello stesso mese ha aumentato

i tassi di 0,25%, seguito da ulteriori sei rialzi nei mesi successivi (a fine 2022 il tasso di riferimento sui Fed Funds si attestava tra il 4,25% e il 4,50%).

Nel 2023 la FED ha continuato ad alzare i tassi di interesse; nella riunione di luglio la banca centrale non ha lasciato spazio a dubbi o interpretazioni confermando senza troppi giri di parole le previsioni degli analisti. I tassi di interesse sono stati infatti alzati di ulteriori 0,25%.

Dopo la pausa di giugno il costo del denaro è così balzato ai massimi di 22 anni, in un range compreso fra il 5,25% e il 5,5%, con una decisione unanime da parte del FOMC. Nelle dichiarazioni rilasciate al termine della riunione la FED ha ribadito di desiderare una crescita moderata, un bilanciamento migliore tra domanda ed offerta, incluso il mercato del lavoro. E soprattutto l'inflazione che, nonostante le manovre effettuate abbiano iniziato a produrre qualche risultato sui prezzi al consumo, rimane distante dall'obiettivo del 2%. Proprio questo potrebbe giustificare ulteriori rialzi entro la fine dell'anno, anche se la volontà nel rialzare i tassi di interesse non è stata percepita sul futuro della politica monetaria. In altre parole, dalla riunione FED di luglio 2023 non è emersa una chiara indicazione sul termine della violenta stretta monetaria in corso.

La FED inoltre ha dichiarato che continuerà a monitorare con attenzione le conseguenze e gli effetti collaterali dei rialzi dei tassi di interesse già decisi. Non è arrivata invece nessuna previsione di lungo termine ribadendo quello già affermato nelle precedenti riunioni: le decisioni saranno prese di volta in volta, riunione dopo riunione. L'obiettivo principale della FED, in questo momento, è riportare l'inflazione verso l'obiettivo del 2%.

## **1.8 Impatti sui mercati finanziari e sul ciclo economico**

La strategia monetaria della FED gioca un ruolo determinante sull'andamento dei mercati finanziari e sul ciclo economico. Per valutarne impatti e correlazioni sono stati presi in esame i periodi:

- 09/2007 – 12/2015 (periodo indicato nel grafico ciclo 1) nel quale la FED ha ridotto il tasso sui Fed Funds dal 5,50% allo 0,25% e che pertanto possiamo considerare un periodo caratterizzato da una politica monetaria espansiva;
- 12/2015 – 07/2019 (periodo indicato nel grafico ciclo 2) nel quale la Fed ha innalzato i tassi sui Fed Funds da 0,25% a 2,50% e che pertanto possiamo considerare un periodo caratterizzato da una politica monetaria restrittiva;
- 07/2019 – 03/2022 (periodo indicato nel grafico ciclo 3) nel quale la Fed ha ridotto i tassi sui Fed Funds da 2,50% a 0,25% e che pertanto possiamo considerare un periodo caratterizzato da una politica monetaria espansiva;
- 03/2022 – 08/2023 (periodo indicato nel grafico ciclo 4) nel quale la Fed ha innalzato i tassi sui Fed Funds da 0,25% a 5,50% e che pertanto possiamo considerare un periodo caratterizzato da una politica monetaria restrittiva.

Sono stati analizzati l'andamento dei mercati finanziari azionari ed obbligazionari (grafico 1,2,3), dell'inflazione (grafico 4), del PIL (grafico 5) e della disoccupazione (grafico 6) nei 4 cicli monetari presi in esame.

Come si può evincere dai grafici qui sotto riportati e tenendo conto che le politiche monetarie tendono ad avere effetti più immediati sull'andamento dei mercati finanziari mentre hanno un impatto ritardato sul ciclo economico, possiamo affermare che nelle fasi di politica monetaria espansiva i mercati finanziari registrano performance positive grazie alla liquidità che la FED immette sul mercato ed alle condizioni vantaggiose di finanziamento per famiglie ed imprese, mentre durante i periodi caratterizzati da cicli monetari restrittivi, le performance sono peggiori e spesso negative. Per quanto riguarda invece il ciclo economico, tenendo conto degli effetti ritardati nel tempo che le politiche monetarie hanno sui consumi, investimenti e quindi sulla crescita, possiamo affermare che nelle fasi espansive l'inflazione tende a risalire spinta dai consumi e dalla domanda, la disoccupazione scende grazie ai posti di lavoro creati dagli investimenti e il pil registra incrementi grazie alla spinta dei consumi e degli investimenti. Di converso nelle fasi restrittive la disoccupazione tende a risalire, consumi ed investimenti e quindi anche il pil a scendere e di conseguenza si registra una riduzione del tasso di inflazione.

### Grafico 1: Tasso Fed Funds Usa



Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

## Grafico 2: Indice azionario Usa S&P 500



Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

## Grafico 3: Treasury bond Usa 10 anni - rendimento



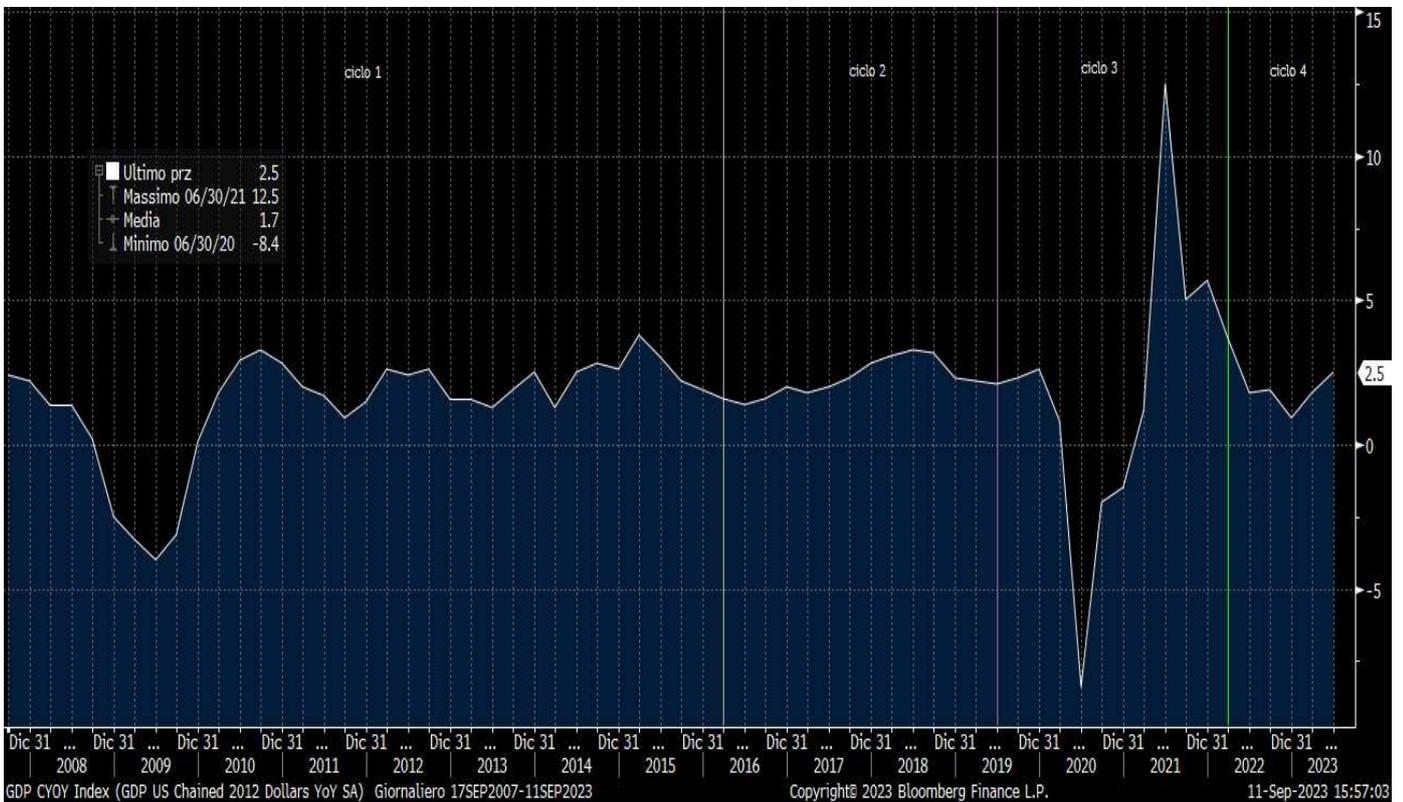
Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

### Grafico 4: Inflazione CPI Usa



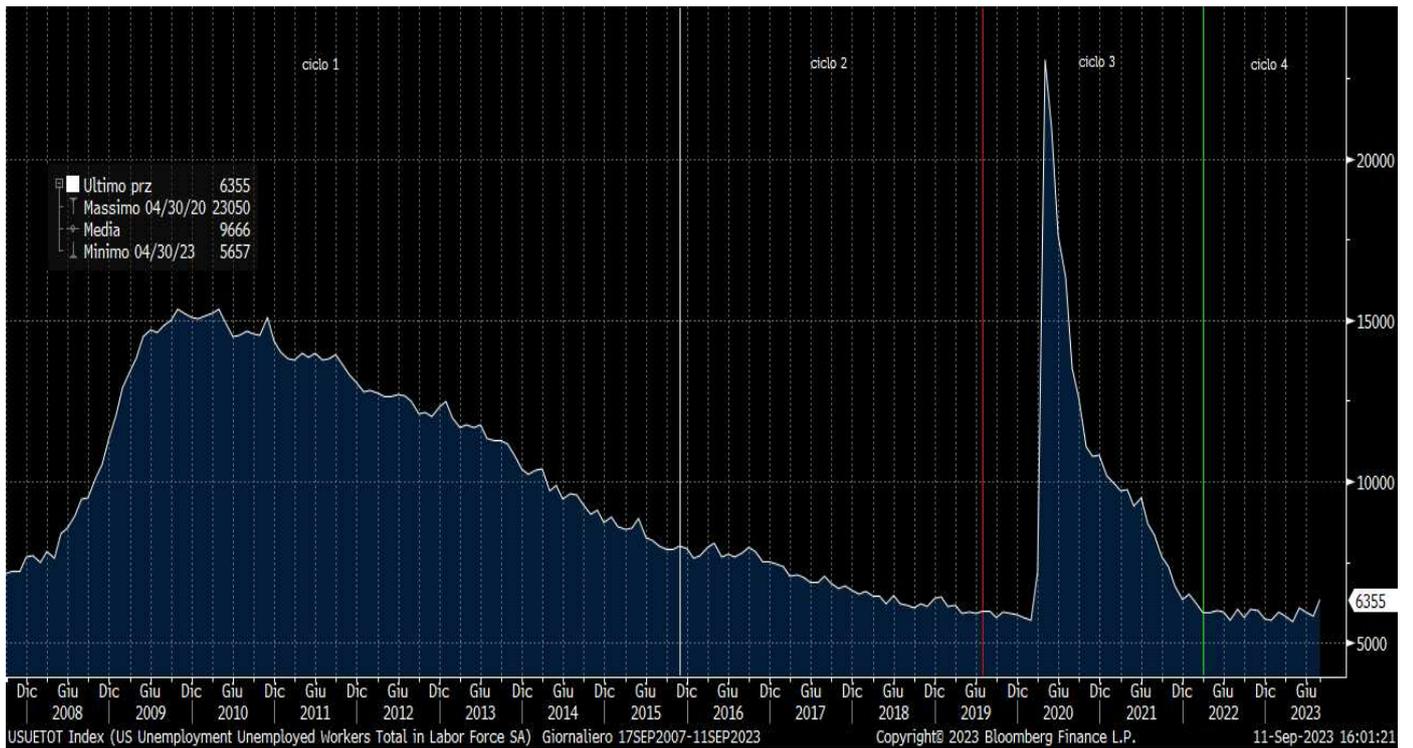
Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

### Grafico 5: Pil Usa



Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

## Grafico 6: Disoccupati Usa



Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

## 2 LA BANCA CENTRALE EUROPEA (BCE)

### 2.1 La nascita della BCE

Uno dei capisaldi della sovranità nazionale è da sempre l'emissione e la gestione della valuta di ogni stato, che ha rappresentato l'attività principale delle banche centrali in tutta Europa e non solo. Gli strumenti di pagamento sono diventati elementi essenziali della vita economica moderna; pertanto, la politica monetaria condotta dalle banche centrali ha assunto un ruolo fondamentale nella politica economica di ogni nazione. L'introduzione di una moneta unica in una vasta area dell'Europa è stato un evento storico e, fino ad oggi, unico. Trasferire le competenze di politica monetaria ad un'unica banca centrale ha richiesto modifiche sostanziali alla normativa europea e nazionale di riferimento per la gestione delle attività di banca centrale. L'istituzione della Banca centrale europea (BCE), e l'integrazione delle banche centrali nazionali (BCN) nel Sistema europeo di banche centrali (SEBC) rappresentano il passaggio dell'attività di banca centrale in Europa al livello sovranazionale. Fino ad ora nessuna politica europea ha raggiunto un grado di integrazione così elevato come quello della costituzione della BCE. L'istituto centrale con sede a Francoforte rappresenta senza dubbio la moderna attività di banca centrale: l'obiettivo primario della sua politica monetaria è la stabilità dei prezzi, opera in modo indipendente sulla base di un mandato chiaro e preciso ed è pienamente responsabile dell'assolvimento di quest'ultimo nei confronti dei cittadini europei. Seppure l'indipendenza rappresenti un elemento fondamentale per molte banche centrali quasi in nessun altro caso trovano un'espressione precisa e rigorosa quanto nella legge che ha istituito la BCE.

L'idea di una moneta comune per gli Stati membri della Comunità Economica Europea (CEE) emerse per la prima volta nel 1962. Il Memorandum Marjolin proponeva il passaggio dall'unione doganale a un'unione economica entro la fine degli anni Sessanta con la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio tra le monete degli Stati della CEE. Tuttavia, poiché il sistema di Bretton Woods assicurava la stabilità generale dei cambi, gli Stati membri della CEE ritennero che potesse essere preservata all'interno della Comunità senza ricorrere a nuove strutture istituzionali. Alla fine degli anni Sessanta però il contesto internazionale era notevolmente mutato. Il sistema di Bretton Woods mostrava crescenti segnali di tensione, soprattutto per lo scontro con gli Stati Uniti per la loro gestione della bilancia dei pagamenti. Inoltre, le priorità degli stati membri della CEE sulla politica economica differivano in misura sempre maggiore. L'ampliarsi delle differenze nei prezzi e nei costi tra paesi determinò diverse crisi valutarie e scompensi nella bilancia dei pagamenti, mettendo a repentaglio l'unione doganale. Alla fine degli anni Sessanta i capi di Stato o di governo invitarono il Consiglio dei ministri della CEE a elaborare un programma per la realizzazione, in varie fasi, di un'unione economica e monetaria.

Agli inizi degli anni Settanta furono definiti i primi meccanismi di sostegno monetario e finanziario all'interno della Comunità. Tuttavia, a metà degli anni Settanta il processo di integrazione aveva rallentato in quanto le risposte politiche alle crisi economiche di quel periodo non furono concordanti tra gli stati. Nel 1979 fu rilanciato il processo di integrazione monetaria con l'istituzione del Sistema monetario europeo (SME); le sue procedure operative furono stabilite in un accordo concluso tra le banche centrali partecipanti. Lo SME favorì il progresso dell'integrazione monetaria europea grazie anche all'introduzione dell'Unità di conto europea (ECU).

Mancava però una convergenza delle politiche di bilancio e ciò rimase una fonte di tensione: alcuni paesi presentavano persistentemente ampi disavanzi, da cui ebbero origine diverse crisi valutarie agli inizi degli anni Novanta, che condizionarono pesantemente la politica monetaria.

In considerazione di tutto ciò nel 1988 gli Stati membri della CEE decisero di rilanciare il progetto dell'Unione economica e monetaria. Questo tentativo ebbe finalmente successo e consentì di realizzare il sogno della moneta unica.

Nell'ottobre 1998 la BCE annunciò la strategia e l'operatività che sarebbe stata attuata per la politica monetaria a partire dal 1° gennaio 1999, con alla base l'adozione dell'euro quale moneta unica dei paesi aderenti all'area, la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio delle vecchie valute nazionali e la conduzione della politica monetaria unica per l'area dell'euro.

## **2.2 L'attività della Banca Centrale nell'Unione Monetaria Europea: aspetti giuridici, istituzionali ed organizzativi**

Con l'adozione dell'euro come moneta unica, gli Stati membri dell'UE partecipanti all'area dell'euro hanno rinunciato alla sovranità monetaria. La BCE ha quindi assunto la competenza della conduzione della politica monetaria nell'area dell'euro.

Il SEBC comprende le BCN di tutti gli Stati membri dell'UE, inclusi quelli che non hanno adottato l'euro. Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di introdurre il termine Eurosistema, che indica la composizione (BCE e BCN degli Stati membri che hanno adottato l'euro) nella quale il SEBC svolge i suoi compiti fondamentali.

L'Eurosistema utilizza le strutture già costituite delle BCN, rispettando le diversità dei paesi dell'area dell'euro.

La particolarità della BCE nel contesto europeo è rappresentata dal fatto che le sue competenze non le sono state delegate dalle istituzioni europee ma derivano direttamente dal Trattato. Pur indicando chiaramente che l'obiettivo principale della BCE è il mantenimento della stabilità dei prezzi, il Trattato non ne precisa il significato. È stata la stessa banca centrale ad annunciare una definizione quantitativa, che costituisce parte integrante della sua strategia di politica monetaria. L'obiettivo della stabilità dei prezzi va inteso con riferimento al loro livello generale e si concretizza nell'evitare prolungati periodi di inflazione o di deflazione. La stabilità dei prezzi è fondamentale per innalzare il livello dell'attività economica e dell'occupazione in vari modi:

1. La stabilità dei prezzi aumenta il potenziale di crescita dell'economia in quanto consente una più efficace allocazione delle risorse verso impieghi più produttivi;
2. Con la certezza di prezzi stabili si evita la richiesta del premio per il rischio di inflazione e si migliora l'efficienza allocativa del mercato dei capitali;
3. La fiducia nel mantenimento della stabilità dei prezzi riduce le probabilità che vengano distolte risorse dagli impieghi produttivi per tutelarsi dall'inflazione;
4. La stabilità dei prezzi elimina i costi economici reali che emergono quando l'inflazione accresce l'effetto distorsivo dei sistemi tributari e previdenziali;
5. Il mantenimento della stabilità dei prezzi evita l'anomala redistribuzione di ricchezza e di reddito associata a situazioni sia inflazionistiche che deflazionistiche.

Alti tassi di inflazione o di deflazione generano inoltre instabilità politica e sociale, prevenire variazioni anomale e persistenti contribuisce a salvaguardare la coesione e la pace sociale nei paesi appartenenti all'area dell'euro.

Per rispettare quanto definito nel mandato, cioè di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, la BCE sostiene le politiche economiche generali della Comunità. Il miglior modo in cui la BCE può contribuire a promuovere una crescita sostenibile e non inflazionistica e un adeguato livello di occupazione, consiste nel perseguire una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi, creando le condizioni affinché le altre politiche possano essere portate avanti nella maniera migliore possibile. La BCE ritiene che la politica monetaria ha invece minore efficacia nel condizionare le variabili reali dell'economia attraverso altri canali; ad esempio nel lungo periodo il reddito reale è determinato soprattutto da fattori che agiscono dal lato dell'offerta. Spetta pertanto alle politiche economiche e di bilancio rafforzare il potenziale di crescita dell'economia. Il mandato di sostenere le politiche economiche generali nell'area dell'euro non conferisce quindi alla BCE alcuna competenza diretta per quanto riguarda obiettivi aggiuntivi diversi dalla stabilità dei prezzi. In considerazione che la politica monetaria può incidere sull'attività reale nel breve periodo, di norma la BCE dovrebbe evitare di generare oscillazioni eccessive dei livelli del prodotto e dell'occupazione, purché ciò non comprometta il perseguimento del suo obiettivo principale. Il mandato di sostenere le politiche economiche generali della Comunità non richiede comunque un coordinamento a priori della politica della BCE. Resta tuttavia opportuno un dialogo tra la BCE e i responsabili delle politiche economiche a livello comunitario.

L'Eurosistema è obbligato a rispettare il principio di un'economia di mercato aperta e di salvaguardare la libera concorrenza. Mantenendo la stabilità dei prezzi, la BCE contribuisce ad assicurare che il meccanismo dei prezzi operi in modo adeguato; ciò costituisce un elemento essenziale per il buon funzionamento di un'economia di mercato e favorisce l'efficiente allocazione delle risorse.

L'Eurosistema ha la competenza esclusiva per i seguenti compiti fondamentali:

1. definire e attuare la politica monetaria dell'area dell'euro;
2. svolgere le operazioni sui cambi;
3. detenere e gestire le riserve ufficiali dei paesi dell'area dell'euro;
4. promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.

Altri compiti connessi invece includono:

5. l'emissione dei biglietti in euro in quanto uniche banconote aventi corso legale nell'area dell'euro;
6. la raccolta delle informazioni statistiche necessarie per lo svolgimento dei compiti dell'Eurosistema.

La capacità dell'Eurosistema di valutare e attuare la politica monetaria dell'area dell'euro è assicurata dal suo pieno controllo della base monetaria. La BCE e le BCN sono le sole istituzioni autorizzate a emettere banconote aventi corso legale nell'area dell'euro. Data la dipendenza del sistema bancario dalla base monetaria, l'Eurosistema è pertanto in grado di esercitare un'influenza dominante sulle condizioni del mercato monetario e sui relativi tassi di interesse. Il compito di detenere e gestire le riserve ufficiali dell'area dell'euro è coerente con la funzione dell'Eurosistema di condurre operazioni sui cambi. Per l'assolvimento dei compiti dell'Eurosistema lo Statuto del SEBC assegna alla BCE

alle BCN dell'area dell'euro un'ampia serie di competenze funzionali e operative. In aggiunta, la BCE:

1. gode di poteri normativi e del diritto di imporre sanzioni vincolanti alle banche in caso di inosservanza dei regolamenti e delle decisioni da essa adottati;
2. controlla il rispetto da parte delle BCN del divieto di finanziamento monetario e di accesso privilegiato agli istituti di credito per il settore pubblico.

Oltre a svolgere le sue funzioni fondamentali, l'Eurosistema deve contribuire a una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale delle banche e la stabilità del sistema finanziario.

### **2.3 Il processo decisionale accentrato ed il decentramento operativo**

Gli organi decisionali della BCE governano l'Eurosistema e, ognuno per i propri ambiti di competenza, assumono le decisioni necessarie affinché il SEBC e l'Eurosistema possano assolvere i propri compiti. Il processo decisionale accentrato attraverso gli organi decisionali della BCE non si limita alla formulazione delle politiche come, ad esempio, la variazione dei tassi di interesse, ma ne contempla anche l'attuazione da parte della BCE e delle BCN. L'effettiva ripartizione dei compiti all'interno dell'Eurosistema è stata invece improntata al principio di decentramento: la BCE si avvale delle BCN per eseguire operazioni che rientrano nei compiti dell'Eurosistema. Le BCN svolgono la quasi totalità delle mansioni operative dell'Eurosistema; in particolare, eseguono le operazioni di politica monetaria e effettuano anche la maggior parte di quelle con l'estero, forniscono servizi di pagamento e di regolamento delle negoziazioni in titoli, assicurano l'approvvigionamento e l'emissione delle banconote in euro; raccolgono, inoltre, dati statistici per la BCE, collaborano con quest'ultima alla traduzione e alla produzione di pubblicazioni e contribuiscono all'analisi e alla ricerca economica. La BCE effettua pertanto limitate operazioni: gestisce i fondi propri, sorveglia i sistemi di pagamento e di compensazione transfrontalieri per importi rilevanti e svolge il ruolo di agente di regolamento per alcuni di questi. In ogni caso le ridotte attività operative proprie della BCE non implicano l'assenza di relazione con l'operatività dell'Eurosistema, di cui la BCE assicura in diversi modi la coerenza esecutiva da parte delle BCN dell'area dell'euro.

### **2.4 Il ruolo della BCE nell'Eurosistema**

Il SEBC e l'Eurosistema sono diretti dai due organi decisionali principali della BCE: il Comitato Esecutivo ed il Consiglio Direttivo. Solo quando tutti gli stati avranno adottato l'euro cesserà di esistere il terzo organo decisionale, il Consiglio Generale. Il funzionamento di questi organi è disciplinato dal Trattato, dallo Statuto del SEBC e dal Regolamento interno. Gli organi decisionali della BCE ricoprono una duplice funzione: la prima governare la BCE, la seconda l'Eurosistema e il SEBC. L'impostazione a due livelli basata sul Consiglio Direttivo e sul Comitato Esecutivo, entrambi dotati di effettivi poteri decisionali nei rispettivi ambiti di competenza, assicura la capacità della BCE di reagire con tempestività agli andamenti del mercato. Il Consiglio direttivo è il principale organo decisionale della BCE e ha il potere di assumere le decisioni più rilevanti e di maggior significato strategico per l'Eurosistema. Il Consiglio direttivo comprende i sei membri del Comitato esecutivo e

i governatori delle BCN degli Stati membri che hanno adottato l'euro. I membri del Comitato esecutivo partecipano ai processi decisionali del Consiglio direttivo con gli stessi diritti e competenze dei governatori delle BCN. Il Consiglio Direttivo ha la responsabilità di formulare la politica monetaria dell'area dell'euro. Definisce pertanto la strategia di politica monetaria della BCE e il quadro operativo, assume le decisioni necessarie e adotta gli indirizzi a cui le BCN dell'Eurosistema si devono adeguare per l'esecuzione delle operazioni di politica monetaria. Inoltre, il Consiglio direttivo è l'organo decisionale supremo per quanto concerne l'amministrazione della BCE, opera come organo collegiale in base al principio che ogni membro ha diritto ad un voto.

Le decisioni del Consiglio direttivo vengono prese a maggioranza semplice dei voti espressi dai membri presenti. In caso di parità, prevale il voto del Presidente. Queste regole assicurano che le decisioni non possano essere bloccate da una minoranza dei membri del Consiglio Direttivo e che la BCE conservi la capacità di agire in qualsiasi momento.

## **2.5 La BCE di fronte alla crisi economica e finanziaria ed ai cambiamenti climatici: ulteriori sfide per la politica monetaria**

Negli ultimi quindici anni, dopo la crisi economica e finanziaria del 2007/2008, non solo l'economia dell'area dell'euro ma tutta l'economia mondiale hanno subito profondi mutamenti strutturali. La riduzione della crescita potenziale, il rallentamento della produttività condizionato anche dai fattori demografici oltreché geopolitici, le conseguenze della crisi economica e finanziaria globale hanno ridotto i tassi di interesse nominali e reali, modificando i precedenti equilibri. Ciò ha ridotto il margine di manovra per tutte le Banche Centrali, nell'opera di conseguimento dei loro obiettivi attraverso la variazione dei tassi di interesse ufficiali. Inoltre, la tecnologia, i mutamenti climatici e i cambiamenti che hanno caratterizzato il sistema economico e finanziario pongono ulteriori sfide e incertezze per la conduzione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo della BCE basa le proprie decisioni di politica monetaria effettuando sempre una valutazione dei possibili effetti collaterali ed una valutazione integrata di tutti i fattori rilevanti. Questa valutazione si basa su due analisi: l'analisi economica e l'analisi monetaria e finanziaria. L'analisi economica si concentra sugli andamenti economici in termini reali e nominali, mentre l'analisi monetaria e finanziaria esamina gli indicatori monetari e finanziari, in modo particolare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e sui possibili rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine che potrebbero derivare da squilibri finanziari e monetari. L'importanza di tenere sotto osservazione il meccanismo di trasmissione nel calibrare gli strumenti di politica monetaria e il riconoscimento che la stabilità finanziaria costituisce un presupposto per la stabilità dei prezzi. Per quanto riguarda i cambiamenti climatici la BCE ritiene che questi abbiano profonde implicazioni per la stabilità dei prezzi tramite l'impatto sulla struttura e sulle dinamiche dell'economia e del sistema finanziario. Afferma quindi che occorre affrontarli e che rappresentano una sfida a livello globale e una priorità delle politiche di tutta Europa. Nell'ambito del proprio mandato, la BCE si impegna ad assicurare che l'Eurosistema tenga pienamente conto, in linea con le finalità e gli obiettivi dell'UE relativi al clima, delle conseguenze del cambiamento climatico e della transizione a un'economia a basse emissioni per la politica monetaria e le attività di banca centrale. Pertanto, l'istituto centrale si è impegnato a realizzare un importante piano di azione per contrastare i cambiamenti climatici. I fattori climatici vengono quindi considerati nelle valutazioni di politica monetaria, adeguandone l'informativa, la valutazione del rischio, gli acquisti di attività del settore societario e il sistema delle garanzie.

## **2.6 La rilevanza della comunicazione**

La BCE ritiene che sia di fondamentale importanza che i cittadini europei comprendano gli interventi e le decisioni assunte dalla banca centrale e soprattutto vi ripongano fiducia. Il modo di comunicare le decisioni di politica monetaria, le conferenze stampa, i resoconti ed i bollettini economici sono stati pertanto adeguati per tenere conto di questa nuova strategia. La BCE sostiene che una buona comunicazione è parte integrante della strategia di politica monetaria per cui negli ultimi anni ha migliorato il livello di informativa e comunicato con sempre maggiore trasparenza. L'introduzione delle Forward Guidance è diventata, d'altronde, parte integrante e fondamentale delle strategie di politica monetaria adottate dalle banche centrali di tutto il mondo.

## **2.7 Parametri ed obiettivi della politica monetaria della BCE**

La BCE ha definito che l'indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area euro (IAPC) è la misura dei prezzi più adeguata per valutare il conseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi. Un margine di inflazione che si colloca adeguatamente al di sopra dello 0% fornisce alla politica monetaria lo spazio per ridurre i tassi di interesse in caso di andamento negativo dell'economia e un margine positivo contro il rischio di deflazione. L'esperienza maturata negli ultimi anni ha rafforzato l'importanza del margine di inflazione. Un persistente calo del tasso di inflazione determina maggiori vincoli nella conduzione della politica monetaria. La necessità di agevolare l'aggiustamento macroeconomico fra paesi dell'area dell'euro, le rigidità nella gestione dei salari nominali e le distorsioni nella misurazione degli aumenti di prezzo giustificano altresì un margine di inflazione. La BCE ritiene pertanto che il miglior modo per mantenere la stabilità dei prezzi sia perseguire un livello dell'inflazione del 2% a medio termine. Il Consiglio Direttivo persegue tale obiettivo in modo simmetrico. La simmetria significa che scostamenti negativi e positivi da questo obiettivo siano considerati ugualmente inopportuni. L'obiettivo di inflazione del 2% offre quindi un chiaro ancoraggio per le aspettative di inflazione, che è essenziale per mantenere la stabilità dei prezzi. La BCE, come già ribadito, adotta la propria strategia di politica monetaria con un orientamento di medio termine. Questo consente inevitabili scostamenti di breve periodo dell'inflazione dall'obiettivo, nonché sfasamenti temporali. La flessibilità dell'orientamento di medio termine tiene conto del fatto che la risposta adeguata di politica monetaria a una deviazione dell'inflazione dall'obiettivo dipende da contesti diversi nonché dall'ampiezza e dalla persistenza della deviazione.

## **2.8 Strumenti e strategie**

Lo strumento primario di politica monetaria della BCE è l'insieme dei tassi di interesse di riferimento. Negli ultimi anni tuttavia tale strumento non sempre si è dimostrato efficace per contrastare i rischi di deflazione e quindi perseguire il mandato della banca centrale. La BCE, pertanto, ha fatto ricorso agli strumenti non convenzionali e/o a nuovi strumenti di politica monetaria che si sono dimostrati più adeguati al contesto di tassi di interesse molto bassi o addirittura negativi. Sono pertanto state introdotte le indicazioni prospettiche sui tassi di interesse (forward guidance), gli acquisti di attività finanziarie (quantitative easing), le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTro - long-term refinancing operations e Tltro - Targeted long-term refinancing operations). In ogni caso

l'istituto centrale di Francoforte ha ribadito più volte che continuerà a rispondere in modo flessibile all'emergere di nuove sfide e considererà, se necessario, nuovi strumenti di politica monetaria nel perseguire il proprio obiettivo della stabilità dei prezzi.

## **2.9 La conduzione della politica monetaria della BCE dalla grande crisi del 2007 ad oggi**

Per contrastare la recessione e la continua discesa dei prezzi al consumo prodotti da crisi sistemiche come quella finanziaria del 2007/2008, quella dei debiti sovrani del 2011/2012 e quella generata dalla pandemia di COVID 19, la BCE ha introdotto misure straordinarie di politica monetaria non convenzionali quali il QE, le Tlro, la riduzione dei tassi di interesse a livello negativo e indicazioni prospettiche sulle politiche future (*forward guidance*), tramite le quali sono state immesse nel mercato quantità enormi di liquidità. Queste misure sono state necessarie per contenere le tensioni sui mercati finanziari, stimolare la domanda e quindi la ripresa economica e favorire il credito bancario alle famiglie ed alle imprese.

La crisi dei mercati finanziari del 2008, una delle più grandi della storia, ha costretto la Bce a tagliare il tasso di riferimento dal 4,25% del luglio 2008 al 1% del maggio 2009. Tuttavia, anche dopo questa consistente riduzione l'economia europea mostrava ancora segnali di debolezza ed era evidente che sarebbero stati necessari ulteriori stimoli monetari. La BCE però, al fine di perseguire il suo primario obiettivo statutario basato sulla stabilità dei prezzi all'inizio decise di non ricorrere a operazioni di acquisto titoli sul mercato (QE), limitandosi ad aste di liquidità tradizionali riservate alle banche, senza quindi l'immissione di liquidità aggiuntiva. Alla fine del 2011 la BCE ha iniziato a effettuare operazioni di rifinanziamento a lungo termine, le cosiddette Tlro, per un totale di circa mille miliardi di euro. A differenza però del QE, la liquidità generata con le Tlro prevede una scadenza (al massimo tre/quattro anni): questo perché le operazioni di rifinanziamento rese disponibili alle banche prevedono ovviamente la restituzione dei prestiti. L'effetto delle politiche monetarie non convenzionali fu però un incentivo agli investimenti finanziari più che produttivi, con una crescita modesta del PIL reale e dell'occupazione. Il rischio legato a una politica di tassi zero è infatti quello di innescare nelle borse bolle speculative che le banche centrali non riescono a controllare. Resta comunque difficile anche stimare cosa è stato evitato grazie a queste politiche monetarie e quali effetti un crollo delle Borse avrebbe avuto sull'economia reale. Per il persistere, però, di condizioni di stagnazione e l'aggiunta del rischio di deflazione, nel corso del 2014 la BCE ha considerato con sempre maggiore convinzione la possibilità di iniettare liquidità netta, e non più a scadenza, nel circuito economico europeo. Questo dapprima si è verificato con l'implementazione, decisa a giugno 2014, di un piano di T-Tlro (targeted Tlro), finanziamenti concessi alle banche a lungo termine, finalizzati alla concessione di crediti ad imprese del settore non finanziario, i cui risultati sono però stati minori delle attese. A questo punto, in considerazione che la stretta creditizia non mostrava segnali di rallentamento e che le politiche monetarie convenzionali continuavano a non sortire gli effetti desiderati è stato preso in esame, con sempre maggior convinzione, la possibilità di attivare un vero QE nella zona euro. Pertanto, in tale contesto, a partire dal 2014, è stato attivato un ampio e crescente ricorso a operazioni di acquisto di titoli pubblici e di titoli emessi dal settore privato, che hanno avuto un impatto significativo sull'attività economica e sui prezzi al consumo dell'area dell'euro. L'ampio e crescente ricorso a misure eccezionali di politica monetaria ha però comportato una considerevole espansione delle dimensioni del bilancio dell'Eurosistema, nonché della sua

composizione, con conseguente aumento dell'esposizione a rischi di vario tipo (di interesse, di cambio, di credito, ecc.) che, materializzandosi, avrebbero potuto generare perdite rilevanti.

Nel biennio 2015-2016 la BCE ha ulteriormente incrementato le politiche espansive, riducendo i tassi ufficiali e ampliando il QE nella composizione e nella dimensione. Nel secondo semestre del 2016 l'inflazione è finalmente risalita, anche se la spinta è arrivata dalle componenti più volatili, in particolare dal prezzo del petrolio.

Negli anni 2017/2018 l'orientamento della politica monetaria è stato ricalibrato, pur mantenendo un rilevante livello di accomodamento, grazie ad un contesto di progressivo miglioramento delle prospettive di crescita economica nell'area dell'euro e della riduzione dei rischi di deflazione: è stato ridimensionato il ritmo degli acquisti di attività finanziarie (tapering) ma sono stati mantenuti i tassi ufficiali su un livello ancora molto basso.

In questo contesto, in considerazione del miglioramento del clima economico e finanziario e del ritorno dell'inflazione su livelli positivi, nel 2018 la BCE ha confermato l'intenzione di dare avvio alla fase di uscita dal QE attraverso la graduale riduzione degli acquisti netti di titoli, fino ad arrivare al completo azzeramento, lo stop al reinvestimento delle disponibilità derivanti dal rimborso dei titoli in scadenza, l'aumento dei tassi ufficiali e la progressiva riduzione dell'ammontare di titoli in portafoglio.

Nell'autunno del 2019 l'economia europea ha nuovamente registrato un deterioramento dell'andamento della crescita e dell'occupazione ed ha indotto la BCE a interrompere il processo di uscita dal QE e a riprendere gli acquisti di titoli, sia pure in quantità ridotta.

Nel marzo 2020 la BCE ha introdotto nuove misure volte a fronteggiare la crisi innescata dalla pandemia del Covid-19. In particolare, è stato rafforzato il programma di acquisto titoli che aveva riavviato a novembre 2019, è stato approvato un nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), sono state lanciate nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (Longer-Term Refinancing Operations, LTRO e Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations, PELTRO) a condizioni molto vantaggiose.

A posteriori possiamo constatare che il ricorso a misure non convenzionali ha consentito di contrastare la deflazione galoppante, mantenere costante e sufficiente il credito all'economia e sostenere la domanda globale. È anche accertato che la politica monetaria non convenzionale può produrre potenziali effetti negativi sul settore finanziario. Tassi di interesse molto bassi invogliano investitori e risparmiatori a scelte di investimento più rischiose e speculative, aumentando il rischio di bolle sui mercati finanziari. Tassi d'interesse su livelli prossimi allo zero per un lungo periodo di tempo possono incidere sulla redditività del sistema bancario e di conseguenza sulla capacità di concedere credito.

Dal primo semestre del 2021 l'inflazione ha iniziato a salire in maniera decisa, sospinta dai rincari delle materie prime, soprattutto di quelle energetiche, dalle difficoltà nelle catene produttive e distributive e dall'incremento dei costi dei trasporti. Il FMI ha stimato che nell'ultimo trimestre dell'anno i prezzi al consumo sono aumentati su base annua quasi del 5%. La BCE, tuttavia, ha mantenuto un orientamento di politica monetaria ancora decisamente accomodante, al fine di mantenere condizioni di finanziamento favorevoli durante il periodo della pandemia.

In seguito, a fronte di un miglioramento delle prospettive economiche e soprattutto dell'aumento dell'inflazione, a dicembre 2021 la BCE ha avviato il processo di riduzione degli stimoli monetari,

con l'interruzione del QE e nel primo semestre 2022 ha messo fine definitivamente alla politica monetaria ultra-espansiva iniziata nel 2014-15.

Nella riunione del 21 luglio 2022 la BCE ha deciso di innalzare di 0,50% i tassi di riferimento e ha approvato il nuovo strumento per la protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (Transmission Protection Instrument, TPI), che potrà essere attivato all'emergere di ingiustificate tensioni sui mercati finanziari. Questo meccanismo consentirà alla BCE di effettuare acquisti di titoli di stato di importo non definito dei paesi nei quali si registra un deterioramento delle condizioni di finanziamento non giustificato dai fondamentali. Le decisioni si baseranno su una valutazione complessiva di quattro specifici criteri: i) il rispetto dei vincoli di bilancio indicati dall'Unione europea; ii) l'assenza di gravi squilibri macroeconomici; iii) la sostenibilità del debito pubblico; iv) l'adozione di politiche prudenti e credibili nel rispetto degli impegni presentati all'interno dei rispettivi Piani nazionali di ripresa e resilienza (PNRR).

Da luglio 2022 sono seguiti ulteriori aumenti a settembre, novembre e dicembre dello stesso anno. L'inasprimento delle condizioni monetarie è stato giustificato dalla BCE con la necessità di ancorare le aspettative di inflazione, a fronte di un aumento della stessa ben oltre il previsto, che ha portato il tasso di inflazione a raggiungere il 9,9% a settembre 2022 nell'area dell'euro. L'aumento dei tassi d'interesse ufficiali è stato accompagnato dalla decisione di modificare la strategia di comunicazione pubblica, abbandonando la forward guidance in favore di un approccio riunione per riunione, in base al quale le decisioni di politica monetaria vengono prese di volta in volta sulla base delle informazioni al momento disponibili. Rispetto alla forward guidance, l'approccio riunione per riunione è giudicato meno efficace nell'orientare le aspettative, lascia però alla banca centrale le mani libere di reagire alle informazioni che si rendono via via disponibili nel corso del tempo. Il passaggio al nuovo approccio è stato giustificato con l'elevato livello di incertezza che grava sull'economia europea, anche in conseguenza dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche, e con il fatto che esso è più adatto ad una politica basata sul controllo dei tassi d'interesse, una volta che questi si collocano al di sopra dello zero e che le misure di politica monetaria non convenzionali sono state sostanzialmente abbandonate.

Nel corso del 2022 e 2023 il Consiglio direttivo ha innalzato complessivamente i tassi ufficiali di riferimento di 425 punti base, dando luogo all'incremento più ampio mai registrato nella storia dell'euro.

In merito al presunto ritardo con cui sono stati aumentati i tassi di riferimento, due fattori concorrono a spiegare la diversa tempistica dell'azione della BCE rispetto a quella della FED. Il primo riguarda la differente risposta data dalle politiche di bilancio attuate nei due paesi alla crisi pandemica. Gli interventi a sostegno di imprese e famiglie americane sono stati di vasta portata. Basti pensare che negli anni 2020 e 2021 il rapporto tra debito pubblico e PIL negli Stati Uniti è cresciuto di quasi 25 punti percentuali, a fronte di un aumento medio di 15 punti nei paesi dell'area dell'euro. Il sostegno ha avuto un effetto notevole sul reddito disponibile delle famiglie, che nel 2020 ha registrato un incremento del 6,2% in termini reali, a fronte di un calo del PIL del 3,4%. Nell'area dell'euro, invece, il reddito disponibile delle famiglie è diminuito dello 0,6% e comunque in misura inferiore rispetto alla flessione del 6,4% registrata dal prodotto. Una seconda differenza concerne le condizioni del mercato del lavoro. Negli Stati Uniti il tasso di disoccupazione si attestava in ottobre al 3,7%, quasi 3 punti percentuali in meno rispetto all'area dell'euro. Di riflesso, la crescita dei salari supera, su base annua, il 5% negli Stati Uniti, un livello molto più elevato rispetto a un obiettivo di inflazione del 2%. Nell'area dell'euro, al contrario, la dinamica salariale è finora rimasta nel complesso moderata, essendo le retribuzioni contrattuali cresciute a ritmi prossimi al 2%.

Si può quindi concludere che al momento non sembra che vi sia nell'area dell'euro un eccesso di domanda aggregata quale quella invece negli Stati Uniti.

Quanto agli errori di previsione sulla crescita dei prezzi al consumo nell'area dell'euro, in effetti detti errori sono stati, nel 2022, molto maggiori che in passato. Va peraltro detto che l'invasione russa dell'Ucraina ha enormemente aggravato la carenza di forniture di gas e ha spinto i prezzi dei beni energetici su livelli straordinariamente elevati, rendendo particolarmente difficile formulare previsioni per l'inflazione.

## **2.10 Impatti sui mercati finanziari e sul ciclo economico**

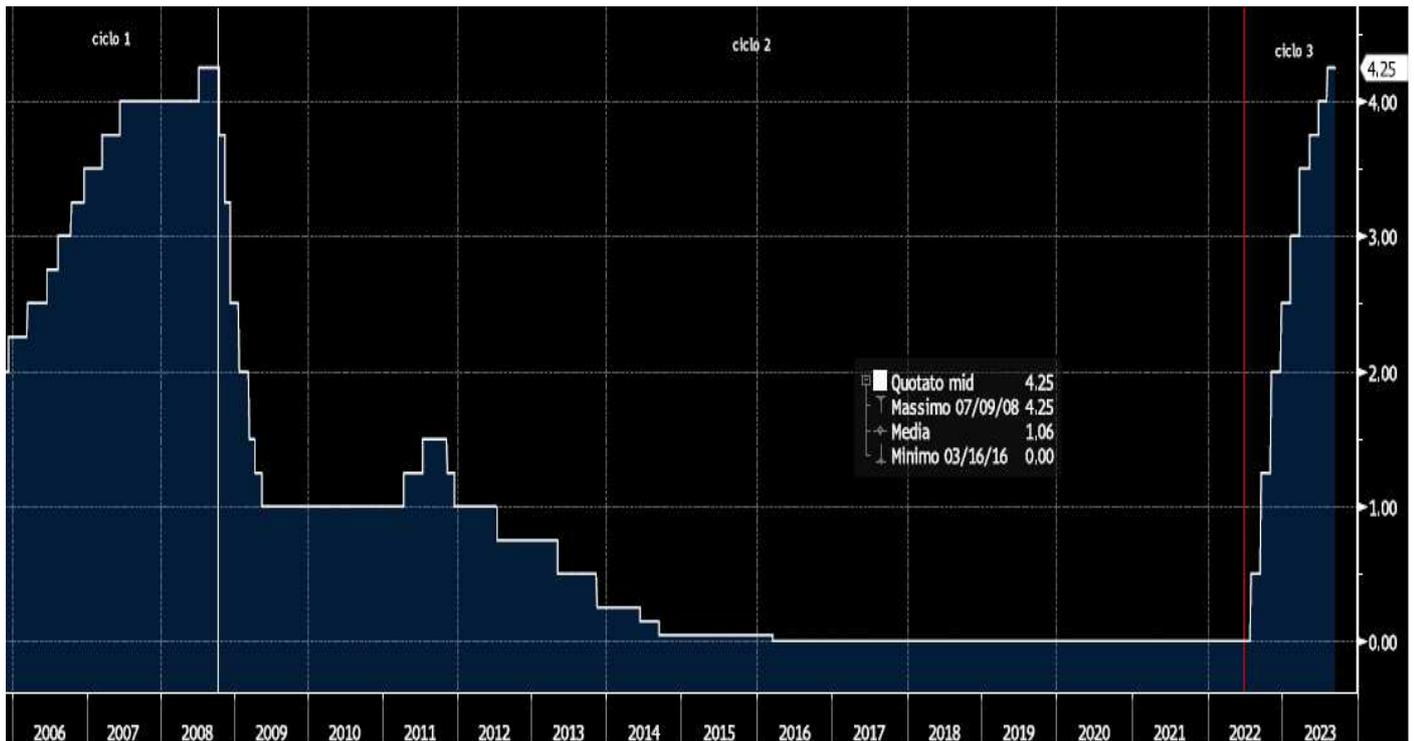
Le scelte di politica monetaria della Bce, analogamente a quelle della Fed per l'area del Dollaro, hanno avuto un impatto importante sull'andamento dei mercati e dell'economia dell'area euro. Per valutarne impatti e correlazioni sono stati presi in esame i periodi:

- 12/2005 – 10/2008 (periodo indicato nel grafico ciclo 1) nel quale la Bce ha aumentato il tasso di riferimento dal 2,00% al 4,25% e che pertanto possiamo considerare un periodo caratterizzato da una politica monetaria restrittiva;
- 10/2008 – 07/2022 (periodo indicato nel grafico ciclo 2) nel quale la Bce ha ridotto il tasso di riferimento da 4,25% a 0% e che pertanto possiamo considerare un periodo caratterizzato da una politica monetaria espansiva;
- 07/2022 – 08/2023 (periodo indicato nel grafico ciclo 3) nel quale la Bce ha aumentato il tasso di riferimento da 0% a 4,25% e che pertanto possiamo considerare un periodo caratterizzato da una politica monetaria restrittiva;

Sono stati analizzati l'andamento dei tassi di riferimento Bce (grafico 7), del tasso di disoccupazione (grafico 8), del tasso di inflazione (grafico 9), del PIL (grafico 10) e dell'indice azionario europeo Euro Stoxx 50 (grafico 11) nei 3 cicli monetari presi in esame.

Nei grafici sotto riportati emerge chiaramente che la reazione dei mercati finanziari sia nelle fasi di politica monetaria espansiva (con performance positive) sia nelle fasi di politica monetaria restrittiva (in negativo) sono rapide e spesso anticipano, come è tipico dei mercati, le decisioni della BCE, mentre gli indicatori economici presi in esame evidenziano che i tempi di reazione sono molto più dilatati nel tempo per cui nelle fasi espansive la disoccupazione inizia a scendere ed il pil e l'inflazione ad aumentare quando la riduzione dei tassi si trova in una fase avanzata e viceversa, nelle fasi di politica monetaria restrittiva, la disoccupazione all'inizio si mantiene bassa, l'inflazione resta elevata ed anche il pil si mantiene su livelli positivi fino a quando il rialzo dei tassi inizia a manifestare, spesso dopo molti mesi, gli effetti negativi sulla crescita, sull'inflazione e sui posti di lavoro.

## Grafico 7: Tassi BCE



Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

## Grafico 8: Disoccupazione Area Euro



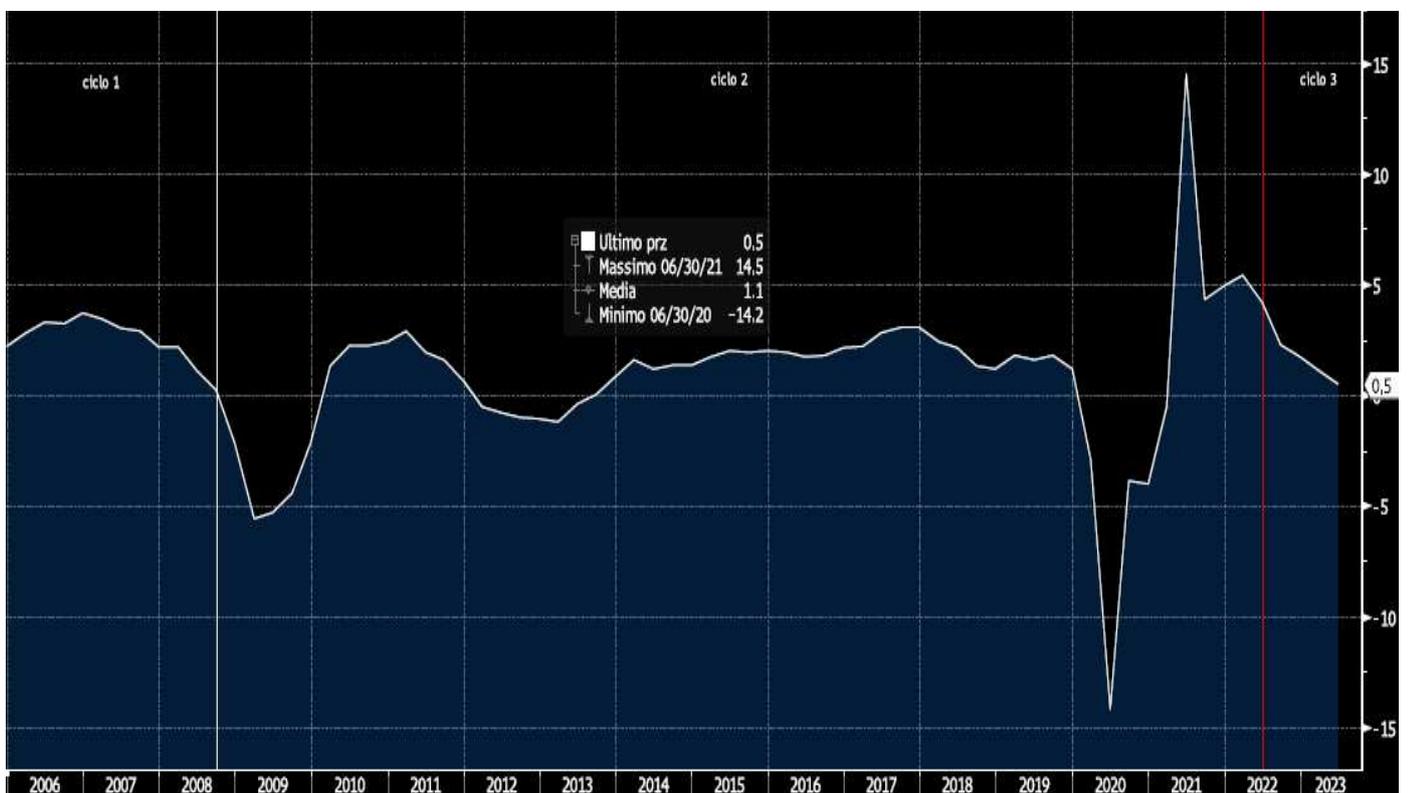
Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

## Grafico 9: Inflazione Area Euro



Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

## Grafico 10: PIL Area Euro



Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

## Grafico 11: Indice Azionario Euro Stoxx 50



Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

## 3 LA BANK OF JAPAN (BOJ)

### 3.1 La costituzione della BOJ

La Bank of Japan (BoJ) è la massima autorità finanziaria del paese e svolge il ruolo di Banca Centrale del Giappone. È stata fondata nel 1882 ed ha iniziato ad emettere le prime banconote nel 1885. La Banca era ed è parzialmente di proprietà privata e le azioni non sono quotate.

Le competenze all'inizio erano limitate alla gestione del sistema bancario nazionale e solo nel 1942 la banca fu riorganizzata affidandogli anche l'incarico delle relazioni economiche con l'estero.

Nel 1949 la Banca fu ulteriormente riorganizzata. Fra le ulteriori innovazioni la più rilevante fu l'istituzione del Consiglio di Direzione, come supremo organo d'indirizzo della Banca.

In seguito al crollo del sistema di cambi fissi di Bretton Woods, all'inizio degli anni Settanta, il quadro monetario internazionale passò dal sistema di un'economia piuttosto chiusa a uno di cambi variabili ed un'economia più aperta. Il governo giapponese approfittò di questa possibilità di promuovere l'economia nazionale mediante una politica monetaria espansiva a breve termine. All'inizio degli anni Settanta allentò la politica monetaria contro il parere del Consiglio della banca centrale ma i risultati furono disastrosi. L'inflazione arrivò al 12% nel 1973 e al 23% nel 1974. La politica monetaria espansiva messa in atto dal governo causò un grosso deficit dei conti pubblici che venne assorbito solo dopo un decennio. Il Ministero delle finanze si dichiarò contrario all'influenza dei politici sulla politica monetaria, influenza che minacciava il proprio spazio di manovra in quel campo. Queste vicende rafforzarono la convinzione di bloccare le ingerenze della politica in campo monetario e diedero forza al consenso circa l'idea che la commistione fra politica e politiche monetarie sia dannosa e pericolosa.

A partire dalla seconda metà degli anni Settanta la BOJ formulò degli obiettivi di quantità di moneta, che erano la dimostrazione della determinazione della Banca a resistere alla pressione del governo. All'epoca della seconda crisi petrolifera la Banca si mosse con lucidità e rapidità per arginare l'inflazione e utilizzò l'esperienza dei primi anni Settanta per imporsi sulla politica. Infine, nel 1979, venne nominato un governatore proveniente dalla banca in sostituzione di quello nominato dal governo ed espressione della maggioranza.

Fino al 1991 la politica monetaria della BOJ fu comunque condotta con il metodo definito "della guida dalla finestra", mediante il quale la banca imponeva alle banche ordinarie quote di crescita dei crediti. Questo meccanismo portò peraltro alla bolla speculativa degli anni Ottanta.

Sulla scia della liberalizzazione dei mercati finanziari, nel 1997, il governo promosse finalmente una completa revisione della legge sulla BOJ, che si basava su principi di autonomia e trasparenza. Nonostante la riforma la BOJ ancora oggi è accusata spesso di essere poco indipendente dal Governo anche se dopo l'introduzione della riforma ha sempre risposto al mittente le richieste del Governo di stimolare l'economia.

## 3.2 Il funzionamento della BOJ

Il principale obiettivo della BOJ è garantire la stabilità del valore della moneta, controllando la stabilità dei prezzi ed il tasso di cambio, nonché la stabilità del sistema finanziario.

Per adempire a questi obiettivi ha la responsabilità di una serie di attività:

- L'emissione e la gestione delle banconote;
- La formulazione e l'attuazione della politica monetaria, in particolare le variazioni del tasso di interesse ufficiale;
- Fornire i servizi di regolamento tra le banche e le istituzioni finanziarie;
- Esamina e monitora le condizioni finanziarie e gestionali delle banche e svolge il ruolo di prestatore di ultima istanza;
- Effettua le operazioni di tesoreria per la gestione dei titoli di stato;
- Coordina e gestisce le attività internazionali come, ad esempio, fornire conti in yen alle altre banche centrali e alle istituzioni governative estere, interviene sui mercati dei cambi e partecipa ad iniziative internazionali;
- Elabora dati, analisi economiche e attività di ricerca macroeconomiche e finanziarie.

In qualità di banca centrale, la BOJ svolge anche operazioni commerciali quali la fornitura di contanti e servizi di pagamento e regolamento e la fornitura di servizi legati al governo centrali.

Il mandato della BOJ prevede che la politica monetaria della banca deve essere mirata a raggiungere la stabilità dei prezzi, contribuendo in tal modo allo sviluppo dell'economia del paese. Su questa base, la banca ha fissato il suo target di inflazione al 2%. Nel caso in cui i livelli di inflazione si discostano rispetto all'obiettivo fissato, la banca può intervenire utilizzando strumenti che possono includere tassi di interesse, controllo della curva dei rendimenti dei titoli di stato giapponesi, operazioni del mercato monetario, requisiti di riserva minima per le banche, acquisto di strumenti finanziari comprese le azioni.

Per quanto riguarda l'autonomia, l'indipendenza della politica monetaria della Banca è garantita dalla legge. contemporaneamente, per garantire che la politica monetaria della Banca e l'orientamento di base della politica economica del governo siano compatibili, la legge prevede che la Banca mantenga sempre stretti contatti con il governo e scambi le opinioni in modo adeguato e costante. In ogni caso i rappresentanti del governo non hanno voti nella decisione di politica monetaria decise dalla BOJ.

## 3.3 La struttura della BOJ

La struttura organizzativa della banca è stabilita in base alla legge sulla Banca del Giappone, ai regolamenti e ad altre regole interne. I funzionari della banca includono il governatore, i vicegovernatori, i membri del consiglio di politica, i revisori dei conti, i direttori esecutivi e i consiglieri.

Il Policy Board, il più alto organo decisionale della banca, è composto da nove membri: il Governatore, due Vicegovernatori e sei membri del Policy Board.

Le decisioni di politica monetaria della BOJ sono prese a maggioranza dei nove membri del Policy Board, che definisce le linee guida, stabilisce le regole di base per lo svolgimento delle operazioni e sovrintende all'adempimento dei doveri dei funzionari della banca. Il ruolo del Governatore è quello di rappresentare la banca e di controllo generale sulle operazioni poste in essere in linea con le decisioni prese dal Policy Board.

### **3.4 La politica monetaria della BOJ**

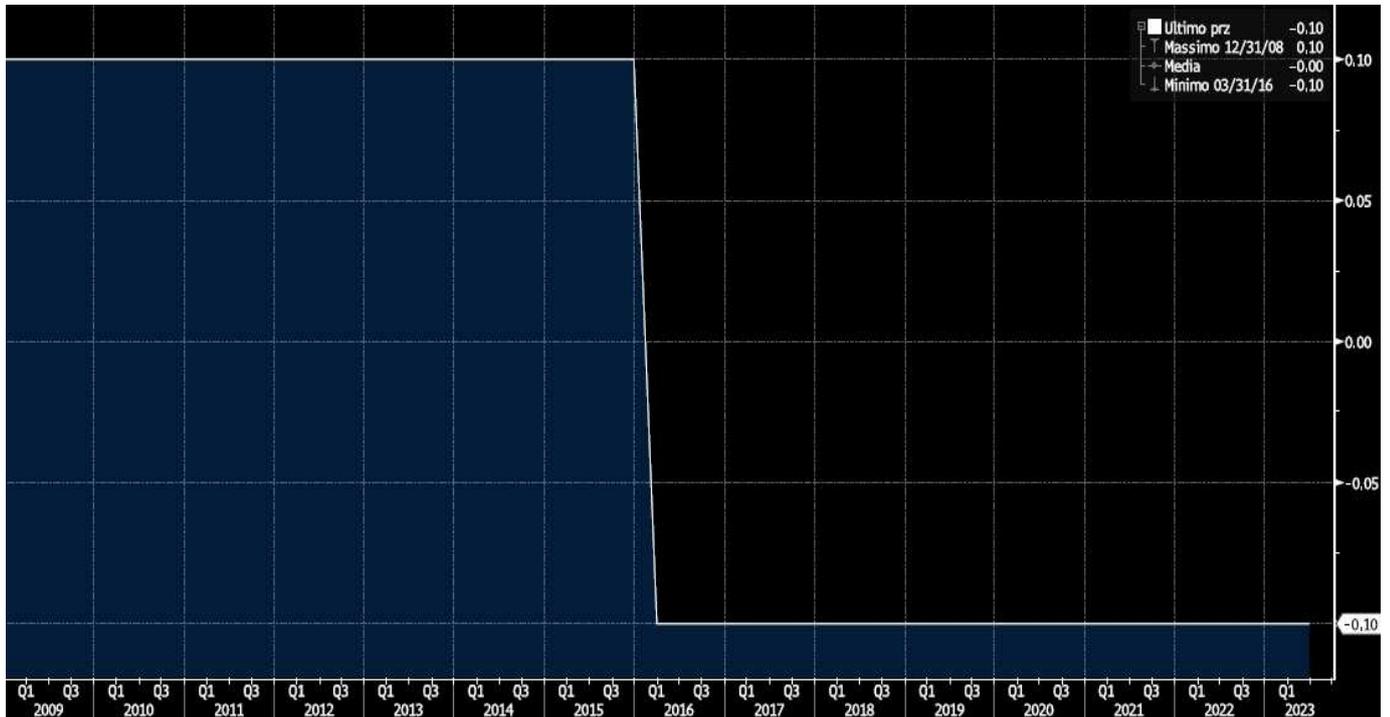
La politica monetaria della BoJ è da anni improntata ad essere ultra-espansiva. Anche nel 2023 in un contesto globale caratterizzato dalla ripresa dell'inflazione e dalle politiche restrittive attuate da quasi tutte le principali banche del mondo, il comitato della banca ha scelto di lasciare i tassi a breve in negativo (-0,1%). L'istituto nella riunione di aprile aveva comunicato le nuove proiezioni per l'anno fiscale 2025 sull'inflazione, attesa all'1,6%, sotto l'obiettivo considerato salutare del 2%. Per il 2023 invece, sempre nella riunione di aprile 2023, aveva detto di aspettarsi un tasso di inflazione all'1,8%, rispetto alla proiezione di gennaio dell'1,6%, e del 2% per il 2024 rispetto alle stime di un 1,8%. Una sorpresa è stata invece la riunione dello scorso luglio quando la BOJ ha fatto intendere di essere pronta ad abbandonare la sua politica ultra-espansiva adottata fin qui dall'istituto nipponico. Il comitato, che ha confermato i tassi di interesse negativi a -0,1% ha deciso di adottare una maggiore flessibilità nelle operazioni di mercato volte al controllo della curva dei rendimenti sui titoli di stato a 10 anni che ad aprile aveva confermato allo 0%. Una mossa, a parere degli addetti ai lavori, che anticipa un graduale allontanamento dall'attuale politica monetaria. Ha annunciato infatti che acquisterà obbligazioni governative decennali a un tasso fisso dell'1% rispetto al precedente 0,5%, ed ha aggiornato le stime sull'inflazione, per l'anno in corso: secondo il board i prezzi raggiungeranno il 2,5%, contro le previsioni dell'1,8% formulate lo scorso aprile.

### **3.5 Impatti sui mercati finanziari e sul ciclo economico**

Valutare gli impatti della politica monetaria della Boj sull'andamento dei mercati e dell'economia giapponese è molto complicato in quanto, come si evince dai grafici riportati qui sotto, la banca centrale nipponica ha adottato una politica monetaria ultra-espansiva dalla fine degli anni 90 e mantenuto il tasso ufficiale costantemente intorno allo 0% (grafico12). Non è pertanto possibile individuare, almeno nel periodo recente, una fase diversa dal ciclo espansivo che la caratterizza da oltre 20 anni. L'effetto sui mercati obbligazionari è stato rilevante in quanto i bond giapponesi presentano tassi zero e in alcuni periodi negativi da oltre due decenni mentre la borsa di Tokio (grafico 13) solo negli ultimi anni ha registrato performance positive, pur restando ampiamente sotto il record storico registrato nel 1989. In questo lungo periodo di tempo l'inflazione (grafico 14) si è mantenuta in un range contenuto ed anche nell'ultimo anno non ha registrato i consistenti rialzi che hanno caratterizzato le più importanti economie del mondo, fermandosi al 4% massimo del dicembre 2022. Anche il Pil giapponese (grafico 15), se si escludono il periodo della grande crisi finanziaria del 2008 e quella della pandemia del 2020, ha registrato variazioni contenute, in un range di circa più/meno 1-

2 per cento. Questo non significa ovviamente che la politica monetaria della BoJ ha scarsa influenza sull'economia, al contrario il Giappone, pur presentando il più elevato debito pubblico in rapporto al Pil di tutti i paesi del G7, è riuscito a mantenere i tassi di interesse su livelli minimi e garantire al paese un'economia fra le più avanzate del mondo.

**Grafico 12: Tassi ufficiali BOJ**



Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

### **Grafico 13: Indice Azionario NIKKEI**



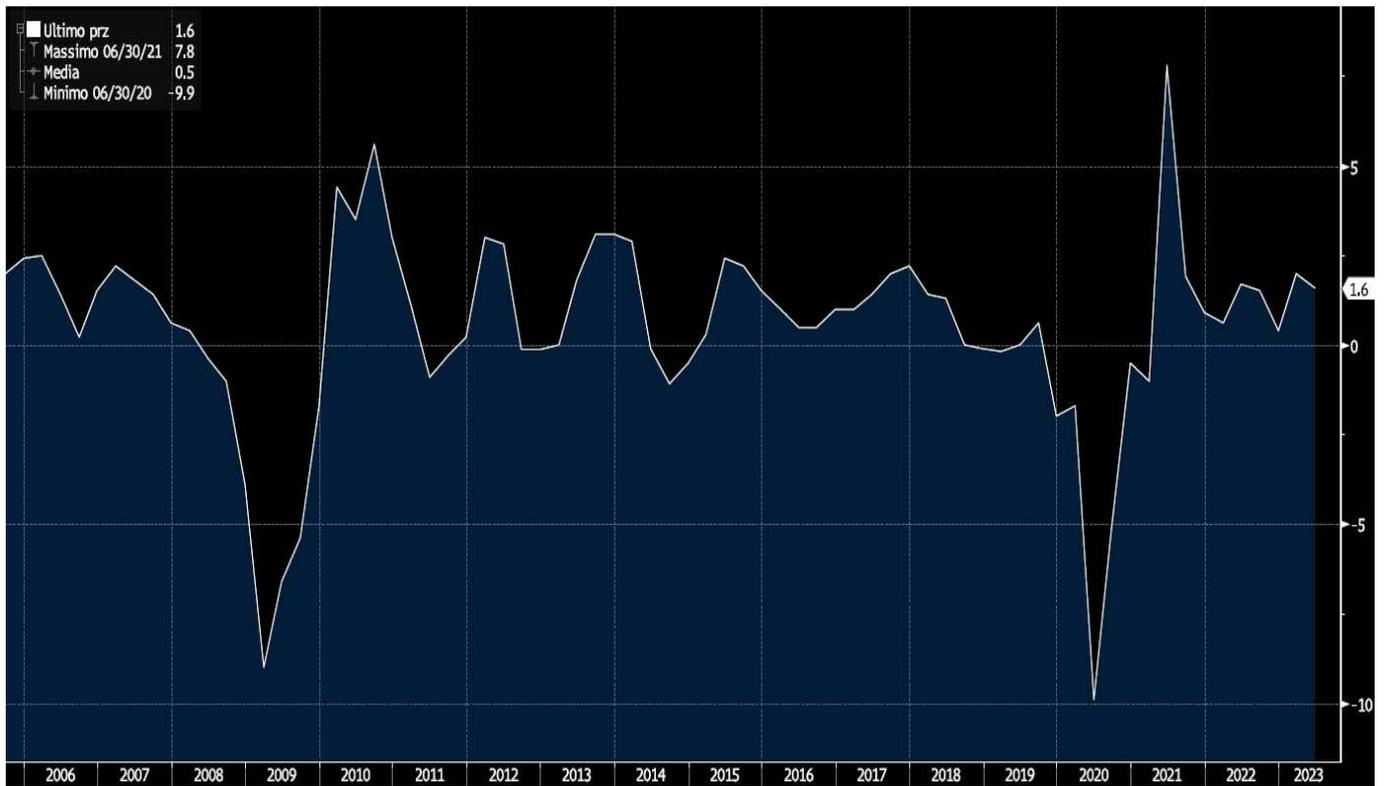
Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

### **Grafico 14: Inflazione**



Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

## Grafico 15: PIL Giappone



Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

# CONCLUSIONI

## Il valore dell'indipendenza delle Banche Centrali

Misurare il valore dell'indipendenza per una banca centrale pone di fronte a numerosi ed importanti interrogativi. Il mandato di politica monetaria che la maggior parte delle banche centrali prevede nel proprio statuto è quello del perseguimento della stabilità dei prezzi. È corretto, pertanto, chiedersi se un obiettivo di tale rilevanza, che comporta decisioni di notevole impatto sull'economia, sulla crescita, sui redditi ed in generale sulla vita dei cittadini può essere delegata ad un'istituzione che non viene eletta democraticamente dal popolo e che, in virtù dell'indipendenza di cui gode, deve rispondere solo del mandato che gli è stato conferito. Diventa quindi necessario che ogni banca centrale sviluppi un elevato livello di trasparenza e responsabilità. Purtroppo, in passato non è sempre accaduto, ed in qualche caso non accade neppure oggi. Senza una responsabilità separata della banca centrale dalla politica i governi non hanno alcun incentivo a porsi il problema della trasparenza nella gestione della politica monetaria, che dovrebbe essere solo nell'interesse ultimo dei cittadini.

La responsabilità di una banca centrale è un tema che va affrontato facendo riferimento ad almeno due aspetti:

1. Garantire responsabilità e trasparenza diventa fondamentale per le banche centrali che godono di ampia autonomia: solo in questo modo le loro decisioni saranno accolte e recepite positivamente dal sistema economico e finanziario;
2. Il numero di obiettivi che una banca centrale indipendente intende realizzare diventa determinante: la responsabilità che una banca centrale si assume tende a decrescere rispetto al numero di obiettivi che essa si pone. Le difficoltà a raggiungerli diventano più elevate ed in alcuni casi si rischia l'incompatibilità.

È tuttavia evidente che tra il grado di indipendenza di una banca centrale e l'inflazione esiste una correlazione inversa. Analizzando quanto avvenuto negli anni recenti emerge chiaramente che ad una maggior indipendenza della banca centrale corrispondano più bassi tassi d'inflazione all'interno di un determinato sistema economico; e viceversa. È questo il motivo per il quale l'indipendenza è così importante, sia dal punto di vista economico sia da quello sociale: è una condizione necessaria per la stabilità dei prezzi in quanto riduce le distorsioni in ambito economico e sociale provocate dall'inflazione, che a volte possono essere provocate dalla politica monetaria stessa.

Una politica ottimale della banca centrale si caratterizza pertanto su due elementi:

1. La banca centrale deve essere indipendente ed in grado di non assecondare le pressioni che spesso arrivano dai governi e dalla politica in genere;
2. La banca centrale deve avere due caratteristiche essenziali: essere conservatrice e cautelativa, cioè, deve attribuire alla stabilità dei prezzi la massima priorità rispetto agli altri obiettivi macroeconomici.

Queste caratteristiche sono determinanti affinché la banca centrale possa attuare politiche monetarie credibili e non inflazionistiche. L'indipendenza stessa è uno strumento per poter concretamente attuare una politica conservatrice, cioè, avversa all'inflazione. Il sistema economico da maggiore

fiducia alla banca centrale solo se riesce a dimostrare di possedere pienamente queste caratteristiche; inoltre, a maggior ragione, sono fondamentali l'affidabilità e la trasparenza.

La politica quindi dovrebbe:

- delegare la politica monetaria ad una banca centrale indipendente, avente uno o più mandati, precisi e ben definiti, che devono necessariamente includere il raggiungimento della stabilità dei prezzi;
- garantire alla banca centrale totale discrezionalità nella scelta degli strumenti da utilizzare per conseguire i propri obiettivi.

sono queste le modalità più efficaci per ridurre la distorsione provocata dall'inflazione.

L'analisi dei casi avvenuti negli anni dimostra inoltre che inflazione e indipendenza siano negativamente correlate sia nei paesi sviluppati ma anche in quelli in via di sviluppo.

Un caso emblematico è rappresentato dalla banca centrale turca.

Negli anni '90 in media i prezzi sono aumentati del 77% circa di anno in anno, il settore pubblico era in costante deficit, la corruzione nel settore pubblico era predominante e la speculazione finanziaria si accaniva costantemente sui mercati a causa dell'assenza di regolamentazione e controllo del settore finanziario. In questo contesto, all'inizio degli anni 2.000, venne eletto il governo Erdogan.

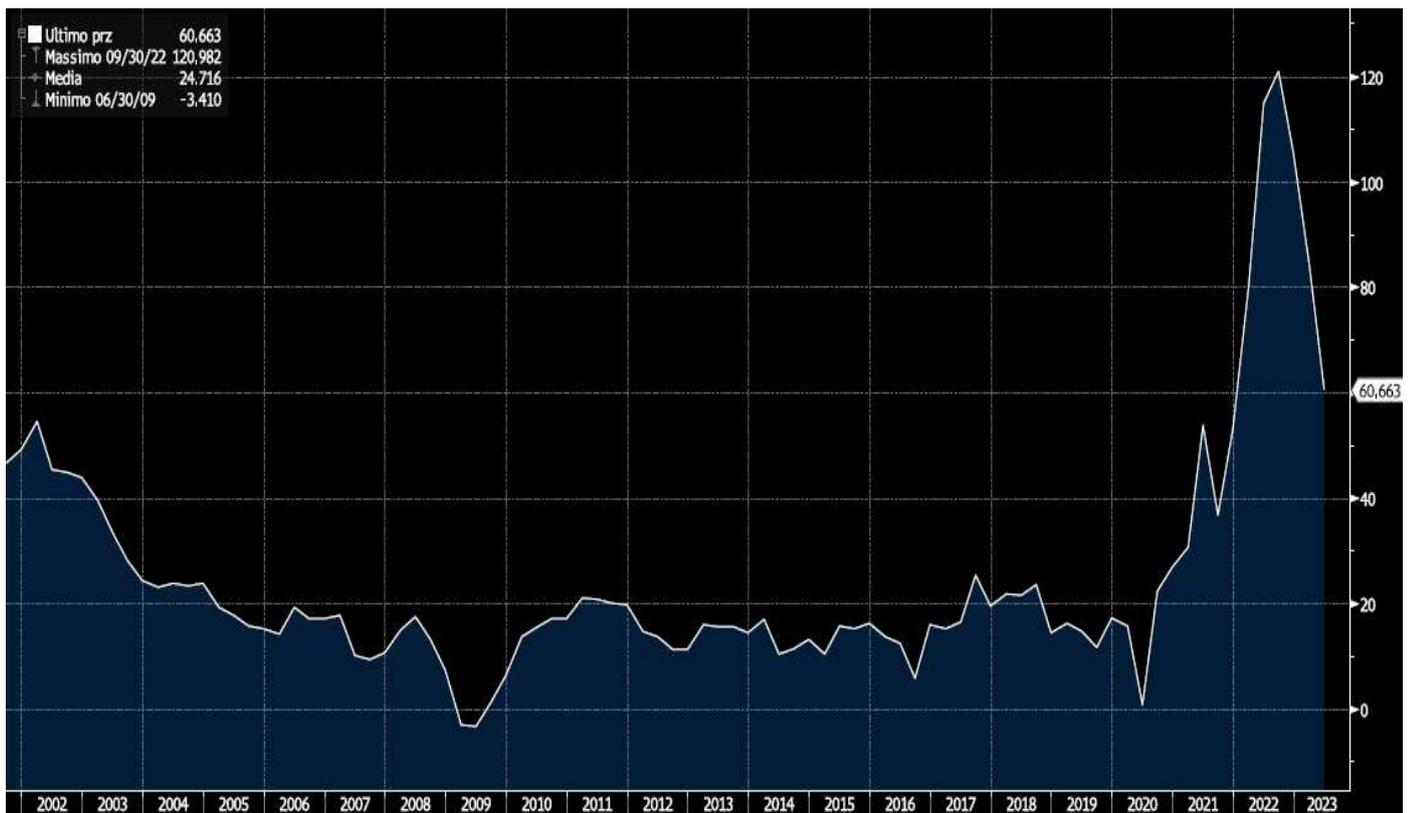
In considerazione che l'inflazione era (e purtroppo è tornata ad esserlo ad oggi) un grosso problema per il paese, il suo controllo poteva essere la chiave di volta per uscire dalla crisi. Erdogan lo comprese immediatamente e soprattutto capì che essere colui che aveva trascinato il paese fuori da una profonda crisi poteva aprirgli le porte per una proficua carriera politica. Si attivò quindi negli sforzi richiesti dal FMI, dalla Banca Mondiale e dall'UE per attuare importanti riforme strutturali, tra le quali la revisione della legge sulla banca centrale. Essa venne resa autonoma, indipendente, staccata dal governo e libera di agire come e con i mezzi che preferiva. Venne proibito il finanziamento diretto del debito pubblico, vennero stabiliti obiettivi di riduzione dell'inflazione, venne stabilita una struttura chiara, efficiente e credibile grazie anche alla scelta di governatori della banca centrale con grande esperienza e conoscenze nel settore dell'economia e della finanza. Fino alla crisi del 2008 la banca centrale turca fu indipendente e non influenzata dal potere politico. La situazione cambiò purtroppo dopo la crisi finanziaria mondiale, Erdogan colse l'occasione di una crisi causata dall'occidente per iniziare a prenderne le distanze e portare avanti un progetto di accentramento del potere e di repressione delle opposizioni divenute sempre più deboli. L'indipendenza della banca centrale fu uno degli ultimi baluardi di indipendenza dal governo a crollare. Dal 2013 in poi Erdogan iniziò a modificare la legge sulla banca centrale portandola di fatto gradualmente sotto il suo controllo. Iniziò poi a fare pressione mediatica commentando e suggerendo pubblicamente come agire alla banca centrale stessa. Tra il 2015 e il 2023 si susseguirono 6 differenti governatori della banca centrale, con sempre meno esperienza e conoscenze sul campo. Era diventato impossibile garantire prevedibilità e strategie di lungo periodo in termini di politiche monetarie in un contesto simile. Al di là della poca fiducia riposta dagli investitori un ulteriore indizio rispetto alla conclusione circa l'indipendenza della banca: oggi la banca centrale turca non può più essere considerata indipendente e il suo agire è guidato direttamente o indirettamente dal volere del governo. Dal 2018 la legge stabilisce che il capo del governo ha il ruolo di arbitro, quindi di fatto di decisore in caso di dispute sulle scelte di politica monetaria tra presidente della banca centrale turca e il comitato decisionale della banca centrale medesima. Dall'analisi macroeconomica del paese emergono risultati completamente differenti nel primo e nel secondo decennio. Tra il 2000 e il 2009 i risultati economici

sono stati ottimi, l'inflazione è stata ridotta da valori oltre il 50% nel 2000 al 6% circa del 2009, questo con un incremento sostenibile della disoccupazione. Il PIL (grafico 16) è cresciuto mediamente del 4% circa annuo con un impatto dell'aumento dei prezzi sul PIL minore. Emerge inoltre come la banca centrale abbia agito in maniera rapida rispetto alle indicazioni fornite dai dati dell'economia reale adattando la politica monetaria più adeguata. Le interferenze politiche indesiderate fino al 2009 sono state praticamente nulle. Si può quindi affermare che la banca centrale turca abbia agito in maniera indipendente e, visti i risultati ottenuti, positiva. Le mutate condizioni nelle quali si è trovata ad agire nel secondo decennio hanno portato invece a dei risultati negativi nella seconda fase. L'inflazione è tornata a salire insieme alla disoccupazione mentre la crescita del PIL mostra una tendenza in calo. La Lira turca ha mostrato una crescente debolezza alimentando la sfiducia nel paese, con conseguente fuga degli investitori esteri. In questo contesto la banca centrale si è dimostrata lenta a reagire e noncurante dei dati in continuo deterioramento. Questo ha contribuito in maniera importante alla svalutazione della moneta visto che nelle riunioni della banca centrale turca dove ci si sarebbe aspettato un rialzo dei tassi d'interesse si è spesso usciti con un nulla di fatto o addirittura una riduzione, deludendo le aspettative degli investitori

Secondo le stime di Reuters l'inflazione annuale a ottobre 2022 ha toccato in Turchia l'85,5% e seppure in calo nel luglio 2023 si assesta al 47,8%. Anche la situazione della Lira turca (grafico 17) è ulteriormente precipitata negli ultimi due anni con una svalutazione di gran lunga superiore a quella che c'era stata nell'intero decennio precedente. Questi dati possono essere visti come la quadratura del cerchio, la fine di un difficile percorso di disinflazione intrapreso nel 2000 e conclusosi nel 2022 trovandosi in una situazione simile a quella iniziale.

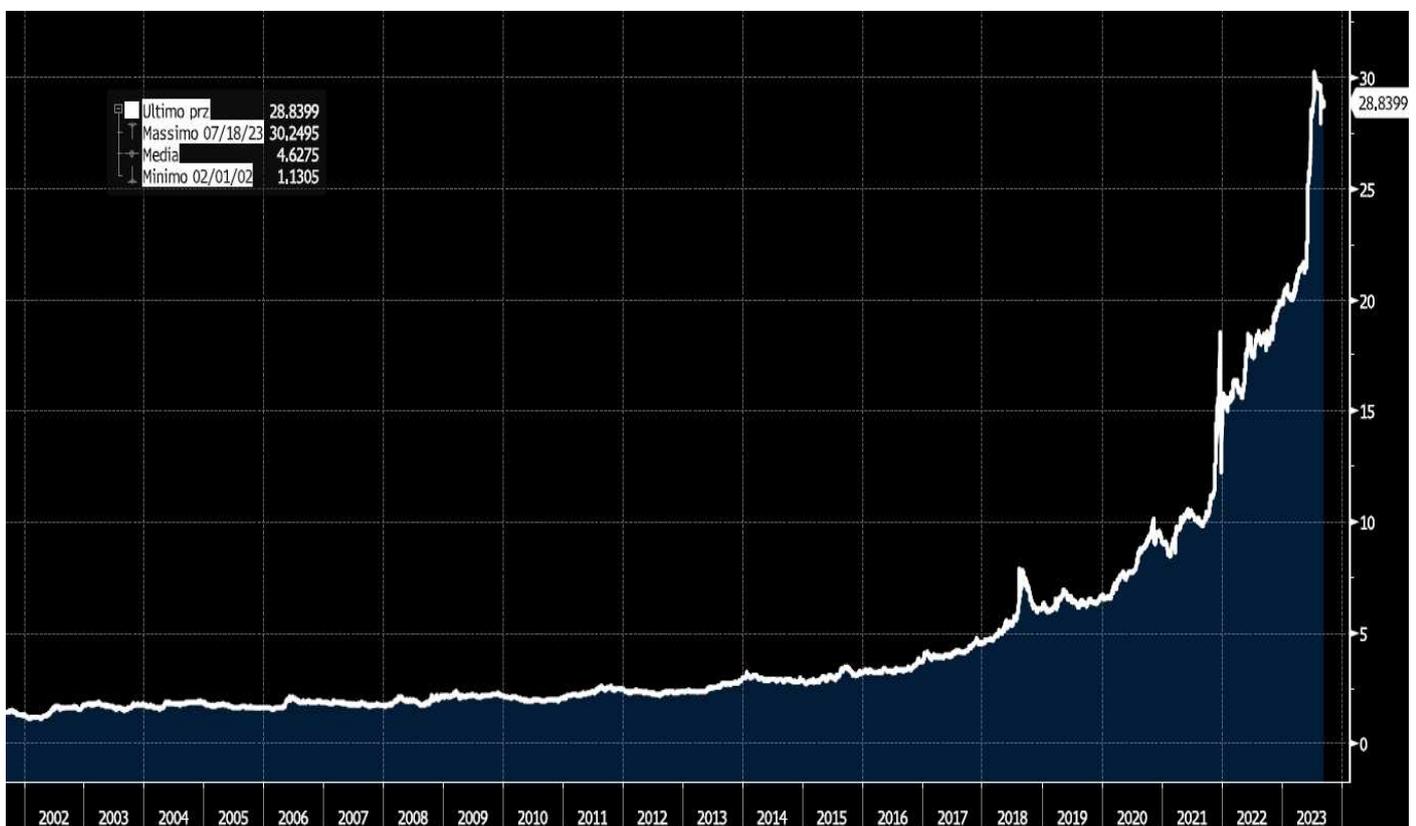
I grafici qui sotto rappresentano in maniera evidente come le scelte di politica monetaria decise dalla banca centrale turca (grafico 18), fortemente condizionate dalla volontà del governo Erdogan, abbiano determinato pesanti ricadute sull'economia del paese ed il benessere del popolo turco.

### Grafico 16: PIL Turchia (nominale)



Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

### Grafico 17: Cambio Euro / Lira Turca



Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

## Grafico 18: Tassi Ufficiali Banca Centrale Turchia



Fonte: Bloomberg Terminal Servizio Finanza Bcc Fano

# BIBLIOGRAFIA

*CARRIOL G. (2023). WALL STREET ITALIA. Turchia, la Banca Centrale alza il tasso d'interesse al 17,5%.*

*DEFENDI G. (2022). MILANO FINANZA. L'analisi del ciclo economico-finanziario.*

*GAGLIARDUCCI C. (2023). YOUNG PLATFORM. Riunione Fed: tutte le cose da sapere sul meeting di luglio.*

*GORGA A. (2019). Giappone: un paradiso sovranista?, Osservatorio CPI.*

*MAZZONI E. (2018). I-COM ISTITUTO PER LA COMPETITIVITA'. Bce, termina il QE ma la politica monetaria resta accomodante.*

*PEZZUTO A. (2023). TIDONA e ASSOCIATI. Verso la normalizzazione della politica monetaria nell'area euro.*

*SCHELLER H. K. (2006). LA BANCA CENTRALE EUROPEA. STORIA RUOLO E FUNZIONI, Banca Centrale Europea, Francoforte sul Meno.*

*ZAMBELLI G. (2021). EXPORTPLANNING. Focus Usa: la politica monetaria della Fed.*

# SITOGRAFIA

AGI Agenzia Italia. (2021) *Tre presidenti in 21 mesi per la TCMB.*

(<https://www.agi.it/estero/news/2021-03-20/turchia-terzo-cambio-21-mesi-presidente-banca-centrale-11860232/>)

ANSA.it (2020). *Bce alza QE, 120 miliardi di euro per 2020.*

([https://www.ansa.it/sito/notizie/topnews/2020/03/12/bce-alza-qe-120-miliardi-euro-per-2020\\_4c4347b8-c458-4d07-b2d0-4c8e4c54a41b.html](https://www.ansa.it/sito/notizie/topnews/2020/03/12/bce-alza-qe-120-miliardi-euro-per-2020_4c4347b8-c458-4d07-b2d0-4c8e4c54a41b.html))

Banca d'Italia. *Una panoramica della strategia di politica monetaria della BCE.*

(<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-polmon/sintesi/index.html?dotcache=refresh>)

FinRiskAlert mercati, intermediari e istituzioni. (<https://www.finriskalert.it/politica-monetaria/>)

Global-rates.com (<https://www.global-rates.com/it/>)

Ig.com, *Cosa sono le banche centrali e quali politiche mettono in atto.*

(<https://www.ig.com/it/strategie-di-trading/cosa-sono-le-banche-centrali-e-quali-politiche-mettono-in-atto-230831>)

Intermarket&more. (2022). *Tassi d'Interesse: le 4 fasi del ciclo.*

(<https://intermarketandmore.finanza.com/tassi-di-interesse-le-4-fasi-del-ciclo-95247.html>)

Il POST. (2019). *Ripartenza Quantitative Easing.* (<https://www.ilpost.it/2019/09/12/bce-quantitative-easing-2/>)

Il Sole 24 Ore. (2023). *Hafize Gaye Erkan nuovo governatore della TCMB*

(<https://www.ilsole24ore.com/art/erdogan-nomina-hafize-gaye-erkan-nuovo-governatore-banca-centrale-AEkthKcD>)

Reuters. (2020). *Banche Centrali cruciali per stabilizzazione mercati*

(<https://www.reuters.com/article/gran-bretagna-titoli-idITKBN27X1LH>)

RIVALUTA.It, *Indici e tabelle ISTAT-Inflazione-tassi interesse*. (<https://www.rivaluta.it>)

Soldionline. *QE: cos'è e come funziona* (<https://www.soldionline.it/guide/mercati-finanziari/quantitative-easing>)

Trading Economics. (<https://it.tradingeconomics.com/united-states/gross-national-product>)

Wikipedia. *Federal Reserve System*. ([https://it.wikipedia.org/wiki/Federal\\_Reserve\\_System](https://it.wikipedia.org/wiki/Federal_Reserve_System))

# RINGRAZIAMENTI

Un ringraziamento particolare va alla mia relatrice, la professoressa Giulia Bettin, per la disponibilità da lei mostrata durante lo svolgimento del mio elaborato e per la prontezza di risposta ad ogni mail. Professionalità che è stata fondamentale per agevolare il mio lavoro il più possibile.

Al mio collega di corso, diventato prima di tutto grande amico, Alex, compagno di viaggio insostituibile, la cui genuinità e soprattutto grande disponibilità si sono rivelate fondamentali per permettermi di raggiungere questo traguardo; per questo ti sarò sempre grato.

A Michela e Daniele della Bcc Fano, i quali con grande disponibilità mi hanno fornito assistenza e materiali durante la stesura di questo elaborato.

Ai miei migliori amici, Tommaso e Riccardo, per aver saputo, a loro modo, motivarmi durante questo percorso, per avermi regalato momenti di meravigliosa spensieratezza e per essere stati presenti, sempre.

A mia sorella Giulia, ed alle mie meravigliose nonne, per avermi sempre incoraggiato, e per avermi strappato un sorriso nelle giornate buie in questi anni di studio.

Ora, il ringraziamento più speciale di tutti. Ai miei genitori, per avermi dato la possibilità di intraprendere questo percorso, ma soprattutto per essere stati, durante questa esperienza come nella vita, la mia più grande forza, il mio più grande punto di riferimento e la mia più grande ispirazione. Immensamente grazie, per il vostro supporto, per la vostra pazienza e comprensione, per ogni singola parola di conforto nei momenti più delicati e soprattutto per essere i magnifici genitori che siete. A voi dedico questo mio traguardo, con la speranza di avervi reso oggi e soprattutto, di rendervi in futuro, orgogliosi di me almeno la metà di quanto io lo sia di voi.

Infine un grazie anche a me stesso, per non aver mollato di fronte alle difficoltà.

