

# La BCE come Architetto della Stabilità tra Inflazione, Debito e Crescita

Prof. Mauro Visaggio

---

RELATORE

Prof. Mario Comana

---

CORRELATORE

Antonio Ambrosio - Matr. 753851

---

CANDIDATO

## Indice

### LA BCE COME ARCHITETTO DELLA STABILITA' TRA INFLAZIONE, DEBITO E CRESCITA

#### INTRODUZIONE

#### Capitolo 1: LA BANCA CENTRALE EUROPEA

##### 1.1 La Banca Centrale Europea: nascita ed evoluzione

1.1.1 La nascita della BCE: il Trattato di Maastricht e la creazione dell'Euro

1.1.2 L'indipendenza della BCE

1.1.3 L'evoluzione della BCE attraverso le crisi

##### 1.2 L'indipendenza della Banca Centrale Europea e la sua struttura

1.2.1 La struttura della BCE

1.2.2 L'indipendenza della BCE: principi e normative

1.2.3 La BCE nelle crisi economiche: risposte e politiche monetarie

##### 1.3 Gli obiettivi e la politica monetaria

1.3.1 Il mandato della BCE e gli obiettivi principali

1.3.2 Gli strumenti di politica monetaria della BCE

1.3.3 Risposte alle crisi: la BCE in periodi di instabilità economica

##### 1.4 Il cruciale ruolo dell'SSM (Meccanismo di Vigilanza Unico)

1.4.1 La nascita dell'SSM: un risultato necessario per l'Europa

1.4.2 La struttura e le funzioni dell'SSM

1.4.3 La supervisione delle Banche: attività e strumenti

1.4.4 L'SSM nelle crisi bancarie: risposte e strategie

##### 1.5 Le politiche monetarie della BCE in risposta alle singole crisi

1.5.1 Crisi Finanziaria

1.5.2 Crisi debito sovrano

1.5.3 Covid-19

1.5.4 Guerra Ucraina

## **Capitolo 2: LE PRINCIPALI CRISI MACROECONOMICHE DEL XXI° SECOLO**

### 2.1 Mutui subprime (2007-2009)

#### 2.1.1 Panorama storico

#### 2.1.2 Il ruolo della Federal Reserve

### 2.2 Crisi del debito sovrano (2010-2011)

#### 2.2.1 Gestione della crisi

#### 2.2.2 Il ruolo della politica fiscale

### 2.3 Covid-19

### 2.4 Guerra Ucraina

#### 2.4.1 Gli effetti della guerra

## **Capitolo 3: IL GIOCO DEI TASSI: COME L'INCERTEZZA ECONOMICA HA RIDISEGNATO IL MERCATO IMMOBILIARE**

### 3.1 Come i mutui concessi dalle Banche e destinati al mercato immobiliare, sono stati influenzati dai tassi

#### 3.1.1 I tassi di interesse: andamento

#### 3.1.2 L'inflazione

### 3.2 Mutui a tasso fisso: IRS

### 3.3 Mutui a tasso variabile: EURIBOR + SPREAD

#### 3.3.1 Analisi dei tassi

## **CONCLUSIONI**

## **BIBLIOGRAFIA**

## **SITOGRAFIA**

## INTRODUZIONE

L'inizio del XXI secolo è stato caratterizzato da una serie di crisi economiche che hanno avuto un impatto significativo sulla stabilità macroeconomica globale. Nella fattispecie si andrà ad analizzare la crisi finanziaria del 2007-2009, la crisi del debito sovrano nell'Eurozona, la pandemia da COVID-19 e il recente conflitto in Ucraina che hanno posto sfide significative alle autorità garanti della stabilità. Tali eventi hanno determinato tre conseguenze principali: un aumento dell'inflazione, un incremento del debito sovrano e un rallentamento della crescita economica. Per affrontare queste crisi, la BCE ha dovuto adattare continuamente la sua strategia di politica monetaria, bilanciando i suoi obiettivi istituzionali con la gestione delle emergenze economiche. In risposta alla crisi dei mutui subprime, la BCE ha adottato misure restrittive per stabilizzare l'inflazione e i prezzi in aumento. Questo approccio ha rallentato la crescita economica, contribuendo alla crisi del debito sovrano. Successivamente, per affrontare questa situazione, la BCE ha avviato una politica espansiva tramite il quantitative easing, seppur con qualche anno di ritardo. Mentre la crescita economica stava lentamente riprendendo, è subentrata la pandemia da COVID-19. Durante questo periodo, nonostante l'inflazione crescente, è stata adottata una politica espansiva per sostenere la crescita economica. Infine, in risposta alla crisi energetica causata dall'aumento dei costi dell'energia elettrica e delle materie prime, a seguito dello scoppio del conflitto in Ucraina, la BCE ha implementato una politica fortemente restrittiva per contrastare l'inflazione elevata.

L'obiettivo del presente lavoro è analizzare in che misura la BCE sia riuscita a gestire tali crisi attraverso gli strumenti di politica monetaria, con particolare attenzione alla sua capacità di bilanciare la stabilizzazione dell'inflazione, la stabilità dei prezzi e il sostegno alla crescita economica. Verranno esaminate le

principali misure adottate dalla BCE e il loro impatto sui Paesi dell'Eurozona, valutando l'efficacia e i limiti delle politiche monetarie attuate.

L'analisi si svilupperà in tre capitoli. Nel primo si esaminerà il ruolo della BCE, con particolare attenzione al suo mandato istituzionale e agli strumenti di politica monetaria a sua disposizione. Il secondo capitolo sarà dedicato all'analisi dell'impatto delle principali crisi economiche del XXI secolo: dalla crisi dei mutui subprime (2007-2009) alla crisi del debito sovrano, dalla pandemia da COVID-19 alla guerra in Ucraina. Infine, il terzo capitolo approfondirà l'effetto della politica monetaria sui tassi di interesse applicati ai mutui, distinguendo tra mutui a tasso fisso, indicizzati all'IRS, e mutui a tasso variabile, indicizzati all'Euribor più lo spread. La scelta di approfondire tale aspetto nasce dall'esperienza di tirocinio maturata, che ha permesso un'osservazione diretta delle dinamiche dei tassi di interesse sul mercato immobiliare.

**CAPITOLO 1:**  
**LA BANCA CENTRALE EUROPEA:**  
**NASCITA ED EVOLUZIONE**

**1.1 La Banca Centrale Europea: nascita ed evoluzione**

La Banca Centrale Europea (BCE) è la principale istituzione responsabile della politica monetaria nell'Eurozona, che comprende i 19 Stati membri dell'Unione Europea che adottano l'euro come moneta ufficiale. Essa è stata istituita ufficialmente nel 1998, ma le sue radici affondano nella creazione dell'Unione Economica e Monetaria (UEM), sancita dal Trattato di Maastricht del 1992. La BCE ha avuto il compito di garantire la stabilità monetaria e i tassi di inflazione bassi, fungendo da pilastro per l'intero sistema economico dell'area euro. L'istituzione della BCE ha rappresentato un passo fondamentale nel processo di integrazione economica europea, rispondendo alla necessità di una gestione centralizzata della politica monetaria a livello europeo, in un contesto caratterizzato dalla crescente interdipendenza economica tra gli Stati membri.

*1.1.1 La nascita della BCE: il Trattato di Maastricht e la creazione dell'euro*

La BCE è stata formalmente istituita il 1° giugno 1998, come successore del Sistema Monetario Europeo (SME), che aveva governato le politiche monetarie europee dal 1979. La sua creazione è il risultato di un lungo processo di integrazione europea, che ha visto l'adozione dell'euro come moneta unica da parte degli Stati membri dell'Unione Europea. Il Trattato di Maastricht (1992) ha stabilito le basi giuridiche per la creazione della BCE e per la gestione della politica monetaria europea, ponendo come obiettivo primario il mantenimento della stabilità dei prezzi e il supporto alla crescita economica. Secondo l'articolo 105 del Trattato, la BCE ha il compito di "definire e attuare la politica monetaria

della Comunità" e di "garantire la stabilità dei prezzi", in coerenza con la politica economica e monetaria comune degli Stati membri<sup>1</sup>

La creazione della BCE ha rappresentato anche il superamento del sistema di banche centrali nazionali, che avevano governato la politica monetaria dei singoli Stati membri prima dell'introduzione dell'euro. La BCE si distingue per la sua completa indipendenza dalle autorità politiche, come sottolineato dal Trattato di Maastricht, che ha garantito l'autonomia decisionale dell'istituzione nella definizione delle politiche monetarie. Questa indipendenza è stata essenziale per permettere alla BCE di perseguire obiettivi a lungo termine, come il controllo dell'inflazione, senza influenze politiche dirette che potessero compromettere la stabilità economica dell'Eurozona.<sup>2</sup>

Il primo presidente della BCE, Wim Duisenberg, è stato incaricato di guidare la banca in questi primi anni cruciali, garantendo la stabilità del sistema monetario europeo in un periodo di forte crescita economica. La BCE ha dovuto affrontare la sfida di gestire una politica monetaria unificata per economie diverse, che avevano differenti tassi di inflazione e livelli di sviluppo economico. La sua missione è stata quella di garantire l'integrità dell'euro, mantenendo bassi i tassi di interesse per stimolare la crescita e prevenire l'inflazione elevata, che poteva danneggiare la stabilità economica dell'area.<sup>3</sup>

### *1.1.2 L'indipendenza della BCE*

L'indipendenza della BCE è uno degli aspetti più rilevanti e distintivi della sua struttura. Come sottolineato dal Trattato di Maastricht, la BCE deve essere completamente autonoma nell'esercizio delle sue funzioni, senza subire pressioni

---

<sup>1</sup> Trattato di Maastricht, 1992

<sup>2</sup> Lops V., 2011, *Il mutuo perfetto: come abbattere costi e interessi e trasformare il tuo prestito casa in un grande investimento*, Gruppo 24 Ore, Milano, p. 21

<sup>3</sup> Duisenberg W., 1998, *La BCE e la politica monetaria in Europa*, Financial Times, Londra

politiche da parte degli Stati membri. L'indipendenza della BCE non si limita solo alla sua capacità di prendere decisioni autonome in merito alla politica monetaria, ma si estende anche alla nomina dei suoi membri e alla gestione del bilancio. Questo principio di indipendenza è cruciale per mantenere la credibilità della BCE e la sua capacità di intervenire efficacemente contro l'inflazione o la deflazione, senza compromettere la stabilità finanziaria<sup>4</sup>.

Nel corso degli anni, questa indipendenza è stata messa alla prova in numerose occasioni, in particolare durante le crisi economiche globali e regionali. La crisi finanziaria del 2008, ad esempio, ha visto l'intensificarsi delle richieste politiche affinché la BCE intraprendesse misure straordinarie per sostenere l'economia dell'Eurozona. Sebbene la BCE abbia risposto con misure come il taglio dei tassi di interesse e il Quantitative Easing (QE), ha sempre cercato di mantenere un equilibrio tra l'intervento sul mercato e la necessità di preservare la stabilità monetaria a lungo termine. In questo contesto, la BCE ha dimostrato la sua capacità di agire in modo indipendente, ma con un approccio pragmatico e flessibile, che ha contribuito a prevenire il collasso dell'Eurozona durante le fasi più critiche della crisi finanziaria<sup>5</sup>.

### *1.1.3 L'evoluzione della BCE attraverso le crisi*

La BCE ha affrontato numerose sfide nel corso della sua breve storia, adattando le sue politiche alle crisi economiche e finanziarie globali. La crisi finanziaria globale del 2008 ha segnato un punto di svolta importante per la BCE, che ha dovuto rispondere con una serie di interventi straordinari. Dopo il fallimento di Lehman Brothers, la BCE ha abbassato i tassi di interesse e ha introdotto operazioni di rifinanziamento a lungo termine per le banche, per garantire la liquidità necessaria nel sistema finanziario. Inoltre, la BCE ha avviato

---

<sup>4</sup> Giordano C., 2012, L'Europa e la politica monetaria, Laterza, Roma-Bari, p. 98

<sup>5</sup> BCE, 2008, Report annuale della Banca Centrale Europea, BCE, Francoforte

il programma di acquisto di titoli di stato, noto come Quantitative Easing (QE), per sostenere i mercati dei titoli sovrani e stimolare la crescita economica <sup>6</sup>.

La crisi del debito sovrano, che ha colpito soprattutto i paesi dell'Eurozona come Grecia, Italia e Spagna, ha richiesto ulteriori misure straordinarie. La BCE ha dovuto intervenire per prevenire il fallimento di interi sistemi bancari e la possibile uscita di alcuni paesi dall'Eurozona. Il programma OMT (Outright Monetary Transactions), lanciato nel 2012, ha previsto l'acquisto illimitato di titoli di stato da parte della BCE per supportare i paesi in difficoltà. Questo intervento ha avuto l'effetto di ridurre il rischio di contagio e di mantenere la stabilità dell'euro. Il presidente della BCE, Mario Draghi, ha dichiarato in quella occasione che "la BCE farà tutto il necessario per salvare l'euro" <sup>7</sup>.

Nel periodo successivo, la BCE ha continuato a implementare politiche non convenzionali, come il Quantitative Easing, per sostenere l'economia europea. Queste politiche hanno contribuito a stimolare la crescita, seppur in modo lento, e a mantenere l'inflazione sotto il target del 2%. Tuttavia, la BCE ha anche affrontato critiche per la durata e l'efficacia di queste misure. Alcuni economisti sostengono che il QE abbia avuto effetti limitati sul rafforzamento della crescita e sull'inflazione, e che abbia aumentato le disuguaglianze, favorendo i grandi investitori a discapito delle classi medie e basse<sup>8</sup>.

In conclusione, la BCE ha attraversato un lungo processo evolutivo, rispondendo alle sfide interne ed esterne con politiche monetarie mirate a garantire la stabilità economica dell'Eurozona. La sua indipendenza e il suo ruolo centrale nella gestione della politica monetaria sono stati determinanti per il mantenimento della stabilità della moneta unica. Sebbene la BCE abbia dovuto

---

<sup>6</sup> BCE, 2012, Il programma di acquisto di titoli di stato della BCE, BCE, Francoforte

<sup>7</sup> Draghi M., 2012, Discorsi e interventi della BCE, BCE, Francoforte, p. 33

<sup>8</sup> Giordano C., 2015, La politica monetaria della BCE dopo la crisi finanziaria, Il Mulino, Bologna, p. 156

affrontare numerosi momenti di incertezza, la sua capacità di adattarsi alle crisi, senza compromettere gli obiettivi di lungo termine, ha consolidato il suo ruolo di garante della stabilità economica europea.

Nel prossimo futuro, la BCE dovrà continuare a bilanciare il suo impegno per la stabilità monetaria con la necessità di rispondere alle nuove sfide globali, come la sostenibilità ambientale, le nuove tecnologie e le turbolenze geopolitiche. La sua evoluzione, pertanto, è destinata a proseguire, mantenendo sempre come obiettivo principale la protezione dell'euro e il benessere economico degli Stati membri<sup>9</sup>.

## **1.2 L'indipendenza della Banca Centrale Europea e la sua struttura**

L'indipendenza della Banca Centrale Europea (BCE) rappresenta un principio fondamentale nel suo funzionamento e una delle caratteristiche che distingue maggiormente questa istituzione rispetto ad altre banche centrali a livello globale. La BCE è stata concepita fin dalla sua creazione nel 1998 come un ente completamente indipendente dalla politica economica e fiscale degli Stati membri, con l'obiettivo di garantire una politica monetaria stabile, credibile e senza interferenze esterne. Questa indipendenza è vista come un fattore essenziale per la sua capacità di perseguire obiettivi di lungo termine, come il mantenimento della stabilità dei prezzi, senza subire la pressione di politiche fiscali a breve termine che potrebbero compromettere la sua missione.

### *1.2.1 La struttura della BCE*

La Banca Centrale Europea, come stabilito dal Trattato di Maastricht (1992), è una delle principali istituzioni dell'Unione Economica e Monetaria dell'Eurozona. La sua struttura organizzativa è altamente centralizzata, ma al

---

<sup>9</sup> Banca d'Italia, 2020, L'evoluzione della BCE nel nuovo contesto economico, Banca d'Italia, Roma, p. 78

contempo multilivello, al fine di bilanciare la sua autorità con la necessità di una rappresentanza dei vari Stati membri dell'Eurozona. La BCE è governata da tre organi principali: il Consiglio Direttivo, l'Executive Board e il Presidente.

1. *Il Consiglio Direttivo* - Il Consiglio Direttivo è l'organo decisionale centrale della BCE. È composto da sei membri dell'Executive Board e dai governatori delle banche centrali nazionali di ciascun paese dell'Eurozona. In totale, quindi, il Consiglio Direttivo conta 25 membri, che rappresentano tutte le economie dell'area euro. Il compito principale del Consiglio Direttivo è definire le linee guida generali della politica monetaria e prendere decisioni in merito ai tassi di interesse, alle operazioni di mercato aperto e altre misure di politica monetaria. In pratica, il Consiglio Direttivo determina la politica monetaria dell'Eurozona, che poi viene implementata dall'Executive Board. La sua composizione multilivello assicura che ogni paese dell'area euro possa partecipare al processo decisionale, seppur sotto la supervisione di un gruppo ristretto di membri della BCE che agiscono in modo collegiale<sup>10</sup>.
2. *L'Executive Board* - L'Executive Board è l'organo esecutivo della BCE, composto dal presidente, dal vicepresidente e da altri quattro membri, tutti nominati per un mandato non rinnovabile di otto anni. Il compito dell'Executive Board è di attuare le decisioni del Consiglio Direttivo e gestire le attività quotidiane della BCE. I membri dell'Executive Board sono responsabili per l'implementazione operativa delle politiche monetarie decise dal Consiglio Direttivo, comprese le operazioni sui mercati monetari, la gestione della liquidità e la comunicazione con il pubblico e i mercati finanziari<sup>11</sup>. La BCE, in virtù del suo statuto, ha

---

<sup>10</sup> Banca d'Italia, 2015, L'organizzazione della BCE, Banca d'Italia, Roma, p. 44

<sup>11</sup> Giordano C., 2012, La politica monetaria della BCE e la sua indipendenza, Laterza, Roma-Bari, p. 122)

mantenuto una struttura operativa che enfatizza la trasparenza, ma anche una chiara divisione tra le decisioni politiche e la gestione operativa.

3. *Il Presidente della BCE* - Il Presidente della BCE ha un ruolo cruciale nell'ambito delle decisioni politiche e nel rafforzamento della credibilità dell'istituzione. Il presidente presiede sia il Consiglio Direttivo che l'Executive Board, ed è il rappresentante principale della BCE nei confronti del Parlamento Europeo, della Commissione Europea e di altre istituzioni internazionali. Il presidente svolge anche un ruolo fondamentale nella comunicazione delle politiche monetarie, spiegando le decisioni della BCE e guidando le iniziative di politica monetaria. Il primo presidente della BCE, Wim Duisenberg, ha preso il comando nel 1998, guidando la BCE attraverso le sue prime fasi operative. Successivamente, Mario Draghi ha preso il comando, portando la BCE a implementare politiche monetarie straordinarie durante la crisi finanziaria del 2008<sup>12</sup>. La scelta del presidente della BCE è cruciale, poiché questa figura deve non solo possedere un solido background economico, ma anche una visione globale per gestire la politica monetaria in un contesto internazionale complesso.

### 1.2.2 *L'indipendenza della BCE: principi e normative*

L'indipendenza della BCE è sancita dall'articolo 130 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), che stabilisce che né la BCE né le banche centrali nazionali possano accettare istruzioni da parte di enti politici, come il Parlamento Europeo o i governi degli Stati membri. Questo principio di indipendenza è stato voluto per evitare che la politica monetaria potesse essere influenzata dalle decisioni politiche a breve termine dei governi, che spesso

---

<sup>12</sup> Draghi M., 2012, La BCE e la politica monetaria dell'Eurozona, Financial Times, Londra, p. 60

tendono a favorire politiche espansive in periodi di difficoltà economica, rischiando di compromettere la stabilità dell'euro<sup>13</sup>.

L'indipendenza della BCE è stata testata in numerose occasioni, in particolare durante le crisi finanziarie globali e regionali. La BCE, pur trovandosi di fronte a enormi pressioni politiche, ha mantenuto la sua autonomia e ha agito in modo determinato per stabilizzare i mercati finanziari, come durante la crisi del debito sovrano del 2010 e la pandemia di COVID-19<sup>14</sup>

Questa indipendenza si riflette anche nella gestione della politica dei tassi di interesse, che è mirata a mantenere un'inflazione bassa e stabile, al fine di tutelare il potere d'acquisto dell'euro. Sebbene la BCE possa essere criticata per il suo approccio in tempi di crisi, la sua indipendenza ha permesso di evitare soluzioni che potrebbero compromettere la stabilità monetaria a lungo termine<sup>15</sup>.

### *1.2.3 La BCE nelle crisi economiche: risposte e politiche monetarie*

Nel corso della sua esistenza, la BCE ha dovuto affrontare numerosi periodi di turbolenza economica. La crisi finanziaria globale del 2008 ha rappresentato una delle sfide più gravi per l'istituzione. Durante questo periodo, la BCE ha adottato misure straordinarie per contrastare il crollo dei mercati finanziari e il rischio di un collasso dell'Eurozona. L'introduzione del Quantitative Easing (QE) nel 2015 è stata una delle misure più significative, che ha visto la BCE acquistare titoli di stato per stimolare la crescita economica e combattere la bassa inflazione. Il QE ha avuto come obiettivo quello di aumentare la liquidità nel sistema bancario e abbassare i tassi di interesse a lungo termine, per incentivare gli investimenti e il consumo<sup>16</sup>.

---

<sup>13</sup> Lops V., 2011, *Il mutuo perfetto: come abbattere costi e interessi e trasformare il tuo prestito casa in un grande investimento*, Gruppo 24 Ore, Milano, p. 31

<sup>14</sup> BCE, 2020, *Le risposte della BCE alla pandemia di COVID-19*, <https://www.ecb.europa.eu>

<sup>15</sup> Giordano C., 2013, *L'Unione Monetaria Europea e la politica della BCE*, Il Mulino, Bologna, p. 77

<sup>16</sup> BCE, 2015, *Quantitative easing: strategie e impatti della politica monetaria*, <https://www.ecb.europa.eu>

Anche durante la crisi del debito sovrano, che ha colpito in particolare Grecia, Italia, Spagna e Portogallo, la BCE ha preso misure decisive, come la creazione del programma OMT (Outright Monetary Transactions), che permetteva alla BCE di acquistare illimitatamente titoli di stato per supportare i paesi in difficoltà finanziaria. Queste misure hanno contribuito a ridurre la speculazione sui mercati finanziari e hanno permesso di stabilizzare l'euro durante un periodo di incertezze politiche ed economiche<sup>17</sup>.

L'indipendenza della BCE è un pilastro fondamentale per il buon funzionamento dell'Unione Economica e Monetaria Europea. La sua struttura decisionale complessa e multilivello assicura che le decisioni di politica monetaria siano prese in modo equilibrato, con la partecipazione di tutti i paesi membri dell'Eurozona. Pur affrontando periodi di forte pressione politica, la BCE è riuscita a mantenere la sua autonomia operativa e ha svolto un ruolo cruciale nella stabilità economica dell'Eurozona. Le sue politiche, seppur talvolta criticate, hanno contribuito a mantenere l'equilibrio monetario e a proteggere la moneta unica da crisi esterne.

Nel futuro, la BCE dovrà continuare a bilanciare le esigenze di stabilità monetaria con le sfide globali emergenti, come il cambiamento climatico, la digitalizzazione e le turbolenze geopolitiche. La sua indipendenza rimane il fattore centrale per la sua capacità di navigare queste sfide, continuando a garantire la stabilità economica dell'Eurozona nel lungo periodo.

### **1.3 Gli obiettivi e la politica monetaria della Banca Centrale Europea**

La Banca Centrale Europea (BCE) è una delle istituzioni centrali dell'Unione Europea, con il compito di garantire la stabilità dell'euro e di

---

<sup>17</sup> De Grauwe, P., 2014, *La BCE durante la crisi del debito sovrano: analisi e risposte*, Routledge, Londra, p. 115

contribuire alla stabilità economica nell'Eurozona. La sua politica monetaria si articola attorno a due obiettivi principali: il mantenimento della stabilità dei prezzi e il supporto alla politica economica generale dell'Unione Europea, che implica la promozione della crescita economica sostenibile e della piena occupazione. Questi obiettivi sono stabiliti dal Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) e sono il fondamento delle politiche monetarie e delle misure adottate dalla BCE per garantire la stabilità economica<sup>18</sup>.

### *1.3.1 Il Mandato della BCE e gli Obiettivi Principali*

La BCE ha un mandato rigido e gerarchico che si riflette nel suo obiettivo primario di stabilizzare i prezzi e l'inflazione annua sotto al 2%; evitare l'aumento del debito sovrano dei Paesi e sostenere la loro crescita economica. Questo obiettivo è fondamentale per assicurare che il valore dell'euro resti stabile, proteggendo quindi il potere d'acquisto dei consumatori e riducendo i rischi di inflazione galoppante che potrebbero minare la fiducia nella moneta unica. Secondo la BCE, l'inflazione è un indicatore chiave della salute economica di una nazione, e la sua gestione è cruciale per evitare distorsioni nei consumi e negli investimenti a lungo termine<sup>19</sup>.

Il secondo obiettivo, seppur subordinato al primo, riguarda la contribuzione della BCE alla politica economica generale dell'Unione Europea, che include la promozione di una crescita economica sostenibile e della piena occupazione. Tuttavia, la BCE ha una grande autonomia rispetto alle politiche fiscali, e la sua politica monetaria non è orientata direttamente verso il finanziamento della crescita, ma piuttosto sulla stabilizzazione dei mercati finanziari e sulla gestione dell'inflazione. Ciò la differenzia da altre istituzioni economiche mondiali, come le banche centrali statunitensi, che possono adottare

---

<sup>18</sup> BCE, 2011, Il ruolo della BCE nella stabilità monetaria, <https://www.ecb.europa.eu>

<sup>19</sup> Giordano C., 2012, La politica monetaria della BCE e la sua indipendenza, Laterza, Roma-Bari, p. 129

politiche monetarie più mirate a stimolare la crescita in momenti di crisi economica<sup>20</sup>.

### 1.3.2 *Gli Strumenti della Politica Monetaria della BCE*

La BCE dispone di una serie di strumenti di politica monetaria attraverso cui esercita il suo mandato. Tra questi strumenti, i più significativi sono i tassi di interesse, le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO), e le politiche non convenzionali come il Quantitative Easing (QE), che sono state introdotte in risposta alla crisi economica globale e alle sfide economiche successive. Ognuno di questi strumenti ha un impatto diretto sull'economia dell'Eurozona e viene utilizzato con l'obiettivo di influenzare i costi di prestito e la disponibilità di credito, stimolando così l'attività economica.

1. *Gestione dei Tassi di Interesse* - La BCE ha il controllo diretto sul tasso di rifinanziamento principale, che è il tasso di interesse al quale le banche commerciali possono prendere in prestito denaro dalla BCE. Questo tasso ha un impatto significativo su tutta l'economia, in quanto determina il costo del denaro per le banche, che poi trasferiscono questi costi ai consumatori e alle imprese. Un tasso di rifinanziamento basso stimola l'economia incentivando il prestito, l'investimento e la spesa, mentre un tasso più alto tende a rallentare l'attività economica, riducendo l'inflazione e la domanda aggregata. Questo strumento è il principale canale attraverso cui la BCE attua la sua politica monetaria<sup>21</sup>. La BCE ha anche utilizzato il tasso di deposito negativo come parte della sua politica monetaria. In un contesto di bassa inflazione e crescita economica stagnante, il tasso di deposito negativo ha avuto come obiettivo quello di incentivare le banche commerciali a prestare più denaro

---

<sup>20</sup> Banca d'Italia, 2017, Obiettivi della BCE e politica monetaria, Banca d'Italia, Roma, p. 75

<sup>21</sup> BCE, 2020, Le politiche della BCE durante la pandemia di COVID-19,

piuttosto che accumulare liquidità presso la BCE. L'introduzione di tassi negativi ha sollevato numerose preoccupazioni, poiché può avere effetti collaterali sulle banche, aumentando i costi operativi, e sui risparmiatori, che potrebbero vedere eroso il valore dei propri depositi<sup>22</sup>.

2. *Quantitative Easing (QE)* - Il Quantitative Easing (QE) è stato introdotto dalla BCE a partire dal 2015, come risposta alla persistente bassa inflazione e alla difficoltà di stimolare la crescita economica. Il QE prevede l'acquisto di titoli di stato e altre obbligazioni dalle banche commerciali per immettere liquidità nel sistema bancario. Questa misura ha lo scopo di abbassare i tassi di interesse a lungo termine, favorendo la concessione di prestiti e stimolando l'investimento<sup>23</sup>. Il QE ha avuto un impatto significativo sui mercati finanziari, stimolando la crescita e migliorando la stabilità finanziaria. Tuttavia, ha anche sollevato preoccupazioni riguardo alla distribuzione dei benefici, poiché i principali beneficiari sono stati spesso gli investitori e le istituzioni finanziarie più grandi, con un impatto limitato sull'economia reale, in particolare per le piccole imprese e le classi più vulnerabili. Inoltre, l'effetto del QE è stato parzialmente attenuato dalla continua incertezza economica e politica nell'Eurozona<sup>24</sup>
3. *Operazioni di Rifinanziamento a Lungo Periodo (TLTRO)* - Le Operazioni di Rifinanziamento a Lungo Periodo (TLTRO) sono state introdotte dalla BCE come risposta alla crisi economica globale, con lo scopo di incentivare le banche a prestare denaro alle piccole e medie imprese (PMI), che sono state particolarmente colpite dalla recessione. Queste operazioni consistono nell'offrire prestiti a lungo termine alle banche commerciali a

---

<sup>22</sup> BCE, 2016, Le politiche monetarie non convenzionali e i tassi negativi, <https://www.ecb.europa.eu>

<sup>23</sup> Giordano C., 2015, Politiche monetarie non convenzionali: la BCE e il Quantitative Easing, Il Mulino, Bologna, p. 112

<sup>24</sup> BCE, 2017, Il ruolo del Quantitative Easing nella stabilizzazione economica

tassi favorevoli, che devono essere utilizzati per finanziare l'economia reale. Le TLTRO hanno il vantaggio di stimolare direttamente l'economia, aiutando le banche a superare i periodi di carenza di liquidità e incentivando gli investimenti a lungo termine da parte delle imprese<sup>25</sup>

### *1.3.3 Risposte alle Crisi: La BCE in Periodi di Instabilità Economica*

Le politiche della BCE sono state messe alla prova in numerose occasioni. La crisi finanziaria globale del 2008 ha visto l'introduzione di politiche monetarie non convenzionali, come il QE e le operazioni di rifinanziamento a lungo termine. Durante questa crisi, la BCE ha dovuto adottare misure straordinarie per prevenire il collasso del sistema finanziario e garantire la stabilità dell'Eurozona. In particolare, l'acquisto di titoli di stato e l'offerta di prestiti a lungo termine alle banche hanno avuto lo scopo di stabilizzare i mercati e di evitare un'ulteriore contrazione del credito.<sup>26</sup>

La crisi del debito sovrano europeo, che ha colpito soprattutto Grecia, Italia, Spagna e Portogallo, ha richiesto un intervento diretto da parte della BCE. Le politiche di supporto ai paesi in difficoltà, come il programma di acquisto di titoli di stato (OMT), hanno contribuito a ridurre il rischio di contagio e a preservare l'integrità dell'Eurozona. Queste politiche sono state cruciali per evitare che la crisi del debito potesse minacciare la moneta unica<sup>27</sup>.

Nel 2020, la pandemia di COVID-19 ha rappresentato una sfida senza precedenti. La BCE ha risposto prontamente introducendo il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), un programma di acquisto di titoli di stato e obbligazioni aziendali per sostenere l'economia durante il lockdown globale. Il PEPP è stato uno degli interventi più significativi della BCE nella storia recente, permettendo di mantenere la stabilità dei mercati finanziari durante un

---

<sup>25</sup> BCE, 2014, Le operazioni di rifinanziamento a lungo periodo

<sup>26</sup> BCE, 2008, La BCE e la crisi finanziaria del 2008

<sup>27</sup> Giordano C., 2013, L'Unione Monetaria Europea e la politica della BCE, Il Mulino, Bologna, p. 88

periodo di incertezze straordinarie. La BCE ha anche implementato misure di supporto alla liquidità per le banche, evitando che il sistema bancario entrasse in crisi a causa della recessione indotta dalla pandemia.

La BCE ha dimostrato una straordinaria capacità di adattarsi alle sfide economiche e finanziarie globali, utilizzando una combinazione di strumenti di politica monetaria per perseguire i suoi obiettivi di stabilità dei prezzi e crescita economica. Le politiche non convenzionali, come il QE e i tassi negativi, sono state essenziali per sostenere l'economia dell'Eurozona durante le crisi, ma hanno anche sollevato preoccupazioni riguardo agli effetti collaterali, come l'incremento delle disuguaglianze economiche. Tuttavia, nonostante le difficoltà, la BCE continua a essere un pilastro fondamentale per la stabilità monetaria e economica dell'Eurozona, e le sue politiche sono destinate a rimanere al centro delle discussioni economiche globali, considerando anche le sfide future legate alla sostenibilità, alla digitalizzazione e alle incertezze geopolitiche.

#### **1.4 Il cruciale ruolo dell'SSM (Meccanismo di Vigilanza Unico)**

Il Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM) rappresenta un punto di riferimento fondamentale per la gestione della stabilità bancaria nell'Eurozona. Esso è stato istituito come parte di un più ampio progetto di Unione Bancaria Europea che ha l'obiettivo di rafforzare l'integrazione e la stabilità del sistema bancario, riducendo i rischi sistemici e aumentando la trasparenza e l'affidabilità delle banche operanti nell'Eurozona. L'SSM, entrato in vigore nel 2014, ha attribuito alla Banca Centrale Europea (BCE) un ruolo centrale nella supervisione delle banche significative, ovvero quelle che, per dimensione, complessità o rilevanza sistemica, possono minacciare la stabilità economica e finanziaria. L'SSM è diventato quindi un pilastro essenziale nella costruzione di un sistema

finanziario europeo resiliente, in grado di affrontare e prevenire future crisi bancarie.

#### *1.4.1 La Nascita dell'SSM: Un Risultato Necessario per l'Eurozona*

La creazione del Meccanismo di Vigilanza Unico è stata una risposta diretta alla crisi finanziaria globale del 2008 e alla crisi del debito sovrano europeo, che hanno evidenziato le gravi lacune nella supervisione bancaria europea e la difficoltà di coordinare una risposta efficace ai problemi delle banche insolventi. Prima dell'istituzione dell'SSM, ogni banca centrale nazionale aveva la responsabilità di supervisionare le proprie banche, creando così una frammentazione della vigilanza, con conseguenti disparità nelle pratiche di regolamentazione tra i vari Stati membri.

La crisi del debito sovrano, che ha coinvolto paesi come Grecia, Italia e Spagna, ha reso evidente che il rischio di un fallimento bancario non rispettava i confini nazionali e che una crisi bancaria in un paese poteva avere gravi ripercussioni su altri paesi dell'Eurozona. Di conseguenza, la creazione di una supervisione bancaria centralizzata è diventata un passo fondamentale per evitare future crisi bancarie che avrebbero potuto minacciare la moneta unica e la stabilità dell'economia europea<sup>28</sup>

L'Unione Bancaria Europea, che comprende l'SSM, si compone di tre pilastri: il Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM), il Meccanismo di Risoluzione Unico (SRM) e il Fondo di Garanzia dei Depositi Europeo (EDIS). Questi pilastri mirano a garantire che le banche siano controllate in modo più rigoroso e che, in caso di difficoltà, possano essere risolte senza l'intervento diretto degli Stati

---

<sup>28</sup> Banca d'Italia, 2014, L'evoluzione della supervisione bancaria nell'Unione Europea, Banca d'Italia, Roma, p. 98

membri, prevenendo il rischio di uso di fondi pubblici per salvare banche in fallimento<sup>29</sup>.

#### *1.4.2 La Struttura e le Funzioni dell'SSM*

L'SSM è un sistema dualistico composto dalla Banca Centrale Europea (BCE), che supervisiona le banche più rilevanti e sistemiche, e dalle banche centrali nazionali, che si occupano della vigilanza sulle banche meno rilevanti a livello europeo. Questo sistema consente alla BCE di concentrare le risorse e le competenze sulle banche più grandi e complesse, mentre le banche centrali nazionali rimangono responsabili per la vigilanza delle banche di minore importanza. A livello pratico, la BCE assume il controllo diretto sulle banche significative, ossia quelle che soddisfano uno dei seguenti criteri:

1. Dimensione: Banche con attivi superiori a 30 miliardi di euro.
2. Importanza sistemica: Banche che hanno una significativa influenza sul sistema finanziario europeo.
3. Dimensione internazionale: Banche che operano in più di un paese dell'Eurozona.

Le banche che non soddisfano questi criteri vengono supervisionate dalle banche centrali nazionali, pur seguendo le linee guida fornite dall'SSM. Le banche nazionali sono responsabili della supervisione delle banche meno rilevanti, ma sono comunque vincolate a seguire le politiche generali e le normative dettate dalla BCE, assicurando una vigilanza coerente su tutta l'Eurozona<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> De Grauwe, P., 2014, *Le politiche di supervisione bancaria in Europa*, Routledge, Londra, p. 140

<sup>30</sup> BCE, 2014, *Il Meccanismo di Vigilanza Unico: la BCE e il controllo bancario*, <https://www.ecb.europa.eu>

### 1.4.3 La Supervisione delle Banche: Attività e Strumenti

Le attività di vigilanza dell'SSM sono molto variegata e comprendono diversi aspetti. Di seguito, una panoramica delle principali funzioni:

1. *Valutazione della Solvibilità e della Liquidità delle Banche* - L'SSM è responsabile di monitorare la solidità patrimoniale delle banche e la loro capacità di far fronte agli impegni finanziari. La BCE esegue regolarmente stress test per simulare scenari economici avversi e testare la resilienza delle banche a shock finanziari. Questi stress test, che sono diventati un appuntamento annuale, sono cruciali per valutare la stabilità del sistema bancario e per identificare eventuali rischi sistemici<sup>31</sup>
2. *Analisi e Monitoraggio delle Banche* - L'SSM effettua analisi approfondite sui bilanci delle banche, esaminando la qualità degli attivi, la gestione del rischio e la strategia finanziaria complessiva. La BCE ha il potere di richiedere aumento dei requisiti patrimoniali alle banche che non rispettano i criteri di solidità, in particolare in caso di esposizioni rischiose o modelli di business insostenibili.
3. *Imposizione di Sanzioni* - In caso di violazione delle normative, la BCE ha la facoltà di applicare sanzioni. Queste possono essere di tipo finanziario o operativo, come la richiesta di una revisione della governance aziendale o del piano di capitale.
4. *Risoluzione delle Banche in Difficoltà* - Se una banca significativa non è in grado di mantenere i requisiti di capitale o di solvibilità, la BCE può avviare un processo di risoluzione in collaborazione con il Meccanismo di Risoluzione Unico (SRM). Il SRM è un sistema che consente di risolvere la

---

<sup>31</sup> BCE, 2017, Il QE e gli stress test bancari nell'Eurozona

crisi di una banca senza ricorrere ai fondi pubblici, proteggendo i depositanti e riducendo il rischio di contagio tra le altre banche<sup>32</sup>.

#### 1.4.4 L'SSM nelle Crisi Bancarie: Risposte e Strategie

<i>Strumento</i>	<i>Descrizione</i>	<i>Obiettivo</i>
Stress Test Bancari	Simulazioni economiche per testare la resilienza delle banche a shock economici.	Valutare la solidità patrimoniale e la capacità di resistenza.
Stress Test Sostenibilità	Test per analizzare la sostenibilità finanziaria delle banche in scenari avversi.	Identificare i rischi sistemici e monitorare la qualità del capitale.
Piani di Capitale	Esame della capacità delle banche di soddisfare i requisiti patrimoniali.	Garantire che le banche mantengano livelli adeguati di capitale.
Operazioni di Rifi naziamento a Lungo Periodo (TLTRO)	Prestiti a lungo termine alle banche a tassi favorevoli per stimolare l'economia.	Sostenere la liquidità e incentivare il credito.
Recapitalizzazione Diretta	Fondi per aumentare il capitale delle banche in difficoltà.	Prevenire il fallimento di banche sistemiche.
Interventi di Risoluzione (SRM)	Gestione delle crisi bancarie, incluso il bail-in.	Risolvere le crisi senza utilizzare fondi pubblici.

Tabella 1.1: Strumenti della BCE e dell'SSM nella Supervisione Bancaria

L'SSM ha avuto un ruolo cruciale nel garantire la stabilità del sistema bancario europeo durante le crisi bancarie. Un esempio emblematico di questo ruolo è stata la gestione della crisi bancaria in Cipro nel 2013, dove la BCE è intervenuta

per garantire che i risparmiatori fossero protetti e che le perdite venissero limitate. La BCE, in collaborazione con le autorità cipriote, ha gestito il processo di risoluzione delle banche cipriote, evitando l'utilizzo di fondi pubblici per il

<sup>32</sup> Banca d'Italia, 2017, Il Meccanismo di Vigilanza Unico e la BCE: sfide e opportunità, Banca d'Italia, Roma, p. 99

salvataggio, applicando un bail-in per i creditori e i depositanti non garantiti, proteggendo così la stabilità del sistema finanziario europeo<sup>33</sup>.

Un altro esempio significativo è stata la gestione delle difficoltà bancarie durante la pandemia di COVID-19, quando l'SSM ha dovuto adattarsi a un ambiente economico estremamente volatile. La BCE ha coordinato l'introduzione di misure di supporto alle banche, consentendo loro di mantenere elevati livelli di liquidità, mentre monitorava i livelli di rischio derivanti dalle incertezze economiche<sup>34</sup>.

Il Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM) svolge un ruolo determinante per garantire la stabilità finanziaria dell'Eurozona, grazie a un approccio strutturato e integrato alla supervisione bancaria. L'SSM ha permesso di superare le difficoltà di vigilanza bancaria a livello nazionale, centralizzando e armonizzando la supervisione per le banche più rilevanti, prevenendo crisi bancarie sistemiche e contribuendo alla protezione del sistema finanziario europeo. Le misure straordinarie, come gli stress test bancari e le operazioni di risoluzione, hanno contribuito a limitare i rischi sistemici, dimostrando l'efficacia dell'SSM anche in tempi di crisi. Il continuo perfezionamento dell'SSM sarà cruciale per affrontare le sfide future, inclusi i rischi derivanti dalle innovazioni fintech e dalle nuove forme di instabilità economica globale.

### **1.5 Le politiche monetarie della BCE in risposta alle singole crisi**

Nel corso degli ultimi decenni, la Banca Centrale Europea (BCE) ha affrontato diverse crisi economiche e finanziarie che hanno messo a dura prova la stabilità dell'Eurozona e del sistema bancario globale. In risposta a queste sfide, la BCE ha dovuto adattare e rivedere continuamente la sua politica monetaria,

---

<sup>33</sup> BCE, 2013, La crisi bancaria di Cipro e la risposta della BCE, <https://www.ecb.europa.eu>

<sup>34</sup> BCE, 2020, La BCE e la gestione della pandemia COVID-19, <https://www.ecb.europa.eu>

utilizzando sia gli strumenti tradizionali sia quelli non convenzionali per garantire la stabilità economica, sostenere la crescita e mantenere il valore dell'euro.

Il sotto capitolo che segue analizza le principali crisi economiche che hanno colpito l'Eurozona e il mondo, esaminando le politiche adottate dalla BCE per rispondere a ciascuna di esse

#### *1.5.1 La crisi finanziaria globale del 2008*

La crisi finanziaria globale del 2008 è stata una delle crisi più devastanti nella storia recente dell'economia mondiale. La crisi è iniziata negli Stati Uniti, con il crollo del mercato dei subprime, ma ha rapidamente avuto un impatto globale, colpendo duramente l'Eurozona. Le sue origini si trovano in una serie di problematiche strutturali e finanziarie che hanno travolto i mercati bancari, provocando il crollo di alcune delle più grandi istituzioni finanziarie del mondo. La crisi ha messo in evidenza gravi debolezze nel sistema bancario internazionale e ha avuto effetti devastanti sull'economia globale, causando una recessione mondiale, un aumento della disoccupazione e il crollo della fiducia nei mercati finanziari. La Banca Centrale Europea (BCE) ha dovuto affrontare una delle sue sfide più grandi, poiché la crisi minacciava la stabilità economica dell'Eurozona e il sistema finanziario globale.

#### *Le origini e l'evoluzione della crisi finanziaria globale*

La crisi del 2008 è nata principalmente a causa di eccessi nei mercati finanziari. Negli anni precedenti, le istituzioni bancarie globali avevano emesso una grande quantità di prestiti ad alto rischio, noti come mutui subprime, a individui con bassi livelli di solvibilità. Questi mutui sono stati poi impacchettati e venduti come titoli di debito. La crescente domanda di questi titoli ha portato

le banche a rilassare i criteri di concessione del credito, creando una bolla immobiliare. Quando i prezzi delle case hanno iniziato a calare, i mutui sono diventati difficili da ripagare, provocando una serie di fallimenti bancari. Il sistema bancario internazionale, fortemente interconnesso, ha visto un grave blocco del credito che ha paralizzato l'economia globale. Le grandi banche di investimento e le istituzioni finanziarie, come Lehman Brothers, sono crollate sotto il peso dei crediti deteriorati, portando alla crisi di liquidità che ha colpito duramente anche l'Eurozona.

In risposta a questa situazione di emergenza, la BCE ha dovuto intervenire con una serie di politiche monetarie straordinarie per contenere gli effetti della crisi finanziaria e sostenere il sistema bancario europeo.

#### *Le prime misure della BCE: abbassamento dei tassi di interesse*

Con l'inizio della crisi, la BCE ha reagito prontamente cercando di ridurre i tassi di interesse per stimolare l'economia e garantire la liquidità alle banche. A partire dal 2008, la BCE ha iniziato ad abbassare progressivamente il tasso di rifinanziamento principale, che rappresenta il tasso di interesse al quale le banche commerciali possono prendere in prestito denaro dalla BCE. Questa misura è stata pensata per rendere più economico il prestito alle banche e, attraverso di esse, per stimolare il credito alle famiglie e alle imprese. Nel 2008, la BCE ha abbassato il tasso dal 4,25% al 2,5% entro il mese di ottobre, cercando di affrontare la crescente carenza di liquidità nel sistema bancario<sup>35</sup>.

Tuttavia, nonostante i tagli dei tassi, l'impatto della crisi si è rivelato molto più grave di quanto previsto, poiché la sfiducia nei mercati finanziari ha impedito alle banche di prestarsi denaro tra di loro. La BCE ha quindi dovuto adottare

---

<sup>35</sup> BCE, 2008, La BCE e la crisi finanziaria globale del 2008, <https://www.ecb.europa.eu>

misure monetarie più straordinarie per evitare un completo collasso del sistema bancario.

#### *Le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO)*

Nel 2009, di fronte alla crescente difficoltà delle banche nell'accedere ai mercati dei finanziamenti, la BCE ha introdotto una serie di operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO). Queste operazioni consistevano nel prestare alle banche una quantità significativa di liquidità a lungo termine (fino a 12 mesi) con l'obiettivo di garantire la stabilità del sistema bancario. Le banche potevano prendere in prestito denaro a tassi di interesse molto bassi, in modo da aumentare la disponibilità di credito nell'economia. La BCE ha anche ampliato la gamma di collaterali accettabili per questi prestiti, inclusi titoli di stato e altri asset considerati più rischiosi, con l'intento di garantire che le banche potessero avere accesso a liquidità anche in un contesto di estrema incertezza finanziaria<sup>36</sup>.

#### *Il Quantitative Easing (QE): la risposta alle sfide persistenti*

Man mano che la crisi si prolungava e la crescita rimaneva debole, la BCE ha introdotto misure monetarie ancora più non convenzionali, tra cui il Quantitative Easing (QE), che ha preso piede nel 2015. Il QE consiste nell'acquisto di titoli di stato da parte della BCE, con l'obiettivo di immettere liquidità nel sistema bancario e ridurre i tassi di interesse a lungo termine. Questo strumento è stato adottato per contrastare l'inflazione bassa e stimolare l'economia, ma ha anche sollevato preoccupazioni riguardo agli effetti collaterali, come l'aumento del debito pubblico e la possibile creazione di bolle speculative<sup>37</sup>.

---

<sup>36</sup> BCE, 2009, Interventi della BCE durante la crisi finanziaria, <https://www.ecb.europa.eu>

<sup>37</sup> BCE, 2015, Il Quantitative Easing: politiche monetarie straordinarie, <https://www.ecb.europa.eu>

Con il QE, la BCE ha acquistato titoli di stato di paesi dell'Eurozona in difficoltà, contribuendo a ridurre i tassi di interesse sui bond sovrani, e migliorando la liquidità nel sistema bancario. Questo programma ha avuto come obiettivo la stimolazione degli investimenti e dei consumi, favorendo l'economia attraverso un abbassamento dei tassi di interesse a lungo termine. Tuttavia, nonostante gli sforzi della BCE, la crescita dell'Eurozona è stata lenta e l'inflazione è rimasta sotto il target del 2%, costringendo la BCE a mantenere politiche monetarie molto accomodanti per lungo tempo<sup>38</sup>

#### *La gestione del rischio sistemico e la creazione di un'architettura di vigilanza*

In risposta agli eventi delle crisi finanziarie, la BCE ha anche dovuto intervenire a livello regolatorio per evitare che future crisi bancarie avessero un impatto simile. La BCE ha avuto un ruolo centrale nella creazione del Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM), che ha centralizzato la supervisione bancaria nell'Eurozona e ha permesso alla BCE di intervenire direttamente per garantire la stabilità delle banche più rilevanti. Il Meccanismo di Vigilanza Unico ha ridotto i rischi di contagio e migliorato la capacità della BCE di affrontare le difficoltà bancarie prima che potessero minacciare l'intero sistema economico europeo<sup>39</sup>.

La crisi finanziaria globale del 2008 ha segnato un punto di svolta per la BCE, che ha dovuto adattare la sua politica monetaria alle circostanze straordinarie e mai viste prima. Sebbene le misure come il Quantitative Easing e le operazioni di rifinanziamento a lungo termine siano state efficaci nel garantire la liquidità e nel supportare il sistema bancario, esse hanno anche suscitato preoccupazioni riguardo alla creazione di squilibri economici a lungo termine, come l'aumento delle disuguaglianze e la distorsione dei mercati finanziari.

---

<sup>38</sup> BCE, 2016, Le politiche monetarie della BCE e gli effetti del QE, <https://www.ecb.europa.eu>

<sup>39</sup> BCE, 2014, La BCE e la supervisione bancaria, <https://www.ecb.europa.eu>

Nonostante ciò, la BCE ha dimostrato una straordinaria capacità di risposta, contribuendo a evitare un collasso completo del sistema finanziario dell'Eurozona.

In definitiva, le politiche della BCE hanno aiutato a mantenere la stabilità finanziaria e a stimolare una ripresa, ma le sfide future restano in quanto gli effetti a lungo termine delle politiche monetarie straordinarie, come il QE, rimangono un tema di dibattito e analisi, specialmente alla luce delle difficoltà economiche che permangono in alcune economie dell'Eurozona.

### *1.5.2 La crisi del debito sovrano*

La crisi del debito sovrano dell'Eurozona, che ha avuto il suo apice tra il 2010 e il 2012, ha rappresentato un momento critico per l'intero progetto europeo. Mentre la crisi finanziaria globale del 2008 aveva già messo a dura prova l'economia mondiale, la crisi del debito sovrano ha minacciato la stabilità dell'Eurozona, rivelando le fragilità del sistema economico e politico europeo, in particolare la mancanza di una unione fiscale adeguata e la difficoltà di coordinare le politiche economiche tra paesi con situazioni fiscali molto diverse. La crisi ha avuto un impatto devastante su alcuni paesi dell'Eurozona, in particolare Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia, che si sono trovati a fronteggiare livelli insostenibili di debito pubblico e, in alcuni casi, la perdita della fiducia nei loro mercati finanziari.

La Banca Centrale Europea (BCE) ha dovuto rispondere a questa crisi con misure straordinarie, intervenendo per garantire la stabilità dei mercati finanziari e proteggere l'euro. Le risposte della BCE sono state complesse e diversificate, includendo sia misure di liquidità che politiche di acquisto di titoli di stato (programma OMT), con l'obiettivo di fermare la speculazione contro i paesi con debito elevato e di ridurre i costi di finanziamento per i governi in difficoltà.

### *La genesi della crisi del debito sovrano*

La crisi del debito sovrano ha avuto origine con il forte aumento dei debiti pubblici di alcuni Stati membri dell'Eurozona, che avevano accumulato livelli insostenibili di indebitamento, soprattutto durante gli anni precedenti la crisi finanziaria globale. Dopo il collasso di Lehman Brothers nel 2008, i mercati finanziari hanno reagito negativamente ai segnali di debolezza fiscale in alcuni paesi dell'Eurozona, come la Grecia, la Spagna e l'Irlanda. La situazione si è ulteriormente deteriorata nel 2009, quando è emerso che il deficit di bilancio della Grecia era molto più alto di quanto precedentemente dichiarato, scatenando una crisi di fiducia nei mercati finanziari internazionali.

La Grecia, ma anche altri paesi come l'Irlanda e il Portogallo, si sono trovati ad affrontare il crescente costo di finanziamento sui mercati dei titoli di stato, poiché gli investitori temevano che i paesi non potessero più sostenere il loro debito pubblico. La situazione è peggiorata quando i mercati hanno cominciato a scommettere contro i titoli di stato dei paesi in difficoltà, aumentando i tassi di interesse per il rifinanziamento del debito e creando un circolo vizioso che minacciava la stabilità dell'intera Eurozona.

### *Le misure della BCE: Risposte immediate e interventi di liquidità*

In risposta alla crescente instabilità, la BCE ha adottato misure straordinarie per garantire la liquidità nel sistema bancario europeo. Nel maggio del 2010, la BCE ha avviato il programma di rifinanziamento a lungo termine (LTRO), al fine di garantire che le banche potessero ottenere il finanziamento necessario anche se i mercati dei titoli di stato erano sotto pressione. Queste operazioni di rifinanziamento hanno avuto una durata di 12 mesi e hanno

permesso alle banche di ottenere liquidità a tassi favorevoli, stabilizzando così il sistema bancario e permettendo alle banche di continuare a concedere prestiti<sup>40</sup>.

Tuttavia, nonostante queste misure, i tassi di interesse sui titoli di stato dei paesi più colpiti dalla crisi, come la Grecia e l'Italia, continuavano a crescere, alimentando la paura di un possibile default. La BCE si è trovata quindi a dover affrontare una crisi di fiducia nei mercati finanziari, con investitori preoccupati per la sostenibilità del debito sovrano di alcuni paesi dell'Eurozona.

#### *Il programma OMT: Acquisto illimitato di titoli di stato*

Nel 2012, di fronte al deteriorarsi della situazione e alla possibilità di una rottura dell'Eurozona, la BCE ha introdotto il programma Outright Monetary Transactions (OMT), un programma di acquisto illimitato di titoli di stato da parte della BCE, finalizzato a sostenere la stabilità del mercato obbligazionario dell'Eurozona. L'OMT è stato concepito come una misura preventiva contro la speculazione sui titoli di stato di paesi ad alto rischio e ha avuto come obiettivo quello di ridurre i tassi di interesse sui titoli di stato dei paesi in difficoltà.

Il programma OMT è stato annunciato dal presidente della BCE, Mario Draghi, nel luglio del 2012, in un momento di grave instabilità nei mercati finanziari. Draghi ha dichiarato che la BCE avrebbe fatto "tutto il necessario per salvare l'euro", introducendo così uno strumento che avrebbe potuto acquistare titoli di stato dei paesi con difficoltà fiscali, come la Grecia, l'Italia, la Spagna e il Portogallo, per stabilizzare i loro mercati obbligazionari e ridurre il rischio di contagio.

Il programma ha avuto un impatto immediato sui mercati, riducendo i tassi di interesse sui titoli di stato dei paesi a rischio e facendo diminuire le pressioni sui governi. Sebbene l'OMT non sia mai stato utilizzato in modo

---

<sup>40</sup> BCE, 2010, Le risposte della BCE alla crisi del debito sovrano, <https://www.ecb.europa.eu>

massiccio, la sua sola introduzione ha avuto un effetto di rassicurazione sui mercati e ha contribuito a stabilizzare la situazione economica, evitando il disastro finanziario previsto da molti economisti<sup>41</sup>.

### *Le politiche di austerità e il sostegno della BCE*

La BCE ha anche dovuto confrontarsi con le politiche di austerità imposte a molti paesi dell'Eurozona come parte dei programmi di salvataggio da parte della Troika (Commissione Europea, BCE e FMI). Le politiche di austerità, che includevano tagli alla spesa pubblica e aumenti delle imposte, sono state fortemente contestate dai governi e dai cittadini dei paesi più colpiti dalla crisi. La BCE, pur non essendo direttamente coinvolta nella gestione delle politiche fiscali, ha supportato queste misure, ritenendo che fossero necessarie per ripristinare la fiducia dei mercati e ridurre il rischio di default sovrano.

Le misure di austerità, tuttavia, hanno avuto un impatto negativo sull'economia. In particolare, in paesi come la Grecia, il Portogallo e la Spagna, le politiche di austerità hanno portato a un aumento della disoccupazione e a un crollo del PIL, creando tensioni sociali e politiche. Nonostante ciò, la BCE ha continuato a sostenere il programma, sottolineando che il riequilibrio delle finanze pubbliche era essenziale per garantire la stabilità a lungo termine della zona euro<sup>42</sup>.

Le politiche adottate dalla BCE durante la crisi del debito sovrano dell'Eurozona sono state decisive nel prevenire il crollo dell'Eurozona e nel preservare la fiducia nell'euro. L'introduzione del programma OMT ha avuto un impatto fondamentale nel ridurre le speculazioni sui mercati obbligazionari e nel

---

<sup>41</sup> BCE, 2012, Introduzione del programma OMT della BCE, <https://www.ecb.europa.eu>

<sup>42</sup> Giordano C., 2013, L'Eurozona e la crisi del debito sovrano: risposte della BCE, Il Mulino, Bologna, p. 156

stabilizzare l'economia europea. Tuttavia, le politiche di austerità imposte ai paesi in difficoltà hanno avuto un effetto recessivo significativo, sollevando interrogativi sull'efficacia a lungo termine di tali misure. Inoltre, l'intervento della BCE ha anche messo in evidenza la necessità di riforme strutturali nell'Eurozona, in particolare riguardo la creazione di una Unione Fiscale che potesse accompagnare l'unione monetaria.

Nel complesso, la BCE ha svolto un ruolo cruciale nel mantenere la stabilità economica, ma le sfide legate alla crisi del debito sovrano hanno evidenziato le debolezze strutturali del sistema economico europeo, evidenziando la necessità di un'integrazione economica e fiscale più forte.

### **1.5.3 La pandemia di COVID-19**

La pandemia di COVID-19, iniziata alla fine del 2019, ha avuto un impatto devastante su scala globale, sconvolgendo i sistemi sanitari, le economie e i mercati finanziari. L'Unione Europea e l'Eurozona, che si trovano già a dover affrontare altre sfide economiche e geopolitiche, hanno visto un'accelerazione della recessione, con un crollo della produzione, della domanda aggregata e una crisi senza precedenti del mercato del lavoro. La risposta della Banca Centrale Europea (BCE) è stata tempestiva e articolata, con politiche monetarie straordinarie che hanno mirato a sostenere l'economia, garantire la stabilità finanziaria e prevenire il rischio di un crollo economico a livello globale.

Nel corso di questo sottocapitolo, esploreremo le principali misure adottate dalla BCE per far fronte agli effetti devastanti della pandemia, le politiche monetarie utilizzate e gli interventi sui mercati finanziari. In particolare, analizzeremo l'introduzione del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), le misure di liquidità e le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO), e la politica dei tassi di interesse negativi, che sono state implementate

per sostenere le economie e stimolare la ripresa economica in un contesto di incertezze globali.

#### *La pandemia e la crisi economica globale*

La pandemia di COVID-19 ha innescato una crisi sanitaria globale senza precedenti, ma gli effetti più devastanti si sono verificati sul piano economico. In tutta l'Eurozona, i settori industriale, dei servizi e del commercio sono stati colpiti duramente dalle restrizioni imposte dai governi per contenere la diffusione del virus. L'interruzione delle catene di approvvigionamento, il calo della domanda di beni e servizi e le misure di distanziamento sociale hanno determinato una contrazione drastica della crescita economica, con il Pil dell'Eurozona che ha registrato una contrazione di oltre il 6% nel 2020<sup>43</sup>.

Le misure di contenimento del virus, inclusi lockdown e chiusure temporanee di attività economiche, hanno messo a dura prova i bilanci delle imprese e delle famiglie. La disoccupazione è aumentata, sebbene in misura variabile tra i vari paesi membri dell'Eurozona, e il mercato del lavoro ha subito uno shock senza precedenti, con l'aumento della disoccupazione giovanile e la perdita di posti di lavoro nelle piccole e medie imprese.

#### *Le risposte iniziali della BCE: interventi di emergenza*

La BCE ha reagito prontamente alla crisi, con l'obiettivo primario di garantire la stabilità finanziaria e la liquidità nei mercati bancari, oltre a sostenere l'economia attraverso misure monetarie non convenzionali. Sin da marzo 2020, la BCE ha intrapreso azioni immediate per rispondere al deterioramento delle condizioni finanziarie:

1. *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)* - Il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) è stato l'intervento più significativo della

---

<sup>43</sup> Banca d'Italia, 2020, *Le risposte della BCE alla crisi COVID-19*, Banca d'Italia, Roma, p. 78

BCE in risposta alla pandemia. Annunciato nel marzo 2020, il PEPP prevedeva l'acquisto di titoli di stato e obbligazioni private in modo illimitato al fine di stabilizzare i mercati finanziari e ridurre i tassi di interesse. Il programma iniziale prevedeva l'acquisto di 750 miliardi di euro di titoli, cifra che è stata successivamente incrementata a 1.850 miliardi di euro entro la fine del 2021. Questo programma ha avuto l'obiettivo di abbassare i tassi di interesse per stimolare gli investimenti e garantire la liquidità nel sistema bancario, evitando una crisi di solvibilità che avrebbe potuto aggravare ulteriormente la recessione economica<sup>44</sup>

2. *Operazioni di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO)* - Parallelamente al PEPP, la BCE ha implementato una serie di operazioni di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO III). Queste operazioni sono state particolarmente significative per sostenere la disponibilità di credito nel sistema bancario, soprattutto per le piccole e medie imprese, che erano le più vulnerabili alla crisi. Le banche potevano ottenere liquidità a tassi estremamente bassi, in alcuni casi anche negativi, e impegnarsi a prestare i fondi alle imprese. Le TLTRO III sono state rinnovate più volte nel corso del 2020 e nel 2021, permettendo alle banche di ottenere prestiti fino a 3 anni a condizioni molto favorevoli<sup>45</sup>.
3. *Politica dei tassi di interesse negativi* - Un altro strumento cruciale è stato il mantenimento della politica dei tassi di interesse negativi. La BCE ha ridotto ulteriormente il tasso di deposito (che paga le banche per i fondi che depositano presso di essa) portandolo a -0,50% nel 2019 e mantenendolo a questi livelli durante la pandemia. Questo ha incentivato le banche a prestare denaro, piuttosto che depositarlo presso la BCE,

---

<sup>44</sup> BCE, 2020, Pandemic Emergency Purchase Programme, <https://www.ecb.europa.eu>

<sup>45</sup> BCE, 2020, Le operazioni TLTRO durante la pandemia, <https://www.ecb.europa.eu>

aumentando così la disponibilità di credito nell'economia. Sebbene questa politica abbia generato preoccupazioni riguardo agli effetti sul settore bancario, ha svolto un ruolo importante nel sostenere la ripresa economica.

### *Supporto alle economie: politiche fiscali complementari*

Sebbene la BCE abbia adottato politiche monetarie straordinarie, il suo intervento è stato complementato dalle politiche fiscali adottate dai governi nazionali e dall'Unione Europea. La BCE ha ripetutamente sottolineato che per affrontare la crisi servivano anche politiche fiscali adeguate, tra cui sostegni alle imprese, sostegno ai lavoratori e spese per la salute pubblica. La BCE ha spinto per una maggiore coordinazione delle politiche fiscali a livello europeo, sostenendo la creazione di programmi come il Recovery Fund europeo, che ha previsto una serie di prestiti e sovvenzioni per i paesi più colpiti dalla pandemia. Questo approccio ha aiutato a stabilizzare i bilanci pubblici e a evitare il rischio di un crollo dei servizi pubblici, che sarebbe stato disastroso per la stabilità economica complessiva.<sup>46</sup>

### *Gli effetti e le preoccupazioni a lungo termine*

Le politiche monetarie straordinarie della BCE, pur avendo avuto effetti positivi nel breve termine, hanno sollevato anche alcune preoccupazioni a lungo termine. Le politiche di acquisto di asset e la liquidità straordinaria immesse nel sistema potrebbero avere effetti collaterali sulle disuguaglianze economiche. Gli effetti positivi del QE, ad esempio, sono stati principalmente percepiti dagli investitori e dalle grandi imprese, mentre le famiglie e le piccole imprese non

---

<sup>46</sup> BCE, 2020, Coordinamento delle politiche fiscali e monetarie, <https://www.ecb.europa.eu>

hanno goduto degli stessi benefici. L'aumento della liquidità ha anche contribuito a gonfiare i mercati finanziari e a creare il rischio di bolle speculative, in particolare nel settore immobiliare e nelle azioni di grandi aziende<sup>47</sup>.

La BCE ha affrontato la pandemia con una risposta rapida ed efficace, implementando misure straordinarie per mantenere la stabilità finanziaria, garantire la liquidità nel sistema bancario e stimolare la ripresa economica. Le politiche monetarie adottate, come il PEPP, le TLTRO III e i tassi di interesse negativi, sono state fondamentali per prevenire un collasso economico e sostenere la crescita durante una crisi senza precedenti.

Tuttavia, la crisi del COVID-19 ha anche messo in evidenza i limiti delle politiche monetarie nel risolvere problemi strutturali a lungo termine, come le disuguaglianze e la necessità di un sistema fiscale comune più forte. L'intervento della BCE ha aiutato l'Eurozona a superare la fase più critica della pandemia, ma le sfide future riguardano la sostenibilità delle politiche adottate e la creazione di politiche che possano garantire una ripresa stabile e inclusiva.

#### **1.5.4 La guerra in Ucraina e gli effetti sulla politica monetaria della BCE**

L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia nel febbraio del 2022 ha innescato una crisi geopolitica ed economica che ha avuto impatti diretti e indiretti sull'economia globale e, in particolare, sull'Eurozona. La guerra ha portato a un'impennata dei prezzi delle materie prime (in particolare energia e alimentari), a una interruzione delle catene di approvvigionamento e a una crescente incertezza economica. L'inflazione è aumentata drasticamente, portando la BCE a rivedere le sue previsioni economiche e a riconsiderare le sue

---

<sup>47</sup> De Grauwe, P., 2020, *Le politiche monetarie della BCE e gli effetti a lungo termine della pandemia*, Routledge, Londra, p. 132

politiche monetarie. La BCE si è trovata a dover bilanciare l'esigenza di contenere l'inflazione con il rischio di danneggiare ulteriormente l'economia dell'Eurozona in un periodo di alta incertezza.

#### *Gli impatti immediati della guerra sui mercati e sull'economia*

La guerra ha avuto un effetto diretto sui prezzi dell'energia, poiché la Russia è uno dei principali fornitori di gas naturale e petrolio per l'Europa. L'interruzione delle forniture e le sanzioni imposte alla Russia hanno causato un forte aumento dei prezzi dell'energia. Questi aumenti hanno avuto effetti immediati sui costi di produzione e sulle famiglie, alimentando un'inflazione che ha raggiunto livelli record nell'Eurozona. Allo stesso tempo, la guerra ha aggravato le tensioni nelle catene di approvvigionamento, rendendo più difficoltoso l'approvvigionamento di beni, in particolare nei settori legati all'energia e alle materie prime<sup>48</sup>.

Oltre agli effetti diretti, la guerra ha generato un forte rischio geopolitico che ha aumentato l'incertezza tra le imprese e i consumatori, portando a una riduzione degli investimenti e a un rallentamento dei consumi. Questi effetti si sono sommati a un contesto già difficile, segnato dalla ripresa post-pandemia, creando un quadro macroeconomico complesso da gestire per la BCE.

Di fronte all'aumento dell'inflazione, la BCE ha dovuto agire per contenere i rischi inflazionistici. Dopo anni di politiche monetarie ultra-accomodanti, come i tassi di interesse negativi e il Quantitative Easing (QE), la BCE ha iniziato a ridurre gli acquisti di asset e ha annunciato il rialzo dei tassi di interesse nel 2022. L'aumento dei tassi è stato una risposta diretta all'inflazione crescente, ma ha sollevato preoccupazioni riguardo all'impatto che una politica monetaria più restrittiva potrebbe avere sulla crescita economica e sul mercato del lavoro, già

---

<sup>48</sup> Banca d'Italia, 2022, Gli effetti della guerra in Ucraina sull'economia globale e sull'Eurozona, Banca d'Italia, Roma, p. 110

fragili a causa delle incertezze legate alla guerra e alle politiche fiscali restrittive in alcuni paesi.

Nel luglio 2022, la BCE ha alzato il suo tasso di rifinanziamento principale di 0,5 punti percentuali, il primo aumento in 11 anni, segnalando un cambio significativo nella sua politica monetaria. Questa mossa è stata seguita da altri rialzi, mentre la BCE cercava di ridurre l'inflazione al di sotto del target del 2% nel medio termine. Tuttavia, la BCE ha anche dovuto affrontare la sfida di non compromettere la ripresa economica che si stava sviluppando, soprattutto in paesi come l'Italia e la Spagna, che sono particolarmente vulnerabili agli aumenti dei tassi di interesse.

#### *La BCE e la crisi della stabilità finanziaria*

Oltre alle preoccupazioni inflazionistiche, la BCE ha dovuto affrontare anche il rischio di una crisi della stabilità finanziaria legata ai mercati del debito sovrano. In un contesto di tassi di interesse crescenti, alcuni paesi, come l'Italia, hanno visto aumentare il costo del debito pubblico, con il rischio di destabilizzare i bilanci pubblici di questi paesi. La BCE ha quindi dovuto fare i conti con una nuova crisi della zona euro, in cui i tassi di interesse crescenti avrebbero potuto provocare un circolo vizioso di debito crescente e maggiore instabilità politica ed economica.

Per affrontare questi rischi, la BCE ha messo in atto politiche come il Transmission Protection Instrument (TPI), un programma progettato per arginare l'aumento dei tassi di interesse sui titoli di stato dei paesi dell'Eurozona più vulnerabili, come Italia, Spagna e Grecia. Il TPI consente alla BCE di intervenire acquistando titoli di stato di paesi che rischiano di vedere aumentare

eccessivamente i tassi di interesse, impedendo il rischio di contagio e sostenendo la stabilità dell'euro<sup>49</sup>.

In sintesi, la guerra in Ucraina ha messo la BCE di fronte a una delle sfide più complesse della sua storia, con un contesto economico caratterizzato da inflazione crescente, incertezze geopolitiche e rischi per la stabilità finanziaria. La BCE ha risposto con un aumento dei tassi di interesse, una politica monetaria più restrittiva e l'adozione di nuovi strumenti per gestire i rischi di contagio nei mercati del debito sovrano. Tuttavia, le politiche della BCE potrebbero avere effetti distorsivi a lungo termine, in particolare per quanto riguarda il bilancio pubblico dei paesi più vulnerabili e l'efficacia delle misure fiscali in un contesto di crescita economica incerta.

Le prossime mosse della BCE dovranno affrontare una crescente complessità: il bilanciamento tra il controllo dell'inflazione e la sostenibilità della crescita economica rimane una delle sfide più difficili per l'istituzione, soprattutto con la persistente instabilità causata dal conflitto in Ucraina.

---

<sup>49</sup> BCE, 2022, La BCE e la guerra in Ucraina: risposte e misure, <https://www.ecb.europa.eu>

## CAPITOLO 2: LE PRINCIPALI CRISI MACROECONOMICHE DEL XXI° SECOLO

### 2.1 Mutui subprime (2007-2009)

La crisi finanziaria del 2007-2009, considerata la peggiore crisi della storia umana dalla Grande Depressione degli anni '30, ha posto fine al periodo di Grande Moderazione, incentrato sulla stabilità finanziaria ed economica che durò dalla metà degli anni '80 al 2007. Trascorsi anni dalla crisi, l'analisi delle cause e delle conseguenze della crisi finanziaria del 2007-2009 rimane rilevante per l'economia globale di oggi, che è colpita sia da COVID-19 che dalla guerra in Ucraina.

La crisi dei mutui è stata una sorpresa per molti, ma le sue radici affondano già nel sistema finanziario statunitense di anni fa; l'esplosione del mercato immobiliare negli Stati Uniti all'inizio del 21° secolo ha attratto un gran numero di banche e istituti finanziari ad investire. La causa immediata della crisi finanziaria è stata la politica monetaria della Federal Reserve, l'inflazione dei mutui subprime e l'abuso dei credit default swap. La crisi finanziaria ha anche portato un gran numero di banche a fallire a causa di insolvenza o default e, dopo il crollo di Lehman Brothers, il governo americano ha dovuto utilizzare molti fondi di emergenza per salvare il mercato.<sup>50</sup> Questi salvataggi hanno in gran parte salvato queste aziende troppo grandi per fallire e non hanno avuto alcun effetto significativo sugli anni di elevata disoccupazione.

La crisi dei mutui subprime del 2007-2009 è derivata da una precedente espansione del credito ipotecario, anche nei confronti di mutuatari che in precedenza avrebbero avuto difficoltà a ottenere mutui, cosa che ha contribuito ed è

---

<sup>50</sup> DACREMA PIERANGELO, La crisi della fiducia, le colpe del rating nel crollo della finanza globale, Milani, Etas, 2008

stata facilitata dal rapido aumento dei prezzi delle case. Storicamente, i potenziali acquirenti di case avevano avuto difficoltà a ottenere mutui se avevano una storia creditizia inferiore alla media, perciò hanno fornito piccoli acconti o hanno richiesto prestiti con pagamenti elevati. A meno che non siano protetti da un'assicurazione statale, gli istituti di credito spesso negano tali richieste di mutuo. Mentre alcune famiglie ad alto rischio hanno potuto ottenere mutui di piccola entità garantiti dalla Federal Housing Administration (FHA), altre, dovendo far fronte a opzioni di credito limitate, hanno affittato. In quell'epoca, la proprietà della casa oscillava intorno al 65%, i tassi di pignoramento dei mutui erano bassi e la costruzione e i prezzi delle case riflettevano principalmente le oscillazioni dei tassi di interesse ipotecari e del reddito.

### *2.1.1 Panorama storico*

All'inizio e alla metà degli anni 2000, i mutui ad alto rischio sono diventati disponibili da parte di istituti di credito che hanno finanziato i mutui riconfezionandoli in pool che sono stati venduti agli investitori. Nuovi prodotti finanziari sono stati utilizzati per ripartire questi rischi, con i titoli garantiti da ipoteca (PMBS) a marchio privato che hanno fornito la maggior parte del finanziamento dei mutui subprime.<sup>51</sup> I meno vulnerabili di questi titoli erano considerati a basso rischio o perché erano assicurati con nuovi strumenti finanziari o perché altri titoli avrebbero prima assorbito eventuali perdite sui mutui sottostanti; ciò ha consentito a un numero maggiore di acquirenti di case per la prima volta di ottenere mutui e quindi il numero di proprietari di case è aumentato.

La domanda risultante ha fatto salire i prezzi delle case, soprattutto nelle aree in cui l'offerta immobiliare era scarsa; ciò ha indotto aspettative di ulteriori aumenti dei prezzi delle case, con un ulteriore aumento della domanda e dei

---

<sup>51</sup> GIOVANDO GUIDO, *La cartolarizzazione dei crediti*, Torino, Giappichelli, 2006

prezzi immobiliari. Gli investitori che acquistavano PMBS inizialmente guadagnavano perché l'aumento dei prezzi delle case li proteggeva dalle perdite. Quando i mutuatari ad alto rischio non riuscivano a pagare il prestito, vendevano le loro case con un margine di guadagno e pagavano i mutui, oppure prendevano in prestito più beni a prezzi di mercato più alti. Poiché tali periodi di aumento dei prezzi delle case e di maggiore disponibilità di mutui erano relativamente senza precedenti, e la sostenibilità a lungo termine dei nuovi prodotti ipotecari non era stata testata, la rischiosità del PMBS potrebbe non essere stata ben compresa. A livello pratico, il rischio era "fuori dallo schermo radar" perché molti indicatori della qualità dei mutui ipotecari disponibili all'epoca si basavano su prodotti ipotecari di prima qualità, piuttosto che su nuovi.

Quando i prezzi delle case raggiunsero il picco, il rifinanziamento dei mutui e la vendita di case divennero mezzi meno praticabili per saldare i debiti ipotecari e i tassi di perdita dei mutui iniziarono ad aumentare per i finanziatori e gli investitori. Nell'aprile 2007, New Century Financial Corp., uno dei principali erogatori di mutui subprime, ha dichiarato fallimento.

Poco dopo, un gran numero di titoli PMBS e garantiti da PMBS sono stati declassati ad alto rischio e diversi istituti di credito subprime hanno chiuso. Poiché il finanziamento obbligazionario dei mutui subprime è crollato, gli istituti di credito hanno smesso di concedere tali mutui e altri mutui rischiosi non prime. Ciò ha ridotto la domanda di alloggi, portando a un calo dei prezzi delle case che ha alimentato le aspettative di ulteriori cali, riducendo ulteriormente la domanda di case.<sup>52</sup> I prezzi crollarono così tanto che divenne difficile per i mutuatari in difficoltà vendere le loro case per estinguere completamente i loro mutui, anche se avevano versato un acconto considerevole.

---

<sup>52</sup> DACREMA PIERANGELO, *La crisi della fiducia, le colpe del rating nel crollo della finanza globale*, Milani, Etas, 2008

Di conseguenza, due imprese sponsorizzate dal governo, Fannie Mae e Freddie Mac, hanno subito ingenti perdite e sono state sequestrate dal governo federale nell'estate del 2008. In precedenza, al fine di soddisfare gli obiettivi federali di aumentare il numero di proprietari di case, Fannie Mae e Freddie Mac avevano emesso debito per finanziare l'acquisto di titoli garantiti da mutui subprime, che successivamente hanno perso di valore. Inoltre, le due imprese governative hanno subito perdite a causa del fallimento dei mutui ipotecari di prima qualità, che avevano precedentemente acquistato, assicurato e poi raggruppato in titoli garantiti da ipoteche di prima qualità che erano stati venduti agli investitori.

In risposta a questi sviluppi, gli istituti di credito hanno successivamente reso ancora più difficile la qualificazione dei richiedenti mutui ad alto rischio e anche a rischio relativamente basso, deprimendo ulteriormente la domanda immobiliare. Con l'aumento dei pignoramenti, si sono moltiplicati i pignoramenti, aumentando il numero di case vendute in un mercato immobiliare indebolito.<sup>53</sup> Ciò è stato aggravato dai tentativi da parte dei mutuatari inadempienti di cercare di vendere le loro case per evitare il pignoramento, a volte in "vendite allo scoperto", in cui i finanziatori accettano perdite limitate se le case venivano vendute per meno del mutuo dovuto.

In questo modo, il crollo dei prestiti subprime ha alimentato una spirale al ribasso dei prezzi delle case che ha annullato gran parte degli aumenti osservati nel boom dei mutui subprime.

La crisi immobiliare ha fornito un forte impulso alla recessione del 2007-2009, colpendo l'economia complessiva in quattro modi principali. Ha diminuito l'edilizia, ridotto la ricchezza e quindi la spesa dei consumatori, diminuito la

---

<sup>53</sup> DRAGO DANILO, *Securitization, Cdo e covered bonds, Strumenti e tecniche di frontiera per le banche: caratteristiche, mercato e rating*, Roma, Bancaria Editrice, 2007

capacità delle società finanziarie di concedere prestiti e ridotto la capacità delle aziende di raccogliere fondi dai mercati mobiliari.

### 2.1.2 Il ruolo della Federal Reserve

Il governo ha adottato diverse misure volte a ridurre i danni. Una serie di azioni mirava a incoraggiare i finanziatori a rielaborare i pagamenti e altre condizioni sui mutui in difficoltà o a rifinanziare i mutui “sott’acqua” (prestiti superiori al valore di mercato delle case) piuttosto che cercare aggressivamente il pignoramento. Ciò ha ridotto i pignoramenti, la cui successiva vendita avrebbe potuto deprimere ulteriormente i prezzi delle case.

La Federal Reserve, che aveva abbassato i tassi di interesse a breve termine quasi allo 0% all’inizio del 2009, adottò ulteriori misure per abbassare i tassi di interesse a lungo termine e stimolare l’attività economica. Ciò includeva l’acquisto di grandi quantità di buoni del Tesoro a lungo termine e di titoli garantiti da ipoteca che finanziavano i mutui di prima qualità. Per abbassare ulteriormente i tassi di interesse e incoraggiare la fiducia necessaria per la ripresa economica, la Federal Reserve si impegnò ad acquistare titoli a lungo termine fino a quando il mercato del lavoro non fosse sostanzialmente migliorato e si impegnò a mantenere bassi i tassi di interesse a breve termine fino a quando i livelli di disoccupazione non fossero scesi, finché l’inflazione fosse rimasta stabile.<sup>54</sup> Queste mosse e altre azioni di politica abitativa – insieme a una riduzione dell’arretrato di case invendute dopo diversi anni di poche nuove costruzioni – hanno contribuito a stabilizzare i mercati immobiliari entro il 2012. In quel periodo, i prezzi nazionali delle case e la costruzione di case iniziarono ad aumentare, l’edilizia abitativa salì dai minimi e i tassi di pignoramento ripresero a scendere dai massimi della recessione. Entro la metà del 2013, la percentuale di case pignorate era scesa ai

---

<sup>54</sup> GIOVANDO GUIDO, *La cartolarizzazione dei crediti*, Torino, Giappichelli, 2006

livelli pre-recessione e la tanto attesa ripresa dell'attività immobiliare era saldamente avviata.

La politica monetaria generalmente eccessivamente allentata della Fed tra il 2001 e il 2007 mirò a stimolare la crescita economica, nonostante l'aumento dei prezzi immobiliari e la creazione di una bolla immobiliare. Dopo il crollo del mercato immobiliare nel 2007, questa politica monetaria espansiva fu considerata uno dei fattori importanti che hanno portato alla crisi finanziaria del 2007.

Da quando la Fed ha iniziato ad esercitare una politica monetaria espansiva negli anni '80, le fluttuazioni cicliche dell'economia statunitense hanno iniziato a declinare in frequenza e intensità, e negli ultimi due decenni del 20° secolo, la politica monetaria statunitense è riuscita ad arginare due recessioni, quella del 1991 e quella del 2001; questo periodo è considerato la "Grande Moderazione" ed è stato decisivo affinché la politica monetaria elimini l'elevata inflazione iniziata negli anni '70.

Come già detto, la crisi finanziaria del 2007-2009 è considerata la peggiore crisi finanziaria che l'umanità abbia vissuto dalla Grande Depressione degli anni '30. La crisi finanziaria ha colpito l'economia statunitense e i suoi effetti hanno influenzato il lavoro, gli atteggiamenti di governi, banche, istituzioni finanziarie, investitori e anche la gente comune nei confronti del comportamento finanziario e dei prodotti finanziari.<sup>55</sup>

Prima del 2006, la politica dei bassi tassi di interesse della Fed attirava gli istituti finanziari verso un certo livello di impegno nello sviluppo di prodotti finanziari ad alta leva finanziaria e la negoziazione di derivati e ha incoraggiato gli investitori a richiedere prestiti immobiliari che superavano le loro capacità di rimborso. La crisi finanziaria ha fatto sì che un gran numero di banche fallissero

---

<sup>55</sup> DACREMA PIERANGELO, La crisi della fiducia, le colpe del rating nel crollo della finanza globale, Milani, Etas, 2008

a causa di insolvenza o default, e dopo il crollo di Lehman Brothers, negli Stati Uniti, il governo dovette utilizzare un gran numero di fondi di emergenza per salvare il mercato.

Nonostante sia passato più di un decennio dalla crisi, l'analisi delle cause e le conseguenze della crisi finanziaria del 2007-2009 rimangono rilevanti per l'economia globale di oggi, e che hanno portato a turbolenze nei mercati finanziari globali, interruzioni della catena di approvvigionamento e inflazione in molti paesi.

## **2.2 Crisi del debito sovrano (2010-2011)**

La crisi del debito è iniziata nel 2008 con il collasso del sistema bancario islandese, per poi diffondersi principalmente a Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna nel 2009.

Ciò ha portato ad una perdita di fiducia nelle imprese e nelle economie europee.

Alla fine, la crisi è stata controllata dalle garanzie finanziarie dei paesi europei, che temevano il crollo dell'euro, del contagio finanziario, e dal Fondo monetario internazionale (FMI). Le agenzie di rating hanno declassato il debito di diversi paesi dell'Eurozona.

Il debito della Grecia, ad un certo punto, è stato spostato allo status critico; i paesi che ricevevano fondi di salvataggio dovevano rispettare misure di austerità progettate per rallentare la crescita del debito del settore pubblico come parte degli accordi di prestito.<sup>56</sup>

Alcune delle cause che hanno contribuito includono la crisi finanziaria del 2007-2008, la Grande Recessione del 2008-2012, la crisi del mercato immobiliare

---

<sup>56</sup> ADINOLFI G., VELLANO M., *La crisi del debito sovrano degli stati dell'euro. Profili giuridici* (settembre 2013) edito da G. Giappichelli

e le bolle immobiliari in diversi paesi. Hanno contribuito anche le politiche fiscali degli stati periferici riguardanti le spese e le entrate pubbliche.

Alla fine del 2009, gli stati membri periferici dell'Eurozona, Grecia, Spagna, Irlanda, Portogallo e Cipro, non erano in grado di ripagare o rifinanziare il proprio debito pubblico o di salvare le proprie banche in difficoltà senza l'assistenza di istituzioni finanziarie terze. Tra questi figurano la Banca Centrale Europea (BCE), il FMI e, infine, il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (EFSF).

Sempre nel 2009, la Grecia ha rivelato che il suo governo precedente aveva gravemente sottostimato il proprio deficit di bilancio, il che significava una violazione della politica dell'UE e alimentando i timori di un collasso dell'euro attraverso il contagio politico e finanziario.

Diciassette paesi dell'Eurozona hanno votato per la creazione dell'EFSF nel 2010, specificamente per affrontare e assistere la crisi. La crisi del debito sovrano europeo ha raggiunto il suo picco tra il 2010 e il 2012.

Con il crescente timore di un debito sovrano eccessivo, nel 2010 gli istituti di credito hanno chiesto tassi di interesse più elevati agli stati dell'Eurozona, con livelli elevati di debito e deficit che hanno reso più difficile per questi paesi finanziare i propri deficit di bilancio quando si trovavano ad affrontare una crescita economica complessivamente bassa.<sup>57</sup> Alcuni paesi colpiti hanno aumentato le tasse e tagliato le spese per combattere la crisi, il che ha contribuito al disagio sociale all'interno dei loro confini e ad una crisi di fiducia nella leadership, in particolare in Grecia.

All'inizio del 2010, gli sviluppi si sono riflessi nell'aumento degli spread sui rendimenti dei titoli sovrani tra gli Stati membri periferici interessati: Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e, soprattutto, Germania.

---

<sup>57</sup> ANTONIAZZI S., *La Banca centrale europea tra politica monetaria e vigilanza bancaria*, Torino, Giappichelli, 2013

Il rendimento greco divergeva con la Grecia che necessitava dell'assistenza dell'Eurozona entro maggio 2010. La Grecia ha ricevuto diversi salvataggi dall'UE e dal FMI negli anni successivi in cambio dell'adozione di misure di austerità imposte dall'UE per tagliare la spesa pubblica e un aumento significativo delle tasse. La recessione economica del paese è continuata; queste misure, insieme alla situazione economica, hanno causato disordini sociali. Con una leadership politica e fiscale divisa, la Grecia si è trovata ad affrontare un default sovrano nel giugno 2015.

Il mese successivo i cittadini greci hanno votato contro il piano di salvataggio e le ulteriori misure di austerità dell'UE. Questa decisione ha sollevato la possibilità che la Grecia possa lasciare completamente l'Unione monetaria europea (UEM).

Il ritiro di una nazione dall'UEM sarebbe stato senza precedenti e, se la Grecia fosse tornata a utilizzare la dracma, gli effetti ipotizzati sulla sua economia sarebbero andati dal collasso economico totale a una ripresa a sorpresa.

Alla fine, la Grecia rimase parte dell'UEM e iniziò a mostrare lentamente segnali di ripresa negli anni successivi. La disoccupazione è scesa dal suo massimo di oltre il 27% al 16% in cinque anni, mentre il PIL annuale è passato da numeri negativi a un tasso previsto di oltre il 2% nello stesso periodo.<sup>58</sup>

Nel giugno 2016 il Regno Unito ha votato con un referendum a favore dell'uscita dall'Unione Europea. Questo voto ha alimentato gli euroscettici in tutto il continente e si è diffusa la speculazione sull'uscita di altri paesi dall'UE. Dopo un lungo processo di negoziazione, la Brexit ha avuto luogo alle 23:00, ora del meridiano di Greenwich del 31 gennaio 2020, e non ha provocato alcuna ondata di sentimento in altri paesi verso l'uscita dall'UEM.

---

<sup>58</sup> CAPRIGLIONE F., SEMERARO G., Crisi finanziaria e debiti sovrani, Utet, 2013

È opinione comune che questo movimento sia cresciuto durante la crisi del debito e le campagne elettorali hanno descritto l'UE come una "nave che affonda". Il referendum nel Regno Unito ha provocato un'onda d'urto nell'economia. Gli investitori sono fuggiti verso la sicurezza, spingendo diversi rendimenti governativi a un valore negativo, e la sterlina britannica ha toccato il suo minimo rispetto al dollaro dal 1985.

L'S&P 500 e il Dow Jones sono crollati, per poi riprendersi nelle settimane successive fino a raggiungere nuovi massimi poiché gli investitori hanno esaurito le opzioni di investimento a causa dei rendimenti negativi.

Una combinazione di volatilità del mercato innescata dalla Brexit, performance discutibile dei politici e un sistema finanziario mal gestito hanno peggiorato la situazione per le banche italiane a metà del 2016. Uno sconcertante 17% dei prestiti italiani, per un valore di circa 400 miliardi di dollari, erano spazzatura e le banche avevano bisogno di un significativo piano di salvataggio.

La situazione in Italia era simile; un collasso totale delle banche italiane rappresentava probabilmente un rischio maggiore per l'economia europea rispetto a un collasso greco, spagnolo o portoghese perché l'economia italiana è molto più grande. Questo rischio è stato scongiurato, ma si è temuto che i problemi non siano scomparsi e che il calo dei tassi di interesse possa nuovamente esporre le banche italiane.<sup>59</sup>

La crisi del debito europeo è stata causata da una serie di fattori, tra cui un'eccessiva spesa in disavanzo da parte dei governi di diversi paesi europei, abitudini di prestito permissive da parte delle banche e la conseguente perdita di fiducia nelle imprese e nelle economie europee, che ha portato ad un calo degli afflussi di capitali dall'estero. Investitori, che in parte contribuivano a sostenerli.

---

<sup>59</sup> ADINOLFI G., VELLANO M., *La crisi del debito sovrano degli stati dell'euro. Profili giuridici* (settembre 2013) edito da G. Giappichelli

Sono state introdotte una serie di misure per combattere la crisi. Ciò includeva la fornitura di prestiti a basso costo alle banche commerciali e l'offerta di finanziamenti tanto necessari ai governi in difficoltà in cambio di maggiore voce in capitolo su come spendono i propri soldi.

Nel prossimo futuro è di fondamentale importanza che questo accordo venga applicato in modo rigoroso e rapido in tutte le sue dimensioni.

La riluttanza dei governi dell'area euro ad adattare le proprie politiche fiscali e di competitività ai requisiti dell'UEM è in gran parte al centro dell'attuale "crisi del debito sovrano". L'eccessiva assunzione di rischi da parte di un settore finanziario sovraindebitato e inadeguatamente regolamentato è, ovviamente, l'altra fonte dell'attuale "turbolenza finanziaria".

### *2.2.1 Gestione della crisi*

La crisi economica e finanziaria ha portato ad un grave deterioramento delle finanze pubbliche in tutti i paesi europei. I governi che già presentavano squilibri fiscali significativi prima della crisi sono usciti dalla recessione con il rapporto deficit e debito/PIL più elevato registrato in tempi di pace. Il saldo fiscale aggregato della zona euro è passato da un bilancio quasi in pareggio nel 2000 a un disavanzo pari a circa il 6% del PIL nel 2010. Inoltre, il debito della zona euro ammontava a oltre l'85% del PIL nel 2010. Sono stati registrati anche sviluppi simili in altre economie avanzate, ad esempio negli Stati Uniti e in Giappone, anche a causa della contrazione ciclica e delle misure di stimolo fiscale adottate.<sup>60</sup> Tuttavia, è utile considerare che la posizione fiscale consolidata dell'area euro rimane – nel complesso – piuttosto più favorevole di quella di Stati Uniti e Giappone.

---

<sup>60</sup> DI GASPARRE G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Cedam, Padova, 2012

Sebbene la crisi economica abbia aumentato significativamente il peso sui bilanci pubblici, i veri “fallimenti” che hanno portato alla crisi del debito sovrano risiedono nelle politiche fiscali e strutturali insostenibili perseguite da molti di questi governi prima della crisi e nel sistema di governance dell’euro zona.

Il quadro di governance economica dell’UE non è riuscito a prevenire e correggere le politiche nazionali insostenibili che hanno contribuito all’accumulo di gravi squilibri nei paesi dell’area dell’euro. Ciò valeva in particolare per la debole attuazione delle raccomandazioni politiche, per l’inadeguatezza delle misure attuative adottate per scoraggiare o correggere violazioni del disavanzo e per l’insufficiente riconoscimento da parte dei policy maker nazionali della necessità di garantire la coerenza reciproca tra le politiche nazionali in un’unione monetaria, in particolare rispetto al tema della competitività. Inoltre, le norme fiscali esistenti sono state indebolite nel tempo e le procedure e le misure messe in atto per migliorare il coordinamento delle politiche economiche non sono state attuate con sufficiente rigore.

Il successo della politica monetaria nel contenere i danni della crisi finanziaria e del debito sovrano non dovrebbe oscurare una lezione più fondamentale che l’esperienza degli ultimi anni ci insegna: gli squilibri del settore privato e pubblico potrebbero non solo mettere a rischio la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche, ma hanno anche implicazioni per la stabilità finanziaria e, in ultima analisi, per la politica monetaria.

In Europa ci si è resi conto a caro prezzo che la governance volta a garantire la solidità fiscale e la stabilità macroeconomica era semplicemente insufficiente.

### 2.2.2 Il ruolo della politica fiscale

Il quadro della politica fiscale ha risentito della debole attuazione del Patto di stabilità e crescita (PSC), in particolare dopo la sua riforma nel 2005. Ciò è dovuto principalmente a due ragioni:<sup>61</sup>

- In primo luogo, a livello nazionale, gli incentivi volti a garantire posizioni fiscali solide e sostenibili si sono rivelati insufficienti. Alcuni Stati membri avevano già accumulato ampi squilibri fiscali in “tempi buoni”. I programmi di stabilità e convergenza erano spesso poco specificati ed eccessivamente ottimistici. Inoltre, gli Stati membri non sono riusciti a rispettare gli obiettivi di bilancio a medio termine e hanno corretto solo lentamente i disavanzi eccessivi. Anche i futuri costi di bilancio, derivanti dall’invecchiamento della popolazione, non sono stati sufficientemente affrontati con le riforme necessarie;

- In secondo luogo, a livello europeo, il quadro di sorveglianza non è mai stato applicato in modo rigoroso. La debole pressione tra pari tra gli Stati membri si è tradotta in una riluttanza ad attribuire sufficiente importanza alla responsabilità comune per il mantenimento della stabilità dell’area euro. Nel 2003 la Germania e la Francia hanno contribuito sostanzialmente ad indebolire le regole del bilancio comunitario. Nel 2003 votarono contro la procedura per il disavanzo eccessivo nonostante avesse superato il tetto del deficit fiscale del 3%.

Con l’estendersi della crisi del debito sovrano alla situazione delle banche europee, i mercati sono diventati sempre più preoccupati riguardo alla possibilità che le banche dispongano di riserve di capitale sufficienti per sostenere le perdite derivanti dai rischi sovrani. Si sono manifestate anche le pressioni del mercato

---

<sup>61</sup> ANTONIAZZI S., *La Banca centrale europea tra politica monetaria e vigilanza bancaria*, Torino, Giappichelli, 2013

per un'anticipazione dei requisiti di Basilea III. Per rispondere ad alcune di queste preoccupazioni, lo stesso giorno del vertice euro del 26 ottobre, l'EBA ha annunciato che richiederà alle banche di costituire un ulteriore buffer di capitale temporaneo a fronte delle loro esposizioni al debito sovrano per riflettere gli attuali prezzi di mercato. Inoltre, come già accennato in precedenza, alle banche sarà richiesto di istituire un buffer tale che il loro coefficiente patrimoniale Core Tier 1 raggiunga il 9% entro la fine di giugno 2012.<sup>62</sup>

In conclusione, si vuole sottolineare che le turbolenze finanziarie e la crisi del debito sovrano in corso ci hanno ricordato quanto siano importanti istituzioni efficaci che garantiscano un efficiente meccanismo di aggiustamento agli shock economici. Nelle unioni monetarie questo è ancora più vero perché i paesi condividono la loro sovranità monetaria e non hanno la possibilità di manovrare il tasso di cambio nominale per correggere gli squilibri interni ed esterni.

In primo luogo, la politica monetaria deve rimanere focalizzata sul suo obiettivo chiave di garantire la stabilità dei prezzi. Le banche centrali possono contribuire al meglio alla stabilità finanziaria, compreso il contenimento dei rischi di contagio, fornendo un solido ancoraggio alle aspettative di inflazione e fornendo al sistema finanziario la liquidità necessaria. La politica monetaria, tuttavia, non può sostituire la necessità che i governi e gli agenti privati si assumano le proprie responsabilità.

In secondo luogo, i governi dell'area euro devono portare avanti con urgenza le riforme strutturali necessarie e impegnarsi in politiche fiscali sostenibili all'interno di un quadro di governance rafforzato dell'area euro.<sup>63</sup> Recentemente sono state adottate diverse misure per rafforzare la governance economica. Le politiche fiscali dovrebbero, tuttavia, essere maggiormente fondate su un quadro

---

<sup>62</sup> ADINOLFI G., VELLANO M., *La crisi del debito sovrano degli stati dell'euro. Profili giuridici* (settembre 2013) edito da G. Giappichelli

<sup>63</sup> CAPRIGLIONE F., SEMERARO G., *Crisi finanziaria e debiti sovrani*, Utet, 2013

basato su regole con obiettivi chiari a medio termine, simile alla politica monetaria.

### 2.3 Covid-19

Gli effetti macroeconomici della pandemia di Covid-19 sono stati più gravi per le emergenti economie di mercato, che rappresentano la metà della distribuzione del reddito mondiale.

Sebbene tutti i paesi siano stati gravemente colpiti dalla pandemia da coronavirus, i danni che ne derivano variano in tutto il mondo. In questo paragrafo si analizza come e perché le conseguenze macroeconomiche della pandemia sono state diverse nella distribuzione del reddito mondiale.

Le fonti rivelano i mercati emergenti sperimentano le peggiori conseguenze macroeconomiche e a livello sanitario pubblico. Ad esempio, il PIL pro capite nei mercati emergenti è diminuito del 6,7 per cento in media dal 2019 al 2020, rispetto al 2,4% nelle economie avanzate e 3,6% nei paesi a basso reddito. L'eccesso di mortalità ha mostrato un andamento simile: secondo le stime dell'Economist, l'eccesso di mortalità era del 75% più alto nei mercati emergenti che nelle economie avanzate.<sup>64</sup>

L'epidemia di coronavirus è stata una pandemia mondiale che ha bloccato le imprese e isolato le nazioni. L'epidemia mondiale ha conseguenze di vasta portata sui paesi consolidati ed emergenti, rallentando l'attività economica. L'economia di ciascuna nazione è stata colpita in modo diverso, i paesi sviluppati erano meglio preparati ad affrontare il contraccolpo economico rispetto ai paesi sottosviluppati. Il paragrafo vuole attenzionare le conseguenze microeconomiche del coronavirus, in particolare sulle economie emerse ed emergenti del mondo.

---

<sup>64</sup> LINCiano N., CALVANO V., FANCELLO F., GENTILE M., La crisi Covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata, CONSOB, 2020

### 2.3.1 *La situazione macroeconomica*

L'effetto del coronavirus è stato grave nei paesi poveri poiché fanno molto affidamento sulle esportazioni per acquisire riserve estere e pagare le importazioni. Poiché l'epidemia ha svalutato le valute locali, il loro equilibrio delle riserve è stato danneggiato più gravemente.<sup>65</sup> La pandemia ha influenzato l'economia e le variabili macroeconomiche, in particolare il commercio e i servizi nei paesi sottosviluppati.

L'instabilità macroeconomica può ridurre il potere economico e la sicurezza di uno Stato. La diffusione della pandemia di COVID-19 (coronavirus) ha profondamente sconvolto tutte le economie da quando è stato segnalato il primo caso a Wuhan, in Cina, alla fine di dicembre 2019, causando milioni di morti in tutto il mondo. Per "comprimere la curva" dell'aumento della popolazione infetta, i governi devono bloccare i cittadini e l'industria.

Quando l'epidemia ha preso il sopravvento, il commercio globale si è congelato in primo luogo. Ciò ha influito sulle esportazioni perché la maggior parte era destinata alle nazioni colpite dalla pandemia che hanno dovuto chiudere.

In secondo luogo, il blocco del governo; con il congelamento del paese, le operazioni economiche cessarono. I governi hanno introdotto diversi programmi di sostegno finanziario per i bisognosi e hanno fornito aiuti finanziari alle persone e alle imprese per sopravvivere alla pandemia. Individualmente o collettivamente, l'aiuto finanziario non è stato sufficiente per riavviare l'economia; manteneva a malapena il sistema a galla. Con la diminuzione del flusso di cassa, la domanda è diminuita, causando ulteriori perdite di posti di lavoro e instabilità economica.

---

<sup>65</sup> AVITTO FRANCESCO MARIA, "Coronavirus arriva in Italia", 31 Gennaio 2020

Ciò ha inviato un segnale negativo al mercato e gli investitori hanno esitato a investire, influenzando gli indici del mercato azionario e i modelli di investimento mentre l'ansia attanagliava i mercati e i settori.

Con una bilancia commerciale negativa e un PIL in calo, l'inflazione è aumentata e i prezzi del carburante e dell'energia sono aumentati. La fiducia dei consumatori era bassa e i mercati si bloccavano.<sup>66</sup> I lavori online e il settore farmaceutico sono cresciuti, ma non sono abbastanza maturi da generare guadagni significativi. Invece, molti soldi sono stati spesi per le vaccinazioni e il pagamento del debito, ma non per l'espansione del mercato: il declino del mercato ha danneggiato gli affari.

Come ribadito, gli effetti macroeconomici della pandemia di Covid-19 sono stati più gravi per le economie dei mercati emergenti, che rappresentano la parte centrale della distribuzione del reddito mondiale.

La pandemia di COVID-19 ha provocato un'onda d'urto nell'economia mondiale e ha innescato la più grande crisi economica globale da oltre un secolo. La crisi ha portato a un drammatico aumento della disuguaglianza all'interno e tra i paesi.

A differenza di molte crisi precedenti, l'inizio della pandemia è stato accolto con una risposta di politica economica ampia e decisiva che è riuscita generalmente a mitigare i peggiori costi umani nel breve periodo.<sup>67</sup> Tuttavia, la risposta all'emergenza ha anche creato nuovi rischi – come il drammatico aumento dei livelli di debito pubblico e privato nell'economia mondiale – che avrebbero potuto minacciare un'equa ripresa dalla crisi se non affrontati con decisione.

---

<sup>66</sup> Ibidem

<sup>67</sup> LINCiano N., CALVANO V., FANCELLO F., GENTILE M., La crisi Covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata, CONSOB, 2020

## 2.4 Guerra Ucraina

Giovedì 24 febbraio 2022 ha segnato un punto di svolta nella storia europea. Da un giorno all'altro, la Russia ha lanciato una brutale guerra di aggressione contro l'Ucraina, una nazione europea indipendente. A tre anni dall'inizio della guerra, gli effetti negativi sono stati di vasta portata. Oltre allo straziante costo umano della guerra, l'impatto economico è stato devastante nella stessa Ucraina, ma sostanziale anche per l'Unione Europea e il mondo in generale. Nell'UE, la ripresa economica dopo la pandemia di COVID-19 è stata più lenta del previsto a causa della guerra in Ucraina. Le previsioni autunnali 2021 della Commissione europea prevedevano una crescita del prodotto interno lordo (PIL) dell'UE del 4,3% per il 2022 e del 2,5% per il 2023, ma la crescita alla fine si è attestata al 3,5% per il 2022 e a uno 0,5% stimato per il 2023.<sup>68</sup> Anche l'UE ha sperimentato una grave crisi energetica e del costo della vita nel 2022, con effetti a catena che si avvertono ancora oggi. L'aumento dei prezzi dell'energia ha portato nell'autunno 2022, e soprattutto nell'ottobre 2022, a valori di inflazione eccezionalmente elevati. Ciò ha creato condizioni quadro difficili sia per i cittadini che per le imprese dell'UE. Inoltre, per riportare l'inflazione al livello obiettivo del 2%, la Banca Centrale Europea ha iniziato ad aumentare i tassi di interesse, con un impatto considerevole, in particolare sui cittadini e sulle aziende con ingenti prestiti a tasso variabile.

Questo paragrafo esamina l'impatto economico che la guerra di aggressione della Russia contro l'Ucraina ha avuto sull'Unione Europea negli ultimi 24 mesi e analizza il modo in cui il Consiglio Europeo ha risposto per limitare gli effetti economici negativi della guerra. I leader dell'UE hanno seguito da vicino

---

<sup>68</sup> <https://www.rainews.it/articoli/2023/02/la-bce-alza-i-tassi-di-mezzo-punto-al-3-e-annuncia-un-nuovo-rialzo-a-marzo-23245dbf-741b-47de-af25-cf97e19b4006.html#:~:text=La%20Bce%20ha%20deciso%20di,effetto%20dall'8%20febbraio%202023>

l'evolversi della situazione e hanno reagito immediatamente all'attacco russo nel febbraio 2022. Oltre alle sanzioni preparate in coordinamento con gli alleati dell'UE, i leader dell'UE hanno anche incaricato la Commissione europea di preparare misure di emergenza. In un incontro informale a Versailles, i leader dell'UE hanno adottato una dichiarazione in cui sottolineano la necessità di rafforzare la base economica dell'UE e il mercato unico. Hanno inoltre adottato misure volte a incoraggiare un'autonomia strategica aperta, volta a consentire all'UE di restare con le proprie gambe nella nuova situazione geopolitica in rapida evoluzione.<sup>69</sup> Da allora, la guerra di aggressione della Russia in Ucraina e il suo impatto sono stati uno dei temi all'ordine del giorno delle riunioni del Consiglio europeo. Inoltre, l'UE e i suoi Stati membri hanno sostenuto l'Ucraina e gli ucraini con quasi 88 miliardi di euro (dati di gennaio 2024), compresi aiuti finanziari, economici, diplomatici, umanitari e militari. Nella riunione del dicembre 2023, il Consiglio europeo ha deciso di avviare i negoziati di adesione con l'Ucraina.

I mesi e le settimane che hanno preceduto l'attacco della Russia all'Ucraina nel febbraio 2024 hanno visto un accumulo di truppe russe al confine ucraino. Queste mosse sono state viste con crescente preoccupazione sia dagli ucraini che dai suoi alleati, ma rimaneva "una significativa incertezza" sulla possibilità che l'attacco avrebbe finalmente avuto luogo, nonostante diverse agenzie di intelligence avvertissero dell'imminenza della minaccia. L'attacco della Russia è stato la seconda, ancora più grave, fase delle ostilità già iniziate nel 2014, con la Russia che ha preso il controllo della penisola di Crimea e ha sostenuto le forze separatiste che controllano parti delle regioni ucraine di Donetsk e Luhansk. Le due regioni sono state sotto i riflettori durante la settimana precedente l'attacco del

---

<sup>69</sup> [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://iris.unica.it/retrieve/f6224d34-514a-4b62-b40c-e1ffe0235b85/Estratto%20%20-%20Rossi%20-%20Ucraina.pdf](https://iris.unica.it/retrieve/f6224d34-514a-4b62-b40c-e1ffe0235b85/Estratto%20%20-%20Rossi%20-%20Ucraina.pdf)

febbraio 2022, quando il presidente russo Vladimir Putin ha deciso di riconoscerle come entità indipendenti, in violazione del diritto internazionale, e di firmare accordi di cooperazione con loro. Pochi giorni dopo, nelle prime ore del 24 febbraio 2022, il presidente Putin si è rivolto al popolo russo in un discorso televisivo, sostenendo la guerra, senza usare la parola "guerra", ma riferendosi invece a una "operazione militare speciale" per smilitarizzare l'Ucraina e rimuovere i "neonazi" (come chiamava la leadership ucraina) dal potere. Più tardi, quella stessa mattina, è iniziato l'attacco russo su vasta scala all'Ucraina.<sup>70</sup> Il Consiglio europeo monitorava attentamente la situazione da diversi mesi. Nel dicembre 2021 ha sottolineato le tensioni generate dalla crescente presenza militare russa lungo il confine ucraino e dalla retorica aggressiva e ha ribadito il suo sostegno alla sovranità e all'integrità territoriale dell'Ucraina.

Inoltre, si è riunito il 17 febbraio 2022, a margine del vertice UE-Unione africana, esortando la Russia ad allentare la tensione e chiedendo una soluzione diplomatica. Il 23 febbraio è stato preparato un pacchetto di sanzioni in risposta al riconoscimento da parte della Russia delle regioni di Donetsk e Luhansk e al dispiegamento di truppe nell'area. Dopo l'invasione del 24 febbraio, l'UE è entrata rapidamente in una modalità di gestione della crisi. I leader dell'UE hanno reagito prontamente condannando l'attacco alle "condizioni più forti possibili" e chiedendo alla Russia di interrompere la sua campagna militare. Un ulteriore pacchetto di sanzioni è stato preparato in stretta collaborazione con paesi che la pensano allo stesso modo, con l'obiettivo di indebolire la base economica russa e limitare le entrate generate dalle vendite di energia russa per sostenere il suo sforzo bellico.<sup>71</sup> La Commissione europea è stata incaricata di

---

<sup>70</sup> <https://www.rainews.it/articoli/2023/02/la-bce-alza-i-tassi-di-mezzo-punto-al-3-e-annuncia-un-nuovo-rialzo-a-marzo-23245dbf-741b-47de-af25-cf97e19b4006.html#:~:text=La%20Bce%20ha%20deciso%20di,effetto%20dall'8%20febbraio%202023>

<sup>71</sup> Ivi

preparare misure di emergenza, in particolare per quanto riguarda l'energia, per la quale l'Europa dipendeva ancora fortemente dalla Russia. Due settimane dopo l'attentato, i capi di Stato e di governo dell'UE si sono riuniti a Versailles, in Francia, per un incontro informale sotto la presidenza di turno francese del Consiglio dell'Unione europea, per discutere del "cambiamento tettonico nella storia europea" e per tracciare la strada da seguire. avanti. Uno dei punti chiave per i leader dell'UE è stato quello di garantire che il mercato unico dell'UE funzioni durante le crisi.

#### *2.4.1 Gli effetti della guerra*

Sin dai suoi primi giorni, la guerra ha avuto un profondo impatto, non solo sulla sicurezza europea, ma anche sulla sua economia e sull'economia mondiale nel suo insieme. "Il mondo è di nuovo un luogo rischioso", affermano gli esperti, spiegando che tali livelli di incertezza non si avvertivano dai tempi della Guerra Fredda. Il mondo è diventato più polarizzato durante questi due anni di guerra, con molti paesi che sostengono l'Ucraina, alcuni che cercano di mantenere rapporti di lavoro con entrambe le parti, e alcuni paesi – come Bielorussia, Iran e Corea del Nord – che sostengono apertamente la Russia. In Africa l'influenza della Russia sembra crescere. Questi sviluppi hanno interrotto le catene di approvvigionamento e il commercio tra Europa e Russia è diminuito in modo significativo, in gran parte a causa delle sanzioni. Questa nuova situazione geopolitica ed economica ha evidenziato ancora una volta la dipendenza dell'UE dai beni strategici e dalle materie prime critiche. In tale contesto, il Consiglio europeo ha sottolineato la necessità di un'autonomia strategica aperta, il che significa che l'UE dovrebbe essere più autonoma, pur essendo aperta alla cooperazione con i partner. Il rafforzamento della sicurezza economica, un concetto raramente discusso prima della guerra russa, è salito in cima alle agende politiche. Il mondo

e l'Europa sono cambiati, e anche se la guerra della Russia finisse oggi, il ripristino della fiducia e dei collegamenti infranti potrebbe richiedere decenni.

Prima della guerra, la Russia forniva il 24,4% dell'energia lorda disponibile dell'UE, il che significava che l'Europa dipendeva fortemente dall'energia russa e che la Russia aveva il potenziale per sfruttare questa situazione a proprio vantaggio.<sup>72</sup> Per i leader dell'UE era chiaro fin dall'inizio della guerra di aggressione russa contro l'Ucraina che l'energia sarebbe stata una questione chiave da affrontare immediatamente – sia perché la Russia stava utilizzando i proventi energetici per finanziare il suo sforzo bellico, sia perché l'attacco era stato dimostrato che la Russia non poteva più essere considerata un partner commerciale affidabile. Con le sanzioni in vigore e il lavoro in corso per diversificare l'approvvigionamento energetico, la quota di energia importata dalla Russia ha iniziato a diminuire – in alcuni casi drasticamente – come per il gas naturale. Nei primi giorni della crisi, i leader dell'UE hanno incaricato la Commissione di preparare misure di emergenza sull'energia e le hanno chiesto di garantire un approvvigionamento energetico sufficiente a prezzi accessibili per i cittadini e le imprese dell'UE, in particolare per l'inverno 2022-2023. Gli Stati membri hanno seguito l'esempio e hanno risposto, ad esempio con "regimi di sostegno rinnovabile, sovvenzioni e prestiti agevolati per la ristrutturazione degli alloggi e l'installazione di pompe di calore". I leader dell'UE hanno inoltre sottolineato la necessità di accelerare l'uso delle fonti energetiche rinnovabili, di migliorare l'efficienza energetica, di risparmiare energia e di garantire che le reti energetiche dell'UE siano interconnesse.

Tuttavia, diverse questioni hanno contribuito all'aumento dei prezzi dell'energia e hanno generato una crisi energetica nel 2022. La situazione

---

<sup>72</sup> <chrome-extension://efaidnbnmnnibpcajpcglclefindmkaj/https://iris.unica.it/retrieve/f6224d34-514a-4b62-b40c-e1ffe0235b85/Estratto%20%20-%20Rossi%20-%20Ucraina.pdf>

energetica era già motivo di preoccupazione per i leader dell'UE nel 2021. L'impatto della guerra è stato una componente importante della crisi, ma l'aumento della domanda dopo il COVID-19 i lockdown, ad esempio, così come un'estate 2022 eccezionalmente calda e secca hanno avuto un ruolo importante.<sup>73</sup> Di conseguenza, l'inflazione annuale del settore energetico ha raggiunto un livello record e il prezzo dell'energia è aumentato notevolmente. Di conseguenza, le imprese e le famiglie senza un contratto a prezzo fisso hanno avuto difficoltà a pagare le bollette energetiche. Gli elevati prezzi dell'energia hanno fatto salire anche il prezzo dei prodotti alimentari e di altri beni, portando a cifre record di inflazione nell'ottobre 2022. I leader dell'UE hanno convenuto che la protezione dei cittadini e delle imprese è "una questione urgente" e hanno dichiarato: "Alla luce della crisi in corso, gli sforzi Le azioni volte a ridurre la domanda, garantire la sicurezza dell'approvvigionamento, evitare il razionamento e abbassare i prezzi dell'energia per le famiglie e le imprese in tutta l'Unione devono essere accelerate e intensificate, e l'integrità del mercato unico deve essere preservata». Poiché i salari e il sostegno statale non sono stati in grado di compensare aumenti così elevati dei prezzi di beni e servizi essenziali, la situazione ha provocato una crisi del costo della vita. Secondo i rapporti, "nel gennaio 2023, quasi la metà (47,1%) della spesa media delle famiglie nell'UE è stata destinata alle tre spese che hanno registrato gli aumenti più consistenti, vale a dire le bollette domestiche, quelle dei trasporti e quelle alimentari". Pertanto, nel gennaio 2023, il 93% degli europei ha indicato l'aumento del costo della vita come la loro principale preoccupazione.

All'inizio della guerra, era difficile prevederne l'impatto complessivo sulle imprese e sull'industria dell'UE. L'analisi ha suggerito, correttamente, che

---

<sup>73</sup> <https://www.rainews.it/articoli/2023/02/la-bce-alza-i-tassi-di-mezzo-punto-al-3-e-annuncia-un-nuovo-rialzo-a-marzo-23245dbf-741b-47de-af25-cf97e19b4006.html#:~:text=La%20Bce%20ha%20deciso%20di,effetto%20dall'8%20febbraio%202023>

l'impatto sarebbe diverso da uno Stato membro all'altro, a seconda, ad esempio, dei collegamenti commerciali diretti con la Russia e della quantità di energia russa utilizzata nel paese. Nel giugno 2022 la Banca europea per gli investimenti stimava che la guerra avrebbe colpito le aziende dell'UE in tre modi:<sup>74</sup>

- i) riduzione delle esportazioni,
- ii) minori profitti a causa degli alti prezzi dell'energia e
- iii) difficoltà a ottenere prestiti a causa della fuga dal rischio da parte delle banche.

Per garantire la disponibilità di finanziamenti e avere “mercati finanziari europei integrati, attraenti e competitivi”, come affermato nella Dichiarazione di Versailles, i leader dell'UE hanno evidenziato la necessità di approfondire l'unione dei mercati dei capitali, già durante il vertice euro dell'ottobre 2023, e per completare l'unione bancaria. Anche le catene di approvvigionamento, già messe a dura prova dalla pandemia di Covid-19, hanno risentito degli effetti della guerra con la Russia. Oltre all'energia e al cibo discussi in precedenza, sono state colpite molte materie prime e beni come fertilizzanti e prodotti chimici. Inoltre, ad esempio, la produzione di semiconduttori, essenziali per la transizione verde e digitale, è interessata, poiché l'Ucraina è un fornitore chiave di neon, un ingrediente vitale nella produzione di chip.

---

<sup>74</sup> [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://iris.unica.it/retrieve/f6224d34-514a-4b62-b40c-e1ffe0235b85/Estratto%20%20-%20Rossi%20-%20Ucraina.pdf](https://iris.unica.it/retrieve/f6224d34-514a-4b62-b40c-e1ffe0235b85/Estratto%20%20-%20Rossi%20-%20Ucraina.pdf)

**Capitolo 3:**  
**IL GIOCO DEI TASSI: COME L'INCERTEZZA ECONOMICA HA  
RIDISEGNATO IL MERCATO IMMOBILIARE**

**3.1 Come i mutui concessi dalle Banche e destinati al mercato immobiliare, sono stati influenzati dai tassi**

Le statistiche riguardanti i tassi di interesse, vengono diffuse dalla Banca d'Italia sulla base del settore e del modo in cui la clientela è distribuita e in questi report viene considerata tra le variabili anche la capacità di rimborso da parte del cliente e la durata originaria del mutuo accordato dalla banca<sup>75</sup>.

In generale, la nozione di mutuo si può ricavare dal codice civile che nell'articolo 1813 lo definisce come quel contratto attraverso il quale una parte si impegna per una data quantità di denaro o di altre cose fungibili e l'altra parte s'impegna a restituire altrettante cose della stessa specie e qualità.

Dalla definizione civilistica ne consegue che nel contratto di mutuo ci sono due parti, il mutuante e il mutuatario e l'oggetto del contratto si traduce in una data somma di denaro che deve essere restituita in un periodo di tempo determinato.

La cifra che viene data a prestito deve essere restituita assieme agli interessi e la rata oggetto di trasferimento è comprensiva di una quota capitale e di una quota interessi, preventivamente pattuita dalle parti. Il tasso di interesse applicato viene deciso dall'istituto creditizio sulla base del tasso di interesse deciso dalla Banca Centrale Europea e sulla base di altre determinanti.

---

<sup>75</sup> <https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/moneta-intermediari-finanza/tassi-interesse/index.html?dotcache=refresh>

Queste ultime possono essere influenzate da diversi fattori, come ad esempio, il tasso di inflazione, che aumentando il costo del denaro fa lievitare il costo del mutuo al soggetto debitore.

In generale, se c'è inflazione significa che il costo medio di beni e servizi è aumentato e questo ha delle implicazioni sia sull'economia reale che su quella finanziaria e quindi sui mutui concessi dalle banche. L'inflazione può essere determinata da diversi fattori, come ad esempio, nel caso in cui ad un aumento dell'offerta di moneta da parte delle banche centrali non corrisponde un analogo aumento della produzione. I prezzi dei beni e dei servizi sono spinti al rialzo e questo genera inflazione.

L'inflazione è vista come una minaccia sia dagli investitori che dai soggetti che prendono a prestito una data quantità di denaro, in quanto se ne desume che la loro operazione finanziaria possa essere erosa. Per tale ragione, le Banche Centrali devono essere in grado di equilibrare il sistema in modo che ci sia stabilità.

### *3.1.1 I tassi di interesse: andamento*

I tassi di interesse vengono individuati da un punto di vista legislativo nel disposto normativo presente nell'articolo 1284 del codice civile e la ratio legis si basa sul fatto che il mutuante si priva dei possibili frutti che il suo bene, in questo caso una somma di denaro, potrebbe potenzialmente produrre. Ovviamente, gli interessi sono previsti solo nel caso in cui viene concordato dalle parti. Si deve aggiungere che nella maggior parte dei casi, i mutui sono di natura ipotecaria e quindi garantiti da un'ipoteca. Questo significa che se il debitore non corrisponde quanto dovuto al creditore, viene espropriato il bene messo garanzia del mutuo. Quando ci sono delle casistiche del genere, i tassi di interesse sono più bassi rispetto a quelli "non garantiti da ipoteca"<sup>76</sup>.

---

<sup>76</sup> Lops V. (2011). Il mutuo perfetto: come abbattere costi e interessi e trasformare il tuo prestito casa in un grande investimento, Gruppo 24 Ore, Milano, p. 21.

Per rispondere all'inflazione le Banche Centrali hanno attuato una politica monetaria di tipo restrittivo, in modo da far ridurre il costo della vita in un'ottica di medio-lungo periodo. L'attuazione di tale politica si è tradotta in un aumento dei tassi di interesse, che fanno "emergere il problema della sostenibilità dei mutui"<sup>77</sup>. In modo particolare, hanno cominciato ad essere meno sostenibili sul piano finanziario i mutui a tasso variabile, che sono per loro natura ancorati a delle dinamiche che riflettono l'andamento dei tassi di interesse e le i risvolti economici dell'inflazione.

Bisogna aggiungere che, solo in Italia, il tasso del costo della vita è balzato nel corso del 2022 a cifre spaventose, fino all'11,6% su base annua<sup>78</sup> e questo ha avuto un impatto non indifferente su quei mutuatari che avevano sottoscritto un mutuo a tasso variabile, mentre ha avuto degli effetti parziali se non indifferenti, su quelli che avevano sottoscritto un mutuo a tasso fisso.

Prima dello scoppio della guerra in Ucraina, il tasso di interesse deciso dalla BCE era pari allo 0%. Questo fino a luglio 2022 quando, a seguito della crisi energetica e dell'aumento dei prezzi, si è assistito ad un suo progressivo aumento fino a maggio 2024, quando è stata avviata una sua graduale diminuzione. Al momento, il tasso di riferimento è pari al 3,15%, come si evince dalla figura sottostante, come comunicato dai vertici della BCE nel mese di dicembre 2024.

---

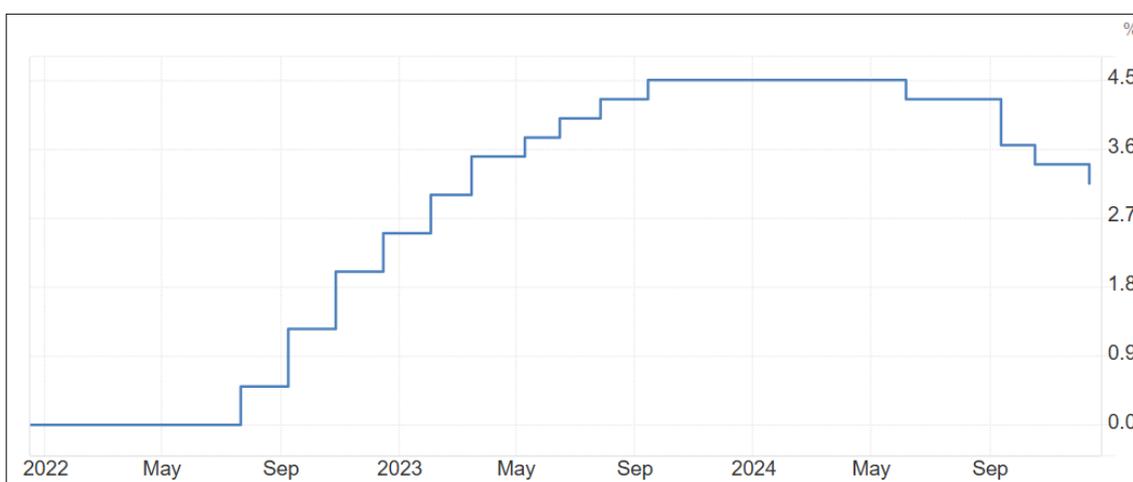
<sup>77</sup> Marucci M. (2023). Dalla Bce alla rata del mutuo: quanto pesa il rialzo dei prezzi.

Su: [lavoce.info](http://lavoce.info)

<sup>78</sup> Istat (2023). Prezzi al consumo, dati definitivi.

Su: [istat.it](http://istat.it)

Figura 3.1: andamento del tasso di interesse dell' Area Euro (2022-2024)



Fonte: <https://it.tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>

Come si deduce dalla figura 1 nel corso di un anno si è passati da 0 al 4,5%. Questo taglio dei tassi si prevede possa generare un impatto positivo sui mutui, che negli ultimi sei mesi sono aumentati in volume di 4,4 miliardi di €. Il cambio di passo deciso dai vertici dell'Eurotower ha generato una riduzione del peso delle rate, con conseguenti vantaggi significativi per le famiglie che vogliono sottoscrivere o hanno sottoscritto un mutuo<sup>79</sup>.

Si registra, comunque, una riduzione dei prestiti personali che sono passati nello stesso arco di tempo da 120,5 miliardi a 116,5 miliardi di €, così come i prestiti a lungo termine concessi alle imprese scesi di 15 miliardi nel periodo considerato<sup>80</sup>.

<sup>79</sup> <https://www.ilsole24ore.com/art/mutui-i-tagli-tassi-bce-aumento-44-miliardi-6-mesi-AGN8mWNC>

<sup>80</sup> Ibidem.

Si rammenta, che il tasso di riferimento della BCE è quel tasso fissato dall'Eurotower "al quale la Banca Centrale Europea concede prestiti alle banche operanti nell'Unione Europea"<sup>81</sup> ed è una misura di come viene gestita la politica monetaria, che è di competenza delle banche centrali in tutto il mondo, non solo in Europa. Quando la politica monetaria è di tipo restrittivo, i tassi aumentano e l'economia tende a rallentare, mentre quando è espansiva, i tassi scendono e l'economia cresce.

Il tasso di interesse che viene deciso in seno alla BCE si chiama anche tasso ufficiale di sconto e quindi, i tassi applicati dalle banche presenti nella zona Euro, ne sono una derivazione. Una volta sottoscritto il mutuo, la banca applica un tasso di interesse che può essere fisso o variabile in base alle indicazioni del cliente e stila un piano di ammortamento che determina le rate da saldare<sup>82</sup>.

Sono presenti tre tipi di tassi fissati nell'ambito della politica monetaria<sup>83</sup>:

- il tasso di rifinanziamento marginale, che rappresenta il tasso che deve pagare la banca quando prende a prestito una somma di denaro prestito che deve restituire il giorno successivo;
- il tasso di rifinanziamento principale, che riguarda quelle operazioni imbastite con la BCE ogni settimana e per tale ragione la durata dei prestiti concessi alle banche è di sette giorni;
- il tasso sui depositi, che è quel tasso che viene riconosciuto alle banche quando depositano delle somme di denaro presso la BCE e che in questo

---

<sup>81</sup> <https://mutuionline.24oreborsaonline.ilsole24ore.com/guide-mutui/tasso-bce.asp>

<sup>82</sup> Il piano di ammortamento "è il programma di restituzione rateale di un debito, che solitamente scompone le rate in quote capitale e quote interessi, e specifica il capitale residuo dovuto dopo ciascun pagamento". Nel caso in cui si sottoscrive un mutuo a tasso variabile, il piano di ammortamento è indicativo perché il tasso di interesse è influenzato da continue variazioni e quindi l'interesse dovuto cambia quando si devono pagare le rate. Ci sono diverse tipologie di piani di ammortamento, dei quali quello più diffuso in Italia è a rata costante.

[https://www.24oreprestiti.ilsole24ore.com/guide-prestiti/glossario-prestiti/piano-di-ammortamento.asp#:~:text=Il%20piano%20di%20ammortamento%20\(di,residuo%20dovuto%20dopo%20ciascun%20pagamento](https://www.24oreprestiti.ilsole24ore.com/guide-prestiti/glossario-prestiti/piano-di-ammortamento.asp#:~:text=Il%20piano%20di%20ammortamento%20(di,residuo%20dovuto%20dopo%20ciascun%20pagamento)

<sup>83</sup> <https://economiepertutti.bancaditalia.it/notizie/il-taglio-dei-tassi-della-bce-e-i-suoi-effetti/?dotcache=refresh>

momento rappresenta il riferimento principale per l'Euribor, cioè, quel tasso che viene individuato dalle banche per prestarsi denaro fra di loro.

Le operazioni poste in essere dalla BCE per attuare la politica economica di tipo monetario sono conosciute come operazioni di mercato aperto e sono operazioni per immettere liquidità nei mercati. Il meccanismo con il quale si gestisce la liquidità dipende da quanta ne possiede la singola banca alla fine della giornata lavorativa: se ne ha in eccesso la deposita presso la BCE e le viene riconosciuto un interesse sui depositi, mentre se ne è a corto può chiedere a prestito delle somme di denaro dalla BCE sulle quali dovrà riconoscere il pagamento di un interesse al termine del periodo di riferimento del prestito<sup>84</sup>.

L'andamento dei tre tassi segue una stessa linea nel corso del tempo e questo significa che se varia il tasso di rifinanziamento principale, variano anche gli altri due tassi. Il tasso di rifinanziamento principale è maggiore dei tassi sui depositi, mentre è più basso rispetto al tasso di rifinanziamento marginale. Questo significa che la BCE presta ad un tasso più alto rispetto alle operazioni di deposito, alle quali riconosce un tasso più basso. Per ridurre la variabilità dei tassi a breve termine, nel corso del 2024 la BCE ha deciso di ridurre la differenza tra il tasso di rifinanziamento e il tasso sui depositi, per ridurre la l'instabilità dei tassi a breve caratterizzante il mercato monetario.

Paradossalmente, l'accumulo di liquidità sostenuto dalla BCE nel corso degli anni Dieci di questo secolo ha permesso di fronteggiare la bassa inflazione presente nei mercati che attualmente si assesta all'1,3%<sup>85</sup>.

### 3.1.2 L'inflazione

L'inflazione, così come i tassi di interesse praticati dalla BCE, come visto, influenzano l'economia reale, creando profonda incertezza nei consumatori, ma

---

<sup>84</sup> Ibidem

<sup>85</sup> <https://it.tradingeconomics.com/italy/inflation-cpi>

anche i titolari di un mutuo, specie se è a tasso variabile, che vedendosi aumentare la rata, fanno fatica a farvi fronte.

Questi mutui vengono scambiati tra soggetti in surplus e soggetti in deficit all'interno di un mercato, che nello specifico è quello immobiliare. Il mercato può riguardare sia quello mobiliare che quello immobiliare. Quello mobiliare si può definire sulla base dell'oggetto scambiato e sulla base di questa considerazione viene inteso come "il segmento del mercato finanziario sul quale vengono prodotti e/o scambiati valori mobiliari e svolte attività relative a valori mobiliari"<sup>86</sup>. I valori mobiliari sono considerati quei prodotti di natura finanziaria che sono rivolti al pubblico e possiedono delle caratteristiche peculiari, quali:

- il rischio;
- la scadenza;
- vengono utilizzati come mezzo di pagamento;
- sono negoziabili.

Il comparto immobiliare, invece, si differenzia da quello mobiliare in quanto oggetto dello scambio può essere qualsiasi bene immobile, come un'abitazione, un terreno o un locale destinato al commercio. È utile tenere ben distinte i contorni del mercato, in quanto spesso i prodotti offerti possiedono degli elementi di complementarietà. Il mercato mobiliare, inoltre, può essere sia primario che secondario, il che significa che se nel primo vengono scambiati valori mobiliari di nuova emissione, nel secondo i valori mobiliari che vengono scambiati hanno come oggetto dei contratti già emessi in precedenza. Un'altra distinzione importante, che ha a che fare con il comparto mobiliare, riguarda i mercati regolamentati da quelli non regolamentati: mentre i primi posseggono una rigida disciplina, i secondi sono accompagnati da una disciplina generale.

---

<sup>86</sup> Costi R. (2018). Il mercato mobiliare: aggiornamento alla Mifid 2, Giappichelli Editore, Torino, p. 1

Il mercato immobiliare si concentra in modo particolare sulla compravendita di immobili, oltre che sulla loro costruzione e l'oggetto del contratto possiede una funzione importante anche in ambito sociale. Ci sono diversi attori che si occupano della loro contrattazione, come le banche, le società di leasing, i fondi e le assicurazioni, soggetti che agiscono sulla base dei tassi di interesse applicati nel mercato.

La relazione che si viene a creare tra il soggetto che eroga il mutuo ed il soggetto che lo riceve, per cui, è di natura economica, ma anche temporale, in quanto il mutuo deve essere riconosciuto nel corso di un determinato periodo di tempo.

Proprio per permettere al cliente di effettuare una scelta ponderata, si è deciso di offrire un ventaglio ampio di tipologie di tassi di interesse, che sono sintetizzabili come segue<sup>87</sup>:

- tasso fisso, consigliabile per chi prevede un aumento del tasso di inflazione e contestualmente, vuole avere contezza del debito che contrae con l'istituto di credito;
- un tasso variabile, che è preferito da quei soggetti che prevedono un'inflazione al ribasso e che posseggono un reddito medio-alto;
- un tasso misto, che è consigliato per quei soggetti che sono incerti sul futuro andamento del mercato;
- il capped rate, che viene scelto da quei soggetti che vogliono limitare il rischio e al contempo beneficiare dei benefici offerti dal tasso fisso;
- il tasso bilanciato, che interessa per lo più quei soggetti che hanno una conoscenza approfondita del mercato dei tassi di interesse.

---

<sup>87</sup> <https://mutuionline.24oreborsaonline.ilsole24ore.com/guide-mutui/approfondimenti/prodotti-tassi-mutuo.asp>

In generale, l'interesse può essere o semplice o composto: nel primo caso, l'interesse non produce a sua volta interesse, mentre nel secondo caso l'interesse maturato si aggiunge al capitale e sulla loro somma si calcolano i nuovi interessi. Il tasso di interesse, inoltre, si deve considerare nella sua duplice natura per avere degli elementi di comparazione. Infatti, può essere sia nominale che reale: se nel primo caso, si considera quello che viene effettivamente pagato, nel secondo caso si considera quello che può essere acquistato con il denaro ottenuto. Il secondo caso, può essere accostato a quello che in economia è il potere di acquisto della moneta, mentre nel calcolo dei mutui interessa il primo, cioè quello nominale.

Le compravendite degli immobili in Italia hanno attraversato delle modifiche sostanziali, tanto che nel solo 2023 gli acquisti di immobili si è ridotta del 12%, tanto che la Federazione Autonoma Bancari Italiana<sup>88</sup> ha stimato che in valore assoluto questa riduzione è stata pari a 2,3 miliardi di € nello stesso periodo<sup>89</sup>.

Questo è avvenuto sulla scia della politica degli aumenti dei tassi di interesse che la BCE ha sostenuto nel corso del biennio 2022-2023 e che sempre l'Eurotower ha tagliato a partire dallo scorso anno, avviando una politica meno restrittiva e di rinvigorismento del mercato immobiliare. Se verrà perseguita questa linea da parte della Banca Centrale Europea, la possibilità di accedere ad un mutuo e quindi al mercato immobiliare, potrà essere nei prossimi anni più semplice<sup>90</sup>.

### **3.2 Mutui a tasso fisso: IRS**

Il mutuo a tasso fisso è quel mutuo caratterizzato dalla presenza di un tasso che non varia nel corso del tempo, la rata rimane costante e non dipende da

---

<sup>88</sup> È un'organizzazione sindacale italiana con sede a Milano.

<https://www.fabi.it/>

<sup>89</sup> <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2024/05/17/tassi-interesse-mutui-casa/>

<sup>90</sup> Ibidem

quanto costa il denaro. È vantaggioso se dopo che viene stipulato il contratto, l'inflazione aumenta.

In generale, per calcolare l'ammontare dell'interesse si somma lo spread annuo all'IRS e la costanza della rata dipende dal comportamento del cliente: se salda la rata con costanza le variazioni di reddito non sono influenzate dalla rata. Quanto incide la rata sul reddito, infatti, dipende da quanto riesce a risparmiare il cliente.

Con la riduzione dei tassi fissati dalla BCE avvenuta a partire dallo scorso anno, i mutui a tasso fisso potenzialmente pur possedendo maggiore stabilità per l'utente, possono risultare meno convenienti rispetto ad un mutuo a tasso variabile se, ad esempio, l'inflazione cala. Nonostante ciò, oggi la tendenza da parte dei mutuatari è quella di scegliere dei mutui a tasso fisso.

Sottoscrivere un mutuo a tasso fisso permette di conoscere fin dall'inizio l'ammontare che si deve all'istituto di credito. L'IRS, viene individuato sulla base dei contratti che le parti interessate e quindi il mutuante e il mutuatario, "si scambiano in date stabilite e per un periodo prefissato, flussi di segno opposto determinati applicando a uno stesso capitale nozionale due diversi tassi d'interesse"<sup>91</sup>.

Le controparti definiscono il loro rapporto sulla base di una durata determinata e individuando l'ammontare degli interessi che devono essere passivi per una delle due controparti e attivi per l'altra.

L'IRS si divide in tre tipologie:

- coupon swap (plain vanilla swap);
- basis swap;
- cross-currency interest rate swap.

---

<sup>91</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/interest-rate-swap.html>

Questo tasso si chiama anche comunemente Eurirs e si aggiunge allo spread, come detto in precedenza, per determinare quello che è il TAN<sup>92</sup> che le banche decidono per i loro mutui.

Lo spread che viene sommato all'IRS viene decisa dal singolo istituto di credito e dipende da come va il mercato. In poche parole, è uguale al vero ammontare che spetta a chi eroga il mutuo, mentre l'Eurirs viene comunicato direttamente dalla Federazione Bancaria Europea e viene calcolato ogni giorno.

Più lo spread è basso e più il mutuo a tasso fisso diventa conveniente in quanto, l'utente riesce, confrontando vari istituti di credito ad individuare quello che sulla base delle sue aspettative è quello migliore.

La banca che propone un mutuo ad un cliente sa che all'interno del tasso considerato è da considerarsi anche l'IRS. Se, ad esempio, viene proposto un mutuo a 20 anni l'IRS applicato sarà quello a 20 anni al quale si aggiunge lo spread che viene rilevato quel giorno. L'IRS può essere considerato come una sorta di assicurazione per la banca rispetto a possibili aumenti del costo del denaro che, nel corso della vita utile dell'investimento da parte della banca, possono avvicinarsi.

Più la durata del mutuo è alta e più l'IRS sarà alto e ciò comporterà un'onerosità dello strumento utilizzato maggiore. Durante il biennio 2022-2023, si è assistiti all'evolversi di eventi singolari: nella legge di bilancio del 2023<sup>93</sup> è stata inserita la possibilità di rinegoziare il mutuo contratto con tasso variabile, con un tasso fisso. Questa indicazione data dall'Esecutivo è stata importante da un punto

---

<sup>92</sup> IL TAN è il Tasso Annuo Nominale e non esprime il costo complessivo, ma semplicemente il tasso che il creditore chiede a seguito della richiesta di un finanziamento.

<https://www.bancaditalia.it/footer/glossario/index.html?letter=#:~:text=Il%20TAN%20indica%20il%20tasso,sull'erogazione%20di%20un%20finanziamento>

<sup>93</sup> La lg 197/2022, pubblicata con l'appellativo di Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2023 e bilancio pluriennale per il triennio 2023-2025. Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana Serie Generale n.303 del 29-12-2022 - Suppl. Ordinario n. 43.

di vista formale, in quanto si è cercato con una norma di raddrizzare la politica economica rispetto ai tassi variabili, che in quel momento erano lievitati in maniera considerevole.

Si fa presente che le rate in alcuni casi, essendo legati a degli elementi di variabilità erano aumentate anche del 40%<sup>94</sup>, diventando insostenibili per i clienti e per l'intero tessuto economico nazionale, caratterizzato da bassi redditi e da bassa produttività.

Dal lato della banca, il mutuo a tasso fisso è stato coperto ed è tuttora coperto facendo ricorso all'IRS, che in sostanza è come avere un tasso fisso ancorato ad uno variabile. La banca scambia i flussi di interesse a tasso fisso che ha ricevuto in seguito all'erogazione del mutuo con il cliente e riceve al contempo un flusso di interessi che è "ancorato ad un parametro di riferimento"<sup>95</sup>. In tal modo, l'effetto delle quote capitali viene annullato dalla modellizzazione della matrice nelle varie fasce temporali in cui il tasso variabile si manifesta.

La banca, infatti, in tali casi adotta delle politiche c.d. di gruppo, nelle quali fra gli elementi oggetto di scambio c'è una certa omogeneità, come accade nel caso dei mutui che vengono raccolti in cluster di medesima natura. Ad esempio, la durata, i piani di rimborso e la tipologia dei mutuatari è simile e utilizzando questa tecnica, anche mutui che sono stati rinegoziati possono non inficiare sull'esposizione al rischio della banca e in termini di copertura.

Il management della banca deve analizzare la necessità di ricorrere a strategie di copertura dei mutui a tasso fisso, facendo un confronto tra il costo della copertura e il margine di interesse e ipotizzando, al contempo possibili scenari

---

<sup>94</sup> Marucci M. (2023). Op. cit.  
Su: [lavoce.info](http://lavoce.info)

<sup>95</sup> Mazzeo R., Gianfrancesco I., Colnago D. (2020). La copertura dei mutui a tasso fisso mediante strumenti derivati: profili applicativi in tema di rischio di tasso di interesse, IFRS9 e regolamento EMIR, Risk Management Magazine, V. 15, N. 2, pp. 47-62.

nei quali i tassi possono subire variazioni, come quelli che sono stati proposti in seno al Comitato di Basilea<sup>96</sup>.

Il rischio di tasso di interesse, infatti, è uno dei rischi maggiormente attenzionati da chi si occupa di stabilità del sistema creditizio, sia in termini di regolamentazione che in termini operativi. Le banche, dal canto loro, cercano di avviare delle politiche di minimizzazione del rischio di tasso di interesse e quindi rispetto alle fluttuazioni che si possono verificare nel mercato. Proprio per tale ragione, la Banca d'Italia ha avviato di recente una consultazione nella quale si chiede alle banche e ai gruppi bancari le "metodologie di misurazione del rischio di tasso di interesse"<sup>97</sup>.

Inoltre, su proposta del Comitato di Basilea devono individuare degli aggiustamenti rispetto ai loro standard sui rischi di interesse nel portafoglio bancario, che siano mirati e individuare una metodologia che consenta<sup>98</sup>:

- di ampliare le serie storiche, oggetto di disamina, per un lasso temporale che va dal 2015 al 2023;
- di sostituire gli shock globali con quelli locali, che vengono calcolati sulla base della propria valuta;
- di estendere i percentili oggetto di determinazione degli shock ad una percentuale maggiore di quella attuale;
- di ridurre l'arrotondamento degli shock in misura minore, in modo da far attivare prima gli alert in caso di rischio.

---

<sup>96</sup> Il Comitato di Basilea è un'organizzazione formata dai governatori delle Banche Centrali e si pone come obiettivo quello di cooperare e di mirare ad avere una stabilità finanziaria. È molto attivo nel campo della vigilanza bancaria.

<https://www.bis.org/bcbs/index.htm>

<sup>97</sup> Banca d'Italia (2024). Documento di consultazione sulle disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia per le banche in materia di IRRBB.

Su: <https://www.bancaditalia.it>

<sup>98</sup> <https://www.dirittobancario.it/art/rischio-tasso-dinteresse-aggiustamenti-allo-standard-del-comitato-di-basilea/>

Questo nuovo standard verrà rivisto nel quadro dei rischi che il Comitato di Basilea rivede periodicamente, entrerà a regime entro la fine del 2025 e rappresenterà la risposta alle turbolenze bancarie che si sono verificate nel corso del 2023<sup>99</sup>.

L'esposizione bancaria da parte delle famiglie in merito all'erogazione dei mutui residenziali è stata sempre vissuta in modo apprensivo rispetto alla percezione sui tassi di interesse<sup>100</sup>.

Sulla base delle indicazioni presenti nella letteratura di riferimento<sup>101</sup>, la scelta tra un tasso fisso ed un tasso variabile dipende spesso da fattori strutturali, che rispecchiano il sistema paese. La normativa sulle garanzie e il trattamento fiscale possono inficiare in positivo l'erogazione del mutuo a tasso variabile in quanto, essendo il mercato nazionale caratterizzato da una certa rigidità normativa e ad una non facile escussione delle stesse garanzie, è facile che la scelta ricada sul tasso variabile. Sulla base delle indicazioni fornite dalla Banca d'Italia, si è assistito ad un aumento dello spread associato maggiormente ai tassi fissi che a quelli variabili<sup>102</sup>.

Questo aspetto non è uniforme su tutto il territorio comunitario, infatti, se ci sono paesi come, l'Ungheria, la Danimarca e l'Olanda che prediligono tassi fissi, altri, come la Spagna, il Portogallo o l'Irlanda che sono più attratti da formule di mutui caratterizzate da un tasso variabile.

La deducibilità degli interessi, al momento in Italia, è pari al 19% e l'importo massimo che viene riconosciuto in sede di dichiarazione dei redditi è pari

---

<sup>99</sup> Ibidem.

<sup>100</sup> Zocchi P. (2009). La percezione del rischio di tasso nelle scelte di indebitamento delle famiglie per l'acquisto dell'abitazione, Il pricing nel settore finanziario, pp. 1-28.

Su: <https://www.adeimf.it>

<sup>101</sup> Ibidem.

<sup>102</sup> <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2008/index.html>

a 2582,25 € e l'agevolazione si può applicare su quei mutui che sono stati sottoscritti a partire dal 1998 sia per le costruzioni che per le ristrutturazioni<sup>103</sup>.

Oggi il mercato immobiliare italiano, anche se ha fatto registrare un calo dovuto alla pandemia da Covid-19 e alla guerra tra Ucraina e Russia è tornato a crescere, tanto che il 2024 ha fatto registrare circa 710.000 transazioni e il prezzo delle compravendite è cresciuto tra il 2023 ed il 2024 del 2,6%. Nonostante le tendenze economiche caratterizzate da un forte dinamismo e da una crescente incertezza, il mercato immobiliare nazionale ha dimostrato delle capacità di resilienza e una tenuta straordinarie. Anche i tassi applicati ai mutui sono scesi rispetto al picco toccato nel 2023, quando i tassi applicati dalla BCE erano superiori al 4,9%<sup>104</sup>.

La Lombardia ha fatto registrare il maggior numero di compravendite, mentre la città che ha fatto registrare il maggior numero di transazioni, in percentuale rispetto all'anno prima è stata Palermo.

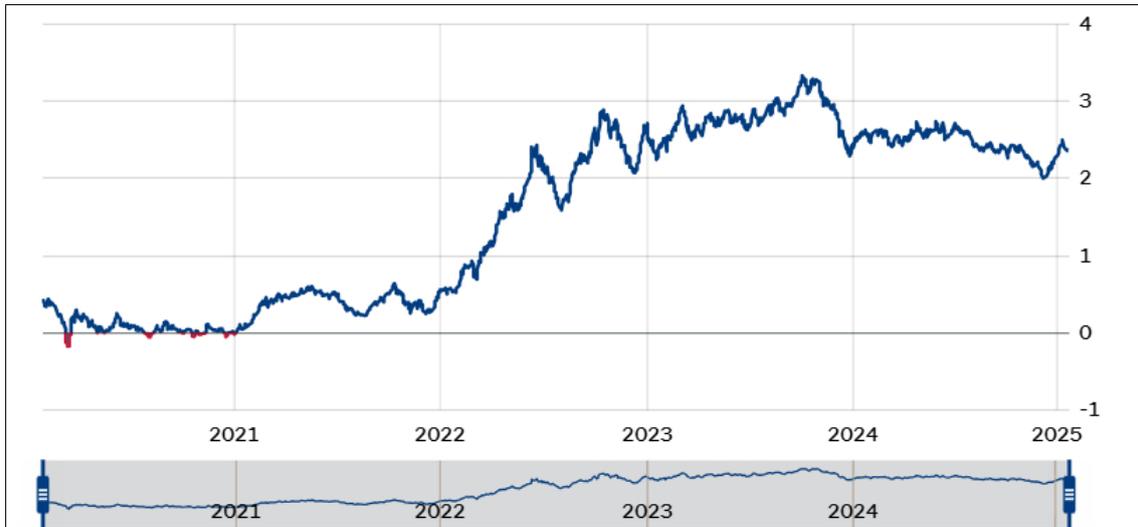
La tendenza dei consumatori a preferire un tasso fisso rispetto ad uno variabile è stata influenzata anche dal fatto che il tasso variabile è diventato più oneroso e quindi associare un tasso fisso al proprio mutuo, permette di avere un quadro economico più definito. Il calcolo del tasso fisso viene individuato sulla base dei contratti swap, che rappresentano degli strumenti derivati sui saggi di interesse. Gli strumenti derivati, per loro natura, sono di tipo speculativo e le banche li utilizzano per contenere il rischio associato di variazione dei tassi.

---

<sup>103</sup> <https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/web/guest/in-cosa-consiste-mutui-ristrutturazioni-edilizie>

<sup>104</sup> <https://www.confcommercio.it/-/mercato-immobiliare>

Figura 3.2: Andamento negli ultimi cinque anni dell'IRS 25A



Fonte: <https://mercati.ilsole24ore.com/tassi-e-valute/tassi/IRS/dettaglio/X:ICEUR.25Y.FX>

Dalla figura 3.2 è possibile desumere come la componente IRS del saggio di interesse, abbia permesso di sottoscrivere in modo conveniente dei mutui a tasso fisso fino al 2022, quando a seguito della guerra tra Ucraina e Russia, influenzata dall'inasprimento dei tassi fissati all'Eurotower, la stessa componente abbia fatto balzare verso l'alto il pagamento degli interessi sui mutui. Si rammenta, che il tasso fisso viene fuori dalla somma tra l'IRS e lo spread. Tuttavia, in Italia gli investimenti sul mercato immobiliare sono molto ingenti e nel complesso questi sono guidati, in una misura pari al 70%, da capitali esteri, la cui natura spesso è a debito<sup>105</sup>.

### 3.3 Mutui a tasso variabile: EURIBOR + SPREAD

Nel caso di un mutuo sottoscritto a tasso variabile, la componente interesse varia nel tempo in base a quanto costa il denaro e la variazione segue

<sup>105</sup> Fraticelli R., Lucaroni L. (2023). Investire nel real estate, Libreria Universitaria edizioni, Limena, pp. 1-792

l'indice al quale è agganciato. Spesso questo indice è l'Euribor che è "il tasso interbancario medio applicato dalle banche dell'Unione Europea ai depositi"<sup>106</sup>.

Il tasso variabile è formato da due componenti: oltre all'Euribor è presente anche lo spread, che si traduce in un ricarico deciso dalla singola banca e che rappresenta la percentuale che la banca decide di ricavare e che rimarrà per tutta la durata del mutuo una componente fissa. Si aggiunga che questo tipo di tasso viene spesso associato a mutui che hanno una scadenza poco prolungata nel tempo, data la potenziale maggiore incertezza associata.

L'Euribor viene "rilevato dal Comitato di gestione e diffuso come media ponderata dei tassi di interesse ai quali le Banche operanti nell'Unione Monetaria europea cedono depositi in prestito"<sup>107</sup>.

Nel momento della fissazione del tasso variabile, si deve cercare di evitare l'insorgere di comportamenti collusivi che possono portare a manipolare il modo in cui viene fissato l'Euribor e che possono portare a situazioni c.d. di nullità del tasso<sup>108</sup>.

Tuttavia, queste situazioni si verificano in casi particolari e quando l'attenzione non è massima da parte degli organi deputati alla vigilanza. Quello che tendenzialmente accade è il verificarsi di situazioni nelle quali ed il pagamento della rata può essere soggetta a variazioni. Oltre ad essere ancorato all'Euribor<sup>109</sup>, il tasso di interesse variabile può essere indicizzato rispetto al tasso che la BCE individua per le operazioni di rifinanziamento e chi li sceglie, lo fa su basi speculative. Inoltre, la scelta ricade su un tasso variabile rispetto ad uno fisso, in quanto

---

<sup>106</sup> <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutui-fisso-variabile.htm>

<sup>107</sup> <https://mutuionline.24oreborsaonline.ilsole24ore.com/guide-mutui/approfondimenti/prodotti-tassi-mutuo.asp>

<sup>108</sup> Guizzi G. (2024). Manipolazione dell'Euribor e nullità contratti di finanziamento a tasso variabile: "ci risiamo"!, Rivista di diritto bancario, N. 1, pp. 29-52.

<sup>109</sup> Si rammenta che l'Euribor è "applicato ai prestiti interbancari in euro non garantiti, calcolato giornalmente come media semplice delle quotazioni rilevate su un campione di banche con elevato merito di credito selezionato periodicamente dalla European Banking Federation".

<https://www.bancaditalia.it/footer/glossario/index.html?letter=e#:~:text=Tasso%20di%20interesse%2C%20applicato%20ai,periodicamente%20dalla%20European%20Banking%20Federation>

questi ultimi nella fase di erogazione iniziale del mutuo, comportano il sostenimento di costi maggiori e che al netto dello spread che viene applicato, il tasso variabile è più basso. Ovviamente, se nel caso della tipologia dei mutui a tasso fisso la possibilità di programmare le proprie finanze è più semplice, dato che il costo degli interessi rimane costante nel tempo, con quelli a tasso variabile, questa possibilità viene inficiata dall'andamento dell'Euribor, che di per se non è caratterizzato da costanza. Per questo motivo, la scelta di sottoscrivere questa tipologia di mutui la fanno quegli attori economici che possiedono delle risorse importanti, perché nel caso in cui il tasso aumenti molto, come accaduto nel biennio 2022-2023, queste risorse possono essere utilizzate per coprire i costi aggiuntivi generati da tale oscillazione<sup>110</sup>.

L'Euribor, che rappresenta la componente principale nella definizione del tasso variabile non è altro che una media dei tassi che vengono comunicati al TARGET<sup>111</sup> da un panel di banche e dal calcolo finale vengono esclusi quello che è maggiore del 15% rispetto alla media, che quello più piccolo. È la EMMI<sup>112</sup> che comunica quotidianamente e basta che la metà delle banche appartenenti al panel comunichi i propri dati, per determinare l'Euribor. Il panel delle banche che contribuiscono a determinare l'Euribor attualmente è formato da 21 istituti di credito provenienti da 12 paesi europei<sup>113</sup>.

---

<sup>110</sup> Ad esempio, mediamente per un mutuo a tasso variabile di 115.000 € a 25 anni la rata mensile è triplicata nel corso del biennio preso in esame (2022-2023), il che significa che alla fine dell'anno il mutuatario che ha sottoscritto questo tipo di mutuo, ha dovuto sborsare una somma aggiuntiva pari a più di 2500 €. Traducendo, per le famiglie questi rialzi sono troppo esosi, se non insostenibili da sostenere, motivo per cui le richieste per questi mutui sono diminuite.

<https://www.federconsumatori.it/mutui-non-si-arresta-la-corsa-delle-rate-dei-mutui-per-chi-ha-stipulato-un-mutuo-a-tasso-variabile-la-rata-e-aumentata-mediamente-di-21243-euro-al-mese-rispetto-al-2022/>

<sup>111</sup> È l'acronimo di "Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ed è un sistema che regola le operazioni di politica economica nell'area Euro.

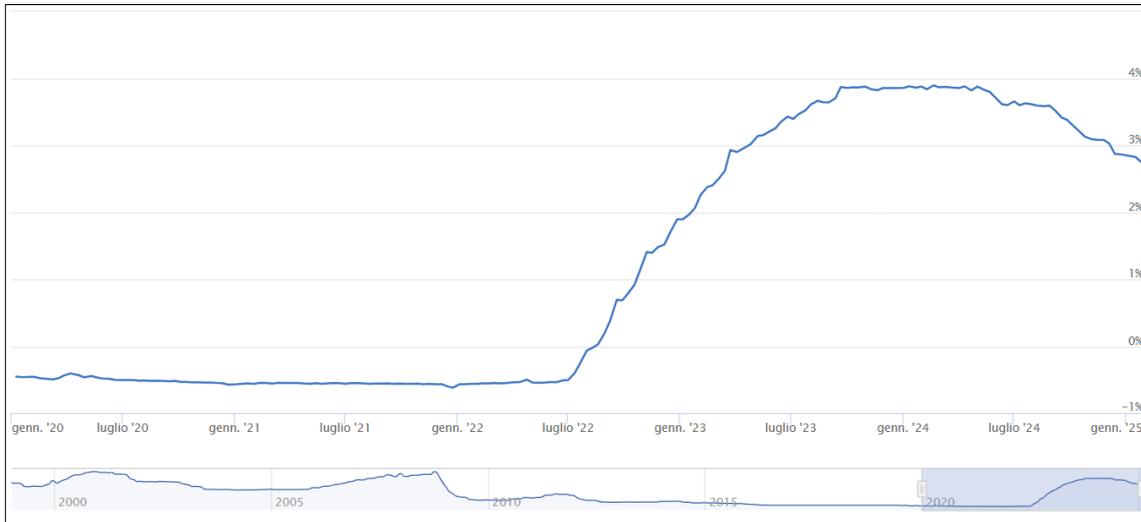
<https://www.bancaditalia.it/compiti/sistema-pagamenti/target2/index.html>

<sup>112</sup> L'acronimo è "European Money Markets Institute" ed è un'organizzazione che promuove l'integrazione dei mercati.

<https://www.emmi-benchmarks.eu/>

<sup>113</sup> <https://www.emmi-benchmarks.eu/benchmarks/euribor/panel-banks/>

Figura 3.3: andamento dell'Euribor a 1 mese negli ultimi cinque anni (2020-2025)



Dalla figura 3.3 è possibile ricavare delle informazioni interessanti riguardo all'influenza che i tassi di interesse hanno avuto sull'erogazione dei mutui a tasso variabile. La componente Euribor, infatti, se è stata addirittura negativa fino al mese di luglio del 2022 e quindi ha permesso un notevole risparmio ai mutuatari a tasso variabile, nei successivi diciotto mesi ha comportato un aggravio

maggiore per questi ultimi. Riduzioni dell'Euribor si sono verificate solamente a partire dal mese di luglio del 2024 e al momento la tendenza sembrerebbe quella di rallentare anche nei prossimi mesi, considerando che la pendenza della curva è in discesa. Oggi l'Euribor a un mese si assesta sotto il 3% e ci sono cinque tipologie di euribor che vengono calcolate dall'EMMI: a una settimana, a un mese, a tre mesi, a sei mesi e a dodici mesi<sup>114</sup>.

<sup>114</sup> <https://www.euribor-rates.eu/it/>

Secondo quanto riportato da uno studio di settore, oggi l'economia italiana è in frenata anche per via dei prezzi alti e dai tassi insostenibili e questo accade anche in molti paesi dell'Eurozona<sup>115</sup>.

### 3.3.1 *Analisi dei tassi*

Il costo del denaro risulta essere ancora troppo alto e questo è dovuto al fatto che le due maggiori banche centrali al mondo, la BCE e la Federal Reserve, per paura di rientrare in una spirale inflazionistica, li continuano a mantenere alti. Così facendo, non limitano solo l'immissione di liquidità nei mercati, ma non consentono il ricorso al credito ad una parte importante del tessuto imprenditoriale comunitario ed internazionale. La liquidità presente nelle casse delle imprese si sta riducendo e queste ultime stanno cominciando a sperimentare delle crisi di liquidità a breve.

Riguardo al lato delle famiglie, invece, l'onere del maggior costo del denaro è più limitato come visto in precedenza, in quanto solo quelle che avevano sottoscritto un mutuo a tasso variabile stano sperimentando dei problemi, ed è aumentato il ricorso agli affitti. Se la situazione non subisce un drastico cambio di rotta è possibile che gli interessi pagati a lungo termine subiranno un aumento anche di decine di migliaia di euro su un mutuo a 15 anni. Questo potrebbe comportare un calo dei risparmi ed un taglio dei consumi, ai quali seguirebbe una riduzione degli investimenti a medio-lungo termine da parte delle imprese.

In modo particolare, la quota maggiore di reddito spostata sull'acquisto del mutuo andrebbe a ledere il credito al consumo, come ad esempio gli elettrodomestici e le automobili ed inficiare la crescita economica in maniera importante. Da stime dell'Istat<sup>116</sup> il PIL del 2025 in rapporto a quello del 2024 dovrebbe

---

<sup>115</sup> <https://www.confindustria.it/home/centro-studi/prodotti/previsioni/rapporto/focus/congiuntura-flash-settembre-2023>

<sup>116</sup> [https://www.istat.it/comunicato-stampa/le-prospettive-per-leconomia-italiana-nel-2024-2025-2/#:~:text=Il%20Pil%20italiano%20%C3%A8%20atteso,\(%2D0%2C2%20p.p.\)](https://www.istat.it/comunicato-stampa/le-prospettive-per-leconomia-italiana-nel-2024-2025-2/#:~:text=Il%20Pil%20italiano%20%C3%A8%20atteso,(%2D0%2C2%20p.p.))

crescere dello 0,8%, con la domanda interna che dovrebbe diminuire dello 0,2% nel 2024 e salire dello 0,8% nel corso del 2025. Il tasso di inflazione dovrebbe rientrare per via della “contrazione dei prezzi dei beni energetici osservato nel 2024”<sup>117</sup>.

Per ridurre l’impatto dell’inflazione è stato individuato in seno alla BCE un nuovo strumento, il TPI (Transmission Protection Instrument), che dovrebbe essere adottato per salvaguardare i provvedimenti di politica economica adottati dall’Eurotower e “preservare la stabilità dei prezzi”<sup>118</sup>.

Questo strumento potrebbe essere molto utile anche in chiave di erogazione dei mutui, perché come visto in precedenza, essi dipendono dai tassi di interesse fissati dalla Banca Centrale Europea, che ha fra i suoi obiettivi quello di tutelare il mercato comunitario dagli sviluppi negativi legati all’inflazione.

L’orientamento che la BCE vuole dare con l’introduzione di questo nuovo strumento è quello di garantire in tutti i paesi dell’area Euro, una certa uniformità di applicazione della politica monetaria. Nello specifico, si possono acquistare dei titoli emessi nei mercati secondari in quei contesti che presentano dei peggioramenti delle proprie condizioni di finanziamento, ed il volume degli acquisti dipende da quanto è grave la situazione e dalla possibilità che la stessa infetti un altro paese.

In modo particolare, sarebbe il settore pubblico a beneficiare di questo strumento e la durata dovrebbe essere compresa tra uno e dieci anni. Per poter usufruire di questo dispositivo lo Stato richiedente dovrà rispettare alcuni criteri, quali<sup>119</sup>:

- non essere sottoposti a procedura per disavanzo eccessivo;

---

<sup>117</sup> Ibidem

<sup>118</sup> <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/pspp/tpi/index.html>

<sup>119</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.en.html>

- non presentare uno squilibrio macroeconomico eccessivo;
- presentare un bilancio sostenibile;
- avere un quadro macroeconomico sano.

Nel momento in cui venisse registrato un miglioramento duraturo della situazione, gli acquisti verrebbero sospesi. In generale, l'entità degli acquisti non andrebbe ad inficiare in maniera persistente il bilancio dell'Eurosistema. In tale contesto, anche il mercato immobiliare potrebbe essere influenzato dagli effetti positivi di questo strumento e tutelare quei soggetti che hanno sottoscritto un mutuo, specie se quest'ultimo è a tasso variabile. In questi casi, infatti, il rischio di tasso di interesse viene trasferito dal mutuante al mutuatario<sup>120</sup>, che però avrebbe un paracadute nel caso in cui venisse attivato lo strumento del TPI nella sua giurisdizione.

Alla luce di quanto esposto finora, si può sostenere che l'attuale mercato immobiliare è caratterizzato da profonda incertezza e da importanti opportunità e che i fattori che influenzano questo clima, non sono solo quelli economici, ma sono riconducibili a contesti di tipo sociale o normativo.

Dalle indicazioni che provengono da ricerche realizzate nell'ultimo anno<sup>121</sup> è emerso che la valutazione di un immobile è correlato alle condizioni socio-economiche del contesto di riferimento e che i tassi alti, hanno fatto scendere non solo il numero di transazioni, ma anche il loro valore.

Le condizioni di accesso al credito oggi sono proibitive per molte famiglie e questo rappresenta un freno anche per gli investimenti ed i consumi, che sono due componenti importanti per il calcolo del Prodotto Interno Lordo. Gli istituti bancari adottano delle tecniche di accesso al credito che sono selettive, specie per

---

<sup>120</sup> Sabry F. (2023). Economia immobiliare, Un Miliardo Di Ben Informato editore, Milano, pp. 1-336

<sup>121</sup> Ruffin V. (2025). Il mercato immobiliare italiano: tra incertezze e opportunità

Su: <https://it.linkedin.com/pulse/Il-mercato-immobiliare-italiano-tra-incertezze-e-virginia-ruffin-pymnf>

i ceti a basso reddito e per i giovani. Questo ha portato ad un significativo aumento delle richieste di affitto, che ha causato un aumento del loro canone.

Anche le nuove normative in tema di sostenibilità edilizia pongono dei paletti riguardo la costruzione e la ristrutturazione degli immobili e molti operatori si sentono scoraggiati dall'investire. Anche dal punto di vista normativo non è facile districarsi, in quanto il panorama è particolarmente frammentato su base locale, nazionale e comunitaria.

L'unica via percorribile per rilanciare il settore immobiliare appare quella di favorire l'accesso al credito in misura più ampia. In questo modo e con una riduzione del costo della vita, si può pensare di riportare questo settore ai livelli pre-crisi. La domanda potenziale è ampia e questo può essere confermato dal fatto che chi ambisce ad acquistare casa lo fa per uso diretto e dal fatto che il numero di immobili presi a locazione è significativamente aumentato<sup>122</sup>. Un altro punto sul quale si dovrà fare chiarezza, inoltre, è l'offerta immobiliare: il numero di immobili presenti oggi sul mercato non sembra idoneo a sostenere la domanda e questo sembrerebbe un paradosso in quando in Italia "si contano 116,8 abitazioni per km<sup>2</sup>"<sup>123</sup> e che per l'abitazione ogni anno una famiglia spende in media il 23% del proprio reddito<sup>124</sup>.

---

<sup>122</sup> <https://www.nomisma.it/news/mercato-immobiliare-2024-il-sentiment-degli-operatori-restituisce-un-quadro-di-incertezza/>

<sup>123</sup> <https://www.istat.it/comunicato-stampa/censimento-permanente-2021-caratteristiche-delle-abitazioni/>

<sup>124</sup> <https://www.oecdbetterlifeindex.org/it/countries/italy-it/#:~:text=reddito%20%2D%20Italia&text=beni%20o%20servizi-,In%20Italia%2C%20il%20reddito%20netto%20medio%20rettificato%20delle%20famiglie%20%20C3%A8,pari%20a%2032%203960%20USD>

## CONCLUSIONI

L'obiettivo dell'elaborato è stato analizzare il ruolo e la gestione della BCE nelle principali crisi economiche del XXI secolo, valutando l'efficacia e le limitazioni della politica monetaria nel conciliare il mandato, rigido e gerarchico, per stabilizzare l'inflazione con la crescita economica e la sostenibilità dei debiti sovrani.

Dall'analisi svolta emerge una contrapposizione tra il mandato gerarchico della BCE, orientato alla stabilità dei prezzi e le esigenze imposte dalle crisi, che hanno richiesto un bilanciamento tra politiche restrittive ed espansive per contenere il rischio di recessione e instabilità finanziaria.

L'analisi delle singole crisi conferma questa dinamica:

- ***Crisi finanziaria del 2007-2009.*** Il vincolo del mandato si è rivelato particolarmente stringente, inducendo la BCE a ritardare l'adozione di politiche monetarie non convenzionali. L'approccio inizialmente restrittivo ha contribuito a prolungare la recessione e ad amplificare la crisi del debito sovrano in Europa, con conseguenze particolarmente severe per alcuni Paesi dell'Eurozona. Solo in un secondo momento, con il quantitative easing, è stata introdotta una politica espansiva, ma con un ritardo che ha contribuito a rallentare la ripresa della crescita economica.

- ***Crisi da COVID-19.*** Di fronte a una recessione improvvisa e profonda, la BCE ha temporaneamente derogato il mandato, accettando livelli di inflazione superiori alla soglia del 2%. L'adozione di una politica fortemente espansiva ha sostenuto la ripresa economica e consentito ai Paesi di fronteggiare il blocco produttivo causato dai lockdown.

- ***Crisi geopolitica: la guerra russo-ucraina.*** L'aumento dei costi dell'energia e delle materie prime, a causa del conflitto in Ucraina, ha posto la BCE di fronte a un nuovo dilemma tra inflazione e crescita.

Inizialmente è stata mantenuta una politica espansiva per evitare un rallentamento della crescita eccessivo, ma di fronte al costante aumento dell'inflazione, è stato deciso di adottare un approccio rigoroso nel rispetto del mandato. L'unica critica che è stata recentemente rivolta alla BCE riguarda l'allenare le restrizioni imposte, avendo considerato esclusivamente l'aumento esponenziale dell'inflazione. Quindi, la sua posizione di rigidità e irremovibilità rispetto al mandato.

In conclusione, l'azione della BCE ha oscillato tra la necessità di rispettare il proprio mandato e l'esigenza di rispondere alle varie crisi finanziarie, sanitarie e geo-politiche. Se in alcune fasi un eccesso di rigidità ha amplificato gli effetti recessivi delle crisi (2008), in altre la flessibilità adottata ha favorito la ripresa economica (2020), e in altre ancora il ritorno a una certa rigidità ha reso più lenta il superamento della fase recessiva (2022).

La questione cruciale resta quella del futuro equilibrio tra stabilità dei prezzi, crescita e sostenibilità del debito, con il rischio che un inasprimento eccessivo della politica monetaria possa tradursi in un nuovo periodo di fragilità economica per l'Eurozona.

## BIBLIOGRAFIA

ADINOLFI G., VELLANO M., *La crisi del debito sovrano degli stati dell'euro. Profili giuridici*" (settembre 2013) edito da G. Giappichelli

ANTONIAZZI S., *La Banca centrale europea tra politica monetaria e vigilanza bancaria*, Torino, Giappichelli, 2013

AVITTO FRANCESCO MARIA, *"Coronavirus arriva in Italia"*, 31 Gennaio 2020

BANCA D'ITALIA, 2017, *Obiettivi della BCE e politica monetaria*, Banca d'Italia, Roma, p. 75

BANCA D'ITALIA, 2020, *Le risposte della BCE alla crisi COVID-19*, Banca d'Italia, Roma, p. 78

BANCA D'ITALIA, 2020, *L'evoluzione della BCE nel nuovo contesto economico*, Banca d'Italia, Roma, p. 78

BCE, 2008, *Report annuale della Banca Centrale Europea*, BCE, Francoforte

BCE, 2012, *Il programma di acquisto di titoli di stato della BCE*, BCE, Francoforte

BCE, 2017, *Il QE e gli stress test bancari nell'Eurozona*

CAPRIGLIONE F., SEMERARO G., *Crisi finanziaria e debiti sovrani*, Utet, 2013

COSTI R. (2018). *Il mercato mobiliare: aggiornamento alla Mifid 2*, Giappichelli Editore, Torino, p. 1

DACREMA PIERANGELO, *La crisi della fiducia, le colpe del rating nel crollo della finanza globale*, Milani, Etas, 2008

DE GRAUWE P., 2014, *La BCE durante la crisi del debito sovrano: analisi e risposte*, Routledge, Londra, p. 115

DI GASPARE G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Cedam, Padova, 2012

DRAGHI M., 2012, *Discorsi e interventi della BCE*, BCE, Francoforte, p. 33

DRAGO DANILO, *Securitization, Cdo e covered bonds, Strumenti e tecniche di frontiera per le banche: caratteristiche, mercato e rating*, Roma, Bancaria Editrice, 2007

DUISENBERG W., 1998, *La BCE e la politica monetaria in Europa*, Financial Times, Londra

FRATICELLI R., LUCARONI L. (2023). *Investire nel real estate*, Libreria Universitaria edizioni, Limena, pp. 1-792

GIORDANO C., 2012, *L'Europa e la politica monetaria*, Laterza, Roma-Bari, p. 98

GIORDANO C., 2013, *L'Unione Monetaria Europea e la politica della BCE*, Il Mulino, Bologna, p. 77

GIORDANO C., 2015, *La politica monetaria della BCE dopo la crisi finanziaria*, Il Mulino, Bologna, p. 156

GIOVANDO GUIDO, *La cartolarizzazione dei crediti*, Torino, Giappichelli, 2006

GUIZZI G. (2024). *Manipolazione dell'Euribor e nullità contratti di finanziamento a tasso variabile: "ci risiamo"*, *Rivista di diritto bancario*, N. 1, pp. 29-52

LINCIANO N., CALVANO V., FANCELLO F., GENTILE M., La crisi Covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata, CONSOB, 2020

LOPS V., 2011, Il mutuo perfetto: come abbattere costi e interessi e trasformare il tuo prestito

MARUCCI M. (2023). Dalla Bce alla rata del mutuo: quanto pesa il rialzo dei prezzi. Su: [lavoce.info](http://lavoce.info)

RUFFIN V. (2025). Il mercato immobiliare italiano: tra incertezze e opportunità

SABRY F. (2023). Economia immobiliare, Un Miliardo Di Ben Informato editore, Milano, pp. 1-336

TRATTATO DI MAASTRICHT, 1992

ZOCCHI P. (2009). La percezione del rischio di tasso nelle scelte di indebitamento delle famiglie per l'acquisto dell'abitazione, Il pricing nel settore finanziario, pp. 1-2

## SITOGRAFIA

BCE, 2009, Interventi della BCE durante la crisi finanziaria, <https://www.ecb.europa.eu>

BCE, 2015, Il Quantitative Easing: politiche monetarie straordinarie, <https://www.ecb.europa.eu>

BCE, 2015, Quantitative easing: strategie e impatti della politica monetaria, <https://www.ecb.europa.eu>

BCE, 2016, Le politiche monetarie della BCE e gli effetti del QE, <https://www.ecb.europa.eu>

BCE, 2020, La BCE e la gestione della pandemia COVID-19, <https://www.ecb.europa.eu>

BCE, 2020, Le operazioni TLTRO durante la pandemia, <https://www.ecb.europa.eu>

BCE, 2020, Pandemic Emergency Purchase Programme, <https://www.ecb.europa.eu>

BCE, 2022, La BCE e la guerra in Ucraina: risposte e misure, <https://www.ecb.europa.eu>

chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://iris.unica.it/retrieve/f6224d34-514a-4b62-b40c-e1ffe0235b85/Estratto%20%20-%20Rossi%20-%20Ucraina.pdf

<https://economiepertutti.bancaditalia.it/notizie/il-taglio-dei-tassi-della-bce-e-i-suoi-effetti/?dotcache=refresh>

<https://it.linkedin.com/pulse/Il-mercato-immobiliare-italiano-tra-incertezze-e-virginia-ruffin-pynnfn>

<https://it.tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>

<https://it.tradingeconomics.com/italy/inflation-cpi>

<https://mercati.ilsole24ore.com/tassi-e-valute/tassi/IRS/dettaglio/X:ICEUR.25Y.FX>

<https://mutuionline.24oreborsaonline.ilsole24ore.com/guide-mutui/tasso-bce.asp>

<https://mutuionline.24oreborsaonline.ilsole24ore.com/guide-mutui/approfondimenti/prodotti-tassi-mutuo.asp>

[https://www.24oreprestiti.ilsole24ore.com/guide-prestiti/glossario-prestiti/piano-di-ammortamento.asp#:~:text=Il%20piano%20di%20ammortamento%20\(di,residuo%20dovuto%20dopo%20ciascun%20pagamento](https://www.24oreprestiti.ilsole24ore.com/guide-prestiti/glossario-prestiti/piano-di-ammortamento.asp#:~:text=Il%20piano%20di%20ammortamento%20(di,residuo%20dovuto%20dopo%20ciascun%20pagamento)

<https://www.adeimf.it>

<https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/web/guest/in-cosa-consiste-mutui-ristrutturazioni-edilizie>

<https://www.bancaditalia.it>

<https://www.bancaditalia.it/footer/glossario/index.html?letter=e#:~:text=Tasso%20di%20interesse%2C%20applicato%20ai,periodicamente%20dalla%20European%20Banking%20Federation>

<https://www.bancaditalia.it/footer/glossario/index.html?letter=t#:~:text=Il%20TAN%20indica%20il%20tasso,sull'erogazione%20di%20un%20finanziamento>

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2008/index.html>

<https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/moneta-intermediari-finanza/tassi-interesse/index.html?dotcache=refresh>

<https://www.bis.org/bcbs/index.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/interest-rate-swap.html>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuifissovariabile.htm>

<https://www.confcommercio.it/-/mercato-immobiliare>

<https://www.confindustria.it/home/centro-studi/prodotti/previsioni/rapporto/focus/congiuntura-flash-settembre-2023>

<https://www.dirittobancario.it/art/rischio-tasso-dinteresse-aggiustamenti-allo-standard-del-comitato-di-basilea/>

<https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2024/05/17/tassi-interesse-mutui-casa/>

<https://www.emmi-benchmarks.eu/>

<https://www.euribor-rates.eu/it/>

<https://www.euribor-rates.eu/it/grafici-euribor/>

<https://www.fabi.it/>

<https://www.federconsumatori.it/mutui-non-si-arresta-la-corsa-delle-rate-dei-mutui-per-chi-ha-stipulato-un-mutuo-a-tasso-variabile-la-rata-e-aumentata-mediamente-di-21243-euro-al-mese-rispetto-al-2022/>

<https://www.ilsole24ore.com/art/mutui-i-tagli-tassi-bce-aumento-44-miliardi-6-mesi-AGN8mWNC>

[https://www.istat.it/comunicato-stampa/le-prospettive-per-leconomia-italiana-nel-2024-2025-2/#:~:text=Il%20Pil%20italiano%20%C3%A8%20atteso,\(%2D0%2C2%20p.p.\)](https://www.istat.it/comunicato-stampa/le-prospettive-per-leconomia-italiana-nel-2024-2025-2/#:~:text=Il%20Pil%20italiano%20%C3%A8%20atteso,(%2D0%2C2%20p.p.))

<https://www.rainews.it/articoli/2023/02/la-bce-alza-i-tassi-di-mezzo-punto-al-3-e-annuncia-un-nuovo-rialzo-a-marzo-23245dbf-741b-47de-af25-cf97e19b4006.html#:~:text=La%20Bce%20ha%20deciso%20di,effetto%20dall'8%20febbraio%202023>

[www.istat.it](http://www.istat.it)

## **Abstract**

*La Banca Centrale Europea (BCE) ha il compito di mantenere la stabilità dei prezzi nell'Eurozona, con l'obiettivo di controllare l'inflazione attraverso un mandato rigido e gerarchico. Durante il XXI secolo, la BCE ha dovuto affrontare diverse crisi economiche che hanno richiesto risposte differenti. Durante la crisi finanziaria del 2007-2009, il mandato rigido della BCE ha portato a misure restrittive per stabilizzare l'aumento dei prezzi e l'inflazione, contribuendo però a prolungare la recessione e l'incremento del debito sovrano. Nel 2015 con il quantitative easing, è stata adottata una politica espansiva. In risposta alla pandemia da COVID-19, la BCE ha temporaneamente sospeso la sua rigidità nel rispetto totale del mandato, adottando una politica espansiva per sostenere la crescita economica. Infine, la crisi geopolitica legata al conflitto in Ucraina ha richiesto un bilanciamento complesso tra crescita e inflazione dovuta all'aumento dei costi, con una politica inizialmente espansiva seguita da misure restrittive. La BCE si è vista costretta a dover alternare rigidità e flessibilità in base alle circostanze. In alcuni casi, la rigidità ha amplificato gli effetti recessivi seppur riuscendo nell'intento di stabilizzare prezzi e inflazione (crisi 2007); mentre in altre ha dovuto derogare il mandato rigido e gerarchico, al fine di mettere in atto politiche espansive per sostenere la crescita dei Paesi (2019); infine ha adottato una posizione rigida nei confronti del mandato per perseguire il suo obiettivo di stabilizzare la crescente inflazione dovuta all'aumento dei costi di energia e materie prime (2022). La sfida futura resta trovare un equilibrio tra stabilità dei prezzi, crescita economica e sostenibilità del debito senza compromettere la crescita economica.*

## RIASSUNTO

### *Capitolo I. La BCE*

La Banca Centrale Europea (BCE) è stata istituita nel 1998, trovando le sue radici nel Trattato di Maastricht del 1992. La BCE secondo quanto definito dal mandato, rigido e gerarchico, ha il compito principale di mantenere la stabilità dei prezzi e controllare l'inflazione, con l'obiettivo di mantenerla sotto il 2% annuo. Non sempre è stato facile riuscire a stabilizzare prezzi e inflazione, senza interferire nella crescita economica dei Paesi. A tale scopo, in risposta alle crisi dei mutui subprime, crisi da Covid-19, crisi geo-politica ha messo in atto vari strumenti di politica monetaria. In risposta alla crisi dei mutui supprime per stabilizzare prezzi e inflazione ha attuato una politica restrittiva. Ciò ha provocato l'aumento dei debiti sovrani e un rallentamento della crescita economica. Per fronteggiare l'incremento del debito sovrano, la BCE, ha attuato una politica espansiva, seppur dovendo derogare il mandato. Per fronteggiare la crisi sanitaria ha messo in atto una politica fortemente espansiva; mentre per fronteggiare la crisi geo-politica, dovuta all'aumento dei costi dell'energia elettrica e delle materie prime a causa del conflitto in Ucraina, con aumento esponenziale dell'inflazione, ha messo in atto una politica fortemente restrittiva. Tra le più importanti politiche monetarie in risposta a queste crisi ricordiamo: Quantitative Easing (QE), le Operazioni di Rifinanziamento a Lungo Termine (LTROs), le Outright Monetary Transactions (OMT) e il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP).

**Operazioni di Rifinanziamento a Lungo Termine (LTROs):** Utilizzate intensamente durante la crisi finanziaria del 2008, le LTROs consentono alle banche di ottenere prestiti a lungo termine a tassi di interesse favorevoli. Queste

operazioni hanno assicurato la stabilità del sistema bancario e incrementato la disponibilità di credito, essenziale per stimolare l'economia in tempi di crisi.

**Outright Monetary Transactions (OMT):** Annunciato nel 2012 nel contesto della crisi del debito sovrano, l'OMT prevede l'acquisto illimitato di titoli di stato da parte della BCE. Questo programma mirava a proteggere i paesi dell'Eurozona da attacchi speculativi sui mercati obbligazionari, riducendo i tassi d'interesse sui debiti sovrani.

**Quantitative Easing (QE):** Introdotto nel 2015, è una politica economica espansiva in risposta alla politica economica restrittiva messa in atto durante la crisi dei mutui subprime. Consiste nell'acquisto di titoli di stato e altre obbligazioni per immettere liquidità nel sistema finanziario, riducendo i tassi di interesse a lungo termine per stimolare investimenti e consumi. Questa politica ha giocato un ruolo cruciale nel sostenere la crescita economica, sebbene abbia sollevato preoccupazioni riguardanti la creazione di bolle speculative e l'aumento delle disuguaglianze.

**Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP):** In risposta alla crisi economica innescata dalla pandemia di COVID-19, il PEPP è stato lanciato nel 2020 per stabilizzare i mercati e sostenere l'economia. Prevedeva acquisti flessibili di titoli di stato e obbligazioni private, con una dotazione iniziale di 750 miliardi di euro, poi ampliata a 1.850 miliardi di euro, con l'obiettivo di mantenere la stabilità finanziaria durante il periodo di crisi sanitaria.

*Questi strumenti dimostrano la capacità della BCE di adattare la sua politica monetaria alle diverse crisi finanziaria, sanitaria e geo-politica; sostenendo la stabilità dell'Eurozona in un contesto di sfide globali.*

Le principali crisi macroeconomiche che hanno caratterizzato il XXI° secolo sono: la crisi finanziaria del 2007 o crisi dei mutui subprime; la crisi del 2010 conosciuta anche come crisi del debito sovrano; la crisi sanitaria dovuta alla pandemia da Covid-19; la crisi geo-politica a causa dello scoppio del conflitto in Ucraina che ha portato all'aumento dei costi dell'energia elettrica e delle materie prime, con aumento dell'inflazione.

### **Crisi Finanziaria del 2007-2009: Mutui Subprime**

La crisi finanziaria del 2007-2009 è stata innescata principalmente dal fallimento del mercato dei mutui subprime negli Stati Uniti. Durante l'inizio degli anni 2000, molte istituzioni finanziarie avevano iniziato a concedere mutui anche a mutuatari con scarsa affidabilità creditizia. Questi mutui sono stati poi consolidati in titoli garantiti da ipoteche (PMBS) e venduti agli investitori, con la previsione che i prezzi delle case avrebbero continuato a salire. L'aumento costante dei prezzi immobiliari aveva trasformato questi titoli rischiosi in strumenti apparentemente sicuri. Tuttavia, quando i prezzi delle case hanno iniziato a diminuire, rifinanziare questi mutui è diventato difficile e molte famiglie si sono trovate incapaci di far fronte ai pagamenti. Ciò ha causato un'ondata di insolvenze e pignoramenti che ha rapidamente declassato i titoli PMBS, scatenando un'ampia crisi di fiducia nel sistema finanziario globale.

Il crollo di Lehman Brothers nel settembre 2008 ha segnato un punto di svolta critico, portando a un congelamento del credito e all'implosione delle attività finanziarie. La crisi ha costretto il governo degli Stati Uniti a intervenire con massicci piani di salvataggio per evitare il fallimento di istituzioni "too big to fail". Nonostante questi interventi, la crisi ha provocato un aumento della disoccupazione e una recessione globale. La risposta della Federal Reserve, che aveva

precedentemente mantenuto bassi i tassi d'interesse contribuendo alla bolla del credito, è stata quella di avviare programmi di quantitative easing per sostenere il sistema bancario e ridurre i tassi di interesse a lungo termine.

### **Crisi del Debito Sovrano (2010-2011)**

La crisi del debito sovrano, nel 2010, ha colpito duramente i paesi periferici dell'Eurozona, come Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia. Le difficoltà sono state aggravate dalla precedente crisi finanziaria (mutui subprime 2008), che aveva richiesto agli stati di intervenire per salvare le loro banche, incrementando così il debito pubblico. L'incapacità di queste nazioni di sostenere o rifinanziare i propri debiti ha portato a una perdita di fiducia da parte dei mercati finanziari, riflettendosi in crescenti spread sui titoli di stato. In Grecia, la scoperta di un deficit molto più elevato del dichiarato ha innescato una crisi di fiducia che ha minacciato l'intero progetto dell'euro.

In risposta, la comunità europea ha creato il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (EFSF) e attuato una serie di pacchetti di salvataggio, imponendo severe misure di austerità. Tali misure hanno provocato un contraccolpo economico e sociale significativo, ponendo pressione sul sistema politico dell'Eurozona. Nel frattempo, la Banca Centrale Europea è intervenuta attraverso programmi di acquisti di titoli di stato per sostenere la liquidità e ristabilire la fiducia nei mercati obbligazionari.

## **Pandemia da COVID-19 (2019)**

Gli effetti macroeconomici della pandemia di COVID-19 sono stati particolarmente devastanti, soprattutto per le economie emergenti. Mentre tutti i paesi hanno subito danni, i mercati emergenti hanno registrato una contrazione del PIL pro capite del 6,7% dal 2019 al 2020, rispetto al 2,4% nelle economie avanzate. La pandemia ha comportato un incremento della mortalità e un grave impatto economico, soprattutto per i paesi in via di sviluppo, sia per la riduzione delle esportazioni, sia per la svalutazione delle loro monete.

Con l'introduzione di lockdown per controllare l'epidemia, le operazioni economiche si sono ridotte. Sebbene i governi abbiano cercato di sostenere cittadini e imprese con aiuti finanziari, questi non sono stati sufficienti a rilanciare l'economia. La contrazione della domanda ha portato a perdite di posti di lavoro e instabilità, alimentando l'incertezza sui mercati. Inoltre, l'aumento dell'inflazione, dovuto a una bilancia commerciale negativa ha aggravato ulteriormente la situazione.

## **Guerra Russo-Ucraina (2022)**

La guerra in Ucraina, iniziata nel febbraio 2022, ha avuto un impatto significativo sull'economia europea. L'UE ha risposto con sanzioni contro la Russia e ha cercato di diversificare le fonti di energia. Tuttavia, queste misure hanno portato a un aumento dei costi energetici e di materie prime, causando un forte aumento dell'inflazione. I paesi dell'UE, coordinati dal Consiglio Europeo, hanno implementato strategie per ridurre la dipendenza energetica dalla Russia e sostenere l'Ucraina, parallelamente a sforzi per mantenere la stabilità interna e mitigare l'inflazione galoppante.

*Queste crisi evidenziano la vulnerabilità dell'economia globale a shock esterni e la necessità di istituzioni robuste e meccanismi di governance efficaci per mitigare le loro conseguenze.*

*Capitolo III. Il gioco dei tassi: come l'incertezza economica ha ridisegnato il mercato immobiliare*

I mutui concessi dalle banche per il mercato immobiliare sono strettamente influenzati dai tassi di interesse, considerando anche la capacità di rimborso dei clienti e la durata degli stessi.

L'andamento dell'inflazione gioca un ruolo cruciale: un incremento dei prezzi può far aumentare i costi dei mutui, rendendoli meno sostenibili per i mutuatari, specialmente nei contratti a tasso variabile che si adattano ai cambiamenti dei tassi. Nel 2022, l'inflazione in Italia ha raggiunto livelli elevati, portando i consumatori a propendere per mutui a tasso fisso per la maggiore stabilità.

Con l'aumento dei tassi di interesse da parte della BCE, i costi dei mutui sono aumentati, portando a un significativo declino nel numero di compravendite immobiliari, con una riduzione del 12% nel 2023. Tuttavia, nel contesto attuale, sta aumentando la preferenza per i mutui a tasso fisso, poiché garantiscono al consumatore di rimborsare sempre costantemente lo stesso importo, rispetto ad un mutuo a tasso variabile il cui aumento del tasso di interesse comporterebbe un aumento dell'importo delle rate.

*L'incremento dei tassi di interesse ha portato ad un aumento delle rate da rimborsare a carico dei mutuatari; tuttavia, è importante notare che i tassi di interesse sono rimasti ampiamente al di sotto del tasso di inflazione reale.*

*In conclusione, l'operato della BCE ha combinato la necessità di rispettare il proprio mandato e l'urgenza di fronteggiare le diverse crisi finanziarie,*

*sanitarie e geopolitiche. Se in alcuni casi la sua rigidità ha intensificato gli effetti negativi delle crisi, come nel 2008, in altre la flessibilità adottata ha sostenuto la ripresa economica, come nel 2020, mentre in altri casi il ritorno a una certa rigidità ha rallentato il superamento della fase recessiva, come nel 2022.*

*Di fondamentale importanza sarà il futuro equilibrio tra stabilità dei prezzi, crescita e sostenibilità del debito, con il pericolo che un irrigidimento ulteriore della politica monetaria possa portare a un nuovo periodo di vulnerabilità economica per l'Eurozona.*