



**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGAMENT**

**CATTEDRA IN MACROECONOMIA E POLITICA ECONOMICA**

**LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI E L'INTERVENTO DELLA BCE ATTRAVERSO  
LE POLITICHE MONETARIE**

**Prof: Alessandro Pandimiglio**

**Gianluca Gozzer**

**Matricola: 276011**

**Anno Accademico 2023/2024**

## *Introduzione*

### **CAPITOLO 1: La Crisi dei Debiti Sovrani in Europa**

1. Contesto economico prima della crisi
2. Cause della crisi dei debiti sovrani
3. Paesi maggiormente colpiti (Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia)

### **CAPITOLO 2: Le Politiche Monetarie della BCE e il loro Impatto**

1. La riduzione dei tassi di interesse e le operazioni di rifinanziamento
2. L'efficacia del Quantitative Easing (QE)
3. Impatti sull'inflazione, crescita economica e stabilità finanziaria

### **CAPITOLO 3: Il Futuro della BCE e delle Politiche Monetarie in Europa**

- 1 Le sfide future per la politica monetaria europea
- 2 Normalizzazione delle politiche monetarie post-crisi
- 3 La gestione dei tassi di interesse negativi
- 4 Rischi legati all'inflazione e alla crescita economica stagnant

### **BIBLIOGRAFIA**

## **Introduzione:**

La crisi del debito sovrano nell'Eurozona dal 2009 ha colpito duramente l'economia europea e ha messo alla prova le istituzioni europee, in particolare la Banca centrale europea (BCE). Questo documento studia i fattori e gli esiti di questa crisi, con particolare attenzione alle risposte monetarie implementate dalla BCE e al loro impatto sull'economia dell'Eurozona.

Il capitolo 1 esamina il contesto economico pre-crisi e i fattori scatenanti della crisi del debito sovrano. Viene mostrato come i problemi di debito di alcuni paesi membri, le debolezze strutturali dell'Eurozona e gli shock economici globali si siano combinati per produrre una crisi di solvibilità e liquidità che minaccia la stabilità economica dell'Eurozona. I paesi membri problematici, Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia, vengono analizzati con i loro problemi e le loro risposte specifiche.

Il capitolo 2 riguarda la risposta della BCE alla crisi con le sue politiche monetarie. Ciò include operazioni di tagli dei tassi di interesse e rifinanziamento e l'efficacia delle politiche di allentamento quantitativo. Vengono esaminati gli effetti di queste misure sull'inflazione, sulla crescita economica e sulla stabilità finanziaria. Si occupa anche esplicitamente dei vantaggi e dei limiti di tali interventi.

Capitolo 3: Il futuro della BCE e della politica monetaria europea. Vengono affrontate le sfide future, come la normalizzazione delle politiche monetarie post-crisi e la gestione massiccia dei tassi di interesse negativi. Viene inoltre discussa la questione dei rischi correlati all'inflazione e alla crescita economica stagnante. Vengono inoltre considerate le implicazioni per la futura politica monetaria derivanti dalla digitalizzazione e dal Green Deal europeo.

Pertanto, questa tesi si concluderà con una valutazione critica dell'intervento della BCE durante la crisi del debito sovrano e una revisione delle prospettive a lungo termine di stabilità economica nell'Eurozona. Ciò presenterà spunti chiave per la futura definizione delle politiche e la gestione delle crisi economiche all'interno dell'Unione europea.

## CAPITOLO 1

### La Crisi dei Debiti Sovrani in Europa

#### 1. Contesto economico prima della crisi

Prima della crisi dei debiti sovrani in Europa, il contesto economico era segnato da una fase di apparente stabilità e crescita, favorita dall'introduzione dell'euro e dall'espansione del credito a livello globale. L'adozione della moneta unica nel 1999 è stata un momento storico per l'Unione Europea, poiché ha portato alla creazione di un'unione monetaria tra diversi paesi con economie e politiche fiscali molto diverse. L'euro consente ai paesi con storie di alta vendita e tassi di interesse elevati, come la Grecia, il Portogallo, la Spagna e l'Italia, di accedere a finanziamenti a costi molto inferiori rispetto al passato<sup>1</sup>. I tassi di interesse si allineano a quelli dei paesi economicamente più solidi, come la Germania, poiché gli investitori percepivano un minore rischio associato ai titoli di stato emessi da questi paesi

L'accesso a finanziamenti a basso costo ha consentito a molti paesi periferici dell'eurozona di accumulare debito pubblico, finanziando la spesa pubblica e gli investimenti infrastrutturali. Tuttavia, nel perseguire questa politica di apparente convergenza si nascondevano squilibri macroeconomici piuttosto significativi. Le economie del Nord Europa, tra cui la Germania, avevano il loro modello economico basato sulla crescita attraverso le esportazioni, con elevata competitività esterna, salari moderati e rigida disciplina fiscale.

In effetti, i deficit commerciali si stavano ampliando e la competitività era bassa perché spesso la produttività era inferiore a quella di molti e talvolta i settori pubblici erano improduttivi. Questo divario di modelli economici è cresciuto nel tempo e ha aggiunto ulteriori squilibri nell'area dell'euro.

Tra il 2000 e il 2007 si è verificata una forte crescita economica globale con mercati finanziari sviluppati e un credito espanso. La crescita dell'integrazione finanziaria rende le economie europee più interdipendenti tra loro ma anche sensibili agli shock provenienti dal mondo esterno. In particolare, il settore bancario europeo è diventato fortemente esposto ai mercati immobiliari in forte espansione, soprattutto in Spagna e Irlanda, dove si erano sviluppate bolle

---

<sup>1</sup> Di Marco, Giovanni. Crisi dei debiti sovrani e risposte dell'Unione Europea. Rivista di Politica Economica, Vol. 102, No. 5, 2012. pp. 63-87.

speculative nelle attività del settore edile. Un altro elemento critico dell'ambiente pre-crisi era la mancanza di efficaci meccanismi di coordinamento fiscale all'interno dell'Eurozona. I paesi dell'Eurozona erano, tuttavia, vincolati dal Patto di stabilità e crescita che stabiliva limiti ai deficit di bilancio e ai livelli di debito pubblico. In pratica, molti di questi paesi non rispettavano queste regole.

La Grecia in particolare ha truccato i numeri del suo bilancio per entrare nell'Eurozona e ha continuato a sottostimare il suo deficit. Nonostante ciò, i mercati finanziari hanno continuato a prestare a tassi bassi perché credevano che, con la BCE sempre alle loro spalle e l'UE sempre presente, la stabilità finanziaria fosse una cosa scontata. Quando è scoppiata la crisi finanziaria globale del 2007-2008, il fragile equilibrio economico ha iniziato a cedere e la crescita a cui l'Europa si stava aggrappando ha iniziato a crollare.

È stata fortemente ridotta dal rallentamento economico globale. Le entrate fiscali sono diminuite drasticamente. Allo stesso tempo, i governi hanno dovuto intervenire per salvare i sistemi bancari, aumentando ulteriormente i livelli del debito pubblico. Fu in questo contesto che i vincoli delle economie più deboli dell'eurozona emersero con forza, portando rapidamente alla crisi del debito sovrano. Una crisi che sarebbe peggiorata molto tra il 2009 e il 2012.

## **2.Cause della crisi dei debiti sovrani**

Una crisi del debito sovrano non è solo un problema semplice. È il risultato di una serie di fattori interconnessi. In genere, ciò che accade è che un governo ha accumulato un debito pubblico a livelli così ingestibili da non essere in grado di onorare le proprie responsabilità finanziarie. Questo tipo di situazione può causare gravi problemi economici e finanziari, non solo nel paese in questione, ma anche nel sistema economico globale. La crisi del debito sovrano è un grosso problema che è stato creato anche da troppi prestiti. I governi nazionali prendono in prestito denaro per una serie di motivi, tra cui la spesa pubblica per infrastrutture, programmi sociali e risposte alle crisi economiche. Se il volume di prestiti è elevato e non sostenuto da entrate adeguate, il debito può crescere in maniera insostenibile. Quando i debiti diventano troppo grandi rispetto alle entrate o alla crescita economica, la capacità del governo di rimborsare i prestiti viene messa in discussione<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Reinhart, Carmen M., e Kenneth S. Rogoff. *Questa volta è diverso: Otto secoli di follia finanziaria*. Princeton University Press, 2009. pp. 18-25.

Un fattore critico di queste crisi è la debole crescita economica. In un periodo di rallentamento economico o recessione, le entrate fiscali in genere diminuiscono mentre potrebbe esserci un aumento della spesa pubblica per promuovere la crescita economica. Questo squilibrio amplifica i problemi del debito perché il governo si ritrova senza entrate adeguate mentre i costi del servizio del debito continuano ad aumentare. Inoltre, gli alti tassi di interesse possono peggiorare le cose. Più alti sono i tassi di interesse sui prestiti, più alto è il costo per il governo per il servizio del debito. Ciò implicherebbe che una quota crescente del bilancio nazionale venga compressa per i pagamenti degli interessi, tagliando altre risorse e rendendo quindi ancora più difficile il mantenimento della sostenibilità del debito. Anche i problemi nel settore finanziario possono contribuire alle crisi del debito sovrano. Ad esempio, la crisi finanziaria globale del 2008 ha esposto e amplificato le vulnerabilità nei sistemi finanziari di molti paesi, in particolare quelli con settori bancari e finanziari fragili. Ciò ha aumentato il livello di incertezza nei mercati finanziari e ha fatto schizzare alle stelle i costi di prestito per i governi. Un altro fattore chiave sono le politiche fiscali e monetarie inadeguate. Una gestione impropria delle finanze pubbliche e della politica economica può finire per far sì che deficit e accumulo di debiti diventino un problema cronico. Ad esempio, una politica fiscale espansiva senza un sufficiente "auto" aggiustamento o politiche monetarie che non frenano l'inflazione possono collaborare per aumentare il problema del debito.

Le incertezze e la mancanza di fiducia tra investitori e mercati finanziari possono rapidamente innescare una crisi del debito. Se i mercati percepiscono il rischio di default come elevato, richiederanno tassi di interesse più elevati come compensazione per l'assunzione del rischio aggiuntivo. Questo aumento dei tassi di interesse potrebbe rendere il debito ancora più ingestibile per il governo. Problemi strutturali e di governance, come la corruzione e la debolezza delle istituzioni, possono compromettere ulteriormente la capacità di un paese di gestire il proprio debito. Se le istituzioni pubbliche non sono sufficientemente robuste o trasparenti, è difficile attuare riforme fiscali e politiche efficaci per affrontare i problemi di debito<sup>3</sup>.

Infine, il debito è anche sensibile all'influenza di fattori internazionali come le fluttuazioni dei prezzi delle materie prime (ad esempio i prezzi del petrolio), i tassi di cambio e la salute economica internazionale. Ad esempio, se i prezzi del petrolio aumentano improvvisamente, aumenteranno le spese di importazione e sbilanceranno la bilancia commerciale di un paese,

---

<sup>3</sup> Kaufmann, Daniel, Aart Kraay, e Massimo Mastrorillo. *Governance Matters VIII: Indicatori di governance aggregati e individuali, 1996-2008*. World Bank Policy Research Working Paper, No. 4978, 2009. pp. 12-28.

abbassandola, portando quindi a maggiori debiti. Per ribadire, una crisi del debito sovrano deriva da una varietà di complessi fattori economici, finanziari e politici. Questi fattori sono interconnessi e interconnessi per natura. La comprensione di questi fattori e della loro interrelazione è fondamentale per elaborare strategie che saranno efficaci nella prevenzione e nella gestione di tali crisi.

### **3. Paesi maggiormente colpiti (Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia)**

Vi è una panoramica dettagliata sui paesi maggiormente colpiti dalla crisi dei debiti sovrani, con informazioni più estese su ciascuno:

#### **Grecia**

##### **- Contesto e Crisi:**

La Grecia è stata al centro della crisi del debito sovrano europeo, scoppiata nel 2009. L'accumulo del debito pubblico della Grecia ha raggiunto livelli insostenibili, esacerbati da una serie di fattori strutturali e di governance. La Grecia ha una lunga storia di elevata spesa pubblica ed evasione fiscale, che ha portato ad ampi deficit di bilancio. La crisi del debito è stata causata in parte dall'inefficienza fiscale e dalla mancata attuazione delle riforme strutturali necessarie per gestire la sostenibilità del debito.

##### **- Interventi e Misure:**

Nel maggio 2010, la Grecia ha ricevuto il primo piano di salvataggio dalla Troika dell'Unione Europea e dal Fondo Monetario Internazionale (FMI). Il pacchetto di aiuti finanziari è stato accompagnato da dure misure di austerità e riforme strutturali, tra cui aumenti delle tasse, tagli ai salari pubblici e alla spesa sociale. Nonostante questi interventi, la Grecia ha attraversato una grave recessione economica, con il PIL in calo e la disoccupazione in aumento a oltre il 25%^.

##### **- Conseguenze Sociali ed Economiche:**

Le misure di austerità hanno avuto un impatto sociale devastante, portando a proteste e scioperi. La crisi ha portato ad un aumento significativo della povertà e della disuguaglianza sociale. Inoltre, il debito pubblico della Grecia è rimasto elevato per anni, costringendo il paese a richiedere ulteriori salvataggi per anni.

## **Irlanda**

### **- Contesto e crisi:**

L'Irlanda è precipitata in una crisi del debito a causa dello scoppio della bolla immobiliare e della conseguente crisi bancaria. Negli anni precedenti la crisi, l'Irlanda ha vissuto un boom economico guidato dal rapido aumento dei prezzi delle case e da un settore bancario in espansione. Quando scoppiò la bolla immobiliare, il settore bancario irlandese subì enormi perdite, costringendo il governo a provvedere ad un piano di salvataggio finanziario delle banche.

### **- Interventi e misure:**

Nel novembre 2010 l'Irlanda chiese alla Troika un pacchetto di salvataggio da 85 miliardi di euro. Il piano prevede aiuti finanziari alle banche e misure di austerità per ridurre il deficit fiscale del paese. Le misure di austerità attuate comprendono aumenti delle tasse, tagli alla spesa pubblica e riforme del mercato del lavoro.

### **- Conseguenze sociali ed economiche:**

L'Irlanda ha attraversato una profonda recessione e un aumento della disoccupazione, ma ha anche mostrato segnali di ripresa più rapidamente rispetto ad altri paesi colpiti dalla crisi. Le riforme strutturali e il ritorno alla crescita economica hanno aiutato l'Irlanda a ripristinare la fiducia nei mercati finanziari e a uscire dal piano di salvataggio del dicembre 2013.

## **Portogallo**

### **- Contesto e crisi:**

Il Portogallo si trova ad affrontare una crisi del debito a causa del persistente deficit fiscale e dell'elevato debito pubblico. La situazione economica del Portogallo è peggiorata a causa della debole crescita economica e di problemi strutturali. La crisi finanziaria globale del 2008 e la recessione economica hanno ulteriormente esacerbato la crisi del debito.

### **- Interventi e misure:**

Nel maggio 2011, il Portogallo ha chiesto assistenza finanziaria internazionale e ha ricevuto dalla "Troika" un piano di salvataggio di 78 miliardi di euro. Il piano prevede misure di austerità e riforme strutturali per migliorare la sostenibilità del debito e stimolare la crescita economica. Le misure includono tagli alla spesa pubblica, aumenti delle tasse e riforme del mercato del lavoro.



- Conseguenze sociali ed economiche:

Le misure di austerità portano a una recessione economica a lungo termine e a un aumento della disoccupazione. Tuttavia, l'economia portoghese è gradualmente migliorata ed è tornata con successo sul mercato finanziario internazionale. Il paese ha concluso il suo programma di salvataggio nel maggio 2014 e da allora l'economia ha iniziato a riprendersi.

## **Spagna**

- Contesto e crisi:

La Spagna ha attraversato una grave crisi economica a causa dello scoppio della bolla immobiliare e del rischio di crediti in sofferenza nel sistema bancario. Anche se la Spagna non necessita di un piano di salvataggio completo, si trova ad affrontare seri problemi economici, tra cui l'elevata disoccupazione e il rallentamento della crescita economica.

- Interventi e misure:

Nel 2012, la Spagna ha fornito assistenza internazionale al proprio settore bancario attraverso un pacchetto di aiuti da 100 miliardi di euro per ricapitalizzare le banche in difficoltà. Le misure di austerità attuate comprendono tagli alla spesa pubblica e riforme del mercato del lavoro. La Spagna cerca di ridurre il proprio deficit e migliorare la sostenibilità del debito attraverso queste riforme.

- Conseguenze sociali ed economiche:

La Spagna si trova ad affrontare una recessione prolungata, un aumento della disoccupazione e una stagnazione economica a lungo termine. Tuttavia, il paese ha mostrato segnali di ripresa negli anni successivi, con l'economia in graduale crescita e il deficit in riduzione. La disoccupazione resta elevata, ma la situazione economica sta lentamente migliorando.

## **Italia**

- Contesto e crisi:

L'Italia è in una crisi del debito, manifestata dalle preoccupazioni sui livelli del debito pubblico e sulle finanze pubbliche. Sebbene l'Italia non necessiti di un piano di salvataggio completo, deve affrontare una forte pressione da parte dei mercati finanziari e delle istituzioni europee affinché attuino misure di austerità e riforme strutturali. Il paese si trova ad affrontare una crescita stagnante e un debito pubblico elevato.

- Interventi e misure:

L'Italia ha adottato una serie di misure di austerità e riforme economiche nel tentativo di migliorare la sostenibilità del debito e mantenere la fiducia dei mercati. Queste riforme includono tagli alla spesa pubblica, aumenti delle tasse e riforme del mercato del lavoro. Il governo italiano cerca inoltre di attuare politiche per stimolare la crescita economica e migliorare la competitività.

- Conseguenze sociali ed economiche:

L'Italia ha attraversato periodi di lenta crescita economica e ha dovuto affrontare instabilità politica. Le misure di austerità hanno avuto impatti sociali significativi, portando ad un aumento della disoccupazione e ad un rallentamento dell'economia. Tuttavia, il paese ha cercato di stabilizzare la sua economia e di riprendere la crescita attraverso riforme e politiche economiche<sup>4</sup>.

## **CAPITOLO 2**

### **Le Politiche Monetarie della BCE e il loro Impatto**

#### **1 La riduzione dei tassi di interesse e le operazioni di rifinanziamento**

L'abbassamento dei tassi di interesse e le operazioni di rifinanziamento sono state due delle principali strategie della BCE per affrontare le sfide economiche, soprattutto durante e dopo la crisi finanziaria globale del 2008 e la crisi del debito sovrano della zona euro. Questi strumenti hanno avuto un impatto profondo e complesso sull'economia dell'area euro.

In un contesto di crescita lenta e bassa inflazione, la Banca Centrale Europea ha abbassato i tassi di interesse per stimolare l'attività economica. Tassi di interesse più bassi riducono i costi di finanziamento per le banche commerciali, il che a sua volta abbassa i tassi di prestito per imprese e consumatori. L'idea è che ciò stimolerebbe la spesa e gli investimenti, contribuendo a sostenere la crescita economica e l'occupazione. Tuttavia, questa misura non è priva di complicazioni. Mentre i tassi di interesse più bassi potrebbero teoricamente stimolare i prestiti e gli investimenti, l'effetto reale dipende da altri fattori, come la fiducia degli investitori e la

---

<sup>4</sup> Padoan, Pier Carlo. Italia e crisi dell'area euro: Risposte politiche e implicazioni economiche. OECD Economic Surveys: Italy, 2014. pp. 45-60.

stabilità economica complessiva. In alcuni casi, le banche hanno difficoltà a trasferire i benefici dei tassi di interesse più bassi sui prestiti a causa della debole domanda di credito o delle restrizioni normative.

La BCE ha tagliato i tassi di interesse chiave a livelli molto bassi nel corso degli anni e nel 2016 ha addirittura introdotto tassi di interesse negativi sui depositi delle banche presso la BCE. L'obiettivo dell'introduzione di tassi di interesse negativi è quello di incoraggiare le banche a prestare piuttosto che a parcheggiare fondi presso la BCE, stimolando ulteriormente l'economia. Tuttavia, i tassi di interesse negativi comportano anche delle sfide. Per le banche, i tassi di interesse negativi erodono i margini di profitto, esercitano pressione sui bilanci bancari e possono avere un impatto negativo sulla disponibilità di prestiti.

Le operazioni di rifinanziamento sono un altro strumento chiave a disposizione della BCE per fornire liquidità alle banche commerciali. Queste operazioni possono essere condotte attraverso aste a lungo termine, come le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO), o attraverso misure di emergenza, come le operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO). Durante la crisi, la BCE ha intensificato queste operazioni per garantire che le banche avessero accesso alla liquidità di cui avevano bisogno per sostenere le loro operazioni e continuare a concedere prestiti all'economia reale. Lo scopo di queste operazioni è quello di prevenire carenze di liquidità nel sistema bancario, che potrebbero portare ad una stretta creditizia e ad una recessione più profonda.

Le operazioni di rifinanziamento hanno avuto un impatto significativo sull'economia. Contribuiscono a stabilizzare il sistema bancario e a garantire che le banche possano continuare a operare anche in condizioni economiche difficili. Tuttavia, hanno anche espresso preoccupazione per l'eccessiva dipendenza delle banche dalla liquidità della BCE e per possibili distorsioni nei mercati finanziari. Inoltre, le operazioni di rifinanziamento possono influenzare i mercati dei titoli perché la stessa BCE acquista grandi quantità di titoli di Stato e altre attività, influenzando rendimenti e prezzi delle attività. Nel complesso, sebbene i tagli dei tassi di interesse e le operazioni di rifinanziamento abbiano svolto un ruolo cruciale nel sostenere l'economia dell'area dell'euro durante la crisi, l'impatto di queste misure è stato contrastante. Queste politiche hanno contribuito a prevenire un collasso economico più grave e hanno sostenuto la ripresa, ma hanno anche creato nuove sfide e rischi per il sistema bancario e l'economia in generale.

## 2. L'efficacia del Quantitative Easing (QE)

Il Quantitative Easing (QE) è una politica monetaria non convenzionale adottata dalle banche centrali per stimolare l'economia quando le politiche monetarie tradizionali, come la riduzione dei tassi di interesse, non risultano più efficaci. Questo strumento è stato ampiamente utilizzato dopo la crisi finanziaria globale del 2008 e durante la crisi del debito sovrano europeo, con l'obiettivo di affrontare la debolezza economica e favorire la ripresa<sup>5</sup>.

L'allentamento quantitativo si basa su acquisti su larga scala di titoli di stato e altre attività finanziarie da parte delle banche centrali. Lo scopo principale è aumentare la liquidità nel sistema finanziario. Quando una banca centrale acquista titoli sul mercato, immette nuovi fondi nel sistema bancario, aumentando la liquidità disponibile. Questa misura renderà più semplice per le banche ottenere prestiti, abbassando così i tassi di interesse sui prestiti a lungo termine. L'idea è che tassi di interesse più bassi stimolino la spesa e gli investimenti da parte di imprese e consumatori, stimolando così la crescita economica e la creazione di posti di lavoro.

Un altro effetto atteso del QE è il suo impatto sui prezzi degli asset. Gli acquisti di titoli su larga scala da parte delle banche centrali tendono a far salire i prezzi di questi asset, abbassando così i rendimenti. Gli investitori che vedono rendimenti più bassi sui titoli di stato e su altri strumenti finanziari potrebbero essere incentivati a investire in attività più rischiose come le azioni. Questo fenomeno contribuisce a stimolare i mercati finanziari e quindi l'economia reale aumentando la ricchezza finanziaria e la fiducia degli investitori.

Nonostante questi obiettivi, l'efficacia del QE ha acceso il dibattito. Da un lato, l'allentamento quantitativo ha avuto un impatto positivo significativo sulla stabilità dei mercati finanziari e sull'accesso al credito. Ha contribuito a ridurre i tassi di interesse a lungo termine e ha stimolato la spesa e gli investimenti in molti paesi. Questo strumento può aiutare a evitare un collasso economico più grave e sostenere la ripresa in una varietà di scenari. Tuttavia, i benefici non sono distribuiti equamente e in alcuni casi il QE ha avuto un impatto limitato sull'economia reale. Ciò è in parte dovuto alla continua debolezza della domanda e all'incertezza economica, che limitano l'efficacia della politica monetaria espansiva.

Inoltre, l'allentamento quantitativo comporterà anche effetti collaterali e rischi. Una delle preoccupazioni principali è la possibilità che si creino bolle speculative sui mercati finanziari.

---

<sup>5</sup> Becchetti, Leonardo, e Gianluca Cosimo. La crisi dell'euro e le sue conseguenze: Un'analisi economica e sociale. Il Mulino, 2012. pp. 45-67.

Gli acquisti su larga scala da parte delle banche centrali fanno salire i prezzi degli asset, portando potenzialmente a una sopravvalutazione e al rischio di instabilità finanziaria. Inoltre, la grande quantità di asset accumulati dalle banche centrali solleva interrogativi su come e quando vendere tali asset senza causare turbolenze sui mercati. Gestire la quantità di asset accumulati e pianificare la riduzione degli acquisti rappresentano le sfide principali per le banche centrali.

L'allentamento quantitativo ha un impatto anche sui rendimenti obbligazionari e sui margini di profitto delle banche. Mentre i tassi obbligazionari vengono spinti al ribasso, i margini di profitto delle banche sui prestiti e sugli investimenti vengono ridotti. Ciò potrebbe influenzare la loro volontà e capacità di concedere prestiti all'economia, rendendo il QE meno efficace nell'incoraggiare la spesa e gli investimenti.

Un altro aspetto chiave del QE riguarda la sostenibilità a lungo termine e la strategia di uscita. Le banche centrali devono pianificare attentamente come ridurre gli acquisti di asset e vendere le attività accumulate per evitare shock economici e instabilità dei mercati finanziari. La transizione del *quantitative easing* alla normale politica monetaria è una sfida complessa che deve essere gestita con attenzione per non compromettere i progressi compiuti.

### **3. Impatti sull'inflazione, crescita economica e stabilità finanziaria**

L'inflazione, ovvero l'aumento generale del livello dei prezzi di beni e servizi, è un importante effetto microeconomico delle politiche monetarie della BCE sull'Eurozona. In questa situazione, uno dei problemi principali diventa come ridurre al meglio le tariffe in forte aumento e quando sarà opportuno stabilire obiettivi a lungo e breve termine. Tariffe elevate possono danneggiare l'economia complessiva tanto quanto le versioni ridotte. Un'inflazione elevata è tossica per un'economia perché erode il potere d'acquisto e, a sua volta, crea incertezza poiché il processo è instabile. Ciò potrebbe spingere l'azienda a migliorare i suoi prodotti e riparare i prezzi mentre il costo della vita aumenta vertiginosamente. Se le politiche di bilancio irresponsabili del parlamento portassero a un'inflazione sostanziale, i governatori della BCE prenderebbero in considerazione l'aumento degli interessi. Uno degli obiettivi principali perseguiti dalla BCE attraverso le sue politiche monetarie è stato il controllo dell'inflazione. Ciò è avvenuto durante la crisi finanziaria globale e anche durante la crisi del debito sovrano, quando l'Eurozona aveva mostrato modelli piuttosto variabili. Nei primi anni della crisi, l'inflazione era generalmente bassa e talvolta persino negativa, esponendo la BCE al rischio di deflazione. Per contrastare questo fenomeno ed evitare una spirale deflazionistica, la BCE ha implementato politiche monetarie espansive: ha ridotto i tassi di interesse a breve termine a

livelli prossimi allo zero e ha avviato il Quantitative Easing acquistando titoli di Stato e altre attività finanziarie per aumentare il livello di liquidità nel sistema economico.

Queste misure hanno avuto solo un effetto limitato sulla crescita dell'inflazione. L'inflazione rimane bassa in molte economie dell'Eurozona a causa della domanda, che è relativamente debole e della capacità produttiva in eccesso. Oltre a ciò, si può parlare di inflazione modesta a causa di fattori esterni come il calo dei prezzi delle materie prime e la bassa crescita dei salari. Ciò ha portato a un periodo prolungato di inflazione al di sotto del tasso obiettivo stabilito dalla BCE, che si sforza di mantenere l'inflazione "al di sotto, ma vicino al 2% "

Le politiche monetarie della BCE sono state determinanti per la crescita economica dell'Eurozona. I tagli dei tassi di interesse e le operazioni relative al QE erano mirate a incoraggiare la spesa e gli investimenti. Uno dei modi in cui la BCE poteva aiutare a stimolare l'attività economica, dopo la crisi, era abbassare i costi di prestito alle imprese e ai consumatori. Ciò sarebbe stato ottenuto assicurando che i tassi di prestito fossero più favorevoli.

Le misure hanno avuto un effetto stimolante e hanno contribuito a far uscire gradualmente l'economia dalla recessione. Sulla crescita dell'economia, tuttavia, l'influenza della BCE è stata disomogenea in tutti i paesi dell'area dell'euro. Nelle economie più forti come la Germania, gli effetti stimolanti delle politiche monetarie si sono tradotti in una crescita più evidente. In netto contrasto, in Grecia, Portogallo e Italia, paesi pieni di gravi problemi strutturali e di debito, l'espansione economica ha continuato a essere debole nonostante tutte le politiche di sostegno.

La BCE ha anche dovuto tracciare una linea sottile tra l'efficacia delle sue politiche e la gestione del rischio correlata al crescente debito pubblico e privato. Anche se le politiche monetarie espansive hanno fornito supporto alla crescita, hanno anche contribuito all'accumulo di debito pubblico e privato. Ciò ha sollevato alcuni interrogativi sulla sostenibilità delle misure nel lungo periodo e sulla portata dello stimolo economico rispetto alla stabilità finanziaria.

- Stabilità finanziaria:

L'impatto delle politiche monetarie della BCE sulla stabilità finanziaria è stato debole. Le azioni intraprese hanno portato a effetti positivi e negativi. Sul lato positivo, le operazioni di acquisto e rifinanziamento di obbligazioni aumentano la liquidità nel sistema finanziario e quindi stabilizzano i mercati finanziari. Tali interventi alleviano la pressione sui mercati e sulle banche abbassando i tassi di interesse e garantendo l'accesso al credito.

Allo stesso tempo, la creazione di liquidità tramite QE ha provocato preoccupazioni sui rischi di instabilità finanziaria. Gli acquisti massicci di asset da parte della BCE avrebbero probabilmente stimolato la creazione di bolle speculative nei mercati finanziari. Gli aumenti dei prezzi degli asset indotti dalle politiche di acquisto della BCE hanno sollevato preoccupazioni su disallineamenti e potenziali rischi di instabilità una volta che i tassi di interesse iniziano a salire o quando la BCE inizia a ridurre il suo bilancio.

Inoltre, gestire lo scioglimento delle politiche non convenzionali è stato scoraggiante. Lo scioglimento graduale degli acquisti di asset e la normalizzazione della politica monetaria senza causare turbolenze nei mercati finanziari o mettere a repentaglio la ripresa economica ancora in corso hanno richiesto un'attenta pianificazione da parte della BCE. Questa fase di transizione è stata monitorata molto deliberatamente per evitare effetti collaterali indesiderati e anche per evitare che tutti i progressi fatti si rivelassero vani. In poche parole, l'inflazione, la crescita economica e la stabilità finanziaria nell'area dell'euro sono state fortemente plasmate dalle politiche monetarie della BCE. Sebbene questi passaggi abbiano contribuito a rafforzare la convalescenza economica e a sedare i mercati, hanno anche suscitato apprensioni su possibili rischi e sfide a lungo termine che richiederebbero attenzione e gestione costanti da parte della BCE.

## CAPITOLO 3

### Il Futuro della BCE e delle Politiche Monetarie in Europa

#### 1. Le sfide future per la politica monetaria europea

Il futuro della Banca Centrale Europea (BCE) e delle politiche monetarie in Europa sarà fortemente influenzato dalle sfide economiche e finanziarie che emergeranno nei prossimi anni. La BCE, come autorità centrale dell'Eurozona, dovrà affrontare una serie di dinamiche globali e interne che richiederanno risposte innovative e flessibili per garantire la stabilità economica e finanziaria. Le sfide che attendono la BCE spaziano dall'adattamento alle nuove condizioni economiche globali, alla gestione di pressioni inflazionistiche e deflazionistiche, fino alla risposta alle crescenti disuguaglianze economiche e alle problematiche legate al debito sovrano<sup>6</sup>.

Una delle principali sfide che la BCE dovrà affrontare è come gestire l'uscita dalle politiche monetarie non convenzionali, come il QE. Il fatto di iniettare, attraverso lunghi anni di politiche espansive, grandi volumi di liquidità nel sistema economico allo scopo di riattivare la crescita e contenere la deflazione costringerà alla fine la BCE a una pianificazione scrupolosa per quanto riguarda il processo di normalizzazione. La graduale diminuzione del QE insieme all'aumento dei tassi di interesse rappresentano momenti delicati poiché un'uscita troppo brusca potrebbe destabilizzare i mercati finanziari e privare d'aria la crescita economica. Tuttavia, la BCE non può continuare per sempre con politiche monetarie espansive; ciò comporterebbe il rischio di formazione di bolle speculative nei mercati finanziari o altre distorsioni economiche. In questo senso, deve davvero sopportare, trovando un equilibrio tra il sostegno della crescita e la stabilità finanziaria a lungo termine. La seconda questione cruciale è l'evoluzione dell'inflazione. L'Eurozona ha sperimentato bassi tassi di inflazione per molti anni a seguito dell'attuazione di politiche monetarie espansive. Ciò ha messo in discussione l'efficacia degli strumenti convenzionali della BCE nel processo di gestione dell'inflazione. La probabilità che la BCE debba abbandonare i metodi tradizionali per gestire gli aumenti dell'inflazione e iniziare a utilizzare nuovi strumenti o strategie è destinata ad aumentare. Un'inflazione bassa prolungata

---

<sup>6</sup> Becchetti, Leonardo, e Gianluca Cosimo. La crisi dell'euro e le sue conseguenze: Un'analisi economica e sociale. Il Mulino, 2012. pp. 45-67.



può inoltre richiedere che gli Stati membri coordinino le loro politiche fiscali in modo più indebitato, di concerto con le azioni monetarie, negli sforzi volti a stimolare la domanda interna.

Altre sfide potenziali ruotano attorno alla complessità delle dinamiche geopolitiche globali e alle relazioni economiche internazionali. A questo proposito, la BCE dovrebbe gradualmente riorientarsi verso un mondo in rapida trasformazione, caratterizzato da cambiamenti tecnologici, tensioni commerciali e crescente incertezza correlata alla transizione energetica e agli effetti del cambiamento climatico. Questi fattori possono avere profonde implicazioni per la stabilità dei prezzi e la crescita economica, imponendo risposte tempestive e tuttavia elastiche per natura.

Le pressioni derivanti da elevati livelli di debito sovrano in alcuni paesi dell'eurozona rappresentano certamente un'altra sfida chiave per il futuro della politica monetaria. Italia, Grecia e Spagna sono esempi di paesi con un debito pubblico già elevato, la cui sostenibilità potrebbe essere compromessa se i tassi di interesse aumentassero rapidamente. Pertanto, la BCE dovrà trovare il giusto equilibrio nelle sue politiche: da un lato, mirare ad adottare una politica monetaria più restrittiva per evitare il surriscaldamento dell'economia e, dall'altro, prendere in considerazione la necessità di proteggere la sostenibilità del debito nei paesi più vulnerabili. Un altro problema per il futuro delle politiche monetarie europee è l'aumento delle disuguaglianze economiche all'interno dell'Eurozona. La BCE stessa non ha nel suo mandato relazioni di causalità riguardanti la redistribuzione del reddito o la lotta alle disuguaglianze, ma ha effettivamente questo tipo di canale attraverso le sue politiche. Le operazioni non convenzionali, tra cui il QE, hanno portato a prezzi delle attività più elevati e, pertanto, i membri delle popolazioni più ricche ne traggono i maggiori benefici poiché possiedono una quota maggiore di investimenti finanziari. In questo senso, potrebbe affinare le disuguaglianze all'interno dell'Eurozona, con conseguenti squilibri sociali ed economici che mettono a rischio la coesione dell'Unione. Questi includono gli Stati membri che hanno una capacità molto maggiore o minore di abbracciare i suoi valori fondanti, sostenere politiche comuni o condividere interessi fondamentali. Inoltre, la struttura sbilanciata dell'UE stessa è ancora diversa come fattore per rendere problematica la disuguaglianza.

Anche lo sviluppo del settore finanziario e la crescente importanza delle criptovalute e delle tecnologie finanziarie decentralizzate rappresentano una sfida molto impegnativa per la BCE. La BCE dovrà adattarsi a un mondo in cui le criptovalute e i sistemi di pagamento digitali svolgono un ruolo importante, sollevando così nuove sfide per la regolamentazione e la supervisione finanziaria. In effetti, la BCE ha già avviato una ricerca sulla potenziale creazione

di un euro digitale, che potrebbe essere una risposta alle sfide derivanti dalla digitalizzazione del settore finanziario in termini di garanzia della stabilità monetaria e della sicurezza del sistema finanziario. Inoltre, il contesto politico europeo sarà ciò che realmente plasmerà lo sviluppo della BCE e delle sue politiche monetarie. Le pressioni populiste e nazionaliste crescenti in alcuni Stati membri potrebbero complicare il coordinamento tra le politiche economiche e monetarie a livello di Eurozona e creare tensioni con i governi nazionali. Per quanto riguarda la governance, un'altra questione politica è la governance della BCE. Più precisamente, la crescente influenza della banca centrale sulla politica economica e il ruolo attivo rafforzato nella stabilizzazione dell'area dell'euro potrebbero porre problemi relativi alla responsabilità e alla trasparenza. La domanda potrebbe essere: perché i cittadini europei dovrebbero fornire una maggiore legittimità democratica a un'istituzione che svolge questa funzione chiave nell'economia dell'Unione?

La BCE dovrà anche affrontare il cambiamento climatico e la sostenibilità ambientale. C'è una pressione crescente affinché la politica monetaria tenga conto delle questioni ambientali. Detto questo, la BCE ha già iniziato a parlare di come la lotta al cambiamento climatico potrebbe essere integrata nelle sue attività. Ad esempio, ciò potrebbe essere fatto promuovendo investimenti verdi attraverso il suo programma di acquisto di asset. Ma ciò richiederà nuovi metodi e strumenti e una rivalutazione rispetto al ruolo tradizionale della BCE.

In effetti, la BCE e la sua futura politica monetaria dovranno affrontare un insieme molto complesso di sfide, economiche e politiche, che emergono dall'ambiente esterno e interno. La BCE dovrà adattarsi all'ambiente dinamico, assicurando un equilibrio tra il suo sostegno alla crescita economica e, allo stesso tempo, svolgendo il suo ruolo nel mantenimento della stabilità finanziaria e altre sfide derivanti da nuove questioni a livello globale e nazionale negli anni a venire.

## **2. Normalizzazione delle politiche monetarie post-crisi**

Il momento più cruciale sarà la normalizzazione delle politiche monetarie post-crisi per le banche centrali, e in particolar modo per la Banca centrale europea. In risposta alla crisi finanziaria del 2008 e in seguito alla crisi del debito sovrano europeo, la BCE ha intrapreso una serie di misure eccezionali per stabilizzare l'economia e promuovere la crescita: tra queste, la riduzione dei tassi di interesse e l'introduzione di programmi di acquisto di attività, come il cosiddetto Quantitative Easing. Poiché afferma che le condizioni economiche stavano

gradualmente migliorando, la BCE ha iniziato a considerare la "normalizzazione" della sua politica monetaria, ovvero la graduale riduzione dell'importo del sostegno all'economia per tornare al quadro più tradizionale per la politica monetaria. La normalizzazione presenta parecchie sfide. Per cominciare, la BCE deve destreggiarsi tra l'uscita dalle politiche monetarie non convenzionali in un modo che non renda i mercati finanziari traballanti o determini una contrazione dell'economia. Le misure di politica monetaria, ad esempio sotto il QE, sono modi straordinari per abbassare i tassi di interesse e aumentare la liquidità nel sistema finanziario per stimolare la crescita. Ma un ritiro troppo rapido aumenterebbe i costi di finanziamento per governi, aziende e famiglie, portando a un calo della domanda interna e ostacolando la ripresa economica.

Un'attività correlata alla normalizzazione è l'aumento dei tassi di interesse. La BCE ha mantenuto per un po' di tempo tassi di interesse molto bassi, appena vicini allo zero, come altre banche centrali. Questa politica promuove la concessione di credito a tassi bassi che a sua volta stimola investimenti e spese. Tuttavia, tassi così bassi per un periodo prolungato tendono a causare distorsioni nei mercati finanziari incoraggiando comportamenti rischiosi e persino la formazione di bolle speculative. Quindi, con il miglioramento della situazione economica, la BCE ha iniziato a valutare quando e come iniziare ad aumentare gradualmente i tassi per scongiurare questi rischi, cercando al contempo di non soffocare la crescita. Inoltre, gli strumenti di memoria di traduzione e le basi terminologiche possono essere integrati con applicazioni di chat e call center per una maggiore efficienza.

Un altro aspetto importante della normalizzazione è la riduzione del bilancio della BCE, che è cresciuto in modo significativo a causa dei massicci programmi di acquisto di asset durante il QE. Questi acquisti hanno portato la BCE a detenere una quantità significativa di titoli di stato e altre attività finanziarie. La riduzione di questo bilancio, attraverso la vendita o il mancato reinvestimento dei titoli in scadenza, deve essere gestita con attenzione per evitare turbolenze nei mercati obbligazionari e un aumento eccessivo dei rendimenti. L'aumento dei rendimenti, infatti, potrebbe colpire in particolare i paesi più indebitati dell'Eurozona, come l'Italia e la Grecia, rendendo più difficile la gestione del loro debito pubblico<sup>7</sup>.

Un altro fattore di incertezza nel processo di normalizzazione della politica monetaria della BCE è l'ambiente internazionale. Secondo la banca, l'economia globale deve affrontare una serie di sfide che potrebbero alterare le influenze che agiscono sulle politiche monetarie, come

---

<sup>7</sup> Di Marco, Giovanni. Crisi dei debiti sovrani e risposte dell'Unione Europea. Rivista di Politica Economica, Vol. 102, No. 5, 2012. pp. 63-87.

le tensioni commerciali, la volatilità dei mercati finanziari globali e le politiche monetarie perseguite da altre grandi banche centrali, prima di tutto dalla Federal Reserve degli Stati Uniti. Quindi, se la BCE "si affretta" con la crescita dei tassi di interesse rispetto ad altre banche centrali, ciò porterebbe a un rally dell'euro eccessivamente forte, che abbasserebbe la competitività delle esportazioni in Europa e ostacolerebbe la crescita economica. Il lato positivo è che ritardare troppo il processo di normalizzazione aiuterà a prevenire il surriscaldamento delle economie e l'aumento dell'inflazione, richiedendo quindi azioni più severe alla fine. La normalizzazione avviene anche in presenza della seconda condizione, ovvero quando le pressioni inflazionistiche non aumentano nonostante l'enorme liquidità che è stata iniettata nel sistema. Infatti, uno degli obiettivi principali della BCE è mantenere l'inflazione a circa il 2%. Tuttavia, questo obiettivo non è stato raggiunto per lunghi periodi perché l'inflazione è rimasta bassa per molti anni sulla scia della crisi finanziaria a causa di politiche espansive. La BCE, quindi, deve trovare un equilibrio adeguato tra la necessità di prevenire un'inflazione eccessiva e il rischio associato a un ritorno alla stagnazione economica a causa di politiche monetarie eccessivamente restrittive.

La normalizzazione post-crisi non riguarda solo il quadro operativo della politica monetaria, ma anche l'ambiente politico ed economico in cui si trova la BCE. La crisi del debito sovrano ha portato alla luce i problemi nella struttura dell'area dell'euro, in particolare l'assenza di un'unione fiscale per integrare e supportare la politica monetaria unica. Senza un coordinamento efficace delle politiche fiscali dei paesi membri, la BCE potrebbe essere costretta a mantenere un ruolo stabilizzatore nell'economia europea anche oltre quello che era tradizionalmente considerato il suo mandato. In altre parole, le prospettive per la politica monetaria europea in futuro potrebbero dipendere strettamente dal tipo di riforme strutturali che i paesi dell'Eurozona sono disposti a intraprendere per rafforzare l'Unione economica e monetaria. Tuttavia, la BCE dovrà anche affrontare le sfide derivanti dalle riforme economiche strutturali, come la digitalizzazione e la transizione verso le energie rinnovabili. Queste hanno implicazioni di vasta portata per i modelli di produzione e consumo, la domanda di credito e le dinamiche dell'inflazione. Quindi, la politica monetaria in futuro dovrà essere sufficientemente flessibile da rispondere a tali trasformazioni, integrando nella sua strategia preoccupazioni a lungo termine, come la sostenibilità ambientale. In conclusione, la normalizzazione delle politiche monetarie post-crisi rappresenta un passaggio delicato e complesso per la BCE. Dovrà bilanciare l'esigenza di ritirare gradualmente il sostegno straordinario all'economia, senza

compromettere la ripresa economica o destabilizzare i mercati finanziari, tenendo conto al contempo delle sfide strutturali dell'economia globale e delle specificità politiche ed economiche dell'Eurozona<sup>8</sup>.

### **3. La gestione dei tassi di interesse negativi**

L'amministrazione di tassi di interesse negativi è una delle politiche meno convenzionali che la Banca centrale europea abbia adottato nel gestire la serie di crisi economiche che hanno colpito l'Eurozona dal 2008, dalla crisi finanziaria globale alla recente crisi del debito sovrano europeo. Nata come politica per rilanciare un'economia in un contesto di bassa crescita e bassa inflazione, ha radicalmente cambiato le politiche monetarie europee. I tassi di interesse negativi sono tra le misure più drastiche intraprese dalla BCE per ridurre le pressioni deflazionistiche e risollevare l'economia. Tuttavia, la sostenibilità di una tale politica e i problemi che comporta sono oggetto di ampio dibattito tra economisti e decisori politici.

La Banca centrale europea ha infranto il "limite inferiore" zero nel giugno 2014 quando ha introdotto un tasso di deposito negativo. Lo scopo immediato di questa misura è incoraggiare i prestiti da parte delle banche e scoraggiare il mantenimento di riserve in eccesso presso la BCE perché tali depositi ora genererebbero un rendimento negativo. In termini teorici, quindi, il regime di tassi di interesse negativi dovrebbe incoraggiare le banche a prestare più attivamente a famiglie e aziende: ergo attraverso l'aumento della domanda interna e degli investimenti, auspica un miglioramento delle prestazioni dell'economia. A questo proposito, il QE è arrivato nel mezzo di una serie di altre misure della BCE volte allo stimolo economico, che includevano la riduzione dei tassi di interesse ulteriormente in territorio negativo e la facilitazione dell'accesso al credito per le banche.

I tassi di interesse negativi sono efficaci o meno. Aiutano a mantenere i costi di finanziamento a livelli molto bassi per governi, aziende e famiglie, in modo tale che l'accesso al credito sia facilitato e la domanda sia creata per la maggior parte dei settori, portando a una modesta crescita dell'economia. D'altro canto, hanno un basso impatto sui livelli di inflazione.

---

<sup>8</sup> "L'evoluzione della strategia di politica monetaria della BCE a seguito delle crisi economiche", Università Politecnica delle Marche, 2021

L'espansione è stata solo in parte abbinata all'obiettivo dell'UE di portare l'inflazione appena sotto il 2%, poiché l'inflazione a lungo termine è rimasta troppo bassa per troppo tempo, al di sotto dei tassi previsti.

Il problema più significativo associato ai tassi di interesse negativi è legato all'impatto sui margini di profitto delle banche. A causa dell'addebito per il deposito delle riserve presso la BCE, i profitti delle banche sono sottoposti a una pressione crescente. Ciò ha portato alcune banche a trasferire questi costi ai propri clienti, abbassando gli interessi pagati sui risparmi a livelli minuscoli o addirittura applicando tassi negativi ai conti più grandi. Tuttavia, addebitare ai depositanti il deposito dei propri soldi in banca è stata un'idea che ha incontrato molte critiche e molta preoccupazione sia dal punto di vista economico che politico. Un altro aspetto dei tassi di interesse negativi è stato, tuttavia, quello di aumentare i prezzi delle attività. Con il costo del capitale così basso, molti investitori cercano un rendimento in settori alternativi come il mercato azionario o immobiliare. Ciò ha fortemente spinto verso l'alto i prezzi delle azioni e degli immobili, sollevando timori che si stessero formando bolle speculative in alcuni mercati. La BCE si è quindi trovata in una situazione delicata: da un lato deve mantenere politiche espansive per sostenere la debole ripresa economica, ma dall'altro rischia di innescare nuove instabilità nei mercati finanziari. Guardando al futuro, la parte difficile per la BCE sarà come gestire i tassi di interesse negativi. La politica dei tassi di interesse negativi non è qualcosa che può essere mantenuta in modo permanente, ha sempre avvertito la BIS, tuttavia, con la ripresa economica in corso e l'inflazione che mostra segnali di aumento in alcuni contesti, la BCE sta valutando come e quando iniziare il processo di normalizzazione delle politiche monetarie. In effetti, l'aumento dei tassi deve essere gestito con cura, ma se è rapido soffocherà la crescita economica. Ciò aumenterà il costo del prestito per governi e aziende e metterà sotto pressione i bilanci pubblici di alcuni paesi dell'area dell'euro, ad esempio l'Italia, che ha alti livelli di debito pubblico. Allo stesso tempo, c'è il timore che se i tassi negativi venissero portati troppo oltre, potrebbero causare danni strutturali sia al settore bancario che all'economia nel suo complesso. Le banche potrebbero diventare meno interessate a concedere prestiti, in particolare in condizioni di basso margine, il che potrebbe ulteriormente frenare la crescita. Inoltre, un'eccessiva dipendenza da politiche monetarie espansive lascerebbe alla BCE meno spazio di manovra in caso di nuove crisi economiche. Un altro problema per il futuro della BCE è l'eterogeneità nell'area dell'euro. Infatti, le economie dei paesi membri della BCE differiscono notevolmente in termini di crescita, inflazione e stock di debito. Pertanto, le politiche monetarie della BCE devono essere calibrate su queste differenze. Ma può essere complicato. La Germania, per esempio, si è preoccupata dell'impatto dei tassi negativi sui risparmiatori e sul

settore finanziario. Proprio come i forti aumenti dei tassi hanno scarso effetto su alcuni paesi, come l'Italia e la Grecia, altri paesi più piccoli potrebbero essere molto vulnerabili a un rapido aumento dei tassi.

Questo sarebbe probabilmente un aspetto da considerare nel lontano futuro per la BCE per riconsiderare il suo mandato o le sue tattiche operative. I tassi di interesse negativi e le politiche espansive che sono state perseguite sollevano ulteriormente interrogativi sull'efficacia delle politiche monetarie tradizionali nel nuovo contesto economico globale. Una trasformazione strutturale nell'economia derivante dalla bassa crescita della produttività, dalla popolazione anziana e dalle nuove complicazioni globali, tra cui il cambiamento climatico, potrebbe richiedere una revisione degli strumenti di intervento da parte della BCE.

Un altro punto di discussione è il più alto livello di integrazione tra politiche monetarie e fiscali. Ciò implica che in futuro potrebbe essere necessario un migliore allineamento tra la politica fiscale nazionale e dell'UE con la politica monetaria per la gestione efficace delle sfide. In parole povere, la stabilità economica nell'Eurozona non è del tutto realizzabile dalla sola BCE se non è disponibile un supporto sufficiente dalle politiche fiscali. Per comprendere meglio, ciò presuppone una nota più importante: una maggiore cooperazione della BCE con i governi nazionali e probabilmente una revisione delle regole fiscali europee (ad esempio, il Patto di stabilità e crescita). Infine, la BCE dovrà riconsiderare le sfide poste dalla digitalizzazione e dallo sviluppo nel settore finanziario. Il ruolo crescente svolto dalle criptovalute, dai pagamenti digitali e dalle nuove tecnologie finanziarie rappresenta vette inespugnabili che la politica monetaria deve raggiungere. In effetti, la BCE sta già studiando la fattibilità di un euro elettronico, una valuta digitale che potrebbe funzionare parallelamente al denaro contante e semplificare i pagamenti digitali nell'Eurozona. Consentire una nuova valuta digitale ha anche sollevato la dovuta attenzione a nuove questioni sulla regolamentazione, la supervisione e sulla stabilità finanziaria.

In conclusione, la gestione dei tassi di interesse negativi rappresenta una delle sfide più complesse e delicate per il futuro della BCE e delle politiche monetarie in Europa. Sebbene questa politica abbia contribuito a stabilizzare l'economia europea durante periodi di grande difficoltà, il suo futuro è incerto, e la BCE dovrà affrontare molteplici dilemmi nel processo di

normalizzazione delle politiche monetarie<sup>9</sup>. Il percorso verso la normalizzazione sarà lungo e richiederà decisioni ponderate per garantire una transizione senza intoppi, evitando al contempo nuovi rischi per la stabilità economica e finanziaria dell'Eurozona.

#### **4. Rischi legati all'inflazione e alla crescita economica stagnant**

L'inflazione e il suo rovescio della medaglia, ovvero una bassa o nessuna espansione economica, sono tutti rischi che preoccupano qualsiasi economia moderna, inseriti nel contesto delle politiche monetarie e fiscali perseguite dopo la crisi finanziaria mondiale del 2008 e poi ulteriormente elaborate nella pandemia di COVID-19. Il dibattito sull'inflazione e sulla stagnazione economica occupa un posto centrale nel dibattito economico perché entrambi hanno il potenziale di scuotere la stabilità economica, la fiducia degli investitori e la salute delle popolazioni. L'analisi dei rischi che potrebbero essere causati da un'inflazione che si rifiuta di andare o da una crescita che rimane ferma mette in discussione vari meccanismi di influenza sull'economia globale: il ruolo delle banche centrali, come la Banca centrale europea (BCE), i cambiamenti strutturali in atto nei mercati del lavoro e le sfide legate a fattori globali come le tensioni commerciali e i cambiamenti climatici. L'inflazione è descritta come quell'aumento generale dei prezzi di tutto e può essere positiva o negativa per un ambiente economico. Un'inflazione lieve è in genere vista come una cosa positiva per un'economia perché indica che la domanda di beni e servizi sta superando l'offerta, il che fa aumentare i prezzi. Ma una volta che diventa troppo alta o troppo continua, l'inflazione assume un aspetto molto meno favorevole. A questo proposito, con le famiglie che perdono potere d'acquisto e il costo della vita in aumento, sono i poveri a soffrire più gravemente poiché la loro capacità di risparmiare e spendere è notevolmente erosa. Un ulteriore problema è legato agli alti tassi di inflazione in quanto tendono a creare quella che viene definita una spirale inflazionistica: salari e prezzi continuano a salire in un circolo vizioso da cui è difficile uscire. Uno dei principali rischi di inflazione riguarda la sfida alla capacità di una banca centrale di gestire la crescita dei prezzi. Nel caso dell'Europa, la BCE è stata incaricata della missione di garantire che l'inflazione si mantenga vicina al 2%. La BCE, tuttavia, si è trovata in un dilemma negli ultimi anni. C'è il fatto che da un lato, l'inflazione è stata per molti anni al di sotto di tale obiettivo, giustificando politiche monetarie ultra espansive per stimolare la domanda interna. Queste includono l'allentamento quantitativo (QE) e i tassi di interesse negativi. D'altro canto, però, le recenti

---

<sup>9</sup> Bernanke, Ben S. Il coraggio di agire: Memorie di una crisi e del suo superamento. W.W. Norton & Company, 2015. pp. 407-450.



pressioni inflazionistiche legate all'impennata dei prezzi delle materie prime e dell'energia, intensificate dalla guerra in Ucraina e dalle interruzioni nelle catene di fornitura globali, pongono nuove sfide. La BCE rischia di dover aumentare i tassi di interesse più rapidamente del previsto, il che potrebbe essere dannoso per la crescita economica, soprattutto nella maggior parte dei paesi indebitati come l'Italia o la Grecia.

Il secondo rischio principale è la crescita economica stagnante. La stagnazione economica è "la condizione economica in cui un'economia sperimenta poca o nessuna crescita per un periodo di tempo". Ciò può essere particolarmente pericoloso perché porta ad aumentare la disoccupazione, abbassare la qualità della vita e perdere fiducia della popolazione nel proprio futuro economico. Tra le cause della stagnazione ci sono la bassa domanda interna, la stagnazione improduttiva, la politica fiscale soffocante o gli investimenti insufficienti in innovazione e infrastrutture. Un concetto chiave collegato alla stagnazione è la cosiddetta "stagnazione secolare", una teoria sviluppata da economisti come Lawrence Summers e Alvin Hansen, che suggerisce che l'economia globale potrebbe essere entrata in una fase di crescita strutturalmente bassa a causa di fattori demografici, tecnologici e di disuguaglianza economica. Secondo questa teoria, il basso tasso di crescita della produttività, combinato con una popolazione che invecchia e una riduzione delle opportunità di investimento profittevoli, potrebbe far sì che le economie avanzate si trovino intrappolate in una situazione di bassa crescita per molti anni. In questo contesto, la stagnazione economica non è solo un fenomeno temporaneo, ma un problema strutturale difficile da risolvere.

Le conseguenze di una crescita economica stagnante sono numerose. Per le famiglie, la stagnazione si traduce in minori opportunità di lavoro, salari stagnanti e difficoltà nell'accumulare ricchezza o risparmio per il futuro. Per le imprese, una crescita lenta può ridurre gli incentivi a investire in nuove tecnologie, espandere la produzione o assumere nuovi dipendenti, il che a sua volta può rallentare ulteriormente l'economia. Inoltre, un'economia stagnante rende più difficile per i governi ridurre il debito pubblico, poiché le entrate fiscali tendono a diminuire quando la crescita economica è debole<sup>10</sup>.

All'interno della BCE, la stagnazione economica pone rischi chiave per la crescita tramite canali monetari. In risposta a come la BCE può influenzare la crescita tramite canali monetari, dato che la stagnazione economica pone rischi importanti per la crescita, è degno di nota che la BCE

---

<sup>10</sup> Blanchard, Olivier. Il lungo rallentamento. Brookings Papers on Economic Activity, Primavera 2019. pp. 1-43.

in circostanze normali abbasserà i tassi di interesse a breve termine per smussare i prestiti bancari; incoraggerà la spesa e gli investimenti da parte di aziende e consumatori. In molti altri paesi in cui la crescita economica è lenta e l'inflazione o i prezzi crescenti dell'economia sono a un livello medio, le banche aumenteranno i loro tassi di interesse a lungo termine. A scopo precauzionale, uno dei membri del consiglio direttivo presiede l'organismo di stabilità finanziaria. Quindi, supervisiona se potrebbero verificarsi rischi al di fuori dell'intervallo normale. I tassi di interesse negativi agiscono sui meccanismi tradizionali dell'economia di mercato allo stesso modo della tecnica di utilizzo in cui raggiunge un punto e non è in grado di rispondere ulteriormente. Uno dei rischi chiave per il debito pubblico - Debito pubblico: è correlato e proviene dal paese e non viene scambiato nei mercati valutari internazionali. Alcuni paesi in cui la politica monetaria non ha alcun ruolo devono contrarre prestiti che richiedono loro di rimborsarli con interessi; attraverso i loro ministri degli affari economici. Altri rischi intrecciati del debito pubblico sono i mandati dei paesi a controllare un equilibrio internazionale stabile. In un contesto economico a bassa crescita, i governi lottano per aumentare le entrate fiscali sufficienti a ridurre il loro debito, insieme all'inflazione che aumenta il costo del servizio del debito. Ciò è particolarmente preoccupante per i paesi della zona euro come Italia e Spagna, che hanno un debito pubblico relativamente elevato. E se i tassi di interesse dovessero salire bruscamente, potrebbero trovarsi nei guai. Una delle principali preoccupazioni sulla stagnazione economica è l'effetto a lungo termine sulla coesione sociale. Quando l'economia non cresce, la tendenza è che la disuguaglianza di reddito aumenti. I più ricchi hanno generalmente migliori opzioni per preservare la propria ricchezza avendo opportunità di investire in porti sicuri o mercati finanziari, mentre le classi a medio e basso reddito vedono generalmente il loro potere d'acquisto erodersi. Se non affrontato, questo tipo di tendenza si aggiungerebbe al malcontento sociale, potrebbe portare a instabilità politica ed erodere la fiducia nelle istituzioni democratiche. Negli ultimi anni, le tensioni sociali sono aumentate in molti paesi europei in parte a causa della percezione che le politiche economiche non stanno offrendo una ripresa equa e sostenibile per tutti. Ciò ha alimentato l'indignazione di molti elementi di estrema destra nella società.

I problemi legati alla stagnazione e all'inflazione non possono essere risolti dalle politiche monetarie isolate. Molti economisti ritengono che i problemi possano essere affrontati solo con un maggiore coordinamento o integrazione delle politiche fiscali e monetarie. I governi dell'Eurozona potrebbero dover adottare politiche fiscali più espansive aumentando la spesa

pubblica per le infrastrutture e introducendo pacchetti di stimolo per sviluppare la domanda e creare nuovi posti di lavoro. Tuttavia, questo approccio richiede riforme nelle regole fiscali europee, tra cui il Patto di stabilità e crescita, che stabilisce limiti rigorosi sui livelli di deficit e debito pubblico.

Un'altra sfida fondamentale è legata agli effetti della digitalizzazione e della transizione energetica sull'inflazione e sulla crescita economica. In effetti, il crescente utilizzo delle tecnologie digitali sta cambiando le condizioni di lavoro, riducendo i costi di produzione, ma anche perpetuando nuove modalità di disuguaglianza tra coloro che hanno accesso allo spazio digitale e coloro che non hanno tali competenze. Inoltre, il passaggio a un modello di economia più sostenibile implica enormi spese in tecnologie e infrastrutture verdi, investimenti in grado di crescere a lungo termine ma che potrebbero, a breve termine, assumere la forma di pressioni inflazionistiche dovute alla natura altamente costosa della transizione.

Il rischio di inflazione, in poche parole, e i rischi derivanti dalla stagnazione economica, rappresentano una delle sfide più complicate per le economie contemporanee e per la BCE. Le politiche economiche dovranno essere calibrate con estrema delicatezza per trovare un equilibrio tra l'esigenza di mantenere la stabilità dei prezzi e quella di favorire al contempo una crescita economica che sia inclusiva e sostenibile.

## CONCLUSIONI

Questa tesi ha tracciato a lungo l'evoluzione della crisi del debito sovrano europeo, l'intervento della BCE attraverso le sue politiche monetarie e la strada da seguire per la politica monetaria europea. Una valutazione delle cause e degli effetti delle politiche della BCE consente di trarre conclusioni pertinenti sulla situazione attuale e sulle sfide future dell'Eurozona. Il capitolo 1 esamina la crisi del debito sovrano europeo, le cui radici possono essere trovate nella complessa emergenza di un contesto economico predatorio basato su squilibri macroeconomici e finanziari. Le forti impasse fiscali e finanziarie nei paesi perimetrali, tra cui Grecia, Irlanda e Portogallo, e di recente Spagna e Italia, riflettono in larga misura politiche espansive mal concepite, dinamiche di debito esplosive e in alcuni casi difetti strutturali nelle economie nazionali. L'analisi ha cercato le radici della crisi in fattori quali livelli di indebitamento pubblico e privato, crisi bancarie e perturbazioni del mercato finanziario mondiale. Le cerebrazioni di queste crisi sono state le azioni e le misure risultanti che deliberatamente o meno hanno avuto un impatto significativo sui paesi interessati con effetti di vasta portata sulla stabilità economica e sociale. Capitolo due: analisi degli effetti e della politica monetaria della BCE. In esso è stato descritto in dettaglio come, in quanto principale banca centrale per le nazioni dell'eurozona e nel contesto di un ambiente economico che si è gradualmente rafforzato in seguito, la BCE ha ridotto i tassi di interesse e implementato operazioni di rifinanziamento per rilanciare l'economia e fornire sufficiente liquidità al sistema bancario. Non esiste un prestito migliore di quello che proviene da poteri ultraterreni. Innescato da forze altrettanto surreali, elevando in seguito quella che un tempo era una nuova ideologia a una tradizione consolidata, il Quantitative Easing si sarebbe infine trovato a svolgere un ruolo importante in uno ancora più grande: riportare l'economia a una crescita sostenibile. Tuttavia, sono sorte domande sulla sua efficienza a lungo termine e su eventuali potenziali distorsioni sui mercati finanziari. Inflazione, crescita economica e stabilità finanziaria Impatti misurabili delle azioni della BCE includono effetti misurabili sulle performance di mercato e sulla fiducia di investitori e consumatori.

Il capitolo 3 ha preso in esame il futuro della BCE e la politica monetaria europea. Le sfide future per la politica monetaria europea saranno se riusciranno a bilanciare la stimolazione economica e il controllo dell'inflazione; la normalizzazione della politica monetaria post-crisi sarà un'altra questione complessa. È stato un modo innovativo di gestire i tassi di interesse negativi in base alle difficili condizioni economiche, ma solleva preoccupazioni sugli effetti collaterali con il ritorno degli investimenti e la redditività delle banche. I rischi riguardanti

l'inflazione e la stagnazione economica sono aree di fondamentale importanza che, se non affrontate, potrebbero avere impatti negativi di vasta portata sulla stabilità economica a lungo termine all'interno dell'Eurozona.

In altre parole, gli eventi correlati alla crisi del debito sovrano e le risposte monetarie della BCE consentono ampio dinamismo e complessità all'interno di un discorso sulle condizioni economiche dell'Eurozona. Da un grande disastro derivano precarietà strutturale, esigenze più vigorose di gestione economica e finanziaria e sottolineatura della coerenza o del coordinamento delle politiche. In effetti, le politiche istituite dalla BCE sono state molto efficaci, anche se hanno dovuto sollevare nuove questioni e preoccupazioni per il futuro. Questo documento ha riflesso il fatto che il modo in cui la BCE può guidare attraverso queste sfide per adottare politiche congruenti determinerà che vi è una reale probabilità di una ripresa sostenibile e di una stabilità economica a lungo termine nell'Eurozona. Uno sguardo a queste preoccupazioni fornisce un'importante opportunità di apprendimento nell'orientare le direzioni future della politica monetaria e nel rafforzare la resilienza economica nell'Unione europea.

## **BIBLIOGRAFIA:**

- De Grauwe, P. (2011). *The Governance of a Fragile Eurozone*. CEPS Working Document No. 346.
- Lane, P. R. (2012). *The European Sovereign Debt Crisis*. *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 49-68.
- Padoa-Schioppa, T. (2004). *The Euro and Its Central Bank: Getting United After the Union*. MIT Press.
- Stiglitz, J. E. (2016). *The Euro: How a Common Currency Threatens the Future of Europe*. W. W. Norton & Company.
- Draghi, M. (2021). *Europa e risposte alla crisi*. Il Mulino.

## **Articoli accademici**

- Aizenman, J., & Hutchison, M. (2012). *What Is the Risk of European Sovereign Debt Defaults? Fiscal Space, CDS Spreads and Market Pricing of Risk*. *Journal of International Money and Finance*, 31(3), 573-592.
- Corsetti, G., et al. (2013). *Sovereign Risk and Belief-Driven Fluctuations in the Euro Area*. *Journal of Monetary Economics*, 60(5), 389-403.
- Lane, P. R. (2012). *The European Sovereign Debt Crisis*. *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 49-68.
- Sinn, H.-W. (2014). *Austerity, Growth and Inflation: Remarks on the Eurozone's Unresolved Competitiveness Problem*. *The World Economy*, 37(1), 1-13.

## **Documenti istituzionali e rapporti**

- Banca Centrale Europea (BCE) (2012). *Technical Features of Outright Monetary Transactions*. BCE Press Release, 6 settembre 2012.
- Banca Centrale Europea (BCE) (2021). *Annual Report 2020*. BCE.
- Banca Centrale Europea (BCE) (2014). *The Monetary Policy of the ECB*. BCE Report.
- Commissione Europea (2012). *Green Paper on the Feasibility of Introducing Stability Bonds*. Brussels.

- Fondo Monetario Internazionale (FMI) (2013). *Global Financial Stability Report*. Washington, D.C.

### **Legislazione e regolamenti**

- Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), Art. 123, divieto di finanziamento monetario.
- Regolamento (UE) n. 1173/2011 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 novembre 2011 sul rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio nella zona euro.
- Regolamento (UE) n. 472/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 relativo al rafforzamento della sorveglianza economica e finanziaria degli Stati membri della zona euro soggetti a programmi di aggiustamento macroeconomico.

### **Discorsi e interviste**

- Draghi, M. (2012). *Speech at the Global Investment Conference* (26 luglio 2012), Londra. Dichiarazione famosa: "Whatever it takes".
- Constâncio, V. (2014). *The ECB's Monetary Policy Measures in Support of the Recovery*. Speech at the ECB Forum on Central Banking, Sintra, maggio 2014.

### **Siti web**

Banca Centrale Europea (BCE): [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Eurostat: [www.ec.europa.eu/eurostat](http://www.ec.europa.eu/eurostat)

Fondo Monetario Internazionale (FMI): [www.imf.org](http://www.imf.org)