



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Triennale in Economia e Commercio

**INFLAZIONE E POLITICA MONETARIA
NELL’AREA EURO: DAL QUANTITATIVE
EASING AL QUANTITATIVE TIGHTENING
INFLATION AND MONETARY POLICY IN
THE EURO AREA: FROM QUANTITATIVE
EASING TO QUANTITATIVE TIGHTENING**

Relatore:

Prof. Luca Papi

Tesi di Laurea di:

Federica Pasquali

Anno Accademico 2025 – 2026

INDICE

INTRODUZIONE	4
 CAPITOLO I: L'ANDAMENTO DELL'INFLAZIONE NELL'AREA EURO	
(2021-2023)	6
1.1 Il ritorno dell'inflazione dopo la pandemia	6
1.2 Le determinanti dell'inflazione recente	8
1.3 L'evoluzione dell'inflazione nell'area euro	11
 CAPITOLO 2: LA RISPOSTA DELLA BCE: DAL QUANTITATIVE	
EASING AL QUANTITATIVE TIGHTENING	14
2.1 Le politiche monetarie non convenzionali	14
2.2 I programmi di acquisto di titoli della BCE (APP e PEPP)	16
2.3 La svolta restrittiva della politica monetaria	18
 CAPITOLO 3: LE IMPLICAZIONI DELLA NUOVA POLITICA	
MONETARIA SUI BILANCI DELLE BANCHE CENTRALI	21
3.1 La struttura del bilancio delle banche centrali	21
3.2 Le cause delle perdite delle banche centrali	23
3.3 Le implicazioni economiche delle perdite delle banche centrali	27

CONCLUSIONI	31
BIBLIOGRAFIA	34

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, il contesto macroeconomico internazionale è stato caratterizzato da profondi cambiamenti che hanno modificato in modo significativo il ruolo e gli strumenti delle banche centrali.

In particolare, il ritorno dell'inflazione a livelli elevati nel periodo successivo alla pandemia di COVID-19 ha rappresentato una discontinuità rispetto al decennio precedente, contraddistinto da una dinamica dei prezzi contenuta e, in alcuni casi, persistentemente inferiore agli obiettivi di politica monetaria.

Nel periodo compreso tra il 2021 e il 2023, l'inflazione nell'area euro ha registrato un aumento significativo, determinato da una combinazione di fattori riconducibili sia al lato della domanda sia a quello dell'offerta.

Tra questi si annoverano la ripresa economica post-pandemia, le interruzioni nelle catene globali di approvvigionamento e, soprattutto, l'aumento dei prezzi dell'energia, accentuato dalle tensioni geopolitiche internazionali.

In base ai dati dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (HICP), il tasso di inflazione è passato da circa il 2,6% nel 2021 a un picco dell'8,4% nel 2022, per poi ridursi al 5,4% nel 2023, pur rimanendo significativamente al di sopra dell'obiettivo del 2% fissato dalla Banca Centrale Europea.¹

¹ Eurostat (2024), *Harmonised Index of Consumer Prices (HICP), annual data*.

Di fronte a tali sviluppi, la Banca Centrale Europea (BCE) ha modificato in modo sostanziale l'orientamento della propria politica monetaria.

Dopo una lunga fase, caratterizzata dall'utilizzo di strumenti non convenzionali, tra cui il *Quantitative Easing*, l'istituzione ha avviato un processo di normalizzazione, culminato nell'aumento dei tassi di interesse e nell'introduzione del *Quantitative Tightening*.

Questa evoluzione ha avuto implicazioni rilevanti, non solo per l'economia reale, ma anche per i bilanci delle banche centrali.

In particolare, il passaggio da una fase espansiva a una fase restrittiva ha determinato una significativa inversione della dinamica dei risultati economici, con il passaggio da profitti elevati a perdite consistenti.

Alla luce di tali considerazioni, il presente elaborato si propone di analizzare l'andamento dell'inflazione nell'area euro nel periodo 2021- 2023, la risposta della BCE e le implicazioni della nuova politica monetaria sui bilanci delle banche centrali.

CAPITOLO I:

L'ANDAMENTO DELL'INFLAZIONE NELL'AREA EURO (2021-2023)

1.1 Il ritorno dell'inflazione dopo la pandemia

Per oltre un decennio, l'economia dell'area euro è stata caratterizzata da livelli di inflazione persistentemente bassi, spesso inferiore all'obiettivo del 2% fissato dalla Banca Centrale Europea (BCE).

In particolare, nel periodo successivo alla crisi finanziaria globale del 2008 e alla crisi del debito sovrano europeo, il principale problema delle autorità monetarie non era rappresentato dall'inflazione, bensì dal rischio opposto di deflazione e stagnazione economica (*European Central Bank*, 2021).²

In questo contesto, la BCE ha adottato politiche monetarie fortemente espansive, tra cui la riduzione dei tassi di interesse a livelli prossimi allo zero e l'introduzione di strumenti non convenzionali, come il *Quantitative Easing* (QE), con l'obiettivo di stimolare la domanda aggregata e riportare l'inflazione verso il target prefissato.³ La pandemia di COVID-19, esplosa nel 2020, ha ulteriormente accentuato questo scenario.

² European Central Bank, Economic Bulletin, Issue 4/2021, Frankfurt, 2021.

³ Alan S. Blinder, "Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 92, No. 6, 2010, pp. 465–479.

Le misure restrittive adottate per contenere la diffusione del virus hanno determinato una brusca contrazione dell'attività economica, accompagnata da un calo della domanda e da un aumento dell'incertezza.

Per contrastare tali effetti, le autorità monetarie e fiscali hanno implementato politiche fortemente espansive, immettendo ingenti quantità di liquidità nel sistema economico (*International Monetary Fund*, 2021).⁴

Tuttavia, a partire dal 2021, il contesto macroeconomico ha subito un cambiamento significativo.

Con la progressiva riapertura dell'economia e la ripresa delle attività produttive, si è assistito a un rapido aumento della domanda, sostenuto anche dalle politiche fiscali espansive adottate durante la fase pandemica.

Questo fenomeno ha contribuito a generare pressioni inflazionistiche che si sono intensificate nel corso del tempo.

Il ritorno dell'inflazione ha quindi rappresentato un elemento di rottura rispetto al periodo precedente.

Dopo anni in cui l'obiettivo delle banche centrali era quello di contrastare una dinamica inflazionistica troppo debole, l'attenzione si è spostata rapidamente sulla necessità di contenere una crescita dei prezzi sempre più sostenuta.

⁴ International Monetary Fund, *World Economic Outlook: Recovery During a Pandemic*, Washington, DC, 2021.

Questo cambiamento ha segnato l'inizio di una nuova fase della politica monetaria, caratterizzata da un progressivo abbandono delle misure espansive e un ritorno a politiche restrittive.

1.2 Le determinanti dell'inflazione recente

L'aumento dell'inflazione osservato a partire dal 2021 è il risultato della combinazione di diversi fattori, riconducibili sia al lato della domanda sia al lato dell'offerta.

In primo luogo, la ripresa economica successiva alla pandemia ha determinato un forte incremento della domanda aggregata.

I consumatori, dopo un periodo di restrizioni e risparmi forzati, hanno aumentato la spesa, mentre le imprese hanno intensificato gli investimenti per far fronte alla ripresa dell'attività economica.

Questo squilibrio tra domanda e offerta ha contribuito a generare pressioni al rialzo sui prezzi (*International Monetary Fund*, 2022).⁵

Un secondo elemento rilevante è rappresentato dall'interruzione nelle catene globali di approvvigionamento.

⁵ International Monetary Fund, World Economic Outlook: War Sets Back the Global Recovery, Washington, DC, 2022.

Durante la pandemia, la produzione e il commercio internazionale hanno subito forti rallentamenti, causando difficoltà nell'approvvigionamento di materie prime e componenti intermedi.

Tali problemi hanno comportato un aumento dei costi di produzione per le imprese che si è successivamente trasferito sui prezzi finali dei beni (*European Central Bank*, 2022).⁶

Un ulteriore fattore determinante è stato l'aumento dei prezzi dell'energia.

A partire dal 2021, i prezzi del gas naturale e petrolio hanno registrato incrementi significativi, contribuendo in modo sostanziale alla crescita dell'inflazione.

Questo fenomeno è stato ulteriormente aggravato dallo scoppio della guerra in Ucraina nel 2022, che ha generato forti tensioni sui mercati energetici e accentuato l'incertezza economica a livello globale (*International Monetary Fund*, 2023).⁷

Infine, anche le politiche monetarie e fiscali espansive adottate negli anni precedenti, hanno avuto un ruolo nell'alimentare le dinamiche inflazionistiche.

L'elevata liquidità immessa nel sistema economico, combinata con i bassi tassi di interesse, ha favorito l'espansione della domanda e contribuito alla crescita dei prezzi.

⁶ European Central Bank, Economic Bulletin, Issue 7/2022, Frankfurt, 2022.

⁷ International Monetary Fund, World Economic Outlook: Navigating Global Divergences, Washington, DC, 2023.

Come evidenziato in letteratura, le politiche di *Quantitative Easing* possono esercitare effetti significativi sull'inflazione, soprattutto nel medio-lungo periodo (Bhattarai & Neely, 2022).⁸

Nel complesso, l'inflazione recente può essere interpretata come risultato di uno shock, in cui i fattori di domanda e di offerta si sono combinati, determinando un aumento dei prezzi più rapido e persistente rispetto alle aspettative iniziali.

⁸ Bhattarai, S., Neely, C. J., "An Analysis of the Literature on International Unconventional Monetary Policy", *Journal of Economic Literature*, Vol. 60, No. 2, 2022, pp. 527–597.

1.3 L'evoluzione dell'inflazione nell'area euro

L'analisi dell'andamento dell'inflazione nell'area euro nel periodo 2021-2023 evidenzia una dinamica particolarmente significativa.

Dopo un primo aumento nel corso del 2021, l'inflazione ha registrato un'accelerazione marcata nel 2022, raggiungendo livelli superiori al 10% in diversi paesi dell'area euro (Eurostat, 2023).⁹

Questo picco inflazionistico è stato trainato principalmente dalla componente energetica e alimentare, ma nel tempo si è progressivamente esteso anche ad altri settori dell'economia, dando origine a un fenomeno di inflazione più diffuso.

L'aumento dei prezzi ha avuto effetti rilevanti sul potere d'acquisto delle famiglie, determinando una riduzione dei consumi reali e incidendo negativamente sulla crescita economica.

Nel corso del 2023, grazie anche all'azione restrittiva della BCE, l'inflazione ha iniziato a mostrare segnali di rallentamento.

Tuttavia, i livelli dei prezzi sono rimasti elevati rispetto agli standard storici, evidenziando la persistenza delle pressioni inflazionistiche.

Un ulteriore elemento di interesse riguarda le differenze tra i paesi dell'area euro.

⁹ Eurostat, Harmonised Index of Consumer Prices (HICP), 2023.

Sebbene l'inflazione abbia colpito l'intera area, l'intensità del fenomeno è risultata eterogenea tra i vari Stati membri, riflettendo differenze strutturali nelle rispettive economie.

Un primo elemento rilevante è rappresentato dalla diversa dipendenza energetica. Ad esempio, paesi come la Germania e l'Italia, fortemente dipendenti dalle importazioni del gas naturale, hanno registrato tassi di inflazione più elevati nel 2022 a causa dell'aumento dei prezzi energetici, mentre economie con una maggiore diversificazione delle fonti energetiche hanno subito effetti relativamente più contenuti (*European Central Bank*, 2023).¹⁰

Un secondo fattore riguarda la struttura dei mercati del lavoro e dei salari.

In alcuni paesi, come la Spagna, la presenza di meccanismi di indicizzazione salariale ha contribuito a trasmettere più rapidamente l'aumento dei prezzi ai salari, alimentando effetti di “*second round*” sull'inflazione (Blanchard, 2022).¹¹

Infine, anche le politiche fiscali nazionali hanno influenzato la dinamica inflazionistica.

Alcuni governi hanno introdotto misure di sostegno, come sussidi energetici o riduzioni fiscali, che hanno temporaneamente attenuato l'impatto dell'inflazione sui consumatori, ma in alcuni casi hanno anche contribuito a sostenere la domanda

¹⁰ European Central Bank, Economic Bulletin, Issue 5/2023, Frankfurt, 2023.

¹¹ Olivier Blanchard, “Fiscal Policy under Low Interest Rates”, MIT Working Paper, 2022.

aggregata, mantenendo elevate le pressioni sui prezzi (*International Monetary Fund*, 2023).¹²

In sintesi, il periodo 2021-2023 rappresenta una fase di forte discontinuità rispetto al passato, caratterizzata da un rapido ritorno dell'inflazione e da una crescente complessità nella gestione delle dinamiche macroeconomiche.

Questo contesto ha reso necessario un cambiamento significativo nell'orientamento della politica monetaria, che verrà analizzato nel capitolo successivo.

¹² International Monetary Fund, *World Economic Outlook: Navigating Global Divergences*, Washington, DC, 2023.

CAPITOLO II

LA RISPOSTA DELLA BCE: DAL QUANTITATIVE EASING AL QUANTITATIVE TIGHTENING

2.1 Le politiche monetarie non convenzionali

A seguito della crisi finanziaria globale del 2008, le principali banche centrali, tra cui la Banca Centrale Europea (BCE), si sono trovate ad operare in un contesto profondamente mutato rispetto al passato.

In particolare, la progressiva riduzione dei tassi di interesse fino a livelli prossimi allo zero ha reso sempre meno efficace la politica monetaria tradizionale, basata esclusivamente sulla gestione dei tassi ufficiali.¹³

Il cosiddetto *zero lower bound* ha rappresentato un vincolo significativo per le autorità monetarie, limitando la possibilità di stimolare ulteriormente l'economia attraverso strumenti convenzionali.

In tale contesto, si è reso necessario il ricorso a strumenti alternativi, definiti politiche monetarie non convenzionali, tra cui il più rilevante è il *Quantitative Easing* (QE).¹⁴

Il QE consiste nell'acquisto su larga scala di attività finanziarie, principalmente titoli di Stato, da parte della Banca centrale sui mercati secondari.

¹³ Galí, J., *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework*, Princeton University Press, Princeton, 2015

¹⁴ Bernanke, B. S., *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*, W.W. Norton & Company, New York, 2015.

Attraverso tali operazioni, la Banca centrale aumenta la liquidità nel sistema economico, influenzando i tassi di interesse a lungo termine, favorendo condizioni finanziarie più accomodanti.¹⁵

Il funzionamento del QE si basa su diversi canali di trasmissione.

In primo luogo, il cosiddetto *portfolio rebalancing channel* implica che gli investitori, vendendo titoli alla Banca centrale, siano incentivati a riallocare i propri portafogli verso attività più rischiose, come azioni o obbligazioni societarie, contribuendo così a ridurre il costo del capitale per le imprese.

In secondo luogo, il *signaling channel* suggerisce che il QE possa influenzare le aspettative degli operatori economici circa il futuro orientamento della politica monetaria, rafforzando la credibilità della Banca centrale nel mantenere condizioni espansive per un periodo prolungato.¹⁶

Infine, il QE può generare un effetto ricchezza, attraverso l'aumento dei prezzi delle attività finanziarie, che incentiva ai consumi e sostiene la domanda aggregata.

Nel caso dell'area euro, il ricorso a tali strumenti è stato particolarmente rilevante, data la debolezza della dinamica inflazionistica nel periodo successivo alla crisi del debito sovrano.

¹⁵ Joyce, M., Tong, M., Woods, R., "The Financial Market Impact of Quantitative Easing", *International Journal of Central Banking*, Vol. 7, No. 3, 2011, pp. 113–161.

¹⁶ Eggertsson, G. B., Woodford, M., "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2003, No. 1, 2003, pp. 139–211.

Nonostante i benefici, la letteratura ha evidenziato anche alcune criticità associate alle politiche non convenzionali.

In particolare, esse possono generare effetti collaterali, come l'aumento delle diseguaglianze, l'incentivo all'assunzione di rischi eccessivi e la formazione di bolle nei mercati finanziari.

2.2 I programmi di acquisto di titoli della BCE (APP e PEPP)

Nel contesto europeo, la BCE ha implementato una serie articolata di programmi di acquisto di titoli, che hanno rappresentato il fulcro della politica monetaria espansiva negli ultimi anni.

Il principale programma è l'*Asset Purchase Programme* (APP), avviato nel 2015 con l'obiettivo di contrastare il rischio di deflazione e riportare l'inflazione verso il target del 2%.

L'APP si articola in diverse componenti, tra cui il *Public Sector Purchase Programme* (PSPP), che riguarda l'acquisto dei titoli di Stato e altri programmi relativi a titoli privati.¹⁷

L'APP ha determinato l'espansione significativa del bilancio della BCE.

L'aumento degli acquisti di titoli ha comportato un incremento dell'attivo, mentre sul lato del passivo si è registrato un aumento delle riserve bancarie.

¹⁷ European Central Bank, *Asset Purchase Programme* (APP), Frankfurt, 2015.

Questo processo ha modificato profondamente la struttura del bilancio della Banca centrale, rendendolo molto più ampio e complesso rispetto al periodo precedente alla crisi.

Nel 2020, in risposta alla pandemia di COVID-19, la BCE ha introdotto il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), caratterizzato da una maggiore flessibilità rispetto ai programmi precedenti.

Il PEPP ha consentito alla BCE di intervenire in modo più mirato sui mercati finanziari, contrastando episodi di frammentazione e sostenendo i paesi maggiormente colpiti dalla crisi.¹⁸

Questo fenomeno ha avuto implicazioni rilevanti non solo per la trasmissione della politica monetaria, ma anche per la stabilità finanziaria e per la gestione dei rischi da parte delle banche centrali.

Un ulteriore aspetto importante riguarda la composizione delle passività.

L'aumento delle riserve bancarie ha comportato un cambiamento nel modo in cui la politica monetaria viene trasmessa all'economia.

In particolare, la remunerazione delle riserve è diventata uno strumento centrale per il controllo dei tassi di interesse a breve termine.

¹⁸ European Central Bank, Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), Frankfurt, 2020.

2.3 La svolta restrittiva della politica monetaria

Il contesto macroeconomico ha subito un cambiamento radicale a partire dal 2021, con il ritorno dell'inflazione a livelli elevati.

Questo ha reso necessario un rapido cambiamento nell'orientamento della politica monetaria.

La BCE ha avviato un ciclo di rialzo dei tassi di interesse nel 2022, aumentando progressivamente il costo del denaro al fine di contenere le pressioni inflazionistiche.

In particolare, il tasso sui depositi, che si collocava al -0,50% fino a metà del 2022, è stato progressivamente aumentato fino a raggiungere il 4,00% nel 2023, evidenziando l'intensità della risposta della politica monetaria alla dinamica inflazionistica.¹⁹

Questo processo ha segnato il passaggio da una fase di politica monetaria espansiva a una fase restrittiva.²⁰

Parallelamente, la BCE ha avviato il *Quantitative Tightening* (QT), ovvero il processo di riduzione del bilancio della Banca centrale.

Il QT può essere attuato attraverso due modalità principali:

- Il mancato reinvestimento dei titoli in scadenza (QT Passivo)

¹⁹ European Central Bank (2023), Key ECB interest rates, Frankfurt.

²⁰ Bank for International Settlements, Annual Economic Report, Basel, 2023.

- La vendita diretta di attività finanziarie (QT Attivo)

Il QT rappresenta la fase opposta del QE e costituisce una componente fondamentale del ciclo di politica monetaria.

Come evidenziato da Papi, il QE e il QT devono essere considerati congiuntamente come parte di un unico processo ciclico.²¹

Il passaggio al QT ha comportato diverse conseguenze economiche.

In primo luogo, la riduzione della liquidità nel sistema finanziario ha determinato un aumento dei rendimenti obbligazionari e un inasprimento delle condizioni finanziarie.

In secondo luogo, l'aumento dei tassi di interesse ha inciso negativamente sul valore dei titoli detenuti dalle banche centrali, contribuendo alla generazione di perdite.

Inoltre, il QT ha avuto effetti rilevanti sui conti pubblici.

Come evidenziato in letteratura, la riduzione delle rimesse delle banche centrali ai governi può determinare un aumento del deficit pubblico e dell'onere del debito.

Infine, il passaggio a una politica monetaria restrittiva ha implicazioni importanti anche per la stabilità finanziaria.²²

²¹ Papi, L., Le implicazioni economiche delle perdite delle banche centrali, Quaderno di ricerca n. 492, Dipartimento di Scienze Economiche e Sociali, Università Politecnica delle Marche, 2024.

²² Bank for International Settlements, Annual Economic Report, Basel, 2023.

L'aumento dei tassi di interesse può infatti incidere sulla sostenibilità del debito e sulla solidità del sistema bancario, rendendo più complessa la gestione della politica economica.

CAPITOLO III

LE IMPLICAZIONI DELLA NUOVA POLITICA MONETARIA SUI BILANCI DELLE BANCHE CENTRALI

3.1 La struttura del bilancio delle banche centrali

Per comprendere le implicazioni della recente evoluzione della politica monetaria, è necessario analizzare in modo approfondito la struttura del bilancio delle banche centrali e le sue trasformazioni nel tempo.

Il bilancio di una Banca centrale, analogamente a quello di qualsiasi istituzione finanziaria, è composto da due sezioni principali: l'attivo e il passivo.

Tuttavia, rispetto alle banche commerciali, le banche centrali presentano caratteristiche peculiari legate al loro ruolo istituzionale.²³

Sul lato dell'attivo si trovano principalmente i titoli detenuti dalla Banca centrale, in particolare titoli di Stato, ma anche obbligazioni societarie e, in alcuni casi, attività denominate in valuta estera.

Sul lato del passivo figurano invece le banconote in circolazione e, soprattutto negli ultimi anni, le riserve detenute dalle banche commerciali presso la Banca centrale.²⁴

²³ European Central Bank, Report on Monetary Policy Tools, Strategy and Communication, Occasional Paper No. 372, Frankfurt, 2025.

²⁴ Eren, E., "The Macroprudential Role of Central Bank Balance Sheets", Bank for International Settlements Working Paper No. 1173, 2024.

Prima della crisi finanziaria globale del 2008, i bilanci delle banche centrali erano relativamente contenuti e caratterizzati da una struttura piuttosto semplice.

Le operazioni di politica monetaria si basavano prevalentemente sulla gestione dei tassi di interesse a breve termine e non richiedevano interventi diretti sui mercati finanziari su larga scala.²⁵

Tuttavia, con l'introduzione delle politiche monetarie non convenzionali, e in particolare del *Quantitative Easing*, si è assistito a una profonda trasformazione dei bilanci delle banche centrali.

In particolare, il bilancio della Banca Centrale Europea è passato da circa 2000 miliardi di euro nel 2015 a oltre 8000 miliardi nel 2022, riflettendo l'ampiezza degli interventi di politica monetaria non convenzionale.²⁶

Gli acquisti massicci di titoli hanno determinato un aumento significativo delle attività, accompagnato da un'espansione delle passività sotto forma di riserve bancarie.²⁷

Questo fenomeno ha rappresentato una discontinuità rispetto al passato e ha aumentato l'esposizione delle banche centrali ai rischi finanziari.

²⁵ Kumhof, M. et al., "Quantitative Easing and Quantitative Tightening: The Money Channel", Bank of England Working Paper, 2024.

²⁶ European Central Bank (2023), Annual accounts of the ECB, Frankfurt.

²⁷ Adrian, T. et al., "New Perspectives on Quantitative Easing and Central Bank Balance Sheet Policies", International Monetary Fund Working Paper, 2024.

Un aspetto centrale riguarda il fatto che gli acquisti di titoli effettuati durante il QE sono stati finanziati attraverso la creazione di riserve bancarie.

Ciò significa che le banche centrali hanno ampliato simultaneamente attivo e passivo, modificando profondamente la composizione del proprio bilancio.

Questa evoluzione ha reso il bilancio delle banche centrali molto più sensibile alle variazioni nei tassi di interesse.

In particolare, la presenza di attività a lungo termine e passività a breve termine ha generato un disallineamento temporale (*mismatch*) che rappresenta una delle principali fonti di rischio.²⁸

3.2 Le cause delle perdite delle banche centrali

Per comprendere le perdite registrate dalle banche centrali negli ultimi anni, è fondamentale analizzare il ciclo completo della politica monetaria, che include sia la fase espansiva del *Quantitative Easing* sia quella restrittiva del *Quantitative Tightening*.

Durante la fase di QE, le banche centrali acquistano su larga scala titoli a lungo termine in un contesto caratterizzato da tassi di interesse particolarmente bassi.

²⁸ Eren, E., “The Macroprudential Role of Central Bank Balance Sheets”, Bank for International Settlements Working Paper No. 1173, 2024.

Questa strategia comporta effetti positivi sul bilancio, in quanto consente di generare un margine di interesse favorevole tra le attività e le passività della Banca centrale.²⁹

In tale fase, infatti, le attività detenute producono rendimenti relativamente stabili, mentre il costo delle passività rimane contenuto.

Questo ha permesso alle banche centrali di registrare profitti elevati per un periodo prolungato, che sono stati in gran parte trasferiti ai governi sotto forma di rimesse. Tuttavia, questo equilibrio si modifica profondamente nel momento in cui il contesto macroeconomico cambia e le autorità monetarie sono costrette ad adottare una politica restrittiva.

Il ritorno dell'inflazione nel periodo successivo alla pandemia, infatti, ha reso necessario un rapido aumento dei tassi di interesse, determinando una svolta significativa nella conduzione della politica monetaria.

Il passaggio dal QE al QT rappresenta una fase naturale del ciclo di politica monetaria, ma comporta conseguenze rilevanti sui bilanci delle banche centrali.³⁰

²⁹ Bank for International Settlements, Annual Economic Report, Basel, 2023.

³⁰ Papi, L., Le implicazioni economiche delle perdite delle banche centrali, Quaderno di ricerca n. 492, Dipartimento di Scienze Economiche e Sociali, Università Politecnica delle Marche, 2024.

In particolare, il meccanismo che aveva generato profitti durante la fase espansiva tende a invertirsi, dando origine a perdite anche di entità significativa.

Nel contesto del QT, le banche centrali si trovano infatti a operare in un ambiente caratterizzato da tassi di interesse più elevati.

Ciò implica un aumento del costo delle passività, in particolare delle riserve bancarie, che vengono remunerate a tassi più alti rispetto al passato.

Allo stesso tempo, le attività a lungo termine detenute continuano a generare rendimenti relativamente bassi, essendo state acquisite in un periodo di tassi contenuti.

Questo squilibrio determina una compressione, e in alcuni casi, un'inversione, del margine di interesse, che rappresenta una delle principali cause delle perdite registrate dalle banche centrali negli ultimi anni.

Un ulteriore elemento rilevante riguarda la variazione del valore dei titoli detenuti. L'aumento dei tassi di interesse comporta infatti una riduzione del prezzo delle obbligazioni, generando perdite in conto capitale.

Tali perdite possono diventare effettive nel caso in cui i titoli vengano venduti prima della scadenza, ma possono emergere anche sotto forma di perdite contabili, a seconda delle regole di valutazione adottate.³¹

³¹ Adrian, T. et al., "New Perspectives on Quantitative Easing and Central Bank Balance Sheet Policies", International Monetary Fund Working Paper, 2024.

Inoltre, la rilevanza di tali perdite è amplificata dalla dimensione raggiunta dai bilanci delle banche centrali durante la fase di QE.

Come sottolineato nella letteratura recente, l'espansione dei bilanci ha aumentato la sensibilità delle banche centrali alle variazioni dei tassi di interesse, rendendo più marcati gli effetti della fase restrittiva.

In questo senso, il ciclo QE-QT può essere interpretato come un processo unitario, nel quale i benefici della fase espansiva devono essere valutati congiuntamente ai costi della fase restrittiva.³²

I profitti generati durante il QE non possono essere considerati isolatamente, ma devono essere messi in relazione con le perdite che emergono nel momento in cui la politica monetaria viene normalizzata.

³² Du, W., Forbes, K., Luzzetti, M., "Quantitative Tightening Around the Globe: What Have We Learned?", NBER Working Paper No. 32321, 2024.

3.3 Le implicazioni economiche delle perdite delle banche centrali

Le perdite registrate dalle banche centrali negli ultimi anni non rappresentano un fenomeno meramente contabile, ma producono implicazioni rilevanti sul piano economico, fiscale e istituzionale.

La loro analisi è pertanto essenziale per comprendere le conseguenze della recente evoluzione della politica monetaria.

Una prima implicazione riguarda il rapporto tra Banca centrale e finanza pubblica.

In condizioni ordinarie, le banche centrali trasferiscono i propri utili ai governi sotto forma di rimesse, contribuendo in modo significativo alle entrate pubbliche.

Tali trasferimenti rappresentano una fonte di finanziamento indiretta per lo Stato e possono incidere sulla dinamica del deficit e del debito pubblico.

Quando le banche centrali registrano perdite, questo meccanismo si interrompe o si riduce sensibilmente.

La riduzione delle rimesse può determinare un peggioramento dei conti pubblici, in quanto i governi devono compensare la perdita di entrate attraverso altre fonti di finanziamento.

In questo senso, le perdite delle banche centrali possono avere un impatto indiretto ma significativo sulla sostenibilità della finanza pubblica.

In alcuni casi, qualora le perdite risultino particolarmente elevate e persistenti, può rendersi necessario un intervento diretto da parte dello Stato attraverso operazioni di ricapitalizzazione.

Tali interventi, pur non essendo frequenti, comportano un trasferimento esplicito di risorse dal settore pubblico alla Banca centrale, con conseguenze potenzialmente rilevanti per il bilancio dello Stato.³³

Un secondo ambito di rilevanza riguarda le implicazioni per la conduzione della politica monetaria.

In linea teorica, le banche centrali non sono soggette agli stessi vincoli di solvibilità delle istituzioni finanziarie private, in quanto dispongono della capacità di creare moneta.

Tuttavia, la presenza di perdite significative può influenzare il contesto in cui le decisioni di politica monetaria vengono adottate.

Come sottolineato nella letteratura, perdite elevate potrebbero generare pressioni politiche sulla Banca centrale, inducendola ad adottare politiche meno restrittive per evitare ulteriori deterioramenti del proprio bilancio.³⁴

Questo fenomeno è noto come “*fiscal dominance*” e si verifica quando le esigenze di finanza pubblica o di stabilità del bilancio della Banca centrale condizionano le scelte di politica monetaria.

In questo contesto, assume particolare rilevanza il tema dell’indipendenza della Banca centrale.

³³ Bank for International Settlements, Annual Economic Report, Basel, 2023.

³⁴ Stella, P., “Central Bank Financial Strength, Transparency and Policy Credibility”, International Monetary Fund Working Paper, 2005.

La credibilità della politica monetaria dipende infatti dalla capacità dell'istituzione di perseguire il proprio obiettivo primario, ovvero la stabilità dei prezzi, senza interferenze politiche.

Perdite rilevanti e prolungate nel tempo potrebbero compromettere tale indipendenza, soprattutto in presenza di forti pressioni da parte dei governi.

Un ulteriore aspetto riguarda gli effetti macroeconomici indiretti delle perdite.

La riduzione delle rimesse ai governi può comportare una diminuzione della spesa pubblica o un aumento della pressione fiscale, con effetti potenzialmente restrittivi sull'economia.

Allo stesso tempo, l'inasprimento delle condizioni finanziarie, legato all'aumento dei tassi di interesse, può incidere negativamente sugli investimenti e sui consumi, contribuendo a rallentare la crescita economica.³⁵

Inoltre, le perdite delle banche centrali possono influenzare le aspettative degli operatori economici.

In particolare, se tali perdite vengono interpretate come un segnale di difficoltà nella gestione della politica monetaria, potrebbero emergere effetti negativi sulla credibilità dell'istituzione e sulla stabilità delle aspettative di inflazione.

Tuttavia, è importante sottolineare che la letteratura più recente tende a ridimensionare la gravità di tali rischi.

³⁵ International Monetary Fund, World Economic Outlook, Washington, DC, 2023.

Le perdite delle banche centrali rappresentano in molti casi un fenomeno temporaneo, legato al ciclo della politica monetaria, e non compromettono necessariamente la capacità di perseguire gli obiettivi istituzionali.

In conclusione, le implicazioni economiche delle perdite delle banche centrali sono molteplici e complesse.

Esse riguardano non solo i bilanci delle istituzioni monetarie, ma anche la finanza pubblica, la credibilità della politica monetaria e la stabilità macroeconomica.

Tuttavia, se adeguatamente gestite, tali perdite non rappresentano necessariamente un ostacolo al perseguimento degli obiettivi di politica monetaria, ma costituiscono una componente fisiologica del ciclo economico e finanziario.

CONCLUSIONI

L'analisi svolta nel presente elaborato ha evidenziato come il periodo compreso tra il 2021 e il 2023 rappresenti una fase di profonda discontinuità per l'economia dell'area euro e per la conduzione della politica monetaria.

Il ritorno dell'inflazione, dopo un lungo periodo caratterizzato da dinamiche dei prezzi contenute, ha imposto un rapido cambiamento nell'orientamento della Banca Centrale Europea.

In particolare, è stato effettuato un passaggio da una politica monetaria fortemente espansiva, basata sull'utilizzo di strumenti non convenzionali, a una politica restrittiva finalizzata al contenimento delle pressioni inflazionistiche.

Questa transizione ha avuto effetti rilevanti sui bilanci delle banche centrali.

Il passaggio dal *Quantitative Easing* al *Quantitative Tightening* ha infatti determinato un'inversione della dinamica dei risultati economici, con il passaggio da una fase di profitti elevati a una fase caratterizzata da perdite.

Le perdite osservate risultano riconducibili a diversi fattori tra loro interconnessi.

In primo luogo, l'aumento dei tassi di interesse ha inciso negativamente sul margine di interesse, determinando un incremento del costo delle passività a fronte di rendimenti contenuti delle attività.

In secondo luogo, la riduzione del valore dei titoli detenuti ha contribuito a generare perdite in conto capitale.

Infine, la dimensione raggiunta dai bilanci durante la fase espansiva ha amplificato l'impatto della fase restrittiva.

Dal punto di vista economico, tali dinamiche producono implicazioni rilevanti.

La riduzione delle rimesse ai governi può incidere sulla finanza pubblica, mentre l'inasprimento delle condizioni finanziarie può influenzare negativamente la crescita economica.

Inoltre, le perdite possono sollevare questioni relative alla credibilità e all'indipendenza delle banche centrali, soprattutto in contesti caratterizzati da pressioni politiche o fiscali.

Tuttavia, è importante sottolineare come tali perdite non rappresentino necessariamente un'anomalia, ma possano essere interpretate come una conseguenza del ciclo di politica monetaria.

I benefici della fase espansiva e i costi della fase restrittiva costituiscono, infatti, due aspetti complementari di un medesimo processo.

In questo contesto, la valutazione dell'operato delle banche centrali non può basarsi esclusivamente sui risultati di bilancio, ma deve tenere conto della loro capacità di perseguire l'obiettivo primario di stabilità dei prezzi.

In tal senso, le perdite assumono un ruolo secondario rispetto all'efficacia complessiva della politica monetaria.

In conclusione, l'evoluzione recente della politica monetaria evidenzia la crescente complessità del ruolo delle banche centrali in un contesto macroeconomico instabile.

La gestione del bilancio, la stabilità finanziaria e il controllo dell'inflazione risultano sempre più interconnessi, rendendo necessario un approccio equilibrato e credibile nel lungo periodo.

BIBLIOGRAFIA

- Eurostat (2024), *Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*, annual data.
- European Central Bank (2021), *Economic Bulletin*, Issue 4/2021, Frankfurt.
- Blinder, A. S. (2010), “*Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies*”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 92, No. 6, pp. 465–479.
- International Monetary Fund (2021), *World Economic Outlook: Recovery During a Pandemic*, Washington, DC.
- International Monetary Fund (2022), *World Economic Outlook: War Sets Back the Global Recovery*, Washington, DC.
- European Central Bank (2022), *Economic Bulletin*, Issue 7/2022, Frankfurt.
- International Monetary Fund (2023), *World Economic Outlook: Navigating Global Divergences*, Washington, DC.
- Bhattarai, S., Neely, C. J. (2022), “*An Analysis of the Literature on International Unconventional Monetary Policy*”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 60, No. 2, pp. 527–597.
- Eurostat (2023), *Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*.
- European Central Bank (2023), *Economic Bulletin*, Issue 5/2023, Frankfurt.
- Blanchard, O. (2022), “*Fiscal Policy under Low Interest Rates*”, MIT Working Paper.
- Galí, J. (2015), *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle*, Princeton University Press, Princeton.
- Bernanke, B. S. (2015), *The Courage to Act*, W.W. Norton & Company, New York.
- Joyce, M., Tong, M., Woods, R. (2011), “*The Financial Market Impact of Quantitative Easing*”, *International Journal of Central Banking*, Vol. 7, No. 3, pp. 113–161.

- Eggertsson, G. B., Woodford, M. (2003), “*The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy*”, Brookings Papers on Economic Activity, No. 1, pp. 139–211.
- European Central Bank (2023), *Key ECB interest rates*, Frankfurt.
- Papi, L. (2024), Le implicazioni economiche delle perdite delle banche centrali, Quaderno di ricerca n. 492, Università Politecnica delle Marche.
- European Central Bank (2015), *Asset Purchase Programme (APP)*, Frankfurt.
- European Central Bank (2020), *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*, Frankfurt.
- European Central Bank (2023), *Annual accounts of the ECB, Frankfurt*.-Bank for International Settlements (2023), *Annual Economic Report*, Basel.
- European Central Bank (2025), *Report on Monetary Policy Tools, Strategy and Communication*, Occasional Paper No. 372, Frankfurt.
- Eren, E. (2024), “*The Macropprudential Role of Central Bank Balance Sheets*”, BIS Working Paper No. 1173.
- Kumhof, M. et al. (2024), “*Quantitative Easing and Quantitative Tightening: The Money Channel*”, Bank of England Working Paper.
- Adrian, T. et al. (2024), “*New Perspectives on Quantitative Easing and Central Bank Balance Sheet Policies*”, IMF Working Paper.
- Du, W., Forbes, K., Luzzetti, M. (2024), “*Quantitative Tightening Around the Globe: What Have We Learned?*”, NBER Working Paper No. 32321.
- European Central Bank (2023), *Financial Stability Review*, Frankfurt.
- Stella, P. (2005), “*Central Bank Financial Strength, Transparency and Policy Credibility*”, International Monetary Fund Working Paper.