

LUISS 

Dipartimento  
di Economia e management

Diritto pubblico dell'economia

**CRISI FINANZIARIE INTERNAZIONALI E  
INTERVENTI DELLE ISTITUZIONI NAZIONALI  
E SOVRANAZIONALI**

Prof.ssa Pellegrini Mirella

---

RELATORE

Matr. 246501

---

CANDIDATO



# INDICE

<b>Introduzione</b> .....	4
<b>CAPITOLO I</b>	
<b><i>Crisi finanziaria del 2007-2009</i></b>	
1.1 <i>Crisi dei mutui subprime</i> .....	21
1.2 <i>Le misure delle istituzioni europee</i> .....	25
1.3 <i>Crisi del debito sovrano in Europa e in Italia e gli interventi a sostegno della crisi.</i> ..	29
<b>CAPITOLO II</b>	
<b><i>La pandemia di Covid-19 e la crisi economica 2020</i></b>	
2.1 <i>Dalla crisi sanitaria a quella economica</i> .....	35
2.2 <i>L'impatto sui mercati finanziari</i> .....	38
2.3 <i>Le misure a sostegno in Europa e in Italia: il Next Gen Eu e il PNRR</i> .....	40
<b>CAPITOLO III</b>	
<b><i>Crisi energetica e finanziaria: lo scoppio della Terza Guerra Mondiale</i></b>	
3.1 <i>Lo scoppio della Guerra in Ucraina e la reazione delle istituzioni europee</i> .....	44
3.2 <i>Crisi energetica: le misure delle istituzioni europee e dell'Italia</i> .....	46
3.3 <i>L'impatto della guerra in Ucraina sui mercati finanziari</i> .....	49
<b>CONCLUSIONI</b> .....	52
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	54

## INTRODUZIONE

L'argomento principale che affronterò in questa tesi ha ad oggetto le crisi finanziarie che si sono susseguite negli ultimi quindici anni in Italia e in Europa. Analizzerò le cause, gli effetti e le conseguenze di tali crisi, che, come vedremo, non sono solo economiche, ma spesso anche politiche e sociali. Ciò che invece tenterò di dimostrare attraverso questo lavoro è l'importanza che i Governi nazionali, le comunità internazionali e le autorità di vigilanza nazionali e internazionali svolgono all'interno di un sistema economico, tenendo presente che l'economia degli ultimi venti anni, come vedremo, ha risentito, in maniera positiva, ma a tratti anche negativa, del fenomeno della globalizzazione dei mercati finanziari, che ha reso gli Stati dell'Unione Europea (e non solo) fortemente influenzabili dagli eventi economici, politici e sociali che accadevano in ogni singola nazione.

A tal fine, occorre anzitutto fornire una definizione del concetto di crisi finanziaria, compito tutt'altro che agevole, in quanto ogni crisi finanziaria presenta delle cause, degli effetti e delle conseguenze diverse a seconda del contesto sociale, politico ed economico in cui si sviluppa. Si può sicuramente affermare che esistono diverse tipologie di crisi finanziarie. In particolare, il Fondo Monetario Internazionale (F.M.I.)<sup>1</sup> ne individua quattro: le crisi valutarie, che riguardano la svalutazione di una valuta che, conseguentemente, perde il proprio potere d'acquisto; le crisi bancarie, di regola originate dal verificarsi di gravi accadimenti politici e sociali con conseguente perdita di fiducia nelle Istituzioni, e che inducono i risparmiatori e in generale i correntisti a chiudere rapidamente i propri conti correnti, ritirando i propri risparmi. Le Banche, pertanto, si ritrovano improvvisamente prive della necessaria liquidità e, salvo interventi dello Stato finalizzati all'immissione di nuova liquidità nel sistema economico, non sono più in grado di svolgere operazioni finanziarie, così restando sostanzialmente bloccata la loro operatività. Altro tipo di crisi finanziaria è data dalla crisi di debito, che può riguardare tanto uno Stato sovrano quanto un'azienda. In tal caso, lo Stato o l'azienda non è più in grado di ripagare il proprio debito nei confronti di altri Paesi o di altre aziende ed è costretto a dichiarare bancarotta (default). Infine, un'ultima tipologia di crisi finanziaria

---

<sup>1</sup> in riferimento al sito 'Fondo Monetario Internazionale', articolo 'Le diverse tipologie di crisi finanziarie'. Il Fondo Monetario Internazionale è un'istituzione internazionale, di cui fanno parte 190 Paesi, che ha lo scopo di garantire e promuovere la stabilità del sistema economico e finanziario.

è quella denominata “Sudden Stop” o crisi della bilancia dei pagamenti, che si verifica quando i capitali esteri cessano, in modo repentino, di entrare nel Paese, mettendo così in pericolo la bilancia dei pagamenti di uno Stato.

Ciascuna delle diverse tipologie di crisi finanziarie<sup>2</sup> appena descritte, pur essendo originata da cause tra loro ben diverse, consente tuttavia di individuare alcune caratteristiche comuni a ciascuna di esse. Un primo fattore comune è rappresentato dall'aumento dei prezzi, in particolare delle materie prime e delle azioni, che vanno ad influenzare sia i costi subiti dalle imprese, sia il costo della vita per i cittadini. Un altro fattore può essere identificato nel severo deterioramento delle diverse fonti di finanziamento: banche, istituti di credito e fonti esterne di finanziamento, non sono più in grado di sostenere imprese e famiglie a causa di mancanza di liquidità, con conseguenti problemi di bilancio per ciascuno dei soggetti protagonisti del sistema economico. Infine, una crisi finanziaria è facilmente riconoscibile nel momento in cui si rendono necessari interventi urgenti e massicci nell'ambito economico da parte di Governi ed Entità sovranazionali.

Così brevemente descritte le principali tipologie di crisi, si potrebbe essere indotti a pensare, in maniera inesatta, che la conseguenza principale di una crisi finanziaria è la recessione del sistema economico. In realtà, la recessione è una conseguenza diretta di ogni ciclo economico, come affermato dallo stesso Fondo Monetario Internazionale. Ogni ciclo economico, infatti, è strutturato in maniera da attraversare quattro fasi: ripresa, espansione, rallentamento e recessione. Le crisi finanziarie, dunque, possono contribuire a rendere più drammatiche i periodi “naturali” di recessioni, sia in termini di durata che di conseguenze economiche causate dalle stesse, risultando così erronea la convinzione secondo la quale è esclusivamente il verificarsi di una crisi finanziaria a generare un periodo di recessione economica di livello nazionale o internazionale.

Come in precedenza accennato, ogni crisi finanziaria provoca effetti e conseguenze diversi a seconda della tipologia di crisi e del contesto “ambientale” in cui si sviluppa. È necessario quindi, puntualmente inquadrare il contesto all'interno del quale si origina e si sviluppa una crisi finanziaria, per procedere nell'analisi degli specifici effetti ad essa connessi. In questa tesi, pertanto, intendo soffermarmi sulle le crisi finanziarie che hanno

---

<sup>2</sup> D'Apice Vincenzo, Ferri Giovanni “Crisi finanziarie e regolamentazione: politiche economiche per un capitalismo stabile”, Carocci, 2011

investito l'Italia e l'Europa negli ultimi quindici anni, anzitutto analizzando e definendo il contesto sociale ed economico in cui tali crisi si sono sviluppate, diverso e peculiare per ciascuna delle singole situazioni di crisi presa in considerazione.

La prima crisi finanziaria che procederò ad analizzare è quella sviluppatasi negli anni 2007-2009<sup>3</sup>, generalmente definita come la crisi dei mutui *subprime*, iniziando a descrivere il contesto socio-economico nel quale ebbe a svilupparsi. Ci troviamo negli Stati Uniti, dove a partire dall'anno 2003 le Banche e gli altri Istituti di credito iniziano ad erogare, in maniera sempre più significativa, mutui ad alto rischio, concedendo sempre più diffusamente credito in favore di clienti che, in condizioni normali, sarebbero stati esclusi dal sistema creditizio in quanto non in grado di fornire adeguate garanzie. Ciò accadeva in quanto la Federal Reserve, ossia la Banca Centrale statunitense, aveva adottato una politica monetaria espansiva, basata su tassi di interesse molto bassi, in risposta alla grave crisi del Paese generata dall'attacco alle Torri Gemelle del settembre 2001. Il mercato immobiliare degli Stati Uniti, in quegli stessi anni, era in forte crescita, con il prezzo delle abitazioni in costante aumento. Succedeva, quindi, che le Banche erogavano mutui ad alto rischio, grazie ai quali i clienti acquistavano con relativa facilità nuove le abitazioni. Le stesse Istituzioni finanziarie contavano di poter recuperare i propri finanziamenti in caso di insolvenza dei mutuatari, pignorando gli immobili acquistati con i finanziamenti, per poi rivenderli sul mercato immobiliare. Da questa situazione ne scaturì una vera e propria "bolla immobiliare", pronta ad esplodere con i suoi deflagranti effetti, con il passare del tempo e la continua crescita delle transazioni immobiliari, troppo spesso riguardanti soggetti non in grado di onorare regolarmente i propri pagamenti e privi di idonee garanzie. Altro elemento fondamentale da tenere presente nell'analisi di questa crisi è l'affermarsi, negli stessi anni ed in misura sempre crescente, delle operazioni di cartolarizzazione. Tali operazioni consentivano agli Istituti creditizi di trasformare i mutui in titoli e di trasferirli alle cosiddette società veicolo, in modo da recuperare, in tempi decisamente ridotti, il credito largamente concesso, senza dover attendere che i mutui giungessero a termine dopo dieci, venti o trenta anni. Apparentemente, il vantaggio più grande delle operazioni di cartolarizzazione era dato dal fatto che le Banche potevano eliminare, almeno in parte, il rischio di insolvenza. Così

---

<sup>3</sup> Balletta Francesco "1991-2010: un ventennio di guerre e crisi economico-finanziarie", Arte Tipografica, 2011

gli Istituti di credito valutavano sempre meno il rischio di insolvenza dei clienti, potendo contare su questo tipo di operazioni e potendo inoltre recuperare più velocemente il credito concesso. Le Banche, pertanto, continuavano ad erogare mutui, nella maggior parte dei casi in favore di clienti con garanzie prossime alla zero. Attraverso il descritto fenomeno della cartolarizzazione, le istituzioni finanziarie furono così in grado di espandere la propria leva finanziaria (cd. *leverage*), che consentiva loro di ottenere profitti molto elevati, esponendole, tuttavia, al rischio di perdite altrettanto elevate. Attraverso il fenomeno della cartolarizzazione, inoltre, ben presto i presupposti della crisi statunitense furono trasferiti anche all'economia europea, in quanto sempre più titoli cartolarizzati venivano sottoscritti da investitori europei.

Altro elemento da considerare per avere un quadro completo nell'analisi della situazione pre-crisi, è dato dal ruolo svolto dalle agenzie di *rating*, ossia agenzia di valutazione dei prodotti scambiati. Le operazioni di cartolarizzazione, infatti, generavano dei prodotti strutturati, poco liquidi e non standardizzati, che erano scambiati per la maggior parte su mercati *over the counter* (O.T.C.), vale a dire all'infuori dei mercati regolamentati. In tale contesto, a fronte dell'opacità dei prodotti e della difficoltà di apprezzarne il valore, il giudizio delle agenzie di *rating* ha assunto un'importanza crescente, in quanto fattore di riferimento condiviso per la valutazione dei prodotti. Tuttavia, tali agenzie presentavano a loro volta dei limiti, in quanto basavano la valutazione di questi prodotti su modelli teorici che non necessariamente coincidevano con la realtà. Tali limiti si sono palesati in maniera definitiva con lo scoppio della crisi dei mutui *subprime*, quando fu chiaro che le agenzie avevano utilizzato modelli poco sofisticati, basati su una visione troppo ottimistica della realtà, presente e futura, che le aveva spinte ad offrire dei rating troppo generosi. Tale ottimismo fu anche dettato dalla sussistenza di situazioni di conflitti di interesse (specialmente tra Banche e grandi investitori, anche istituzionali) che spingevano in favore della direzione presa dalle agenzie. Questi giudizi nei confronti degli emittenti si rivelarono troppo generosi, quando questi ultimi iniziarono a manifestare i primi segnali di crisi.

A partire dal 2004, inoltre, la FED cominciò progressivamente a rialzare i tassi d'interesse, in risposta alla ripresa dell'economia statunitense, contribuendo così a far crescere la bolla immobiliare che si era creata nell'anno precedente e che, come detto, era pronta ad esplodere da un momento all'altro. Con l'aumento dei tassi d'interesse, infatti,

i mutui divennero sempre più costosi e i casi di insolvenza andavano via via crescendo. Ciò comportò una progressiva contrazione della domanda di immobili, che a sua volta determinò una diminuzione del prezzo delle abitazioni e, di conseguenza, del valore delle ipoteche poste a garanzia dei mutui, attraverso le quali le banche contavano di recuperare i crediti concessi. Ed ecco che ebbe a verificarsi lo “scoppio” della bolla immobiliare.

Il contagio al settore bancario fu quasi immediato: a partire dal 2007 e per tutto il 2008 le istituzioni finanziarie più coinvolte nell'erogazione di mutui *subprime* registrarono pesanti perdite.<sup>4</sup> Nello stesso periodo, la maggior parte dei titoli cartolarizzati, perse gran parte del proprio valore, divenendo illiquidabili e costringendo così le società veicolo a chiedere fondi alle Banche, che avevano garantito liquidità. Tuttavia, non tutte le Banche furono in grado di soddisfare le richieste di liquidità delle società veicolo, in quanto molti Istituti di credito non concedevano prestiti alle Banche: ben presto, si generò un clima di instabilità e di sfiducia nei confronti del sistema finanziario. Tale clima fu altresì alimentato da una crisi sviluppatasi anche nel settore interbancario, il quale sperimentò un aumento dei tassi d'interesse e una difficile, quasi impossibile, capacità di reperire fondi dalle Banche, le quali non concedevano credito ad altri Istituti finanziari. Le Banche iniziarono infatti a registrare ingenti perdite, dovute sia all'esposizione che avevano nei confronti delle società veicolo, sia per l'esposizione verso i soggetti colpiti dalla crisi, come i fondi di investimento che detenevano grandi quantità di titoli cartolarizzati, sia perché le stesse Banche erano possessori di titoli strutturati per motivi di investimento.

Negli USA l'apice della crisi fu raggiunto il 15 settembre del 2008, quando la Banca di investimento Lehman Brothers avviò le procedure per il fallimento: la caduta di una delle Banche di investimento più importanti a livello mondiale, segnò l'inizio di una nuova fase di forte instabilità, non solo negli Stati Uniti bensì in tutta Europa, e ciò in quanto la Lehman Brothers era fortemente esposta nei confronti di investitori ed istituzioni finanziarie in tutto il mercato finanziario, e dunque anche in Europa. Il fallimento della Lehman Brothers non fece altro che alimentare il clima di instabilità e scarsa fiducia che si era già formato e che continuò ad espandersi in tutto il mercato finanziario mondiale. Le preoccupazioni si riversarono anche nei confronti delle altre Banche d'affari esposte verso la Lehman Brothers e gli operatori captarono queste preoccupazioni e il rischio che

---

<sup>4</sup> Domenichelli Oscar, Pace Roberta, Vallesi Martina “Mutui subprime, investimenti e struttura finanziaria: gli effetti reali della crisi finanziaria sulle imprese”, RIREA, 2011



ne derivava: ciò determinò una drastica riduzione di liquidità nel mercato dei depositi interbancari e un aumento dei tassi di interesse a breve termine.

In breve tempo la crisi dei mutui *subprime* fu trasmessa all'economia reale americana ed europea: reddito ed occupazione cominciarono a ridursi sempre più, con una conseguente diminuzione dei consumi e degli investimenti, i mercati azionari risentirono pesantemente sia della riduzione dei prezzi generali, in particolare delle materie prime, sia della mancanza di investimenti, provocandone un crollo. Il mercato immobiliare subì un vero e proprio tracollo dovuto all'abbassamento dei prezzi (il cosiddetto effetto ricchezza) e, infine, l'interdipendenza commerciale tra i Paesi provocò una drastica riduzione del commercio mondiale.

In Europa diverse Banche ed Istituti di credito specializzati nell'erogazione di mutui per le abitazioni, subirono perdite importanti, con conseguenti corse agli sportelli dei risparmiatori per ritirare i propri depositi ed ulteriore conseguente carenza di liquidità. Tuttavia, in Europa, l'avvento della crisi dei mutui *subprime* fu gestita in maniera diversa da parte di ciascun Paese: in Inghilterra, Germania, Danimarca, Svezia e nei Paesi Bassi, i Governi optarono per la nazionalizzazione di tali Banche e misero in atto una "massiccia" serie di diversificati interventi, dalla ricapitalizzazione all'acquisto di obbligazioni, per tentare il salvataggio delle Banche in crisi. Anche nel resto d'Europa furono predisposti analoghi piani di salvataggio per gli Istituti di credito in difficoltà, sicché l'ammontare totale degli interventi realizzati raggiunse la considerevole cifra di circa tremila miliardi di euro, suddivisi sotto forma di garanzie, ricapitalizzazioni, linee di credito e prestiti.

Parzialmente diversa fu la situazione che ebbe a verificarsi in Italia, ove il sistema bancario non ricevette significativi interventi di sostegno pubblico sino alla fine dell'anno 2011. Lo Stato, infatti, si limitò inizialmente a sottoscrivere obbligazioni subordinate, per un ammontare complessivo di poco più di quattro miliardi di euro, emesse da quattro tra le principali Banche, a fronte dell'impegno degli Istituti emittenti a non ridurre il credito erogato all'economia reale. Le maggiori difficoltà per le banche italiane sono state determinate, invece, dalla crisi del debito sovrano che toccò l'apice verso la fine del 2011<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> in riferimento al sito ufficiale della Consob, articolo 'La crisi finanziaria del 2007-2009'. 'Lo Stato si è limitato a sottoscrivere obbligazioni subordinate' garantendo così alle banche una maggiore liquidità e

La crisi finanziaria scoppiata nel 2008, dunque, evidenziò quali erano i limiti nella regolamentazione del sistema finanziario, sia negli USA che in Europa<sup>6</sup>. Le stesse autorità di vigilanza nazionali e sovranazionali, in Italia la CONSOB in particolare, misero in atto una serie di interventi per contenere gli effetti della crisi sul sistema finanziario. Successivamente, in Europa fu adottato un nuovo regolamento del sistema finanziario, in vigore dal novembre 2012. La stessa crisi finanziaria mise in discussione alcuni dei requisiti e principi contabili che fino ad allora erano stati adottati per permettere ai soggetti economici di operare sui mercati finanziari. In particolare, si decise di rivedere la regolamentazione dei mercati O.T.C. (*over the counter*) nonché la disciplina riguardante le agenzie di rating e i fondi speculativi, basata sino ad allora su un approccio tradizionalmente improntato all'autodisciplina. Anche le stesse Istituzioni di vigilanza sui mercati dovettero rivedere i propri assetti e, in Europa, fu impostato un sistema di regolamentazione basato su prassi uniformi e regole armonizzate.

La seconda situazione di crisi economica e finanziaria presa in esame nella presente tesi è quella verificatasi nell'anno 2020. Prima di esaminarne le molteplici implicazioni ed effetti, occorre precisare che tale crisi è stata in realtà determinata, a livello planetario, dalla improvvisa quanto imprevedibile diffusione della pandemia da COVID-19, che non ha precedenti, quanto a gravità, diffusione e contagi, nell'era moderna. È noto come tra la fine del 2019 e l'inizio del 2020, in Cina, precisamente nel distretto della città di Wuhan, si registrò il primo caso di infezione generata da un coronavirus appartenente alla famiglia SARS-Covid. Tale infezione si è rapidamente diffusa prima nella Cina stessa, per poi rapidamente interessare, nel giro di poche settimane, la quasi totalità delle Nazioni di ogni Continente. Questa malattia rientra, a pieno titolo, tra le più gravi patologie respiratorie sviluppatesi in tempi recenti e non ha risparmiato alcuna zona del mondo, ovunque mietendo migliaia di vittime. Il virus H1N1 sviluppatosi in Messico nel 2009, il MERS-CoV diffusosi in Medio Oriente e la SARS rilevata in Cina nell'anno 2002, ben presto si sono rivelate quali patologie di gran lunga meno gravi ed invasive rispetto al Covid-19, risultato, fin da subito, molto più contagioso, letale e diffusivo di qualsiasi precedente pandemia conosciuta in epoca recente.

---

permettendo agli istituti di credito di concedere una quantità maggiore di prestiti, in modo da trasferire liquidità all'economia reale.

In ragione dell'elevato tasso di diffusività e mortalità del virus in questione, la soluzione adottata nella maggior parte dei Paesi contagiati è stata il cosiddetto "distanziamento sociale", conseguito con tempistiche e modalità diverse a seconda dei diversi Paesi interessati dalla pandemia. Le difficoltà che si sono trovate ad affrontare i sistemi sanitari nazionali sono state abnormi e mai sperimentate in precedenza, con ospedali costretti a sopportare la pressione della popolazione contagiata ben oltre la soglia del limite sino ad allora conosciuto, divenendo così necessario, in molti Paesi, compresa l'Italia, l'allestimento di strutture ospedaliere provvisore ed interamente dedicate alle persone contagiate dal virus. Nel contempo, tutti i maggiori istituti di ricerca, nazionali ed internazionali, si sono concordemente adoperati nella individuazione e di cure efficaci e vaccini sicuri, pur avendo a disposizione tempi ristrettissimi rispetto alle tempistiche necessarie per lo sviluppo di vaccini idonei allo scopo.

E' così accaduto che in Europa, come nel resto del mondo, la misura immediatamente adottata per contenere il contagio da COVID-19, nel tempo necessario a che la ricerca portasse a compimento il proprio mandato, è stata la "chiusura" di ogni attività umana non reputata strettamente necessaria al soddisfacimento dei bisogni principali, il cosiddetto *lockdown*: vincoli alla mobilità degli individui, chiusura di scuole ed università, sospensione di eventi pubblici, eliminazione di tutti i tipi di attività ricreative che comportavano l'interazione sociale tra persone, quindi cinema, palestre, attività sportive di qualsiasi tipo, discoteche ed infine la chiusura di tutte le attività commerciali e produttive non essenziali. Proprio questa misura di sicurezza, che ha comunque rappresentato la scelta ottimale a fronte dell'emergenza epidemiologica da COVID-19, ha inevitabilmente determinato una serie di ripercussioni, sia a livello sociale che economico, a dir poco disastrose, con conseguenze, non soltanto di natura strettamente economica, ancora oggi difficilmente stimabili.

In linea generale, può affermarsi che le ricadute economiche provocate da un'emergenza sanitaria di portata mondiale, come quella in esame, che ha imposto, come inevitabili, severe misure di distanziamento sociale, sono in stretta connessione con gli effetti, diretti e indiretti, che provocano sull'ordinario rapporto dell'offerta e della domanda.<sup>7</sup> In particolare, il *lockdown* ha provocato dei veri e propri *shock* negativi sia sull'offerta che

---

<sup>7</sup> Salvi Antonio, Botti Andrea, Glitti Giacomo "Il mercato dell'M&A italiano durante il Covid-19", Giuffrè Francis Lefebvre, 2022

sulla domanda: per quel che riguarda l'offerta, vi è stata una netta contrazione della stessa, dovuta all'interruzione delle attività produttive non essenziali, e che ha colpito in maniera diversa i vari settori dell'economia. In alcuni casi, infatti, il lavoro da remoto (*smart working*) ha rappresentato un'ottima soluzione al problema del lavoro "sul campo". Purtroppo, tale soluzione organizzativa non è risultata ugualmente applicabile in tutti i settori dell'economia: si pensi, ad esempio, al settore del turismo o della ristorazione, senza dubbio tra i più colpiti dalla crisi sanitaria. Inoltre, occorre tenere presente che l'interruzione della filiera produttiva in un determinato settore o in una determinata area geografica, è in grado di espandersi ed influenzare anche altri settori ed aree geografiche, e ciò a seconda del grado di integrazione verticale e delle stesse connessioni geografiche: maggiori sono le interdipendenze lungo la catena produttiva di un bene o servizio, maggiori saranno le ripercussioni che l'intera catena potrà subire. Così, lo *shock* iniziale dell'offerta ha continuato ad espandersi. Per quel che concerne la domanda, invece, lo *shock* è stato determinato da diversi fattori: calo dei consumi (turismo, attività di intrattenimento, commercio al dettaglio), "l'effetto reddito", caratterizzato dalla sua contrazione provocata dalla chiusura o interruzione delle attività produttive, e che ha comportato una riduzione del reddito familiare disponibile, a sua volta determinato da un calo della retribuzione o, nel peggiore dei casi, dalla perdita del lavoro. Infine, "l'effetto ricchezza" dovuto alla perdita di valore delle attività finanziarie provocato dall'andamento negativo dei mercati finanziari.

A sua volta, la contrazione della domanda va ad ulteriormente amplificare lo *shock* negativo sull'offerta, causando conseguenze non del tutto simili nei diversi settori produttivi. Il settore primario - agricoltura, allevamento, pesca, attività agro-alimentari industriali - ha infatti subito perdite meno significative e più contenute, anche se in prospettiva potrebbero ipotizzarsi difficoltà nell'approvvigionamento di materie prime; diversamente, il settore delle telecomunicazioni e quello farmaceutico sono stati tra i pochi, che hanno addirittura "beneficiato" della pandemia e delle conseguenti restrizioni sociali, mentre i settori più colpiti, come già in precedenza accennato, rimangono quello turistico, quello della ristorazione e quello dell'intrattenimento, che hanno subito e continueranno a subire perdite molto significative. La crisi ha continuato ad espandersi fino ad arrivare al sistema finanziario, ossia ai mercati finanziari e alle Banche.

Per quanto riguarda l'andamento dei mercati finanziari, questo ha subito un calo netto che ha determinato una riduzione dei valori delle attività finanziarie, riducendo, a sua volta, la ricchezza e la propensione al consumo delle famiglie. L'andamento negativo dei mercati finanziari, inoltre, ha avuto ripercussioni anche sul settore bancario, e ciò perché le Banche, sia pure in diversa misura, risultano esposte sui mercati finanziari, possedendo titoli di Stato che vanno a negativamente influenzare i loro attivi se perdono valore. Inoltre, buona parte degli attivi delle Banche è costituito da prestiti a soggetti privati, quindi famiglie e imprese; versando queste ultime in situazione di difficoltà, ne consegue il peggioramento della qualità del credito ed un aumento dei crediti "in sofferenza" o addirittura di insolvenza, cui gli Istituti di credito rispondono concedono finanziamenti a condizioni sempre più stringenti ed in favore di un sempre minor numero di soggetti. Nelle due crisi più recenti, ossia la crisi *subprime* del 2008 e la crisi del debito sovrano del 2011, le difficoltà del settore bancario e la conseguente contrazione del credito al settore privato, hanno rappresentato fattori determinanti nell'amplificare la recessione economica. Rispetto al 2008, tuttavia, le attuali condizioni complessive del sistema bancario, appaiono notevolmente migliorate, anche per effetto di nuove norme prudenziali più stringenti e più efficaci nel mitigare, almeno in parte, la "prociclicità" insita nell'attività di intermediazione creditizia.

Infine, la crisi da pandemia ha causato un ulteriore *shock* esogeno sul debito pubblico. Infatti, nel corso della crisi da essa generata e per far fronte ad essa, le finanze pubbliche hanno dovuto mettere in atto una serie di provvedimenti straordinari finalizzati ad arginare la situazione di crisi stessa, che tuttavia hanno inevitabilmente causato squilibri nei conti pubblici: si pensi alle misure per fronteggiare l'emergenza del sistema sanitario, impreparato ad affrontare con mezzi ordinari la più grave delle recenti pandemie, ovvero alle misure di sostegno per il reddito delle famiglie e delle imprese. A ciò, va aggiunto il deterioramento delle entrate fiscali e la contrazione di domanda e offerta di prodotto come sopra descritta. Gli inevitabili squilibri nei conti pubblici hanno avuto un impatto particolarmente rilevante nei Paesi caratterizzati da una maggiore vulnerabilità in tale ambito per effetto dell'elevato *stock* di debito pubblico accumulato negli anni.

Fatte queste necessarie premesse e sinteticamente descritta la "crisi da pandemia", possiamo adesso analizzare quali siano stati gli interventi pubblici a sostegno dell'economia, prima in Europa e poi in Italia. L'Unione Europea, infatti, ha adottato

diversi piani di salvataggio per garantire supporto e stabilità all'intera economia europea. In proposito, va anzitutto segnalata l'iniziativa denominata C.R.I.I. (Coronavirus Response Investment Initiative) mediante la quale l'Unione ha messo a disposizione dei Paesi aderenti alcuni fondi già stanziati nel precedente bilancio dell'Unione stessa. Nel settore del lavoro, inoltre, per limitare i danni occupazionali generati dal *lockdown*, sono stati promossi una serie di programmi volti a supportare famiglie e imprese: il programma SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) ha stanziato la somma di cento miliardi di euro per sostenere la misura di cassa integrazione adottata da molti paesi dell'UE; la Banca Europea di Investimenti (BEI), ha a sua volta istituito un fondo paneuropeo di garanzia per le piccole e medie imprese, di ammontare pari a venticinque miliardi di euro, volto a movimentare risorse per un ammontare complessivo di duecento miliardi di euro sotto forma di finanziamenti.

Sono stati, inoltre, raggiunti una serie di accordi tra i Paesi dell'Unione Europea, finalizzati a garantire stabilità e sicurezza all'economia nel lungo periodo, in particolare il *Next Generation EU*, promosso dalla Commissione Europea. Con esso è stato istituito un fondo europeo temporaneo per la ricostruzione, per un ammontare complessivo di settecentocinquanta miliardi di euro, ed il rafforzamento dei fondi di bilancio dell'UE per il periodo 2021-2027 per un ammontare totale di millecento miliardi di euro. Attraverso gli accordi sopra citati, il Meccanismo Europeo di Stabilità (European Stability Mechanism, ESM) ha garantito una linea di credito precauzionale per un ammontare di duecentoquaranta miliardi di euro.

Altri piani e provvedimenti sono stati applicati al settore bancario e interbancario, in tal caso dalla BCE (Banca Centrale Europea) e dalla BEI (Banca Europea per gli Investimenti), in modo da garantire liquidità agli istituti di credito e finanziamenti a famiglie e imprese. Nello specifico, le misure più rilevanti adottate hanno riguardato: la riduzione dei tassi d'interesse di riferimento; l'attenuazione di alcuni criteri di vigilanza che avrebbero potuto mettere in difficoltà le Banche e gli Istituti di credito nel concedere prestiti ai privati; l'attuazione di una serie di operazioni di rifinanziamento che consentano alle Banche di reperire più facilmente liquidità dalla BCE. Sono stati inoltre ampliati i programmi di acquisto di attività finanziarie (titoli) pubbliche e private, inclusa

la carta commerciale e le obbligazioni emesse da società non finanziarie (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP).<sup>8</sup>

A livello nazionale sono stati attivati interventi per sostenere la liquidità del reddito delle imprese e delle famiglie e per garantire l'accesso al credito, come le garanzie pubbliche per i prestiti alle imprese e l'assegnazione di sussidi alle famiglie in difficoltà. Sono stati anche ritardati gli adempimenti fiscali a favore di diversi soggetti privati e sospesa la riscossione dei crediti. Le misure adottate dai governi nazionali per adeguare i sistemi sanitari all'emergenza in corso e sostenere famiglie e imprese, hanno comportato un aumento significativo della spesa pubblica, insieme al differimento di alcuni obblighi fiscali e una base imponibile ridotta. Le misure adottate a livello europeo attenueranno, almeno in parte, l'impatto negativo dell'aumento della spesa sui saldi di finanza pubblica, soprattutto nei paesi più indebitati.

In Italia, l'impatto economico del *lockdown* è stato da subito evidente. Le previsioni di prospettiva economica pubblicate, fin da subito, da diverse agenzie internazionali mostrano che l'impatto della crisi sull'Italia è stato molto più pronunciato rispetto alle stime per le altre economie avanzate, in particolare quelle dell'area euro. Ciò è dipeso da vari fattori: in primo luogo, l'epidemia in Italia si è diffusa settimane prima rispetto ad altre economie avanzate e questa situazione ha comportato l'adozione ed il mantenimento delle misure di distanziamento sociale più a lungo rispetto ad altri Paesi, con tutte le gravi conseguenze provocate dalla prolungata sospensione dell'attività industriale. Questa a sua volta ha comportato il deterioramento dei rapporti intersettoriali, il (già segnalato) calo del reddito disponibile e quindi, del consumo dei lavoratori, il calo della fiducia e l'aumento dell'incertezza. In secondo luogo, occorre tener presente che l'attività economica italiana è caratterizzata dal contributo significativo apportato da uno dei settori più colpiti dalla crisi, vale a dire il terziario. Rispetto al manifatturiero e ad altri settori, la pandemia ha reso il suo impatto economico sul settore dei servizi (cui fanno riferimento attività come turismo, ristorazione e intrattenimento) più intenso e duraturo e, come mostrano i dati del PIL (Prodotto Interno Lordo), esso è fortemente influente sul terziario.

---

<sup>8</sup> in riferimento al sito ufficiale della 'Banca Centrale Europea', articolo 'Cos'è il programma di acquisto per l'emergenza pandemica'. Il PEPP è un programma straordinario adottato dalla BCE per far fronte alla crisi da covid-19; esso consiste nell'acquisto di titoli nel settore pubblico e privato da parte della BCE, causando così un aumento dei prezzi di tali titoli e una riduzione dei tassi di interesse sul mercato. Così, il costo del debito si riduce per famiglie e imprese

In terzo luogo, l'economia italiana dipende fortemente dalle esportazioni. Stime recenti della Banca d'Italia e del Fondo Monetario Internazionale hanno rivelato che il commercio mondiale ha subito una diminuzione di circa il 10% nel 2020, una cifra simile al record del 2009. E' agevole comprendere, allora, quanto la una forte contrazione del commercio internazionale cagionato dalla crisi epidemiologica abbia negativamente inciso su di uno dei settori trainanti della economia nazionale.

Il piano di salvataggio adottato dall'Italia, denominato Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), ha inteso intervenire proprio nei settori più colpiti dalla crisi pandemica, mirando a risollevarne l'economia italiana attraverso un programma ben definito: il piano, infatti, definisce un'ampia gamma di interventi finalizzati a realizzare una globale modernizzazione del Paese. In particolare, esso fornisce un forte stimolo per la trasformazione digitale ed ecologica delle imprese e della pubblica amministrazione, delineando un chiaro piano di riforme per affrontare, e finalmente risolvere, alcune delle debolezze strutturali dell'Italia. Parità di genere, sostegno alle giovani generazioni e riequilibrio delle disparità territoriali sono le tre priorità orizzontali di tutti gli interventi proposti. Il PNRR inviato alla Commissione Europea ed attualmente già in fase di attuazione attraverso una molteplicità di progetti approvati, alcuni dei quali già in fase di esecuzione, ha previsto la mobilitazione di ingenti risorse, oltre duecentotrentacinque miliardi di euro tra risorse europee e nazionali, tra il 2021 e il 2026; circa il 70% di questi fondi sono destinati a nuovi progetti. Il rafforzamento del capitale infrastrutturale rappresenta una delle priorità di politica economica delineate nel piano di ripresa dell'UE.

Così brevemente tratteggiata la crisi economica del 2020, è possibile allora cogliere le affinità, ma soprattutto le differenze, rispetto alla crisi finanziaria del 2007-2009 sopra analizzata e descritta: siamo infatti al cospetto di due diverse tipologie di crisi finanziarie. La crisi da Covid-19, infatti, è stata anzitutto connotata dalla sua assoluta imprevedibilità ed assenza di modelli di riferimento, avendo colpito, a differenza di quella del 2008, in maniera più significativa non solo i mercati finanziari, ma l'intero sistema economico, dal mercato del lavoro a quello bancario ed interbancario, passando per il commercio mondiale ed internazionale. Inoltre - ed è qui che possiamo evidenziare un'ulteriore significativa e positiva differenza - tale crisi è stata affrontata, forse per la prima volta, in maniera comune e condivisa dai Paesi europei, con l'Unione Europea che ha messo in atto una serie di provvedimenti senza precedenti, concreti ed immediati, improntati alla



ai valori fondanti della stessa Unione e, soprattutto, alla solidarietà tra le comunità nazionali dei Paesi membri. E ciò, a mio parere, per due ordini di motivi: *in primis* perché per la prima volta si è trattato di affrontare un “nemico” comune, ossia il virus da Covid-19; in secondo luogo perché, dopo l’esperienza del 2007-2009 e la crisi del debito sovrano, l’Unione ed i singoli Paesi ad essa aderenti, hanno finalmente compreso l’importanza della collaborazione e della solidarietà per il conseguimento di obiettivi ed interessi comuni. Proprio questa comunanza di intenti ha consentito, nonostante la crisi del 2020 sia stata la più disruttiva, in senso economico e sociale, dal secondo dopoguerra ad oggi, di adottare provvedimenti che stanno già fornendo risposte concrete ai cittadini dell’Unione, con l’economia decisamente avviata verso una insperata ripresa.

Purtroppo, il piano di ricostruzione e resilienza dell’Unione Europea ha subito un rallentamento significativo dovuto alla terza delle crisi presa in analisi in questa tesi: la crisi energetica causata dallo scoppio della “terza guerra mondiale” frazionata, come autorevolmente più volte definita dall’attuale Pontefice.

Secondo la metodologia sin qui seguita, andrò prima a raccontare i fatti accaduti che hanno generato questa terza crisi, per poi analizzare gli effetti e le conseguenze da essi derivati.

La guerra in Ucraina scoppiata il 24 febbraio 2022, senz’altro all’origine della successiva crisi energetica, ha origini risalenti nel tempo. L’antagonismo tra Russia e Ucraina trae origine dall’indipendenza dell’Ucraina nel 1991, susseguente alla caduta del muro di Berlino (1989) e alla dissoluzione dell’impero dell’URSS, Unione delle Repubbliche Socialiste Sovietiche, di cui era parte anche l’Ucraina. All’indomani dell’indipendenza, il Paese era, di fatto, diviso in due, cattolico e filoeuropeo a ovest, filorusso a est, culminando in due autoproclamate repubbliche nel Donbass<sup>9</sup>: Donetsk e Luhansk, dove il russo rimane a tutt’oggi la prima lingua.

L’antagonismo tra queste due nazioni, dunque, pur essendo risalente agli anni passati, non era, sino ad oggi, sfociato in un aperto conflitto, al quale si è poi giunti, secondo gli

---

<sup>9</sup> in riferimento al sito ufficiale ‘Fanpage’ articolo ‘I motivi della guerra Russia e Ucraina’.

La questione del Donbass ha origine nel 2014, quando alcuni manifestanti armati occuparono palazzi istituzionali dell’Ucraina. Tali manifestazioni, portate avanti dai protestanti filorusi, si aggiungevano ad una serie di moti protestanti anti-governativi in concomitanza con l’annessione della Crimea alla Federazione russa. I separatisti chiesero, infatti, un referendum per ottenere l’indipendenza, negato dall’Ucraina. Nonostante ciò, tale referendum si tenne lo stesso, ma non fu mai riconosciuto da alcuna organizzazione internazionale.

analisti del settore, per tre fondamentali ragioni. In primo luogo, la riferita questione del Donbass. La risposta della Russia alle proteste ucraine si è materializzata nell'invasione nel 2014 della Crimea, ritenuta via strategica di accesso al mare, seguita da una rivolta delle popolazioni locali, sostenute dalla Russia attraverso i separatisti filorussi del Donbass, e che ha portato alla autoproclamazione di due repubbliche indipendenti.

Un secondo – e determinante - punto di attrito tra Mosca e Kiev è stata l'apertura dell'Ucraina all'Europa e alla NATO in particolare. Nel 2014, l'Euromaidan, storicamente conosciuta come la “rivoluzione della dignità”, è avvenuta dopo che il presidente filorusso Viktor Yanukovich ha sospeso l'accordo di libero scambio tra l'Ucraina e l'Unione Europea. Da lì è iniziata la procedura di *impeachment* contro il Presidente ed è stato istituito un governo provvisorio con l'europeista Alexander Turchinoy, mai riconosciuto da Mosca. A questi è succeduto il Presidente Petro Poroshenko (2014-2019) fino alla plebiscitaria elezione, nel maggio del 2019, dell'attuale presidente Volodymyr Zelensky. La vicinanza dell'Ucraina all'Europa non ha mai soddisfatto Mosca, poiché quest'ultima si è sempre sentita minacciata dall'apertura all'Occidente dell'Ucraina.

Infine, la paventata adesione dell'Ucraina alla NATO, ha rappresentato l'ultimo pretesto per innescare quella che ipocritamente viene definita dalla Russia “operazione militare speciale”. Dopo la Seconda guerra mondiale, infatti, l'Ucraina ha svolto, di fatto, il ruolo di “Stato cuscinetto”: essenzialmente un Paese che ha mantenuto la neutralità tattica tra le due superpotenze per evitare un possibile conflitto. Ma dall'indipendenza nel 1991, l'Ucraina ha mostrato diversi segnali di volontà di avvicinarsi alla NATO. Se l'annessione non è avvenuta, è solo perché la NATO non può accettare l'ingresso di Paesi i cui conflitti interni restano irrisolti. Tuttavia, la sola possibilità di avere un “vicino” nella NATO è bastata per allarmare la Russia e renderla consapevole della minaccia di un'espansione occidentale nella sua sfera di influenza geopolitica.

Lo scoppio della sciagurata guerra in Ucraina ha, da subito, comportato una serie di effetti e di conseguenze negative sull'economia europea, già alle prese con le conseguenze della crisi pandemica, andando ad impattare sia i mercati finanziari che il mercato delle risorse energetiche. In particolare, la forte dipendenza dell'Europa continentale dal gas russo, si è improvvisamente rivelata la più urgente e difficile delle questioni da gestire dall'Unione Europea e dai singoli Stati membri, attesa l'immediata

adozione di sanzioni economiche dell'Unione Europea contro la Russia, che hanno avuto, come effetto immediato e contrario, la progressiva riduzione delle forniture di gas, tra le principali risorse energetiche dell'Unione e dei singoli Stati. Si è così imposto all'attenzione delle Cancellerie di tutti i Paesi europei, anche non aderenti all'Unione, la necessità di trasformazione delle politiche e strategie energetiche, al fine di liberarsi, nel minor tempo possibile, dalla dipendenza da Mosca. Dopo l'invasione dell'Ucraina, la Commissione Europea ha varato un piano, denominato Repower EU, per rilanciare l'economia europea con l'obiettivo ambizioso di ridurre di due terzi la dipendenza dal gas russo entro la fine del 2022. Come prevedibile, la risposta della Russia non si è fatta attendere, e si è concretizzata nel sempre più frequente utilizzo delle armi della minaccia e dell'intensificazione degli attriti, con pretestuose e sempre più lunghe sospensioni nelle forniture del combustibile, nella (altrettanto pretestuosa) richiesta di pagamento delle forniture stesse in rubli. La situazione è in continua evoluzione, divenendo sempre più concreto il ricorso al *price cap*, vale a dire la fissazione di un tetto massimo al prezzo del gas, unitamente all'embargo totale nell'acquisto del petrolio russo, misure fortemente sponsorizzate dal governo italiano, e, proprio in questi giorni, al centro del dibattito politico ed economico di tutti i Paesi membri.

E' agevole comprendere come la guerra e la conseguente crisi energetica stiano oltremodo pesando sugli equilibri interni dell'Unione Europea, anche a causa di una precedente carenza di adeguato coordinamento su temi spinosi quali l'energia. Ciò, tuttavia, non sembra aver ostacolato oltre misura una efficiente e coesa risposta all'aggressione russa da parte dell'Unione, ancora una volta alla ricerca di una propria definitiva identità politica sulla scena internazionale quale forza indipendente, in grado di agire all'unisono di fronte alle molteplici emergenze che stiamo vivendo. Come tutte le crisi, tuttavia, anche questa in corso costituisce un'opportunità da non sprecare e che, se saggiamente colta, potrà avere decisive e positive implicazioni per il futuro dell'Europa.

La transizione energetica ed ecologica europea, sulla quale si è inaspettatamente e negativamente innestata la crisi energetica causata dalla guerra, resta, in ogni caso, il tema fondamentale da affrontare, a conferma della necessità di un'azione coordinata dei Paesi europei in grado di eliminare oggi la dipendenza dalla Russia e domani fronteggiare eventuali altre imprevedibili situazioni di crisi. Se il percorso faticosamente intrapreso in

questi giorni dall'Europa tutta e dall'Unione in particolare, proseguirà su questa strada, quest'ultima potrà continuare a proporsi come *leader* mondiale nella lotta ai cambiamenti climatici, senz'altro il più importante ed imprescindibile tema al centro dell'attenzione mondiale in quest'epoca di devastanti mutazioni ambientali e di gravissime implicazioni economiche e sociali da esse derivanti.

Le prime e positive misure adottate dai Paesi europei in un clima di urgenza e solidarietà per come sopra accennato, non sembra, tuttavia, essere esente da possibili e bruschi cambiamenti di rotta. Nel lungo termine, infatti, soprattutto nel caso di ulteriore prolungarsi dell'attuale conflitto, potrebbe accadere che gli interessi dei singoli Paesi posano divergere, come è già emerso nel corso del dibattito, ancora in atto, relativo all'imposizione di un tetto massimo al prezzo del gas proposto dall'Italia. Per questi motivi, è opportuno che l'Italia punti comunque sui propri *asset* e proceda a perseguirne di nuovi, mirando a una politica energetica caratterizzata dalla velocità di decisione: la strategia, infatti, può portare benefici a medio e lungo termine, riducendo frizioni di una dura "corsa al gas", che presenta già una forte competizione, soprattutto da parte dei mercati asiatici, in particolare Cina e India.

Un primo intervento che in questi giorni il Governo è impegnato ad attuare, è quello del reperimento del gas da altri Paesi, con particolare interesse al continente africano, dove le sorgenti alternative sono rappresentate in primo luogo dai giacimenti presenti in Algeria, Libia ed Egitto. A tale scopo, l'Italia sta intensificando i propri rapporti con questi Paesi, cercando di concludere quanto prima un accordo conveniente e che porti benefici non solo ai singoli Stati, ma anche all'Europa, assicurandosi, fin da subito, di impostare partnership tra i due continenti che garantisca stabilità, pace e sviluppo ai Paesi fornitori e lungo le rotte dei trasporti. L'Italia si trova così impegnata a giocare un ruolo di primaria importanza in questa vicenda, costituendo il nostro Paese storicamente, culturalmente e geograficamente un ponte naturale tra Nord e Sud. Ciò potrebbe altresì consentire di acquisire un importante vantaggio competitivo che consentirebbe, nel contempo, anche all'Europa, di raggiungere quanto prima un'autonomia strategica ed energetica e all'Italia di porsi come protagonista di questa transizione.

Il ruolo assunto dal nostro Paese nella rapida soluzione della crisi energetica alle soglie dell'inizio della stagione invernale, nel corso della quale il bisogno di energia a buon prezzo diviene più pressante, sembra apparentemente in contrasto con la "transizione

ecologica” avviata nell’Unione Europea, finalizzata, entro i prossimi due decenni, all’affrancamento dalle fonti energetiche maggiormente inquinanti, legate allo sfruttamento dei combustibili fossili, compreso il gas. Per questo motivo, in Italia principalmente, si è riaperto il dibattito che per anni ha diviso l’opinione pubblica tra favorevoli e contrari: la questione del ricorso alla energia nucleare. Tale dibattito è stato riaperto in Italia anche in ragione della prossimità delle elezioni politiche, divenendo tema della campagna elettorale, spesso sfruttato dalle forze politiche come argomento per orientare l’elettorato a proprio favore, indipendentemente da un’attenta ed imparziale riflessione sui vantaggi e svantaggi di una simile risorsa energetica. L’energia nucleare, infatti, pur risultando meno inquinante rispetto ai combustibili fossili oggi prevalentemente utilizzati, non può essere annoverata tra le fonti assolutamente pulite e rinnovabili, rilasciando, altresì, sia pure in maniera contenuta, emissioni di CO<sub>2</sub> oltre a generare il problema dello smaltimento delle scorie residue. Inoltre, soprattutto alla luce degli incidenti nucleari verificatisi nel secolo scorso, la scelta di una riconversione all’energia nucleare resta un tema fortemente divisivo nella pubblica opinione.

Sulla questione energetica in Italia e in Europa a seguito dello scoppio della guerra russo-ucraina, torneremo più avanti, facendo un *excursus* anche sull’impatto che gli eventi bellici hanno avuto sui mercati finanziari.

# CAPITOLO I

---

## LA CRISI FINANZIARIA DEL 2007-2009

---

### 1.1 LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME

Il primo elemento scatenante della crisi avutasi negli anni 2007-2009, è da individuarsi nel trapelamento di notizie sul fallimento di diversi fondi immobiliari collegati ai mutui ad alto rischio, in particolare del fondo speculativo Lehman Brothers<sup>10</sup>, il quale possedeva investitori privati e istituzionali sia in America che in Europa. A seguito delle prime indiscrezioni, di poi seguite dal fallimento della predetta Banca di affari, una vera e propria crisi di fiducia investì i mercati finanziari. Banche e società finanziarie operanti nel mercato dei mutui *subprime*<sup>11</sup> e fondi immobiliari, iniziarono così a monitorare i propri bilanci e, soprattutto, ad esaminare i prestiti in corso, accantonando riserve per bilanciare le possibili perdite derivanti dalle inadempienze dei mutui *subprime*. Questa maggiore attenzione al finanziamento interbancario e all'uso del capitale determinò un aumento del tasso di sconto interbancario al quale le banche commisuravano i rispettivi e vicendevoli prestiti. E' altresì noto come la paura e la sfiducia rendano sempre più difficile per gli operatori reperire capitali sul mercato. I costi eccessivi del denaro per le Banche, infatti, rappresentano un rischio a livello di sistema, interessando ed influenzando l'intera economia, potendo provocare un forte rallentamento delle operazioni finanziarie globali, una riduzione degli investimenti in tutte le attività economiche, una contrazione del credito offerto alla clientela (cosiddetto *credit crunch*). Come detto, l'origine del mutamento della situazione dei mercati finanziari e delle conseguenti perdite accumulate dalle Banche, è, dunque, da individuarsi nella crisi dei mutui *subprime*. La maggior parte dei mutui secondari (o *subprime*), infatti furono concessi a mutuatari statunitensi intorno agli anni 2000, quando i tassi di interesse della Banca Centrale statunitense (Fed) erano particolarmente bassi e, dunque, convenienti. Nell'anno 2003, la Federal Reserve con al timone Alan Greenspan, aveva fissato la misura

---

<sup>10</sup> Andrea Franceschi, "Lehman 10 anni dopo: un terremoto finanziario globale", Medium, 2018

<sup>11</sup> Shiller Robert Jr., Bruni Franco, "Finanza shock: come uscire dalla crisi dei mutui subprime", Egea, 2008

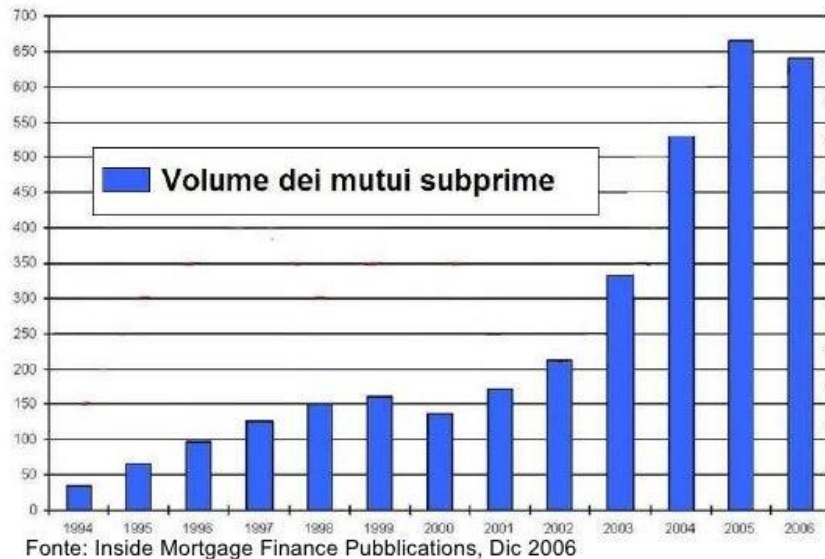
dei tassi interesse all'1%. Molti dei mutui contratti in quel periodo erano mutui a tasso variabili o ibridi (semifissi, semi variabili), ovvero vincolati al tasso determinato dalla Federal Reserve. In altre parole, le rate dei mutui aumentavano all'aumentare dei tassi di interesse e diminuivano al loro diminuire. Con tassi di interesse così bassi, anche solo dell'1%, la scelta di un mutuo a tasso variabile si rivelò ben presto "terribilmente sbagliata" poiché, nel lungo periodo, l'oscillazione verso l'alto dei tassi di interesse comportò un progressivo aumento delle rate dei mutui *subprime*, fino a raggiungere livelli troppo alti ed onerosi per il popolo *subprimer*, trasformando in cruda realtà il paventato rischio di insolvenza derivato dal costante aumento dei pagamenti rateali da parte dei mutuatari. A fronte della insolvenza dei mutuatari, le Banche reagirono procedendo al pignoramento della abitazioni acquistate con i mutui garantiti da ipoteca, fenomeno che assunse ben presto proporzioni massicce. Ulteriore problema ebbe a verificarsi successivamente, quando il mercato immobiliare, fino ad allora in forte crescita, cominciò a dare dapprima segni di rallentamento, fino ad una vera e propria forte contrazione, a causa dell'enorme quantità di abitazione oggetto di pignoramento per i mutui insoluti. I grafici di seguito riportati, mostrano l'esponentiale crescita dei mutui *subprime* dall'inizio degli anni Novanta sino all'anno 2006, ed il correlativo andamento dei tassi di interesse:

## Il mutuo si fa troppo caro...

A partire dal 2004, i tassi di interesse americani iniziano a crescere



## I mutui subprime



Come si evince da tali grafici, il volume dei mutui *subprime* concessi dagli anni Novanta fino al 2006 è aumentato vertiginosamente e, quando a partire dal 2004, i relativi tassi d'interesse hanno cominciato a crescere, le difficoltà e i primi segnali di crisi sono arrivati.

Il mercato immobiliare americano ha così subito, a partire dal 2006, un forte rallentamento, dopo anni di crescita esponenziale. Il prezzo delle case statunitensi ha iniziato a scendere in quegli anni, il che ha comportato ingenti perdite per le Banche, che non sono state, tuttavia, le sole a subire siffatte perdite. Infatti, il percorso abituale per questa tipologia di mutui, non si fermava alla sola Banca presso la quale il mutuo stesso era stato acceso, andando ben oltre tali confini. Come sopra detto, le Banche avevano dato l'avvio alle operazioni di cartolarizzazione dei mutui *subprime*, per contenere i rischi ed aumentare i profitti derivanti dalle commissioni. Cartolarizzazione dei mutui significa combinarli in una "scatola", poi divisa in azioni, cioè in tante parti uguali, a loro volta



vendute. Queste nuove scatole per mutui vengono definite Abs<sup>12</sup> (*asset backed security*), ossia cartolarizzazioni coperte da *asset* che in questo caso sono appunto le case date in garanzia. Pertanto, ogni azione rappresenta una porzione di una scatola di mutui garantiti dalla stessa casa per l'acquisto della quale è stato acceso il mutuo. Le azioni, a loro volta, sono convenienti perché, oltre al valore della casa, forniscono interessi che corrispondono a una parte degli interessi corrisposti da coloro che stipulano il mutuo. Questi ABS, inoltre, vengono a loro volta rivenduti a tanti altri operatori. Nel caso degli ABS con super mutui inclusi all'interno, i rendimenti sono più alti perché i mutuatari pagano interessi superiori alla media. Come insegna una delle prime regole della finanza, a rischi più alti corrispondono rendimenti più alti.

Vari operatori finanziari hanno poi acquistato questi ABS e raccolto i relativi interessi. Il "gioco", tuttavia, non si ferma qui. Perché, a loro volta, queste porzioni di scatola finiscono in altri pacchetti chiamati CDO. I CDO (*collateralized debt obligation*, ovvero titoli di debito emessi per la cartolarizzazione) sono in realtà fondi suddivisi in azioni che generano un determinato tasso di interesse. Questi fondi sono costituiti da molti asset diversi, compresi i mutui *subprime*. Chi acquista una parte di questi CDO ne beneficia, magari non sapendo cosa c'è nella scatola di cui ha comprato una porzione. Questo gioco, tuttavia, è diventato via via sempre più pericoloso e meno trasparente, con scatole che contenevano altre scatole che ne contenevano altre e così via, potendo arrivare all'infinito, come una sorta di matrioska. I CDO sono divenuti così sempre più complessi e di difficile comprensione nel contenuto, con le stesse agenzie di *rating*, ossia le società che valutavano la sicurezza di questi strumenti finanziari, che spesso assegnavano voti lusinghieri a questi *asset* senza neanche sapere cosa in realtà contenessero.

L'intero schema sopra descritto ha cominciato a crollare su sé stesso nel momento in cui le insolvenze si sono moltiplicate, le perdite sono cresciute e il mercato immobiliare è entrato in crisi. Il successivo fallimento della Lehman Brothers e la concomitante crisi immobiliare hanno messo a dura prova la tenuta delle Banche e degli altri Istituti di credito che avevano acquistato CDO. Ora, una delle caratteristiche proprie degli strumenti come i CDO e dei loro derivati, è la moltiplicazione del rischio per chi investe in essi: la

---

<sup>12</sup> in riferimento al sito ufficiale della 'Banca d'Italia'. Gli ABS sono strumenti finanziari, emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione, che pagano al possessore una serie di cedole a scadenza prefissata, per un ammontare calcolato sulla base di un tasso di interesse fisso o variabile.

somma di tanti strumenti ad alto rischio, infatti, moltiplica il rischio che assume l'investitore e le conseguenti perdite e guadagni a venire. A tal fine, la perdita aumenta gradualmente all'aumentare della stratificazione da CDO a CDO. Inoltre, le Banche si sentono spesso in dovere di "stringere la cinghia", il che significa, tra le altre cose, meno finanziamenti ai fondi di *private equity* e alle società finanziarie che spesso contribuiscono, grazie alle loro politiche di acquisizione e rivendita delle società, a mantenere alti i prezzi delle stesse società quotate.

In definitiva, queste perdite dirette e indirette, si sono riflesse inevitabilmente sulle borse e nei mercati finanziari più importanti del mondo, con delle conseguenze che ancora oggi sono difficili da quantificare.

## *1.2 Le misure delle istituzioni europee*

Nel contesto dell'Unione Europea, a seguito di un vertice di emergenza tenutosi a Parigi nell'ottobre del 2008, i Governi hanno attuato misure coordinate di sostegno per ridurre la pressione sul sistema bancario. Queste misure integravano la massiccia iniezione di liquidità da parte della BCE dall'estate del 2007 e fornivano garanzie per le passività bancarie, compreso l'ampliamento della copertura del sistema di assicurazione dei depositi. I Governi hanno anche provveduto a ricapitalizzare le istituzioni finanziarie, in alcuni casi persino acquisendo quote di maggioranza o diluendo il valore del patrimonio netto. Hanno, inoltre, provveduto a proteggere le Istituzioni finanziarie dalla perdita di attività attraverso recinzioni, garanzie statali, *swap* ed il trasferimento dei cosiddetti "attivi tossici" dai bilanci bancari<sup>13</sup>.

L'UE ha posto poi la propria attenzione su quali fossero state le cause principali che avevano portato al collasso dei mercati finanziari, intervenendo su tre punti fondamentali per ristabilire la stabilità sui mercati e risanare il clima di sfiducia creatosi in quegli anni.<sup>14</sup> La consapevolezza che la dimensione globale della crisi richiedesse un adeguato coordinamento internazionale, ha stimolato l'azione a livello del G20 (*forum* dei venti Paesi più industrializzati del mondo, nato nel 1999), che ha elaborato un piano di riforma del quadro normativo in materia di regolamentazione e di vigilanza nei mercati finanziari. In particolare, la crisi finanziaria aveva evidenziato la necessità di riformare quella che

---

<sup>13</sup> Dell'Atti Antonio, Miglietta Federica, "Il sistema bancario e la crisi finanziaria", Cacucci, 2014

<sup>14</sup> Capriglione Francesco, Troisi Angela "L'ordinamento finanziario dell'EU dopo la crisi: la difficile conquista di una dimensione europea", UTET, 2014

era l'impostazione politica di allora in tre aree fondamentali. In primo luogo, la regolamentazione e il controllo dovevano essere sostanzialmente migliorati per evitare distorsioni degli incentivi nei mercati finanziari, anche se ciò poteva comportare un approccio più invadente nella regolamentazione delle Istituzioni finanziarie. In secondo luogo, il quadro normativo doveva essere esteso a tutte le componenti dei mercati finanziari in grado di provocare rischi per la stabilità finanziaria. Infine, le autorità di regolamentazione dovevano adottare un approccio sistemico, riconoscendo che le Istituzioni finanziarie operano in ambienti complessi e con molteplici interconnessioni.

Uno degli interventi attuati in quest'ottica dall'Unione Europea, è consistito nella ridefinizione del quadro prudenziale all'interno del quale operano le Banche<sup>15</sup>, con il miglioramento ed il rafforzamento delle procedure di vigilanza in materia di gestione del rischio, di retribuzioni e di compensi. Nello specifico, sotto la guida del Comitato di Basilea<sup>16</sup>, nel luglio del 2009, sono stati adottati provvedimenti in questa direzione, attraverso il miglioramento degli schemi di regolamentazione di Basilea II. Le regole riviste prevedono un trattamento più rigoroso delle esposizioni verso la cartolarizzazione e degli strumenti fuori bilancio ed aumentano significativamente il coefficiente patrimoniale del portafoglio di negoziazione. I miglioramenti al quadro di Basilea II includono anche linee guida prudenziali per affrontare le carenze nelle pratiche di gestione del rischio bancario evidenziate dalla crisi finanziaria. Si prevede inoltre di aumentare il livello in: *governance* interna e gestione del rischio a livello aziendale, esposizione al rischio fuori bilancio e cartolarizzazione, gestione della concentrazione del rischio, incentivi per la gestione del rischio a lungo termine e per la gestione dei rendimenti.

Il pacchetto di riforme individuato dalla comunità europea prevedeva anche l'estensione della vigilanza a tutti i mercati, istituzioni e strumenti finanziari di rilevanza sistemica precedentemente non regolamentati, tra cui i titoli derivati *over-the-counter*, *hedge fund* e agenzie di *rating*. Senza una gestione coerente a livello europeo, ma anche globale, le attività in queste aree, spesso su scala internazionale, creano rischi di arbitrii ed elusione

---

<sup>15</sup> Morra Concetta, "Il diritto delle banche: le regole dell'attività", il Mulino, 2020

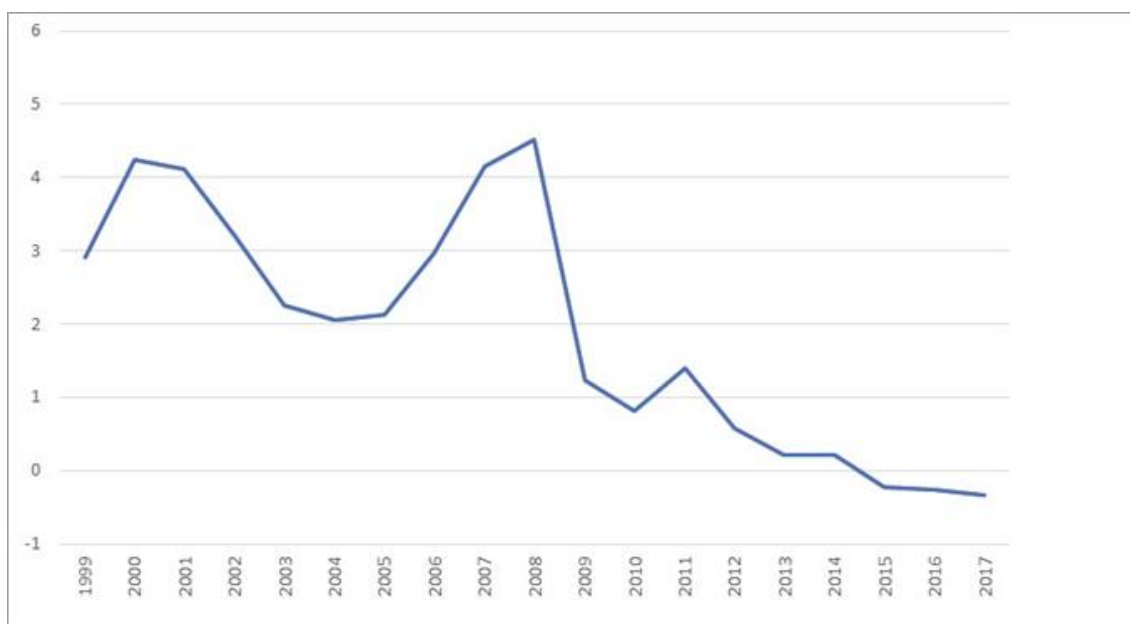
<sup>16</sup> il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria viene istituito nel 1974 dai Governatori delle Banche Centrali del G10, con lo scopo di allineare la regolamentazione del settore bancario e coordinare l'attività svolta dalle diverse autorità di vigilanza. Tale Autorità ha introdotto una serie di normative in materia di regolazione bancaria, quali il Concordato di Basilea, l'Accordo di Basile, Basilea II e Basilea III.

regolamentare. Nell'aprile del 2009 il Parlamento europeo e il Consiglio dell'Unione Europea approvarono, inoltre, un regolamento dell'UE relativo alle agenzie di *rating*, con l'intento di aumentare la trasparenza e ridurre i possibili conflitti d'interesse.

Altro aspetto fondamentale delle misure applicate dalle Istituzioni europee, ha riguardato la necessità di istituire un quadro di regolamentazione e vigilanza con un orientamento macroprudenziale. La crisi ha messo, infatti, in evidenza l'importanza di una stretta interazione tra regolamentazione macroprudenziale e microprudenziale nel mantenimento della stabilità finanziaria, poiché la regolamentazione microprudenziale da sola non era in grado di valutare appieno i rischi sistemici nei mercati finanziari. A tal fine, l'UE ha deciso di istituire l'*European Systemic Risk Board* (ESRB), responsabile della supervisione macroprudenziale del sistema finanziario, al fine di prevenire o risolvere i rischi sistemici ed evitare il diffondersi di turbolenze finanziarie. Il comitato ha il compito di identificare i potenziali rischi per la stabilità finanziaria, riferire i casi rilevanti e formulare raccomandazioni sulle politiche per mitigare e controllare i rischi identificati. Nello svolgimento dei suoi compiti, il Comitato europeo per il rischio sistemico è coadiuvato dal Comitato tecnico consultivo, che permette di riunire le competenze e le conoscenze approfondite delle Banche Centrali nazionali e delle Autorità di Vigilanza in materia di mercati finanziari. Sono stati, inoltre, stipulati una serie di accordi efficaci per la cooperazione e lo scambio di informazioni tra il Comitato europeo per il rischio sistemico e le stesse Autorità di Vigilanza, grazie alle proposte legislative presentate dalla Commissione.

Questi primi interventi dell'UE hanno dato i loro frutti, ma solo nel breve periodo: tra il 2009 e il 2010, le Borse europee tornarono nuovamente ai loro minimi storici. Alla fine del 2009, infatti, si disvela la grave crisi finanziaria della Grecia, il cui nuovo Governo appena insediatosi, rivide radicalmente il bilancio interno, inducendo l'Europa a chiedere un'azione immediata. Nel frattempo, i ripetuti interventi della Banca Centrale Europea, portarono i tassi di interesse della zona euro all'1%, mentre un rimbalzo delle azioni preannunciava quasi una ripresa. Tuttavia, proprio tra l'ottobre 2009 ed il giugno 2010, si manifestò un fenomeno ancora caratteristico del mercato consolidato. Si è assistito, infatti, ad una flessione del mercato, seguita da una ripresa delle azioni statunitensi (sempre con un deciso rimbalzo), mentre la crisi diventava sempre più europea ed i mercati dell'UE ricominciarono a perdere terreno. All'inizio del 2010, le economie di

Portogallo e Spagna iniziarono a vacillare. La Banca Centrale Europea, predispose allora un programma per i mercati mobiliari che le consentiva di intervenire sui mercati dei titoli di Stato, ma in modo molto limitato, in quanto la Germania e gli altri Stati membri erano fortemente contrari e preoccupati dalla possibile successiva mutualizzazione del debito europeo. Il consiglio di amministrazione della BCE annunciò regole più severe sulle garanzie bancarie e pubblicò durante l'estate gli *stress test* delle principali Banche europee. Tra il 2010 e il 2011 prima l'Irlanda, poi il Portogallo chiesero aiuto all'Europa, così che a cavallo di questi due anni fu istituito il Fondo Salva Stati (ESM) che andava a sostituire l'EFSF. In quegli anni, la BCE alzò i tassi d'interesse, portandoli inizialmente alla misura dell'1,25%, per arrivare fino al 1,50%, accompagnati dalla pubblicazione di nuovi *stress test* per le principali Banche europee. Il grafico mostra l'aumento del tasso applicato dalla BCE in quegli anni:



Nel novembre del 2011, Mario Draghi assumeva la carica di Presidente della BCE, e in quello stesso anno veniva approvato uno dei provvedimenti divenuto in breve tempo il più conosciuto e famoso in quegli anni di crisi: il *Six Pack*. In pratica, gli Stati membri accettavano di sottoporsi a controlli sul *budget* e sui bilanci nel rispetto di regole rigorose imposte dalla BCE. Alla fine del 2011, i tassi ridiscesero all'1% per volere della direzione della BCE guidata da Draghi. Nel mese di dicembre dello stesso anno, la BCE annunciò una nuova operazione di liquidità non convenzionale, che fu suddivisa in due distinte operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) con scadenza a tre anni. Le Banche ottennero così finanziamenti per quattrocentoottantanove miliardi di euro il 22 dicembre

2011 ed altri cinquecentotrenta miliardi di euro il 1° marzo 2012. Fu contestualmente lanciato il secondo *round* di aiuti alla Grecia e i *leader* europei vararono il cosiddetto “patto fiscale” (*fiscal compact*). Il nuovo *management* della BCE, inoltre, non ebbe timore nel seguire la strategia statunitense, inondando i mercati di liquidità per stabilizzare un sistema finanziario in cortocircuito tra *credit crunch*, debito pubblico (controllato dalle banche) e bilanci bancari.

### *1.3 Crisi del debito sovrano in Europa e in Italia e gli interventi a sostegno della crisi*

Dopo la crisi dei mutui *subprime*, molti Istituti di credito europei hanno incontrato gravi difficoltà e sono stati salvati solo grazie all'intervento pubblico. Quest'ultimo, a sua volta, ha aggravato gli squilibri strutturali delle finanze pubbliche, soprattutto nei Paesi più vulnerabili. Alla vigilia della crisi del debito sovrano<sup>17</sup>, infatti, i Paesi dell'area euro mostravano marcate differenze nelle finanze pubbliche e nei tassi di crescita. I cosiddetti Paesi *core*, come la Germania, erano caratterizzati da bassi livelli di debito pubblico e da una robusta attività economica, mentre i cosiddetti paesi GIPSI (Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia) erano caratterizzati da una vulnerabilità legata alle dinamiche insostenibili del debito pubblico, provocata da anni di debito accumulato, crescita incontrollata dei disavanzi e bassi tassi di crescita del PIL, nonché dal costo del salvataggio di alcuni Istituti bancari in crisi. Nonostante queste differenze, l'area dell'euro aveva comunque beneficiato di una ripresa economica che aveva interessato le principali economie avanzate nell'anno 2010, sebbene il ritmo e l'approccio di tale ripresa si fossero manifestati con diversa intensità tra i Paesi e le diverse aree geografiche europee. Il crollo delle finanze pubbliche greche annunciato nell'ottobre 2009 provocò, tuttavia, l'interruzione della ripresa economica, rinnovando negli investitori internazionali la percezione del rischio di credito relativo ai titoli del debito sovrano. I prezzi dei titoli di Stato in molti Paesi subirono pesanti flessioni, con conseguente allargamento degli *spread*, dei tassi di interesse e riduzione del valore di mercato dei conti di *trading* detenuti dalle principali Banche. Le principali agenzie di *rating* iniziarono così a declassare il merito di credito di diversi Paesi europei, riducendo altresì il merito

---

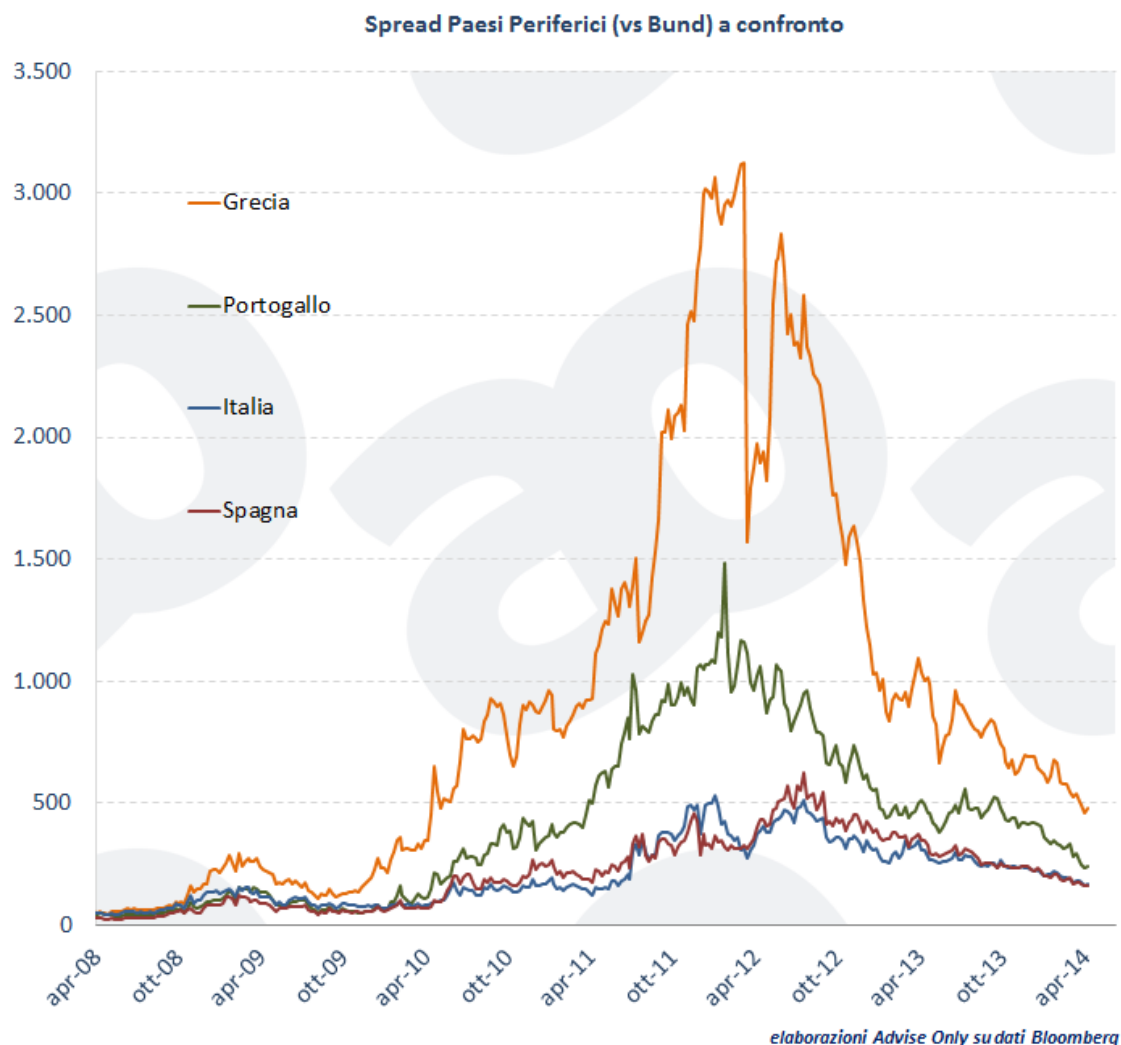
<sup>17</sup> Capriglione Francesco, Semeraro Gabriele “Crisi finanziaria e dei debiti sovrani: l'Unione Europea tra rischi ed opportunità”, UTET giuridica, 2012

creditizio di alcune Banche di quei Paesi o di quelle con un significativo portafoglio di titoli pubblici dei Paesi in difficoltà, alterando così la stabilità dei mercati finanziari.

Il settore bancario, in ragione della sua maggiore esposizione verso il settore pubblico, è risultato subito quello più contagiato, tanto da presentare un ribasso più significativo rispetto agli altri comparti delle economie più avanzate a partire dall'anno 2011. L'estensione della crisi all'economia reale non si è fatta attendere, in quanto già a partire dal 2010 si sono registrati forti segnali di irrigidimento degli *standard* di concessione del credito da parte di molti Paesi dell'UE. L'irrigidimento del credito è stato evidente sia nel cosiddetto razionamento rigoroso, che consisteva in veri e propri dinieghi di nuovi prestiti, sia nel cosiddetto razionamento debole, che prevedeva l'erogazione di prestiti a condizioni talmente onerose da indurre i debitori a rifiutare il credito. Considerato che le Banche detengono normalmente grandi quantità di titoli di Stato nei loro portafogli, sia per motivi di investimento, che come principale fonte di garanzia nel mercato dei pronti contro termine, le riferite tensioni sul mercato secondario dei titoli di Stato hanno contribuito, per un verso, al deterioramento di quei titoli detenuti dalle Banche e al deterioramento delle loro attività, e, per altro verso, all'aumento dei costi di finanziamento. Va inoltre tenuto presente che il merito creditizio di una Banca è in stretta dipendenza con garanzie pubbliche implicite che, a loro volta, non possono che risentire dello stato del credito del Paese di origine.

Oltre all'aumento del rischio di mercato, aumentò così anche il rischio di credito a causa dell'andamento negativo dell'economia. All'inizio del 2008 i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni dei Paesi membri della zona euro erano sostanzialmente piatti, con la differenza più alta tra il 4,4% del BTP italiano e quello greco e il 4% del Bund tedesco, pari a quaranta punti base. Nel corso del 2009 e del 2010, i tassi di interesse hanno iniziato a variare considerevolmente da Paese a Paese. Nel gennaio 2010, il differenziale di tasso di interesse tra la Grecia (6%) e la Germania (3,3%) era del 2,7%, ovvero duecentosettanta punti base. Anche i tassi di interesse di Spagna, Italia e, soprattutto, Portogallo registrarono un differenziale notevole rispetto al Bund tedesco, come mostra il seguente

grafico:



La crisi del debito sovrano della zona euro è definitivamente esplosa nel corso dell'anno 2011, quando i tassi di interesse in Grecia e Irlanda hanno raggiunto livelli insostenibili e la speculazione si è diffusa in Portogallo prima di colpire, successivamente, Spagna e Italia. Con tassi di interesse molto elevati, i tre Stati si sono trovati nell'impossibilità di finanziare i disavanzi o di rinnovare i propri titoli in scadenza attraverso i mercati finanziari. Sono stati, così, costretti a chiedere un intervento congiunto del FMI, della Commissione Europea e della Banca Centrale Europea, che hanno imposto, in cambio, condizioni molto rigide e misure draconiane per riportare in equilibrio i bilanci pubblici dei Paesi richiedenti aiuto.



In Grecia e Portogallo, le politiche fiscali fortemente restrittive, basate su aumenti delle tasse e tagli alla spesa pubblica, hanno esteso la crisi economica al 2012 e al 2013, con il PIL in calo e un forte aumento della disoccupazione. L'Irlanda, d'altra parte, ha mostrato una maggiore reattività e, nel dicembre 2013, il Paese si è ritirato dai programmi di aiuti internazionali ed è tornato ai mercati per soddisfare i propri bisogni finanziari.

L'Italia, da parte sua, non ha dovuto dichiarare *default*, né tantomeno ha fatto ricorso al Fondo Monetario Internazionale; tuttavia, ha dovuto applicare una politica fiscale molto restrittiva che ha portato il Paese ad una nuova crisi nel biennio 2012-2013, dopo una breve ripresa avutasi tra il 2010 e il 2011. L'attacco al debito pubblico italiano è iniziato nell'estate del 2011, quando le vendite di titoli sono state forti, soprattutto dall'estero. A novembre 2011 il tasso di interesse sul BTP italiano ha superato il 7%, soglia oltre la quale si ritiene difficile per un Paese adempiere ai propri obblighi di pagamento degli interessi e ripagare i propri debiti. Le inevitabili dimissioni del Governo Berlusconi all'epoca in carica, e l'emergere del tecno-governo di Mario Monti, testimoniano la gravità della crisi che il Paese attraversava, con il Presidente della Repubblica intervenuto per auspicare una severa austerità, necessaria ai fini del ristabilimento del deficit di bilancio nazionale, nel rispetto del Trattato di Maastricht, che imponeva un limite del 3%. L'aumento così significativo del tasso d'interesse sui BTP italiani, ha comportato inoltre un notevole aumento dello spread<sup>18</sup>, che raggiunse, in quel periodo, i cinquecento punti base (cinquecentosettanta nel mese di novembre). Ciò per due motivi principali: da un lato, si percepiva il rischio del debito sovrano in Italia, dall'altro gli investitori preferivano la sicurezza che garantivano i titoli di stato tedeschi.

Gli interventi dell'Unione Europea<sup>19</sup>, in particolare della BCE, furono in quegli anni frequenti e consistenti: l'OMT di settembre 2012, ossia gli acquisti illimitati di titoli di Stato, ha rappresentato un primo forte segnale della BCE; a settembre 2014, inoltre, la stessa la BCE ha adottato due misure straordinarie, ovvero la *Targeted Long Term Refinancing Operation* (TLTRO) e l'acquisto di ABS e obbligazioni garantite (*Covered Bond*), attraverso le quali la BCE e le Istituzioni internazionali dimostravano di aver

---

<sup>18</sup> in riferimento al sito ufficiale 'Medium', articolo 'La crisi dei debiti sovrani'. Lo spread possiamo definirlo come il differenziale tra il rendimento di un titolo di Stato e il rendimento dei Bund tedeschi. È un indicatore fondamentale, in quanto è in grado di determinare lo stato di salute di un Paese; più questo valore, questa differenza, si mantiene basso, più l'economia uno Stato appare stabile e sicura.

<sup>19</sup> Pisaneschi Andrea, "Crisi economico-finanziaria e intervento dello Stato: modelli comparati e prospettive", G. Giappichelli, 2012

compreso la gravità della crisi in corso e l'intenzione di adottare seri provvedimenti per porre fine alla stessa. Una misura rivelatasi assolutamente benefica per i mercati è stata l'adozione del cosiddetto *quantitative easing* (EAPP), ossia l'acquisto sul mercato secondario di titoli emessi dal settore privato, nello specifico *Covered Bond* e *ABS*, ma anche titoli pubblici denominati in euro, così riuscendo ad invertire la rotta, registrandosi, a far data dall'anno 2015, una nuova crescita dei mercati finanziari.

## Capitolo II

---

### *La pandemia di Covid-19 e la crisi economica del 2020*

---

#### *2.1 Dalla crisi sanitaria a quella economica*

La pandemia da Covid-19 è un evento epocale destinato a rimanere nell'immaginario collettivo per sempre. Come noto, tutto ha avuto origine, verso la fine del 2019, da una polmonite anomala registrata in alcuni abitanti della città di Wuhan, fino ad allora sconosciuta cittadina della Cina, destinata in breve a passare alla storia come l'epicentro del virus che ha segnato irreversibilmente le nostre vite. La notizia di questa polmonite anomala cresce e si diffonde rapidamente di giorno in giorno, considerata l'intensità ed il numero di contagi, al punto che, nello spazio di qualche settimana, l'intera Cina si ritrovava contagiata dal nuovo virus in circolazione. Sembrava, comunque, che si fosse in presenza di un fenomeno destinato ad essere circoscritto al solo Paese di sua origine, ma ben presto (febbraio 2020) proprio l'Italia scoprirà di essere il primo Paese a registrare un caso da Coronavirus-19. Nel volgere di poche settimane, gli ospedali della Lombardia si trovarono a fronteggiare un'emergenza mai conosciuta in tempi di pace, giungendo da subito al collasso. Analoga sorte toccherà, altrettanto repentinamente, al resto d'Italia, all'Europa, al mondo intero.

La crisi sanitaria<sup>20</sup> è stata evidente fin da subito in gran parte dei Paesi del mondo, con le infrastrutture sanitarie inadeguate a reggere l'aumento esponenziale di casi, così intenso, così rapido. L'impatto della pandemia si è rivelato disomogeneo a seconda delle diverse aree geografiche, provocando in ogni caso, effetti devastanti. Le misure applicate dalla maggior parte dei Paesi del mondo, sono consistite essenzialmente nell'isolamento delle persone infettate, nei divieti di spostamento per tutti, ad eccezione di quelli reputati indispensabili, quarantena sorvegliata per tutta la durata della prima ondata di contagi, prolungandosi quest'ultima, in alcune Nazioni, ben oltre la durata della prima ondata dei

---

<sup>20</sup> Prencipe Andrea, "Saperi pandemici: gestire la crisi, programmare il futuro", LUISS University Press, 2020

contagi. Una variegata serie di interventi sono stati allora adottati, a livello nazionale ed europeo, per fronteggiare l'anomala ed inaspettata emergenza sanitaria: l'acquisizione di impianti ed attrezzature necessarie per la cura del virus, con particolare attenzione per i reparti di terapia intensiva, l'allestimento di aree sanitarie temporanee, collocate sia all'interno che all'esterno di strutture pubbliche e private di ricovero, assistenza, cura e accoglienza, predisposizioni di piani d'emergenza e decretazione emergenziale d'urgenza, per cercare di arginare la crisi sanitaria scatenata dal COVID-19 (in Italia, ad esempio, possiamo ricordare il decreto Cura Italia<sup>21</sup>).

Le prime misure economiche adottate anche in Italia, hanno riguardato anzitutto il settore della sanità; ben presto, tuttavia, la crisi sanitaria si è tramutata in una crisi finanziaria, provocata principalmente dalle misure di contenimento e distanziamento sociale adottate dal Governo nazionale, al pari degli altri Governi europei ed internazionali, per evitare la trasmissione del virus, concretizzatesi nella chiusura totale di ogni attività ritenuta non essenziale, sinteticamente denominata *lockdown*. Tale misura di contenimento, come era facile prevedere, ha avuto immediate e deleterie ripercussioni sull'intero sistema economico, dal mercato del lavoro a quello finanziario, passando per il settore bancario ed interbancario. La chiusura di tutte le attività produttive non essenziali, delle attività commerciali in concomitanza con il divieto di spostamento, anche tra paesi e cittadine limitrofe, ha provocato una generalizzata paralisi di ogni attività commerciale, produttiva e lavorativa.

Le misure restrittive adottate dal Governo italiano, non dissimili da quelle comunemente introdotte in ogni Paese, hanno costretto molte aziende dei settori direttamente interessati (ristoranti, hotel, compagnie aeree, settore turistico) ad interrompere (o drasticamente ridurre) le loro normali attività produttive. A differenza di altri tipi di *shock* dell'offerta in precedenza esaminati, quali l'aumento dei prezzi del petrolio, e che hanno indotto le aziende a trasferire gli aumenti subiti sui consumatori o sul prodotto finito, per continuare ad operare, nel caso in esame nulla di tutto ciò è stato possibile, non avendo avuto le aziende, di fronte alle restrizioni imposte a salvaguardia della pubblica e privata salute,

---

<sup>21</sup> in riferimento al sito ufficiale del "Camera dei deputati", articolo "Misure per fronteggiare l'emergenza coronavirus". Il decreto Cura Italia, pubblicato il 18 marzo 2020, prevede l'intervento del Governo in 4 ambiti principali per attenuare l'impatto della crisi pandemica: il potenziamento del sistema sanitario e della Protezione civile, protezione del lavoro e dei redditi, sostegno alla liquidità di famiglie ed imprese, sospensione dei versamenti delle imposte e dei contributi previdenziali e assistenziali.

di interrompere o ridurre la produzione. La recessione innescata dalla pandemia da Covid-19 e la relativa chiusura di molte attività economiche, ha così provocato pesanti conseguenze per il mercato del lavoro in tutta Europa, che tra il 2019 e il 2020 si è trovata a dover fronteggiare una massiccia perdita di posti di lavoro, senza precedenti in tempi di pace. Nell'area euro, l'occupazione nel quarto trimestre dell'anno 2020 è stata di 188,7 milioni, pari al 72,6% della popolazione dell'UE di età compresa tra 20 e 64 anni, rispetto a 191,4 milioni (73,2%) nello stesso periodo del 2019. Di conseguenza, nel periodo preso in considerazione, più di 2,7 milioni di cittadini europei hanno perso il proprio lavoro, con gli uomini che sembrano essere la categoria più colpita dalla disoccupazione rispetto alle donne. La crisi occupazionale, dunque, ha colpito indiscriminatamente il mercato del lavoro in tutti gli Stati membri, registrandosi il riferito calo occupazionale tra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre del 2020, con Spagna, Estonia e Lituania che hanno segnato un calo del 2% in più rispetto alla media europea.

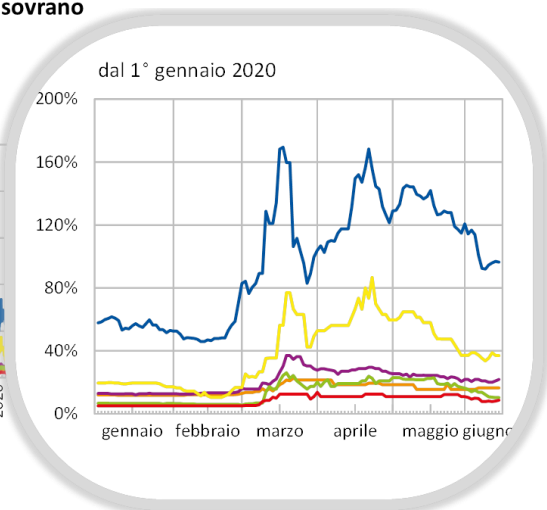
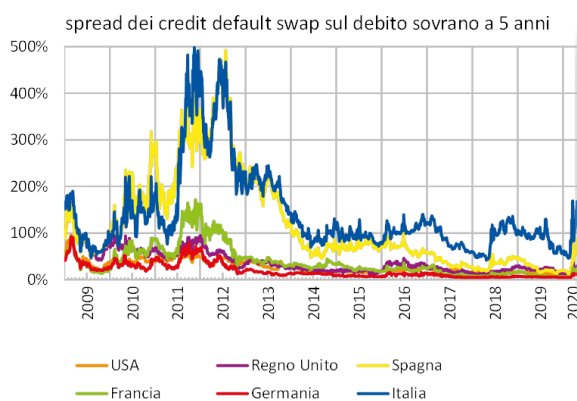
In Italia l'occupazione è passata dal 68,3% del 2019 al 62,9% del 2020, con un calo complessivo di 0,9 punti percentuali, mentre la media europea è scesa di 0,6 punti percentuali. Inoltre, anche nel nostro Paese, dove i tassi di occupazione erano già al di sotto della media europea prima della pandemia, il numero dei disoccupati era più pronunciato tra gli uomini che registravano un calo di 1,1 punti percentuali, rispetto al tasso di occupazione femminile che è diminuito di 0,7 punti percentuali.

L'impatto della crisi sul sistema bancario e sugli enti creditizi è stato invece diverso rispetto agli altri mercati. Negli ultimi dieci anni, il settore bancario è stato sottoposto a forti tensioni a livello globale. Dopo la crisi finanziaria del 2008, inoltre, gli istituti di credito europei hanno dovuto affrontare la conseguente crisi del debito sovrano, che ha rappresentato una sfida più che ardua, soprattutto per le Banche dei paesi con maggiori squilibri finanziari nei conti pubblici. Da allora, gli istituti di credito hanno notevolmente migliorato i propri *asset quality*, e hanno effettuato diverse operazioni di ristrutturazione del capitale, spinti anche dal nuovo sistema normativo europeo. Pertanto, in generale, le Banche hanno affrontato la crisi indotta da Covid-19 da una posizione di più ampia resilienza rispetto alle crisi precedenti. Tuttavia, non sono mancati fattori di vulnerabilità, considerata la portata significativa della crisi, che hanno parzialmente rallentato la ripresa dell'economia.

## 2.2 L'impatto sui mercati finanziari

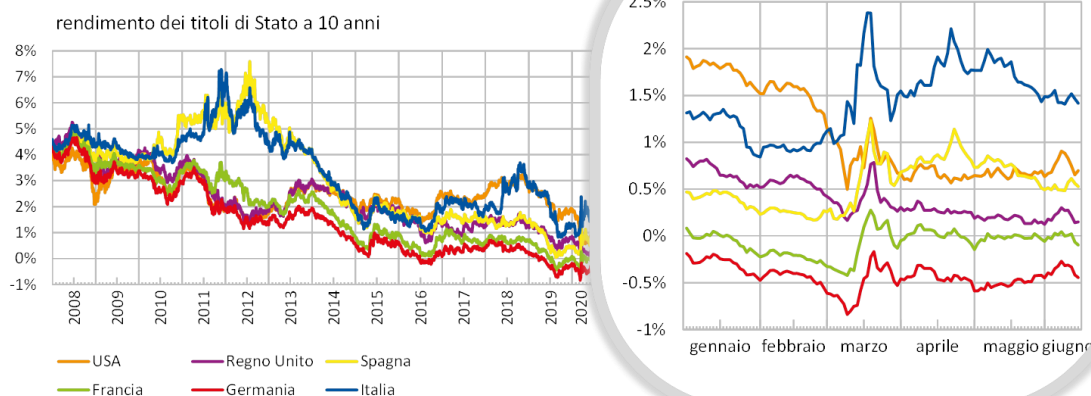
L'intensa incertezza sulle prospettive economiche globali provocata dalla emergenza pandemica ha innescato una grave instabilità anche nei mercati azionari, che si è tradotta, a livello globale, in forti ribassi dei prezzi e in un aumento della volatilità. Gli impatti variano in base alla regione geografica e al settore, a seconda del livello di esposizione alla pandemia e dell'intensità delle misure di blocco adottate dal Paese. Come il mercato azionario, anche il mercato obbligazionario ha risentito dell'incertezza causata dalla pandemia di Covid-19. Sul mercato dei titoli di Stato le tensioni sono derivate principalmente dalle aspettative di un rapido deterioramento dei parametri di finanza pubblica. Di fatti, i piani di intervento dei Governi per sostenere i sistemi sanitari e mitigare l'impatto dei *lockdown* sull'economia reale durante l'emergenza pandemica hanno comportato costi altissimi e, di conseguenza, i rendimenti dei titoli di Stato di diversi Paesi dell'Europa, tra cui l'Italia, ne hanno inevitabilmente risentito. Lo *spread* è, così, tornato a salire, come mostra il grafico di sotto riportato, con riferimento ai rendimenti di titoli di Stato e al differenziale sui tassi d'interesse dei Paesi (spread):

**Andamento a scadenza degli spread su CDS sul debito sovrano per le maggiori economie avanzate**  
(dati giornalieri; 1° gennaio 2008 – 12 giugno 2020)



Fonte: Refinitiv Datastream.

**Andamento a scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato per le maggiori economie avanzate**  
(dati giornalieri; 1° gennaio 2008 – 12 giugno 2020)



Fonte: Refinitiv Datastream.

Nonostante il primo impatto della crisi pandemica sui mercati finanziari sia stato abbastanza significativo, c'è da dire che gli effetti della crisi nel lungo periodo non sono stati così distruttivi, almeno sui mercati finanziari, soprattutto rispetto alle conseguenze che vi sono state sull'economia reale e sul mercato del lavoro. Di fatti, dopo il clima di forte sfiducia che si era formato negli investitori durante tutto il 2020, a partire dall'anno successivo si sono manifestati forti segnali di ripresa. In particolare, nel mercato azionario, abbiamo assistito ad una delle riprese più rapide della storia recente, con i titoli azionari che sono velocemente tornati su livelli molto alti, vicini ai massimi storici. I fattori che hanno permesso questo rilancio immediato sono stati principalmente due: in primo luogo, gli interventi delle principali Banche europee, della BCE e delle altre Banche mondiali, sono stati massicci e concreti fin da subito, e sono stati in grado di garantire un'elevata liquidità al settore bancario ed interbancario attraverso diversi piani di salvataggio, che hanno ristabilito, almeno in parte, un clima di maggiore fiducia negli investitori. In secondo luogo, la crisi pandemica, come detto, ha avuto effetti discordi nei vari settori dell'economia, a seconda delle aree geografiche e dell'intensità delle misure di contenimento adottate. In particolare, il settore dell'innovazione e della tecnologia ha

fatto enormi passi in avanti durante l'emergenza epidemiologica in esame, e ciò per la naturale propensione ad adattarsi ad una situazione del tutto anomala ed improvvisa (si pensi, ad esempio, allo *Smart working*), così come il settore delle telecomunicazioni ha potuto beneficiare di un vero e proprio *boom* di crescita nello stesso periodo (uno dei pochi settori che ha beneficiato delle restrizioni, del distanziamento sociale e del *lockdown*), con aziende come Netflix, Disney ed Amazon (grazie alla creazione di una nuova piattaforma *streaming*) che hanno visto schizzare alle stelle i propri fatturati.

### 2.3 Le misure a sostegno in Europa e in Italia: il Next Gen Eu e il PNRR

Le istituzioni europee hanno formulato una serie di proposte congiunte per affrontare le enormi conseguenze sanitarie, economiche e sociali portate dalla pandemia, in modo da fornire il sostegno finanziario necessario ad alleviare l'impatto sulla popolazione e sulle attività produttive, provocato dalle misure di contenimento adottate da tutti i Paesi.<sup>22</sup>

La Banca Centrale Europea ha deciso di intraprendere una politica monetaria accomodante, in grado di soddisfare e garantire liquidità per i mercati, per le imprese e per i cittadini, oltre ad aver esteso l'utilizzo di strumenti non convenzionali per tutta la durata dell'emergenza. Gli altri Organismi ed Istituzioni europee hanno introdotto una serie di provvedimenti diversi a seconda dell'ambito di competenza di ciascuno di essi, e in particolare: il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES)<sup>23</sup> ha predisposto duecentoquaranta miliardi sotto forma di finanziamenti per contrastare la crisi sanitaria dettata dalla pandemia; un Fondo di Garanzia per i lavoratori e le imprese è stato istituito dalla Banca Europea degli Investimenti per un ammontare totale di duecento miliardi di euro; mentre la Commissione Europea ha proposto ed introdotto tre provvedimenti fondamentali per far fronte alla crisi economica in corso, ossia lo SURE, il Next Generation EU e il rafforzamento del *budget* pluriennale 2021-2027 dell'UE.<sup>24</sup>

Il primo è volto a mitigare gli effetti della pandemia sull'occupazione in Europa provocati dall'interruzione delle attività produttive; il secondo è, invece, un programma

---

<sup>22</sup> Nicoletti Paola, "Europa 2020 dalla pandemia alla nuova occupazione: come ripensare e ripartire dallo sviluppo sostenibile per la crescita economica", Franco Angeli, 2020

<sup>23</sup> in riferimento al sito ufficiale della 'Banca d'Italia', articolo 'Relazione annuale su 2020'. Il MES entra in vigore nel 2012 per contrastare gli effetti della crisi finanziaria del 2008. Sostanzialmente, è un fondo monetario che ha l'obiettivo di sostenere gli Stato Membri che hanno adottato l'euro nel periodo di crisi economica. Esso è gestito da un consiglio dei Governatori composto dai ministri delle finanze dell'Eurozona e da un Consiglio di amministrazione nominato dai Governatori stessi.

<sup>24</sup> Monti Luciano, "I fondi europei: guida al Next Generation Eu e al QFP: quadro finanziario pluriennale 2021-2027", 2021, editore: LUISS University Press



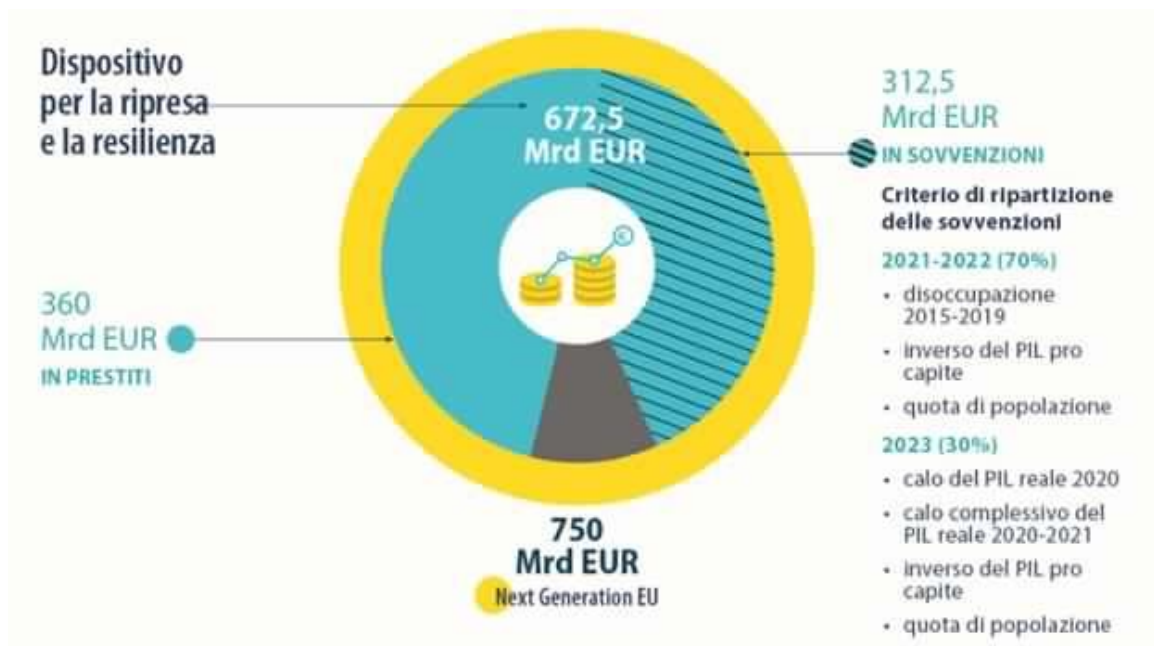
di rifinanziamento volto a sostenere la ripresa economica in Europa, che comprende risorse per un totale di settecentocinquanta miliardi di euro, interamente garantite dall'UE.

Il Next Generation EU<sup>25</sup>, infine, rappresenta sicuramente uno degli interventi più significativi mai operati dall'Unione Europea. Approvato nel luglio 2021 dal Consiglio Europeo, sotto proposta della Commissione Europea, esso si fonda su tre pilastri principali: il primo di essi prevede una serie di dispositivi europei volti a risollevere l'economia degli Stati membri danneggiata dalla crisi sociale ed economica. In particolare, sono stati approvati quattro programmi, ossia il *Recovery and Resilience Facility* (RRF), che prevede l'erogazione di settecentoventitrè miliardi di euro, di cui trecentotrentotto sotto forma di sussidi e trecentoottantacinque sotto forma di prestiti; il *React EU*, che prevede un ammontare pari a cinquanta miliardi circa di euro sotto forma di sussidi; il *Rural Development*, un'ulteriore finanziamento sotto forma di sussidi per i programmi di sviluppo rurale rafforzato (otto miliardi di euro); infine, il *Just transition fund*, finalizzato al sostegno per una transizione giusta (undici miliardi circa di sussidi). Il secondo pilastro ha l'obiettivo, invece, di sostenere gli investimenti privati attraverso il progetto *InvestEU* rafforzato con sei miliardi di euro. Infine, il terzo pilastro comporta una serie di interventi volti a contrastare il sopraggiungere di eventuali crisi sanitarie e a renderne più efficace l'amministrazione; per questo motivo, sono stati predisposti due programmi, quali il *RescEU* e l'*Horizon Europe*.

Tra tutti, il *Recovery and Resilience Facility* risulta essere il programma di maggiore portata economica. Il grafico qui sotto mostra come vengono allocate le risorse del Next Generation EU, con particolare riguardo per il piano RRF:

---

<sup>25</sup> Fabbrini Federico, "Next Generation EU: il futuro di Europa e Italia dopo la pandemia", il Mulino, 2020

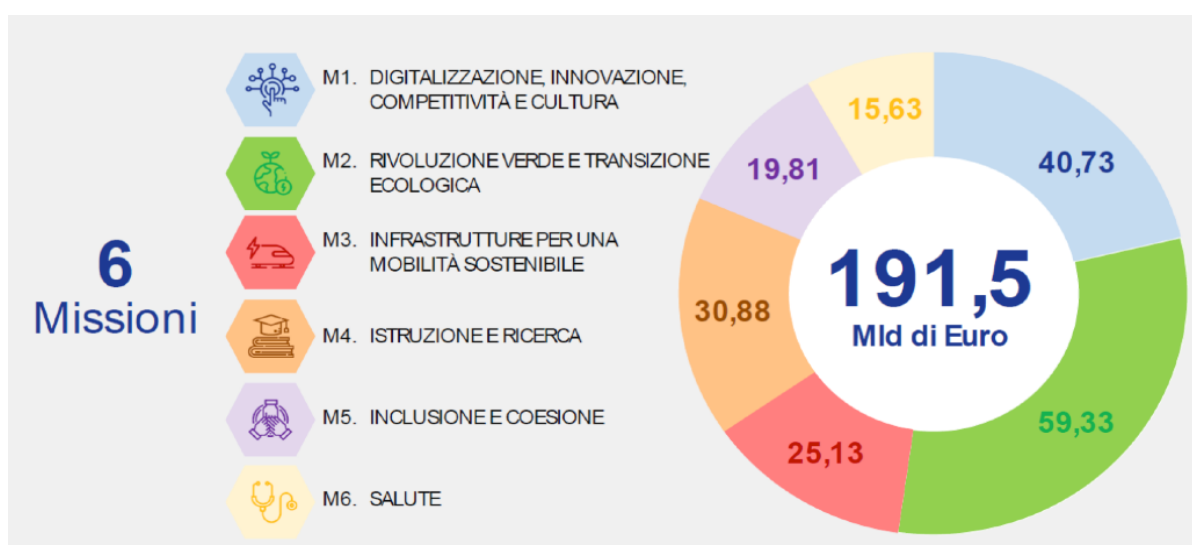


In Italia, è stato proposto dal Governo e accettato dalla Commissione Europea il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR). Tale programma prevede un ammontare di risorse totali pari a duecentotrentacinque (235,1) miliardi di euro, provenienti in gran parte dal programma RRF (191,5 miliardi, di cui 68,9 miliardi in sovvenzioni e 122,6 miliardi sotto forma di prestiti), mentre la parte restante deriva dai piani *ReactEu* (13 miliardi) e dal Fondo Nazionale complementare istituito da un decreto legge del 2021 (30,6 miliardi). Il PNRR presenta una struttura poggiata su tre *asset* strategici condivisi a livello europeo, quali la digitalizzazione ed innovazione, la transizione ecologica e l'inclusione sociale. Tali *asset* trovano realizzazione, in forma trasversale, nell'ambito di sei diverse missioni previste dal piano. La prima missione, per la quale sono stati disposti 49,9 miliardi, concerne la digitalizzazione ed innovazione, la competitività, la cultura e il turismo; ha lo scopo di promuovere la digitalizzazione del Paese e l'ammodernamento della Pubblica Amministrazione, di sostenere l'innovazione del sistema produttivo e di rilanciare la cultura e il settore del turismo. La seconda missione persegue, invece, l'obiettivo di transizione ecologica per rendere più sostenibile l'apparato produttivo delle società e del sistema economico nel suo complesso. È previsto un ammontare di 69,9 miliardi di risorse, finalizzate al rafforzamento dell'economia circolare e dell'agricoltura sostenibile, allo sviluppo di maggiori fonti sostenibili, alla promozione di

un efficientamento energetico e ad una riqualifica delle infrastrutture e alla riduzione del dissesto idrogeologico. La terza missione mira all'ammmodernamento delle infrastrutture per una mobilità sostenibile; per tale missione sono stati stanziati 31,5 miliardi di euro ripartiti tra due componenti principali: l'estensione e il potenziamento delle linee ferroviarie regionali e ad alta velocità e il rafforzamento delle infrastrutture intermodali in un'ottica ecologica.

La quarta missione prevede una serie di investimenti volti a promuovere l'istruzione e la ricerca, attraverso un pacchetto di risorse di ammontare pari a 33,8 miliardi, suddivisi tra due componenti: da una parte, il potenziamento del sistema educativo e della sua offerta, attraverso un aumento dei servizi e dei posti disponibili, favorendo l'accesso all'università e l'orientamento, il reclutamento e la formazione degli insegnanti; dall'altra, si vuole rafforzare l'attività di ricerca e di trasmissione tecnologica. La quinta missione ha lo scopo di favorire coesione ed inclusione e, grazie allo stanziamento di 29,9 miliardi di euro, prevede una serie di riforme ed investimenti volti a potenziare le politiche attive del mercato del lavoro e la formazione professionale, concentrandosi in particolare sulla parità di genere e sui giovani e a rafforzare il ruolo della previdenza sociale e dello sport come strumento di integrazione sociale. La sesta ed ultima missione concerne la salute ed il sistema sanitario, e prevede risorse per un ammontare pari a 20,2 miliardi da ripartire in due componenti: implementare le infrastrutture e i presidi territoriali, favorendo lo sviluppo della telemedicina e la modernizzazione e digitalizzazione del sistema sanitario.

Il grafico descrive l'allocazione delle risorse disponibili grazie al PNRR:



## CAPITOLO III

---

### *Crisi energetica e finanziaria: lo scoppio della “Terza Guerra Mondiale”*

---

#### *3.1 Scoppio della guerra in Ucraina e reazione delle istituzioni europee*

La guerra tra Russia e Ucraina, iniziata il 24 febbraio 2022, quando le forze di Putin hanno invaso il Paese, va avanti ormai da diversi mesi, nonostante l'avvio di trattative di pace tra i due Stati. La causa del conflitto non può essere attribuita unicamente all'ingresso di Mosca prima nel Donbass e poi nel resto dell'Ucraina: esse, infatti, pur a fronte della sconsiderata ed illegittima invasione perpetrata dalle forze russe, appaiono più profonde, affondando le loro radici nella storia passata e recente di due Paesi. La vera causa del conflitto è da individuarsi nell'opposizione della Russia di Putin alla volontà da tempo manifestata dall'Ucraina di aderire alla NATO<sup>26</sup> e, più in generale, al suo avvicinamento all'influenza occidentale.

Prima di esaminare le cause della crisi tra Russia e Ucraina, occorre fare un passo indietro e comprendere come si configura quest'ultima a livello geopolitico. L'Ucraina, infatti, è un Paese eterogeneo storicamente, linguisticamente e religiosamente, con grandi differenze tra oriente ed occidente, a maggioranza cattolica. Dopo molti anni trascorsi nell'orbita sovietica, l'Ucraina, compresa la Crimea, ha ottenuto l'indipendenza nel 1991. La conseguita stabilità politica e sociale ha avuto, tuttavia, vita breve. All'inizio del nuovo millennio, infatti, si è sviluppata una profonda frattura tra i sostenitori della riconciliazione con l'UE e l'Occidente e i fautori dei legami storici con la Russia. Il russo rimane, infatti, la prima lingua parlata nel sud-est del Paese, così come nel Donbass e in due stati separatisti non riconosciuti, la Repubblica popolare di Donetsk e la Repubblica popolare di Luhansk, ed è in questa zona del sud-est che la Russia esercita un certo potere

---

<sup>26</sup> in relazione al sito ufficiale 'Medium', articolo 'Le cause della guerra in Ucraina'. La NATO (North Atlantic Treaty Organization) è un'organizzazione internazionale che ha come scopo la cooperazione e la difesa degli Stati Membri. Nasce a seguito della Seconda Guerra Mondiale, precisamente nel 1949, ed inizialmente i Paesi fondatori erano 12, mentre ad oggi contiamo 29 Stati Membri nell'organizzazione. La NATO, in collaborazione con altre organizzazioni internazionali, come l'UE, persegue tre obiettivi principali, quali la deterrenza, ossia lo scoraggiamento di minacce attraverso sanzioni e diplomazia, gestione delle crisi e sicurezza cooperativa.

e una notevole influenza. Nel febbraio 2014, il popolo ucraino ha rovesciato l'allora presidente filorusso Yanukovich e ha istituito un governo *ad interim* filo-europeo non riconosciuto da Mosca. La risposta di Vladimir Putin è arrivata rapidamente con l'annessione armata della penisola della Crimea e il sostegno ad una rivolta dei separatisti filorussi nella regione del Donbass, nel sud-est del Paese. D'altra parte, il Cremlino ha sempre sostenuto di possedere un "diritto storico" sull'Ucraina, dai tempi dell'Unione Sovietica. Inoltre, l'Ucraina stava adoperandosi per aderire alla NATO già nel corso del 2008, prima dell'istituzione di un governo filo-occidentale che Putin non riconosceva. Tuttavia, i requisiti di ingresso nella Nato impongono che un nuovo Stato membro debba risolvere i propri conflitti interni per poter prendere parte all'alleanza; pertanto, ai fini dell'accoglimento nell'alleanza atlantica, Kiev dovrebbe intraprendere una severa lotta alla corruzione interna nonché un percorso di riforma politica e militare, cosicché l'adesione alla NATO, ad oggi, appare ancora improbabile, nonostante la recentissima accelerazione provocata proprio dall'invasione russa. Dal canto suo, Mosca si oppone anche alla sola possibilità di adesione, temendo che i paesi occidentali, principalmente gli Stati Uniti, possano utilizzare il territorio ucraino per costruire basi militari e radar, dotati di nuovi intercettori antimissilistici, come quello già schierato in Romania e Polonia. In altre parole, il Cremlino vuole mantenere la sua sfera di influenza in quelle aree e vuole che la NATO abbandoni le sue attività nell'Europa orientale.

Come si può notare, il conflitto nato lo scorso febbraio ha origini ben più antiche e molteplici implicazioni di carattere sociale, economico e geopolitico.

L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha provocato un effetto quasi inaspettato in Europa da un punto di vista istituzionale: infatti, i ventisette Stati membri hanno prontamente reagito con determinazione all'attacco russo e, soprattutto, l'hanno fatto in maniera compatta come mai verificatosi prima d'ora. L'UE ha disposto il più ampio pacchetto di sanzioni mai proposto, approvato da tutti gli Stati membri, volto a danneggiare il sistema finanziario e commerciale russo. Tali sanzioni, adottate in risposta al riconoscimento delle aree non controllate dal governo nelle regioni di Donetsk e Luhansk e all'attacco militare non provocato e senza precedenti della Russia all'Ucraina, mirano a indebolire la base economica della Russia, privandola di tecnologie e mercati chiave e limitando in modo significativo le sue capacità di combattimento. In particolare, tra il 23 e il 28 febbraio 2022, il Consiglio Europeo ha introdotto tre diversi pacchetti di

sanzioni. Il primo pacchetto (23 febbraio), prevede una serie di restrizioni sia alle relazioni economiche con le zone non riconosciute dal Governo ucraino nelle regioni del Donbass e Luhansk, sia in relazione all'ammissione della Russia nei mercati finanziari e dei capitali dell'UE; il secondo pacchetto, approvato il 25 febbraio 2022, riguarda sanzioni economiche destinate al settore finanziario, energetico, dei trasporti e tecnologico, oltre a prevedere delle sanzioni individuali indirizzate al presidente russo Vladimir Putin e ai membri della Duma di Stato russa e del Consiglio di sicurezza nazionale russo. Inoltre, è stata applicata una sospensione delle disposizioni sulla facilitazione del rilascio dei visti per i diplomatici russi e per alcuni imprenditori russi. Infine, tra il 28 febbraio e il 2 marzo, è stato applicato il terzo pacchetto di sanzioni, che comprendevano la chiusura dello spazio aereo dell'Unione Europea a tutti gli aeromobili russi, il divieto di effettuare operazioni con la Banca centrale russa, il divieto di fornire banconote denominate in euro alla Russia e sanzioni individuali verso la Bielorussia, a causa del suo coinvolgimento bellico a favore della Russia.

Tra marzo e giugno, l'UE ha poi applicato nuovi pacchetti di sanzioni, volti a limitare ulteriormente il commercio internazionale. In particolare, diverse restrizioni per gli *import* ed *export* tra UE e Russia (ferro, acciaio, legname, cemento, liquori, carbone e beni di lusso), che sono stati ridotti in maniera drastica o eliminati del tutto; divieti per il trasporto sia su strada che navale, con la chiusura dei porti dell'UE alla Russia e il divieto di accesso su strade europee per i russi; infine, una serie di sanzioni individuali e indirizzate a diverse istituzioni.

### *3.2 Crisi energetica: la risposta delle Istituzioni europee e dell'Italia*

Per definizione, una crisi energetica si verifica quando vi è un aumento della domanda (risorse rinnovabili e non) e una diminuzione dell'offerta (naturale o artificiali), che comportano un aumento dei prezzi. Con lo scoppio della guerra tra Russia e Ucraina nel febbraio 2022, sono iniziati gli *shock* negativi per domanda e offerta e ciò continuerà ad accadere nei prossimi mesi, avendo ripercussioni importanti sulla popolazione.

Lo scoppio della guerra in Ucraina e le successive sanzioni imposte alla Russia dai paesi europei hanno indotto il presidente Vladimir Putin a promuovere un "uso politico" del gas naturale, rendendolo artificialmente più scarso per paralizzare le principali economie europee. L'idea di Putin utilizzare il gas naturale a scopo politico è una delle ragioni più

importanti della crisi. Circondata da sanzioni sempre più dure e urgenti, la Russia ha optato per una strategia di minaccia attraverso il suo bene più esportato, il gas naturale. Tuttavia, nulla di tutto ciò ha influito sulle relazioni commerciali con alcuni dei partner più stabili, tra cui rientra anche l'Italia. Infatti, dall'inizio della guerra e delle sanzioni europee nei confronti della Russia, fino a luglio 2022 le esportazioni di gas dalla Russia non sono diminuite, con i principali importatori che sono rimasti gli stessi, ossia Germania, Cina ed Italia. Nel periodo preso in considerazione, la Russia ha guadagnato 97 miliardi di euro grazie all'esportazione di gas, di cui 57 provenienti dall'Unione Europea. Inoltre, l'aumento della domanda di combustibili, dovuto anche alla ripresa dell'economia post Covid, ha comportato un incremento dei prezzi del 60% sui mercati internazionali al netto di sconti. Il grafico sotto mostra l'incremento del prezzo del gas:



Nonostante le sanzioni, la Russia sembra comunque avere il coltello dalla parte del manico grazie al controllo che esercita sull'esportazione di gas naturale. La reazione dell'Unione Europea all'invasione dell'Ucraina è stata decisamente grande e compatta, tuttavia, adesso occorre confrontarsi con una nuova crisi, questa volta energetica, e che potrebbe coinvolgere Paesi che sembravano tutto fuorché inclini ad attraversare una nuova crisi, quali Germania e la Francia. La Germania è il primo Paese europeo per importazione di gas russo e la sua dipendenza potrebbe crescere ulteriormente nel medio periodo a causa di problemi tecnici a tre delle centrali nucleari presenti nel Paese; la

Francia, invece, punta sull'energia nucleare, ma dovrà ampliare il suo set di centrali se intende ridurre la sua dipendenza dalle importazioni di gas. I due Paesi hanno deciso di affrontare questa sfida energetica attraverso la nazionalizzazione delle loro principali società che operano nel settore energetico. In Francia, il governo Macron mira alla rinazionalizzazione al 100% di Edf (Électricité de France), il maggior produttore e distributore nel mercato energetico transalpino. In Germania, invece, l'esecutivo Scholz conta di aumentare la produzione delle centrali a carbone, al fine di arginare le mancate importazioni di gas russo. Spagna e Portogallo, invece, hanno optato per la richiesta dell'introduzione di un tetto per il prezzo massimo del gas, richiesta avanzata anche dall'Italia grazie al Governo Draghi. Tuttavia, solo la penisola iberica è riuscita ad ottenere l'approvazione dell'UE, date le peculiarità dei due Paesi.

Infatti, Spagna e Portogallo presentano un mix energetico che ha un alto livello di fonti rinnovabili e poche interconnessioni. Tralasciano, infatti, gli scambi con la Francia, il collegamento con il resto dei Paesi europei è modesto; inoltre, la Penisola presenta sette rigassificatori che riducono notevolmente, o comunque diversificano, la dipendenza di Portogallo e Spagna dalle importazioni di metano via gasdotti.

L'Italia, da parte sua, negli ultimi mesi ha introdotto una serie di interventi che cercheranno di arginare quella che già ora è definibile una vera e propria crisi energetica. In particolare, gli interventi coinvolgeranno le centrali di carbone, che dovranno ricoprire una quota maggiore del fabbisogno energetico nazionale (nel giro di pochi mesi la loro quota è passata dal 4% al 8%); in secondo luogo, sono previste una serie di misure per ridurre gli sprechi energetici: nelle abitazioni la temperatura dei termosifoni sarà minore di 2 gradi passando da 21 a 19, l'illuminazione pubblica subirà un taglio di quasi il 40%, previste chiusure anticipate per locali e negozi, rispettivamente alle 19 e alle 23, infine, in caso d'emergenza, vi potrebbe essere l'introduzione di un coprifuoco sull'illuminazione pubblica. Tra i vari interventi è poi previsto lo stop di forniture energetiche alle imprese energivore, che potrebbero essere chiuse del tutto. Infine, il governo italiano ha già stanziato un fondo 30 miliardi di euro per far fronte alla crisi energetica, fondo destinato ad aumentare.

Il Governo Draghi ha anche chiamato in causa i maggiori esponenti della produzione e distribuzione energetica in Italia, ossia ENI, Snam ed Enel. Ciascuna di queste compagnie è stata coinvolta affinché possa fornire il proprio contributo alla soluzione della crisi in



atto, e in particolare: ENI è riuscita a chiudere una serie di accordi per ricevere forniture di gas da Paesi africani per limitare i danni causati dal taglio al gas russo, Paesi quali Algeria, Mozambico, Congo e Angola. Snam, la società che controlla la rete dei gasdotti in Italia, ha perfezionato l'acquisto di un nuovo rigassificatore galleggiante che permetterà al Paese di ricevere una quantità maggiore di GNL, ossia gas liquefatto, proveniente dal Qatar e dagli Stati Uniti; infine, vi è la questione Enel, in quanto l'azienda non è convinta di voler abbandonare la propria attività in Russia e ciò ha leggermente incrinato i rapporti con il Governo italiano. È probabile che a fine 2023 il governo scelga un nuovo rappresentante per la guida della società.

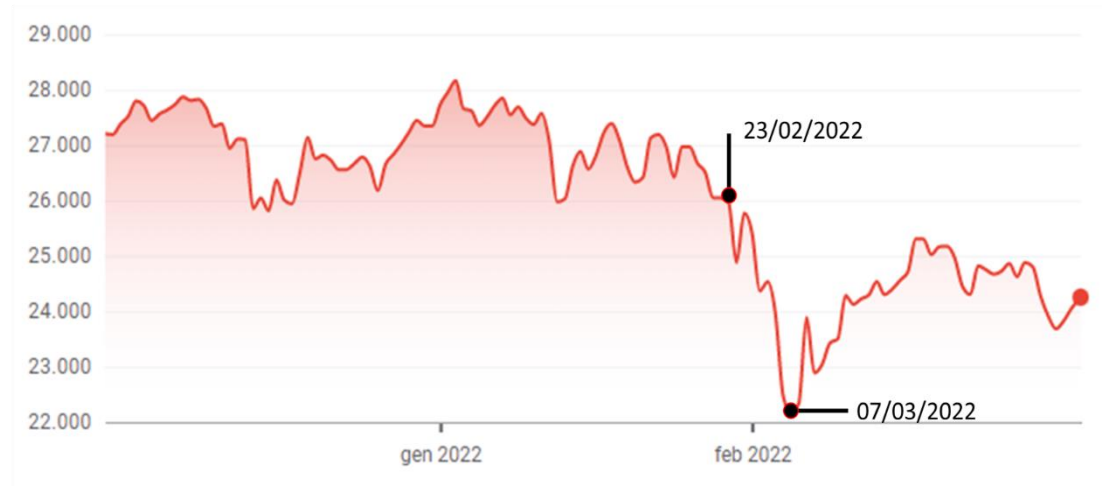
### *3.3 L'impatto della guerra in Ucraina sui mercati finanziari*

Come spesso accade a fronte di una crisi economica o geopolitica, non appena iniziato il conflitto Russia-Ucraina, le borse internazionali hanno attraversato un periodo di intensa volatilità dei prezzi, suscitando le preoccupazioni degli investitori. Le dure sanzioni internazionali contro la Russia hanno anche portato ad un'ulteriore impennata del costo dell'energia e di varie materie prime, colpendo principalmente famiglie e imprese.

Nelle prime settimane di guerra, le principali borse mondiali hanno registrato perdite a due cifre, specialmente in Europa: dal 24 febbraio all'8 marzo il listino principale di Milano (Ftse Mib) è sceso del 14,6%, Francoforte del 14%, Parigi del 12%, Londra in misura minore, ma comunque intorno al 7 %. Nel giro di venti giorni, infatti, tutti i principali mercati azionari internazionali sono tornati ai minimi da due anni, annullando di fatto tutti i tentativi di ripresa dalla crisi da Covid-19. Il grafico qui sotto mostra la

reazione della borsa italiana nelle prime due settimane dopo lo scoppio della guerra:

## FTSE MIB



Il suddetto *pullback* del mercato non è durato a lungo. Alla fine di marzo, infatti, quasi tutte le borse erano tornate ai livelli prebellici. Simbolica la foto del listino a un mese dallo scoppio del conflitto. Il 24 marzo l'Euro Stoxx 600 (l'indice che riunisce i titoli più importanti delle borse europee) era sceso di appena lo 0,87%, con le singole borse che si erano avvicinate a questi valori: Francoforte -1,09%, Parigi -1,89% Londra perdeva appena lo 0,47%. Ancora più emblematico era l'indice statunitense Dow Jones. In un mese, registrava addirittura un aumento di quasi 5 punti percentuali. Vale la pena notare che questa ripresa sui listini è arrivata nonostante un aumento dell'inflazione da anni non registrato, e con le Banche centrali sottoposte a forti pressioni sulla politica dei tassi di interesse.

Quello che si è osservato sui mercati borsistici non è, però, un caso eclatante, bensì storicamente è un qualcosa che si era già visto. Si pensi, ad esempio, alla ripresa dalla crisi dei mutui *subprime*, avvenuta in poco più di dodici mesi, o alla ripresa dalla crisi pandemica, avvenuta in poco più di un anno e mezzo.

Lo scenario sopra descritto ci permette di formulare almeno due osservazioni. Innanzitutto, i tempi di crisi o di turbolenza del mercato offrono grandi opportunità di investimento, almeno per chi sceglie di posizionarsi nel mercato al momento giusto. In secondo luogo, notiamo come la paura condizioni in maniera negativa l'investitore, soprattutto quello che opera nel mercato azionario. Coloro che si fanno prendere dal

panico e vendono azioni o fondi azionari nei loro portafogli quando sono in fase negativa, praticamente rinunciano per sempre a coprire le perdite subite.

## CONCLUSIONI

Dalla ricerca effettuata si evince che le crisi finanziarie rappresentano uno stadio del ciclo economico, di conseguenza sono inevitabili; può capitare che si presentino in maniera del tutto imprevista, come nel caso della crisi economica scatenata dalla pandemia e che anticipino, quindi, il periodo di recessione naturale del sistema economico.

Questo lavoro ha avuto l'obiettivo di dimostrare come la cooperazione internazionale sia in grado di affrontare e gestire in maniera più intensa e coesa il sopravvenire di una crisi finanziaria. Abbiamo analizzato, a tal proposito, le misure adottate dall'Unione Europea durante le principali crisi economiche degli ultimi quindici anni, partendo dalla crisi finanziaria del 2007-2009 e dalla crisi del debito sovrano, passando per la crisi pandemica per arrivare sino all'ultima sfida che il mondo e l'Europa si trovano ad affrontare, ossia la crisi energetica e finanziaria scatenata dalla guerra in Ucraina.

Dopo aver descritto gli scenari in cui si collocano tali crisi finanziarie ed aver analizzato gli effetti e le misure messe in atto dall'Unione Europea per contrastarle e risollevare l'economia e i mercati finanziari, possiamo conclusivamente affermare che: a) la crisi finanziaria del 2007-2009 ha colto gli Stati Membri impreparati, specialmente in materia di regolamentazione dei mercati OTC, del settore bancario ed interbancario e delle società di rating; in tale frangente è emersa, per la prima volta, la prontezza di reazione delle Organizzazioni Internazionali, che hanno provveduto a migliorare ed implementare la regolazione dei mercati finanziari e bancari, attraverso un allineamento della normativa a livello europeo e una maggiore severità applicata dalle Autorità di vigilanza, sia nazionali che internazionali; b) la crisi del debito sovrano ha, invece, dimostrato come la coesione e la cooperazione dell'Unione Europea sia in grado di salvaguardare la stabilità dei singoli Paesi e abbia la capacità di sostenere gli Stati membri sull'orlo del fallimento (*default*), ad esempio Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia, ma anche di risollevare un Paese fallito, come nel caso della Grecia, attraverso una serie di piani di salvataggio massicci e ben organizzati; c) la crisi economica derivante dalla pandemia ha rappresentato, invece, un chiaro segnale di solidarietà europea, con l'Unione che ha subito approntato una serie di interventi finalizzati, inizialmente, a sostenere e rafforzare i sistemi sanitari nazionali ed internazionali, sottoposti in quel periodo ad un vero e proprio collasso, e poi a risollevare il mercato del lavoro, i mercati finanziari ed il sistema economico nel suo complesso. Ciò

è avvenuto grazie all'applicazione di una politica monetaria espansiva da parte della BCE, che ha garantito liquidità all'intero sistema bancario e, di conseguenza, all'economia reale, e ad una serie di programmi di proporzioni economiche mai visti in precedenza, con l'istituzione di diversi fondi di salvataggio organizzati in modo da allocare risorse finanziarie in ognuno degli Stati membri; d) infine, lo scoppio della guerra Russia-Ucraina ha costituito, e tuttora rappresenta, una nuova sfida per l'Europa in materia di risorse energetiche. Anche in questo caso abbiamo assistito ad una reazione immediata e solidale di tutti i ventisette Stati membri, i quali hanno subito denunciato e sanzionato l'operazione bellica russa, mostrandosi un'Organizzazione Internazionale di sani principi e di valori fondamentali, *in primis* la democrazia e la libertà di autodeterminazione.

L'Unione Europea ha dimostrato, nei momenti più bui degli ultimi venti anni, a livello economico e sociale, di non essere solo un sogno o un'utopia, ma di essere una valida scelta per garantire la stabilità economica e sociale tra tutti Paesi dell'Unione, nonostante le diversità culturali, storiche, religiose e politiche che distinguono e caratterizzano ciascuno Stato membro. Tali diversità hanno da sempre rappresentato e ancora rappresentano un motivo di confronto e di crescita nazionale ed internazionale, dimostrando coi in fatti la possibilità e la convenienza della cooperazione e la imprescindibilità della coesione per il conseguimento di interessi comuni.

## **BIBLIOGRAFIA**

- Balletta Francesco “1991-2010: un ventennio di guerre e crisi economico-finanziarie”, Arte Tipografica, 2011
- Capriglione Francesco, Semeraro Gabriele “Crisi finanziaria e dei debiti sovrani: l’Unione Europea tra rischi ed opportunità”, UTET giuridica, 2012
- Capriglione Francesco, Troisi Angela “L’ordinamento finanziario dell’EU dopo la crisi: la difficile conquista di una dimensione europea”, UTET, 2014
- D’Apice Vincenzo, Ferri Giovanni “Crisi finanziarie e regolamentazione: politiche economiche per un capitalismo stabile”, Carocci, 2011
- Dell’Atti Antonio, Miglietta Federica “Il sistema bancario e la crisi finanziaria”, Cacucci, 2014
- Del Rosso Simone “Crisi del debito sovrano”, Medium, 2019
- Domenichelli Oscar, Pace Roberta, Vallesi Martina “Mutui subprime, investimenti e struttura finanziaria: gli effetti reali della crisi finanziaria sulle imprese”, RIREA, 2011
- Fabbrini Federico “Next Generation EU: il futuro di Europa e Italia dopo la pandemia”, il Mulino, 2022
- Franceschi Andrea “Lehman 10 anni dopo: un terremoto finanziario globale”, il Sole 24 ore, 2018
- Monti Luciano “I fondi europei: guida al Next Generation Eu e al QFP: quadro finanziario pluriennale 2021-2027”, LUISS University Press, 2021
- Morra Concetta “Il diritto delle banche: le regole dell’attività”, il Mulino, 2020
- Nicoletti Paola “Europa 2020 dalla pandemia alla nuova occupazione: come ripensare e ripartire dallo sviluppo sostenibile per la crescita economica”, Franco Angeli, 2020
- Pisaneschi Andrea “Crisi economico-finanziaria e intervento dello Stato: modelli comparati e prospettive”, G. Giappichelli, 2012
- Prencipe Andrea, “Saperi pandemici: gestire la crisi, programmare il futuro”, LUISS University Press, 2020
- Salvi Antonio, Botti Andrea, Glitti Giacomo “Il mercato dell’M&A italiano durante il Covid-19”, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022
- Shiller Robert Jr., Bruni Franco, “Finanza shock: come uscire dalla crisi dei mutui subprime”, Egea, 2008

## **SITOGRAFIA**

- Sito ufficiale “CONSOB”;
- Sito ufficiale “Banca d’Italia”;

Sito ufficiale “Federal Reserve Board”

Sito ufficiale “Consiglio dell’Unione Europea”

Sito ufficiale “Banca Generali”

Sito ufficiale “Borsa Italiana”