



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**LE CONSEGUENZE ECONOMICHE E MONETARIE DELLA CRISI
PANDEMICA: ANALISI DELLE RISPOSTE E DEGLI IMPATTI A
LIVELLO GLOBALE**

**THE ECONOMIC AND MONETARY CONSEQUENCES OF THE
PANDEMIC CRISIS: AN ANALYSIS OF GLOBAL RESPONSES AND
IMPACTS**

Relatrice:
Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:
Federico Torta

Anno Accademico 2023/2024

INDICE

Introduzione	4
Capitolo 1 Effetti della crisi e misure di contenimento.....	7
1.1 Introduzione alla pandemia e agli impatti economici iniziali	7
1.2 Risposte dei governi e delle banche centrali.....	10
Capitolo 2 Le risposte monetarie alla crisi pandemica	14
2.1 Intervento delle banche centrali	14
2.2 Effetto delle politiche espansive	19
2.3 Risultati nel breve termine.....	21
Capitolo 3 Politiche espansive e inflazione: un legame inevitabile?.....	25
3.1 Dalla ripresa economica all'emergere dell'inflazione.....	25
3.2 Dinamiche inflazionistiche: cause e sviluppi principali.....	27
3.3 Le risposte monetarie all'inflazione emergente.....	29
Conclusioni	32
Bibliografia	34
Sitografia	35

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, il panorama economico globale è stato sconvolto da una serie di sfide senza precedenti legate alla pandemia di COVID-19. Questa crisi sanitaria si è rapidamente trasformata in una crisi economica di vasta portata, con gravi ripercussioni per le economie di tutto il mondo.

Le restrizioni imposte per limitare la diffusione del virus, tra cui i lockdown e le misure di distanziamento sociale, hanno generato profonde interruzioni nelle catene di approvvigionamento e hanno determinato un drastico calo della domanda in molti settori produttivi. La conseguente recessione economica è stata caratterizzata da un crollo della produzione industriale, dall'aumento della disoccupazione e da una forte incertezza nei mercati finanziari internazionali. In questo contesto, governi e istituzioni sono stati costretti a usufruire di misure straordinarie per cercare di arginare gli effetti più devastanti della crisi e sostenere la ripresa.

Il presente lavoro si propone di analizzare le risposte della politica monetaria alla crisi economica innescata dalla pandemia, con particolare attenzione agli effetti a breve termine e alle possibili implicazioni di lungo periodo. Dopo un esame delle dinamiche economiche globali che hanno caratterizzato i primi mesi della pandemia e delle principali misure adottate per fronteggiare l'emergenza, si esplorerà il ruolo cruciale svolto dalle banche centrali. Infine, sarà esaminato il fenomeno inflazionistico che si è manifestato nella fase di ripresa, cercando di comprendere le sue cause e gli strumenti utilizzati dalle autorità monetarie per contrastarlo.

L'approfondimento di queste dinamiche sarà fondamentale per comprendere non solo l'efficacia delle politiche adottate, ma anche le sfide che le economie nazionali e internazionali si troveranno ad affrontare nei prossimi anni.

La crisi pandemica ha infatti messo in luce le vulnerabilità intrinseche del sistema economico globale, richiedendo un ripensamento delle strategie monetarie e fiscali in un contesto sempre più complesso e interconnesso.

Capitolo 1

Effetti della crisi e misure di contenimento

1.1 Introduzione alla pandemia e agli impatti economici iniziali

La pandemia di COVID-19, dichiarata ufficialmente dall'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) nella giornata del 11 marzo 2020, ha avuto un impatto senza precedenti sull'economia globale. Le conseguenze immediate e drammatiche si sono manifestate in vari settori e hanno generato una crisi economica che ha colpito ogni angolo del pianeta.

Nel suo intervento del 14 aprile 2020, Kristalina Georgieva, Direttrice Generale del Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha affermato: “La nostra analisi indica che il mondo sta entrando in una recessione globale, pari o peggiore di quella del 2009. Questa crisi non ha eguali nella nostra storia.”

Infatti, a causa delle misure di lockdown e di distanziamento sociale imposte per limitare la diffusione del virus, molte aziende hanno dovuto interrompere le loro attività. Questo ha comportato una significativa contrazione del prodotto interno lordo (PIL) in quasi tutti i paesi, il dato definitivo del 2020, è una diminuzione del PIL globale del 3,1%, come confermato dal Fondo Monetario (FMI). Settori come il turismo, l'ospitalità e il commercio al dettaglio hanno subito perdite enormi, contribuendo a un calo generalizzato della produzione e della domanda.

La crisi ha portato ad un incremento esponenziale della disoccupazione, con milioni di lavoratori che hanno perso il lavoro o sono stati messi in congedo. Secondo i dati resi noti dal Dipartimento al Lavoro negli Stati Uniti, il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 14,7% ad aprile 2020, il livello più alto dalla Grande Depressione. L'aumento della disoccupazione ha avuto un impatto diretto sul potere d'acquisto delle famiglie, riducendo ulteriormente la domanda di beni e servizi.

Le restrizioni ai viaggi e le chiusure delle fabbriche, in particolare nei paesi asiatici, hanno interrotto le catene di approvvigionamento globali. Le aziende si sono trovate ad affrontare ritardi nelle consegne e difficoltà nell'acquisto delle materie prime, influenzando negativamente la produzione e i livelli delle scorte.

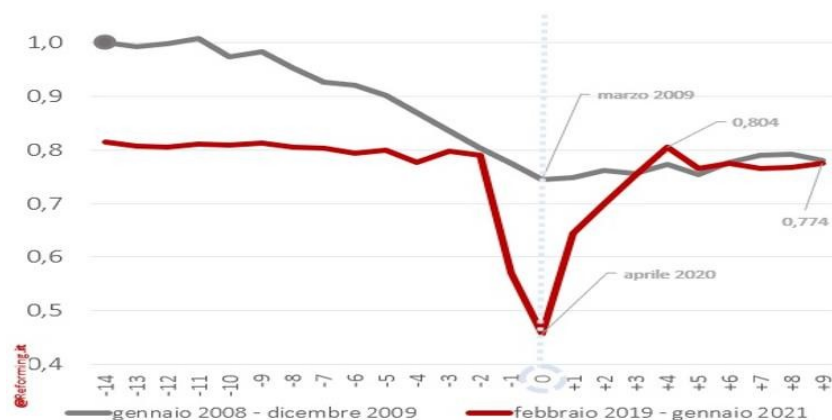
Le banche hanno visto un incremento delle richieste di prestiti, mentre le famiglie si sono indebitate per mantenere i livelli di consumo e coprire le spese quotidiane.

In queste condizioni le disuguaglianze economiche e sociali già esistenti sono state ampliate, i gruppi più vulnerabili, come i lavoratori a basso reddito e quelli con contratti precari, hanno subito i danni maggiori. Per queste comunità l'accesso a servizi sanitari di qualità, all'istruzione e alle opportunità di lavoro è diventato ancora più difficile evidenziando la necessità di politiche più inclusive e sostenibili.

Le conseguenze economiche della pandemia di COVID-19 sono state devastanti e hanno avuto un impatto profondo su scala globale. Confrontandole con quelle della Grande Recessione del 2008, si può comprendere ancor meglio quanto la crisi pandemica sia stata devastante.

Sebbene entrambe le crisi abbiano portato a una contrazione economica significativa, le loro cause e le modalità di propagazione sono state diverse. La pandemia, essendo un'emergenza sanitaria globale, ha colpito in modo immediato e simultaneo tutti i settori economici, mentre la crisi del 2008 è nata principalmente dal collasso del sistema finanziario globale.

Figura 1.1: Indice di produzione industriale



Fonte: <https://www.reforming.it/articoli/crisi-confronto%283%29>

La Figura 1.1 analizza per l'andamento dell'indice di produzione industriale (escludendo il settore delle costruzioni) durante i due periodi di recessione economica. Durante la crisi finanziaria globale del 2008-2009, l'industria ha subito una contrazione progressiva, ma relativamente contenuta.

La linea grigia mostra, infatti, una flessione lenta nel corso di diversi mesi, raggiungendo il suo punto più basso nel marzo 2009, quando l'indice si è assestato su 0,804 rispetto al livello di partenza pari a 1. La ripresa è stata lenta e graduale, segnalando una fase di recupero più difficoltosa e prolungata.

Diversamente, la crisi pandemica ha generato uno shock più immediato e di portata decisamente maggiore. La linea rossa, che rappresenta l'andamento della produzione industriale tra il 2019 e il 2021, evidenzia un crollo drastico a partire dall'inizio del 2020, con un picco negativo registrato nell'aprile dello stesso anno, quando l'indice è sceso fino a 0,514, una contrazione di quasi il 50% rispetto ai livelli precrisi.

Tuttavia, nonostante l'entità del danno fosse molto più severa, la ripresa è stata altrettanto rapida. Entro pochi mesi, l'industria ha iniziato a recuperare, riportandosi

a un livello vicino a 0,774 già nel gennaio 2021, in netto contrasto con il ritmo più lento e meno marcato della ripresa post-2008.

La mancanza di precedenti concreti ha costretto i leader politici a navigare in un territorio sconosciuto, a sperimentare strategie e a prendere decisioni basate su informazioni in continua evoluzione. In questo contesto, l'incertezza e l'imprevedibilità della pandemia hanno costretto i Governi a innovare e a sviluppare risposte più agili e reattive, cercando di imparare in tempo reale dagli sviluppi in corso.

1.2 Risposte dei governi e delle banche centrali

Alla luce di quanto evidenziato nel paragrafo precedente, la crisi pandemica rappresenta, nel contesto storico, un evento atipico rispetto alle crisi del passato. Essa, infatti, è stata innescata da uno shock esogeno al sistema economico e finanziario, connesso alla diffusione del COVID-19.

Prima di approfondire le misure adottate dai governi per affrontare la crisi, è essenziale comprendere le circostanze che ne hanno determinato l'insorgenza. In Europa, a partire da marzo 2020, la maggior parte degli Stati membri ha introdotto rigide misure di lockdown, costringendo i cittadini a rimanere nelle proprie abitazioni. Tali provvedimenti, che limitavano le libertà personali, avevano l'obiettivo di ridurre i contatti tra le persone e, di conseguenza, arginare la diffusione del virus.

L'Italia è stata il primo Stato membro dell'Unione Europea a adottare un lockdown su scala nazionale, il 9 marzo 2020, limitando gli spostamenti dei cittadini e dei residenti, fatta eccezione per attività essenziali, quali lavoro, emergenze o motivi di salute.

Anche altri Stati hanno seguito questa linea, implementando restrizioni simili per contenere la propagazione del Coronavirus. La chiusura delle frontiere è diventata inevitabile e, entro la fine di marzo 2020, la maggior parte degli Stati dell'Unione aveva imposto divieti di ingresso e restrizioni sui viaggi.

La rapidità con cui il virus si è diffuso, unita alle misure restrittive necessarie per contenerlo, hanno provocato una recessione, mettendo a rischio interi settori e milioni di posti di lavoro. In questo contesto, evitare una depressione globale è diventato un imperativo fondamentale per governi e istituzioni internazionali, richiedendo risposte aggressive e coordinate per stabilizzare l'economia e prevenire conseguenze di lungo termine.

Ciò si è concretizzato in pacchetti di stimolo, tassi di interesse prossimi allo zero e l'implementazione di politiche fiscali espansive volte a sostenere le famiglie, le imprese e i mercati finanziari. L'adozione di sussidi diretti, come trasferimenti di denaro e indennità di disoccupazione potenziate, è stata cruciale per sostenere la domanda interna e prevenire una spirale di calo dei consumi, che avrebbe peggiorato ulteriormente la crisi economica.

Le misure di sostegno per le imprese, tra cui prestiti garantiti dallo Stato, moratorie sui debiti e contributi a fondo perduto, hanno svolto un ruolo essenziale per preservare il tessuto produttivo, evitando un'ondata di fallimenti.

Mantenere operative le imprese non solo è stato essenziale per garantire la stabilità occupazionale, ma ha anche evitato la totale interruzione delle catene di approvvigionamento globali, fondamentale per il commercio internazionale.

Infine, le banche centrali hanno svolto un ruolo cruciale nel mitigare gli effetti della crisi economica. Portando i tassi di interesse a livelli storicamente bassi e ricorrendo a politiche non convenzionali come il *quantitative easing* (QE), le banche centrali hanno sostenuto i mercati finanziari e favorito la circolazione del credito. Senza tali interventi, il rischio di una crisi di liquidità avrebbe potuto innescare un collasso del sistema finanziario.

Per quanto, generalmente, l'approccio sia stato comune a livello internazionale, ovviamente si sono registrate differenze negli interventi che i vari Stati hanno utilizzato in questa situazione di emergenza.

Prendendo in analisi il caso dell'Unione Europea, quest'ultima ha inizialmente affrontato la crisi in modo frammentato, con ogni Stato membro che ha implementato misure nazionali per proteggere la propria economia. Tuttavia, con l'evolversi della crisi, l'UE ha sviluppato una risposta più coordinata, culminata nel piano Next Generation EU, un pacchetto di 750 miliardi di euro destinato alla ripresa economica e alla trasformazione sostenibile delle economie degli Stati membri. Questo ha rappresentato un passo cruciale verso una maggiore solidarietà fiscale tra i paesi dell'Unione, permettendo la prima emissione di debito comune europeo.

Il fondo è stato suddiviso tra sovvenzioni e prestiti destinati a sostenere gli Stati più colpiti dalla pandemia, come l'Italia e la Spagna, fornendo loro risorse per rilanciare l'economia senza incrementare ulteriormente il debito pubblico.

Un altro elemento fondamentale della risposta europea è stato il programma SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*), che ha stanziato cento miliardi di euro per finanziare il mantenimento dei posti di lavoro. La volontà era aiutare i governi a coprire i costi dei sussidi di disoccupazione e a sostenere programmi di cassa integrazione e di riduzione delle ore lavorative, limitando così l'impatto della disoccupazione e preservando la capacità produttiva delle aziende.

La Banca Centrale Europea (BCE) ha svolto un ruolo cruciale nel mantenere la stabilità finanziaria dell'area dell'euro. Attraverso il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), la BCE ha acquistato titoli per un valore di 1.850 miliardi di euro, garantendo liquidità ai mercati e sostenendo i costi di finanziamento dei governi. L'intervento ha aiutato a mantenere bassi i tassi di interesse sui titoli di Stato, riducendo la pressione fiscale sugli Stati membri e favorendo la spesa pubblica necessaria per affrontare la crisi.

CAPITOLO 2

Le risposte monetarie alla crisi pandemica

2.1 Intervento delle banche centrali

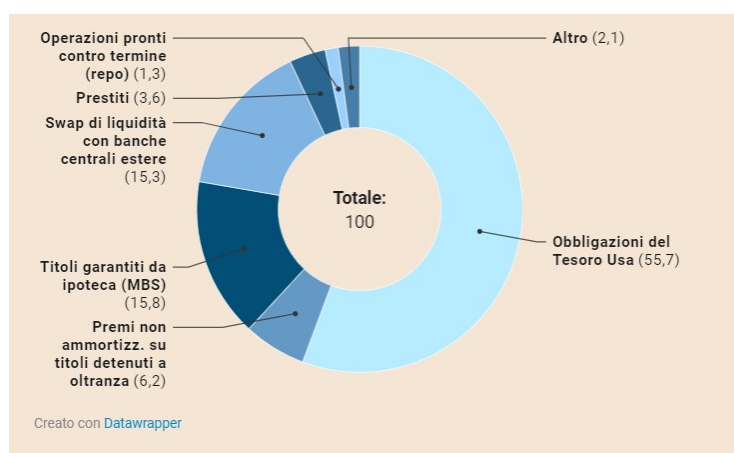
L'intervento delle banche centrali durante la crisi pandemica ha svolto un ruolo decisivo nel mitigare gli effetti economici della crisi sanitaria globale. La Federal Reserve (FED) negli Stati Uniti e la Banca Centrale Europea (BCE) nell'Eurozona, le due principali istituzioni monetarie mondiali, hanno messo in atto una serie di misure straordinarie per sostenere l'economia durante tutta questa fase.

Le strategie adottate dalle due banche centrali hanno mostrato importanti differenze. La FED, con una politica più aggressiva e tempestiva, ha rapidamente abbassato i tassi di interesse e avviato programmi massicci di acquisto di assets, mentre la BCE ha introdotto misure più gradualistiche, come il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), tenendo conto della diversità economica degli Stati membri e volendo muoversi in conseguenza dell'avanzare del tempo.

Prima di entrare nello specifico è importante evidenziare come la dicotomia degli interventi messi in atto da queste due grandi istituzioni sia da ricercare negli obiettivi di politica monetaria ad esse assegnati.

La FED infatti non ha vincoli, godendo di un'elevata autonomia operativa; quest'ultima ha come obiettivi primari la massima occupazione e la stabilità dei prezzi ma persegue un'altra ampia gamma di obiettivi senza un vero ordine gerarchico. La BCE al contrario, secondo il Trattato di Maastricht del 1992, ha come unico obiettivo la stabilità dei prezzi da perseguire in maniera prioritaria rispetto agli obiettivi generali della Comunità.

Figura 2.1: Le mosse della Federal Reserve



Fonte: Il Sole 24 Ore.

Come evidenziato dalla Figura 2.1, le principali azioni intraprese dalla FED sono state:

- Taglio dei tassi di interesse: Tra marzo e aprile 2020, la Banca centrale statunitense ha ridotto i tassi di riferimento di 150 punti base, portando il target massimo allo 0,25%. Questo ha abbassato il costo del credito per famiglie e imprese, incentivando consumi e investimenti necessari per attenuare la recessione.

- *Quantitative Easing* (QE): La FED ha ampliato il proprio bilancio per acquistare enormi quantità di titoli di Stato (Treasuries) e obbligazioni garantite da ipoteca (MBS). In soli tre mesi, questo è passato da 4.158 a 7.097 miliardi di dollari. Tale mossa ha aumentato la liquidità sul mercato, abbassando i tassi a lungo termine e sostenendo il valore dei titoli, inclusi quelli detenuti dalle banche, proteggendo così il sistema finanziario da pesanti perdite.

- Swap di liquidità in dollari: ha attivato linee di swap, accordi tra banche centrali di diversi Paesi per scambiare valute, come nel caso di scambi tra dollari statunitensi ed euro, yen o altre monete, per soddisfare la domanda globale di dollari e limitare le tensioni sui cambi internazionali. A fine maggio 2020, tali swap

ammontavano a circa 448 miliardi di dollari, stabilizzando i mercati globali della stessa moneta.

- Creazione di linee di credito mirate: Sono stati introdotti programmi per sostenere l'economia reale. Il "Main Street Lending Program" ha fornito liquidità a piccole e medie imprese, mentre altri strumenti come i pronti contro termine in dollari (FIMA facility) hanno sostenuto le autorità monetarie estere in mancanza di swap.

- Supporto al mercato del lavoro e corporate bonds: I *corporate bonds* sono titoli di debito emessi da aziende per raccogliere capitali, offrendo agli investitori un rendimento in cambio del finanziamento delle proprie attività, progetti o espansioni. Durante la crisi del COVID-19, la Federal Reserve ha sostenuto questo mercato acquistando questi titoli, andando incontro anche ad alti rischi. L'intenzione era quella di mantenere stabili i prezzi e assicurare liquidità alle aziende, proteggendo posti di lavoro e stimolando l'economia.

Tutte queste azioni hanno rappresentato un meccanismo di stabilizzazione per l'economia reale e i mercati finanziari, agendo sulla fiducia degli investitori e proteggendo le attività produttive.

Questa prima considerazione relativa agli Stati Uniti ci serve per comprendere analogie e differenze rispetto alle scelte fatte dalla BCE.

La BCE, infatti, all'inizio della pandemia ha mantenuto i tassi di interesse a livelli storicamente bassi, fissandoli rispettivamente allo 0,00% per le operazioni di rifinanziamento principale, allo 0,25% per le operazioni di rifinanziamento marginale e a -0,50% per i depositi presso la banca centrale. Questa decisione ha avuto l'obiettivo di ridurre il costo del credito, incoraggiando così investimenti da parte delle imprese e dei consumatori. Mantenere i tassi a livelli contenuti è stato essenziale per stimolare la domanda in un momento in cui la fiducia dei consumatori era in calo a causa dell'incertezza legata alla pandemia.

Una delle azioni più significative intraprese dalla BCE è stata l'implementazione del Programma di Acquisto per l'Emergenza Pandemica (PEPP), già citato nel precedente capitolo. Inizialmente previsto per un ammontare di 750 miliardi di euro, il programma è stato successivamente ampliato a 1.850 miliardi di euro, consentendo acquisti netti di titoli di stato e obbligazioni aziendali fino alla fine di marzo 2022. Questa espansione ha contribuito a stabilizzare i mercati finanziari, assicurando che i rendimenti delle obbligazioni rimanessero bassi e che le condizioni di finanziamento fossero favorevoli per i governi e le imprese. Acquistando attivamente titoli, la BCE ha cercato di prevenire un possibile aumento dei costi di finanziamento che avrebbe potuto aggravare ulteriormente la crisi economica.

Per consolidare ancor di più il sistema finanziario, sono state introdotte misure che hanno allentato i criteri di idoneità per le garanzie utilizzate dalle banche. Queste misure sono state estese fino a giugno 2022, permettendo alle banche di utilizzare un più ampio ventaglio di garanzie per accedere a prestiti. Inoltre, sono state programmate operazioni di rifinanziamento a lungo termine, con condizioni favorevoli, per incoraggiare le banche a continuare a prestare liquidità all'economia; assicurando che le istituzioni finanziarie potessero mantenere un adeguato flusso di credito verso famiglie e imprese.

Parallelamente al PEPP, la BCE ha continuato i suoi acquisti nel Programma di Acquisto di Attività (PAA) a un ritmo di 20 miliardi di euro al mese.

La risposta della Federal Reserve e della Banca Centrale Europea alla crisi pandemica ha messo in luce approcci distinti ma complementari nella gestione della crisi economica. Entrambi gli enti hanno attuato politiche monetarie aggressive, come il taglio dei tassi di interesse e programmi di acquisto di attivi, per garantire liquidità e sostenere l'economia reale.

Le maggiori differenze sono legate al fatto che la FED ha conseguito un ampio ricorso a strumenti come *il quantitative easing* e linee di *swap* di liquidità, la BCE ha focalizzato i propri sforzi sul Programma di Acquisto per l’Emergenza Pandemica (PEPP) e sulla flessibilità delle garanzie per le banche. L’analisi dei vari interventi evidenzia non solo la capacità di reazione delle banche centrali di fronte a sfide mai affrontate prima, ma anche la loro determinazione nel promuovere una ripresa economica sostenibile.

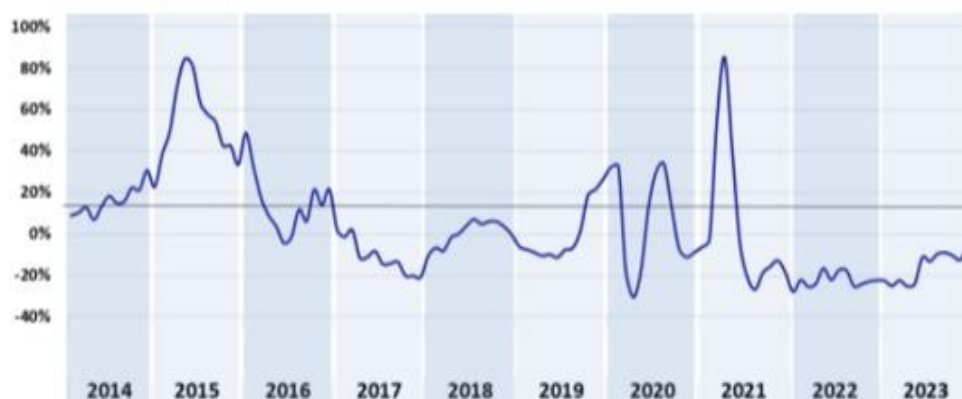
2.2 Effetto delle politiche espansive

Gli interventi monetari della FED e della BCE durante la crisi pandemica hanno avuto effetti immediati e importanti, che si sono riflessi in vari settori dell’economia e dei mercati finanziari. Inizialmente, l’aumento della liquidità ha avuto un impatto diretto sulla fiducia degli investitori, riducendo l’incertezza e stabilizzando i mercati. Grazie all’intensificazione delle operazioni di acquisto di titoli da parte delle due banche centrali, gli operatori di mercato hanno trovato un contesto più stabile per continuare a investire, contribuendo alla rapida ripresa degli indici azionari. Nonostante il forte calo registrato nei primi mesi della pandemia, gli indici hanno mostrato un recupero relativamente rapido, segno di una maggiore resilienza finanziaria favorita da queste misure.

Sul piano della domanda aggregata, la riduzione dei tassi di interesse ha reso il credito più accessibile per famiglie e imprese, stimolando consumi e investimenti in diversi settori. Un esempio particolarmente evidente è stato il settore immobiliare, dove la domanda di mutui ha registrato un aumento significativo, riflettendo tassi ipotecari storicamente bassi.

Anche le imprese, soprattutto quelle che operano in ambiti industriali, hanno beneficiato delle condizioni di credito favorevoli, che hanno permesso di pianificare investimenti nonostante l'incertezza del periodo. La Figura 2.2, che mostra l'andamento delle richieste di nuovi mutui e surroghe in Italia dal 2014 al 2023, conferma quanto detto, evidenziando un picco positivo proprio nel 2021.

Figura 2.2: Le richieste di nuovi mutui e surroghe



Fonte: <https://www.quotidiano.net/economia/richieste-mutui-3ec2a102?live>

In assenza di tali misure, molti istituti bancari avrebbero subito una pressione più forte sui propri bilanci, con potenziali rischi sistemici per l'intero settore finanziario.

Il sostegno della FED e della BCE ha invece permesso alle banche di operare senza eccessive difficoltà e di continuare a erogare prestiti, riducendo così il rischio di insolvenze a catena.

Anche sul piano dell'occupazione e del supporto alle piccole e medie imprese (PMI), le politiche espansive hanno avuto effetti tangibili.

In particolare, negli Stati Uniti, i programmi mirati della FED, come il *Main Street Lending Program*, hanno fornito liquidità diretta alle PMI, contribuendo a mantenere i posti di lavoro in un momento in cui la disoccupazione minacciava di aumentare drasticamente.

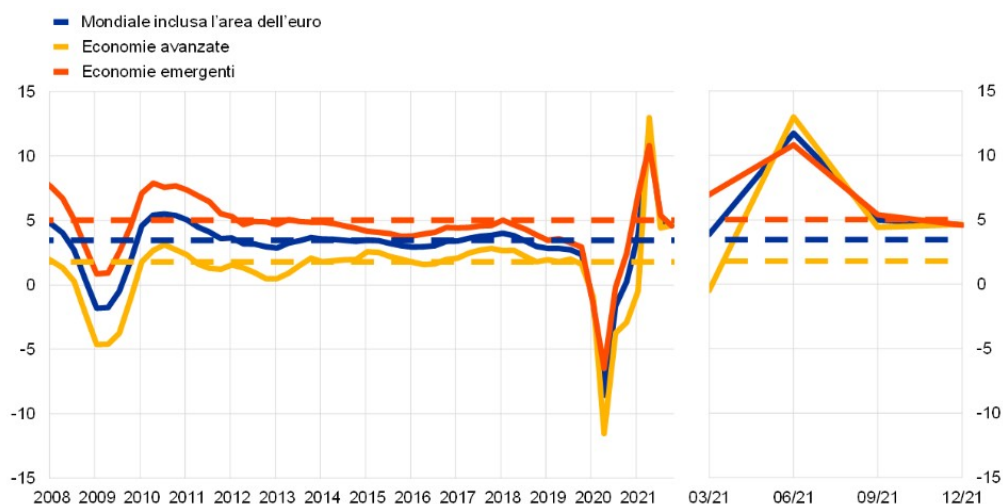
In Europa, il sostegno della BCE alle istituzioni bancarie ha avuto un impatto simile, permettendo alle banche di offrire condizioni di credito più agevolate a imprese e famiglie. Questo sostegno al credito è stato essenziale per mantenere attive molte piccole imprese e mitigare le conseguenze economiche negative della pandemia.

Concludendo queste politiche espansive hanno creato un effetto a catena positivo, alimentando una stabilizzazione dei mercati e favorendo una ripresa iniziale in vari settori economici. La liquidità garantita e la fiducia ripristinata hanno offerto una base di ripartenza per l'economia reale, evitando il rischio di una recessione molto più profonda e prolungata.

2.3 Risultati nel breve termine

Entrando nello specifico dei risultati che sono conseguiti nel breve termine, possiamo analizzare i dati relativi al 2021. L'andamento della pandemia, i contagi in calo e l'allentamento delle misure restrittive hanno contribuito ad un miglioramento delle condizioni che assieme alle manovre delle Banche centrali di riferimento hanno portato a degli ottimi risultati su scala globale. Come riportato dal Rapporto annuale della BCE (2021) il PIL mondiale che nel 2020 aveva subito una diminuzione del 3,1% è riuscito a recuperare in un anno e raggiungere un tasso di crescita pari al 6,2%. Nonostante questa performance positiva a livello mondiale, nella realtà si sono verificate enormi differenze tra i vari Stati da ricercare nella diversificazione che persiste tra economie avanzate rispetto a quelle emergenti.

Figura 2.3: La crescita del PIL mondiale



Fonte: <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements>

La Figura 2.3 mostra come le economie avanzate (linea gialla) abbiano mostrato una ripresa costante, beneficiando dell'accesso prioritario ai vaccini e di misure di sostegno economico immediate e create per combattere la crisi, che hanno permesso di stimolare rapidamente la domanda interna. Le economie emergenti (linea rossa), d'altra parte, hanno registrato un picco di crescita più elevato. Questo è dovuto sia alla ripresa delle esportazioni, in particolare verso le economie avanzate, sia alla ripresa della produzione industriale.

Tuttavia, è importante notare che la crescita rapida delle economie emergenti è stata accompagnata da una maggiore volatilità, evidenziata dal picco visibile nella metà dell'anno. Nonostante l'elevato potenziale di crescita, hanno incontrato maggiori difficoltà nell'accesso ai vaccini e nella gestione delle ondate pandemiche, fattori che hanno contribuito a rendere la ripresa meno stabile. In generale, il tasso di crescita globale del 2021 (linea blu) riflette questa tendenza alla ripresa,

collocandosi ad un livello intermedio tra i tassi delle economie avanzate e quelle emergenti.

Dopo il picco della metà dell'anno, osserviamo un graduale ritorno verso livelli di crescita più moderati, segno che la fase più esplosiva della ripresa è stata temporanea e ha ceduto il passo a una normalizzazione. Questa tendenza suggerisce che, pur con una crescita ancora elevata, il ritmo della ripresa mondiale stava già rallentando verso la fine del 2021. I rallentamenti oltre ad essere connessi ai continui cambiamenti del virus e il riproporsi di questo, sono connessi anche a vari ostacoli e carenze che hanno limitato la capacità dell'economia globale di soddisfare rapidamente la domanda in crescita post-pandemia. Infine, per quanto riguarda il mercato del lavoro, pur essendo stati evitati picchi drammatici di disoccupazione, non si è verificata una vera ripresa nel 2021, e le misure adottate hanno avuto l'effetto di stabilizzare i numeri senza risolvere le sfide strutturali.

Effettivamente alcune problematiche risultavano ancora molto importanti; la graduale riapertura delle economie e l'aumento delle vaccinazioni hanno ridotto i tassi di disoccupazione, ma senza tornare ai livelli pre-pandemia. Negli Stati Uniti, il fenomeno noto come "*Great Resignation*" ha ulteriormente complicato la situazione: milioni di persone hanno lasciato volontariamente il lavoro, cercando condizioni migliori o un miglior equilibrio tra vita privata e professionale.

In Europa, invece, i tassi di disoccupazione sono stati contenuti grazie alle misure di supporto, come i regimi di lavoro ridotto, ma questo ha anche nascosto una "disoccupazione potenziale", poiché molti lavoratori erano sottoccupati o parzialmente inattivi.

CAPITOLO 3

Politiche espansive e inflazione: un legame inevitabile?

3.1 Dalla ripresa economica all'emergere dell'inflazione

Le politiche di stimolo adottate in risposta alla crisi pandemica hanno sostenuto in modo rilevante la ripresa economica, agendo sia sul fronte della domanda sia dell'offerta.

Gli interventi monetari espansivi delle banche centrali, tra cui la riduzione dei tassi di interesse a livelli storicamente bassi e il Quantitative Easing (QE) tramite l'acquisto massiccio di titoli di stato e corporate bonds, hanno aumentato la liquidità disponibile, facilitando l'accesso al credito per imprese e famiglie. Queste misure hanno favorito investimenti e spese di consumo, accelerando il rimbalzo economico.

Parallelamente, le politiche fiscali espansive messe in atto dai governi, quali sussidi diretti, incentivi fiscali e programmi di sostegno all'occupazione, hanno dato ulteriore stimolo alla domanda interna.

Negli Stati Uniti, per esempio, i pacchetti di stimolo hanno superato i 5 trilioni di dollari, mentre in Europa il *Recovery Fund* ha rappresentato una risposta coordinata senza eguali per il rilancio dell'economia post-crisi.

Nonostante questi interventi abbiano contribuito a una ripresa sostenuta, l'aumento repentino della domanda ha incontrato gravi difficoltà sul fronte dell'offerta, accentuando le pressioni inflazionistiche.

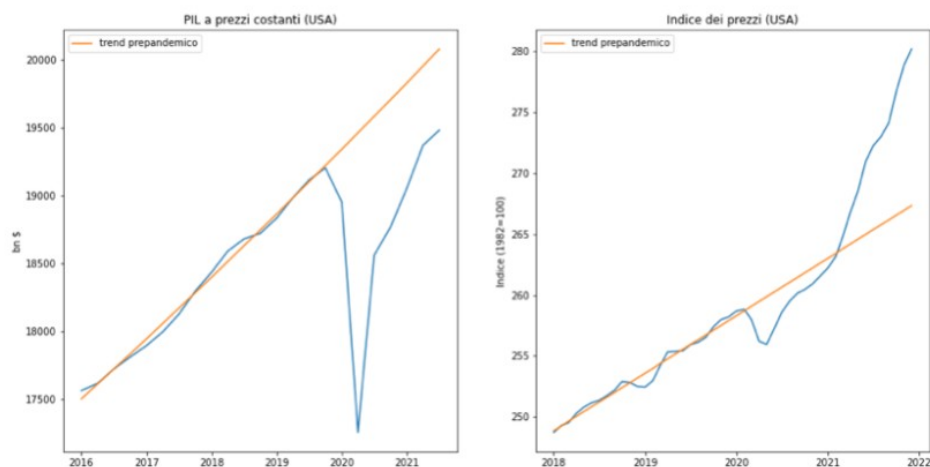
A causa delle interruzioni della produzione e della logistica durante la pandemia, molti settori hanno sperimentato “colli di bottiglia” nelle catene di approvvigionamento, che hanno rallentato il flusso di componenti e materie prime essenziali per la produzione, generando scarsità e rialzi in settori chiave. Considerando anche l'aumento delle spese di trasporto, la pressione inflazionistica è cresciuta notevolmente. Tutto ciò, unito a una carenza di manodopera specializzata in vari settori produttivi, come la logistica e i trasporti, ha

ulteriormente rallentato il ritmo di risposta dell'offerta, aumentando i costi dei beni finiti.

Di conseguenza, sebbene le politiche espansive abbiano rilanciato la domanda aggregata, l'insufficienza delle catene di fornitura globali ha limitato la capacità produttiva complessiva, generando pressioni inflazionistiche significative.

La complessità dell'inflazione post-pandemica va dunque oltre le sole politiche di stimolo, risultando dall'interazione tra politiche di sostegno alla domanda e shock strutturali dal lato dell'offerta, che ne hanno amplificato gli effetti. Questo contesto ci porta a riflettere sul delicato equilibrio tra stimolo economico e sostenibilità dell'offerta, una dinamica che rimane cruciale per comprendere e gestire l'inflazione nel lungo termine.

Figura 3.1: L'impatto della Pandemia su PIL e Prezzi negli Stati Uniti



Fonte: Federal Reserve Economic Data | FRED | St. Louis Fed (stlouisfed.org)

La Figura 3.1 riporta, da un lato, il Prodotto Interno Lordo (PIL) a prezzi costanti, che offre una visione completa della quantità totale di beni e servizi prodotti

nell'economia, attestandosi ad un livello che dista significativamente dal trend previsto prima della pandemia.

Dall'altro lato, l'indice dei prezzi al consumo ha mostrato un'accelerazione notevole, attestandosi ben oltre i valori medi pre-pandemici. Ciò indica chiaramente che una parte sostanziale dell'incremento della domanda ha portato a un aumento dei prezzi, piuttosto che a un incremento delle quantità prodotte.

3.2 Dinamiche inflazionistiche: cause e sviluppi principali

Le cause dell'inflazione verificatesi nel periodo post-pandemico si possono osservare sotto diverse prospettive. La prima riguarda le interruzioni nelle catene di approvvigionamento globali, che hanno ridotto la disponibilità di alcuni beni strategici, come semiconduttori e materiali industriali, essenziali per la produzione di beni di consumo e beni durevoli. La pandemia ha generato difficoltà di reperimento di materiale e una logistica discontinua, aumentando il costo di produzione e distribuzione e, di conseguenza, il prezzo finale dei prodotti. Questa scarsità ha colpito anche beni di prima necessità, che in condizioni normali non avrebbero risentito di una forte pressione inflazionistica.

I sostegni economici varati dai governi hanno supportato la capacità di spesa delle famiglie, che, grazie ai risparmi accumulati durante i periodi di lockdown, hanno incrementato i consumi una volta allentate le restrizioni.

L'aumento della domanda, concentrato soprattutto in alcuni settori, come quello dei beni tecnologici e delle automobili, ha generato un'ulteriore pressione sui prezzi; in particolare, negli Stati Uniti, dove la politica di stimolo è stata più consistente rispetto a quella europea.

È fondamentale considerare che un aumento dei consumi non agisce necessariamente in maniera negativa sull'inflazione; tuttavia, se questa spinta

espansiva non viene accompagnata anche dal lato dell'offerta si deve sopperire a questa mancanza sotto il punto di vista dei prezzi.

La ripresa della domanda di energia, unita alle tensioni internazionali legate al conflitto in Ucraina, ha determinato un aumento dei costi di gas e petrolio. Tali aumenti si sono tradotti in maggiori costi di produzione e di trasporto, che hanno finito per estendersi a quasi tutti i settori.

In Europa, dove la dipendenza energetica dalle importazioni è alta, l'effetto è stato particolarmente rilevante e visibile nel costo dei trasporti e nell'industria pesante.

Un altro effetto collaterale dell'innalzamento dei prezzi è stato l'aumento dei salari, soprattutto nei settori con una domanda di lavoro più alta. Effettivamente la diminuzione del potere d'acquisto delle famiglie si è tradotta in una richiesta per l'aumento degli stipendi.

Negli Stati Uniti, dove il mercato del lavoro è caratterizzato da una maggiore flessibilità e minori vincoli normativi, molte imprese hanno dovuto incrementare le retribuzioni, in risposta all'aumento del costo della vita e alla difficoltà di attrarre lavoratori.

Quando questa dinamica si ripete può generarsi una "spirale prezzi-salari", ossia una situazione in cui l'aumento dei salari, volto a compensare la perdita di potere d'acquisto, porta a un ulteriore incremento dei prezzi creando un circolo vizioso che rischia di alimentare ulteriormente l'inflazione, rendendola più persistente e difficile da controllare.

La situazione appena descritta rappresenta un fenomeno complesso, che riflette le crisi delle catene di approvvigionamento globali e le politiche di stimolo economico adottate dai vari paesi. Negli Stati Uniti, le politiche fiscali espansive hanno incentivato una ripresa dei consumi rapida e intensa, risultando in

un'inflazione elevata e diffusa, alimentata sia dall'aumento della domanda che dai costi, soprattutto nei settori dei beni durevoli e della tecnologia.

Al contrario, in Europa, la risposta fiscale è stata più contenuta, portando a una ripresa della domanda più graduale e a un'inflazione complessiva inferiore, con un aumento dei prezzi guidato principalmente dai costi energetici. Inoltre, l'impatto dei salari si è rivelato meno marcato, dato che il mercato del lavoro europeo è generalmente più regolamentato e meno reattivo ai cambiamenti della domanda.

3.3 Le risposte monetarie all'inflazione emergente

Nel 2021, la BCE e la Federal Reserve avevano già iniziato a delineare una prudente exit strategy, con l'obiettivo di contenere le aspettative di inflazione senza compromettere la ripresa economica in atto. Lo scopo principale era evitare che l'inflazione attesa influenzasse le contrattazioni salariali, innescando un processo inflazionistico autoalimentato.

Sin dall'inizio, tuttavia, le posizioni dei due istituti si sono differenziate, poiché le cause scatenanti si manifestavano in modo diverso negli Stati Uniti rispetto all'Unione Europea. Nonostante queste differenze, entrambi gli istituti erano consapevoli che le misure straordinarie adottate per contrastare la crisi dovessero essere gradualmente riportate alle condizioni iniziali.

Con l'aggravarsi delle pressioni inflazionistiche nel 2022, sia la BCE che la Fed hanno intensificato le loro azioni. Inizialmente, le strategie di politica monetaria miravano a frenare la domanda senza soffocare la crescita economica; tuttavia, con il persistere dell'inflazione elevata, è stato necessario adottare misure più incisive.

Oltre ai rialzi progressivi dei tassi di interesse, la BCE e la Fed hanno avviato politiche di *quantitative tightening* (QT), procedendo con la riduzione graduale dei bilanci per limitare la liquidità in circolazione. Negli Stati Uniti, la Federal Reserve

ha deciso di non reinvestire nei *Treasury* e nelle obbligazioni ipotecarie in scadenza, mentre la BCE ha ridotto gli acquisti del programma APP (*Asset Purchase Programme*) e del PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*).

Oltre alla riduzione del bilancio, le due banche centrali hanno intensificato la *forward guidance*, chiarendo le intenzioni di mantenere una politica restrittiva finché l'inflazione non si fosse stabilizzata a livelli sostenibili.

Questa comunicazione, da parte sia della BCE che della Fed, ha avuto l'obiettivo di influenzare le aspettative economiche di famiglie e imprese, per prevenire una crescita dei salari e dei prezzi che potesse alimentare una spirale inflazionistica.

A livello europeo, la BCE ha poi rivisto le condizioni dei prestiti mirati a lungo termine (TLTRO), resi meno favorevoli per scoraggiare un eccesso di credito che avrebbe potuto aumentare la domanda interna, contribuendo in maniera negativa.

In questo contesto, entrambe le banche centrali hanno ribadito l'importanza di un coordinamento con le politiche fiscali dei governi; come ha sottolineato la presidente della BCE, Christine Lagarde, era fondamentale che i governi eliminassero gradualmente le misure di sostegno economico introdotte per la crisi energetica e la pandemia, per evitare di creare nuove pressioni sui prezzi.

A sua volta, la Fed ha messo in guardia contro i rischi di un'inflazione "di origine fiscale", derivante dalle politiche di spesa pubblica espansive che, senza un controllo del debito, rischiano di amplificare le tensioni.

Sostanzialmente, la risposta della BCE e della Fed si è articolata su vari fronti: dall'aumento dei tassi e la riduzione dei bilanci, fino a una gestione più attenta del credito e delle aspettative economiche.

Tuttavia, l'efficacia di queste misure dipenderà in larga misura dalla capacità dei governi di sostenere le politiche monetarie restrittive con politiche fiscali più mirate e prudenti. Senza una cooperazione tra banche centrali e governi, il rischio è che

l'impatto stabilizzante delle azioni monetarie venga attenuato da politiche troppo espansive.

CONCLUSIONI

L'analisi condotta nella presente tesi ha esaminato in dettaglio l'evoluzione della crisi economica scaturita dalla pandemia e le risposte messe in atto dalle istituzioni per fronteggiare le sue conseguenze. La struttura del lavoro ha permesso di indagare in maniera articolata non solo gli effetti iniziali della crisi e le misure di contenimento, ma anche l'efficacia delle politiche monetarie espansive, arrivando a considerare l'inflazione come conseguenza di tali interventi.

Nella prima parte, è emerso come l'impatto della pandemia sia stato profondo e diffuso, generando una recessione economica globale senza precedenti. Gli shock di domanda e offerta, dovuti alle restrizioni e al cambiamento improvviso nei consumi, hanno richiesto risposte immediate e significative.

I governi e le banche centrali sono intervenuti con politiche fiscali e monetarie aggressive, nel tentativo di sostenere l'economia e garantire la stabilità dei mercati. Gli interventi iniziali sono stati perlopiù orientati a evitare crolli del sistema produttivo e a proteggere i lavoratori e le imprese.

Successivamente, la tesi ha evidenziato l'importante ruolo delle politiche monetarie espansive adottate dalle principali banche centrali. Queste misure, come l'abbassamento dei tassi di interesse e l'acquisto massiccio di titoli, hanno iniettato liquidità nel sistema, stimolando la ripresa ma anche alimentando le aspettative inflazionistiche.

Gli effetti a breve termine di queste politiche hanno permesso una ripresa economica rapida, specialmente nel 2021, ma hanno anche posto le basi per sfide future legate alla stabilità dei prezzi. Infatti, come mostrato nei capitoli successivi, l'aumento dell'inflazione è emerso come effetto collaterale inevitabile di questa espansione monetaria.

Nella terza sezione, si è approfondito come le dinamiche inflazionistiche osservate siano state il risultato combinato della ripresa economica, delle pressioni sui costi di produzione e delle politiche monetarie precedenti. A questo punto, le banche centrali si sono trovate di fronte a un difficile bilanciamento tra sostenere la crescita e contenere l'inflazione emergente.

Complessivamente, è emersa l'importanza di risposte tempestive ed efficaci in periodi di crisi, ma anche la necessità di strategie bilanciate per mitigare i rischi di lungo termine, come l'inflazione, nel processo di ripresa economica.

BIBLIOGRAFIA

Alessandrini, P. (2021). *Economia e politica della moneta, nel labirinto della finanza*. Il Mulino.

Dornbusch, R., Fischer, S., Startz, R., Canullo, M., & Pettenati, G. (2020). *Macroeconomia*. McGraw-Hill Education.

Smit, J., Nacer, E., Sikorski, A., Godard, C., & Magdziarz, W. (2023). *Social and Economic Consequences of COVID-19, lessons learned and recommendations for the future (COVI)*. Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament.

Staffolani, S. (2011). *Microeconomia, introduzione all'economia politica*. McGraw-Hill Education.

World Bank. (2022). *World Development Report 2022: Finance for an Equitable Recovery*. World Bank.

SITOGRAFIA

<https://www.bancaditalia.it>

<https://www.ecb.europa.eu>

<https://www.federalreserve.gov>

<https://www.ilsole24ore.com>

<https://lavoce.info>

<https://www.nytimes.com>

<https://www.salute.gov.it>

<https://www.wallstreetitalia.com>

<https://www.who.int>

<https://www.worldbank.org>