LUISS

Economia e Management

Cattedra di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

Gli Effetti dell'Euro sul Mercato Obbligazionario Italiano: tra Convergenza e Divergenza

Chiar.mo Prof. Gianni Nicolini

RELATORE

Ludovica Rocchi 271591

CANDIDATO

Anno Accademico 2023/2024

Indice

1 Introduzione **3**

2 La creazione dell'unione monetaria europea **5**
2.1 Dalla comunità economica europea (CEE) all'Unione europea (UE) 5
2.2 I criteri di convergenza economica 8
2.3 Le Istituzioni dell'Unione economica e monetaria 9
2.4 Il ruolo della Banca centrale europea (BCE) 14

3 I pro e i contro della moneta unica **20**
3.1 I benefici dell'unione monetaria 20
3.2 I costi dell'unione monetaria 23

4 L'Italia nell'Euro: evoluzione del mercato obbligazionario dalla lira in poi **25**
4.1 Il mercato obbligazionario: un'introduzione 25
4.1.1 Le obbligazioni 29
4.1.2 L'emissione ed il collocamento dei Titoli di Stato 32
4.2 L'Italia nei primi 20 anni di moneta unica 33
4.3 Il mercato obbligazionario dagli anni '80 all'introduzione dell'Euro 36
4.4 Conseguenze della crisi dell'Eurozona sul mercato obbligazionario ed evoluzione del mercato fino ai nostri giorni 39
4.5 Prospettive future: gli Eurobond 46

5 Conclusioni **48**

1 Introduzione

Lo scopo della seguente tesi è analizzare quali sono stati i vantaggi e gli svantaggi dell'adozione dell'Euro da parte dell'Italia facendo riferimento, in particolare, al mercato obbligazionario. La creazione dell'Unione europea e l'adozione dell'Euro come moneta unica della maggior parte degli Stati membri dell'Unione ha rappresentato uno degli esperimenti più significativi e ambiziosi della fine del XX secolo. L'Unione economica e monetaria (UEM) ha impattato profondamente non solo il contesto macroeconomico ma anche quello finanziario, con un riferimento particolare al mercato obbligazionario.
La decisione di analizzare l'impatto che l'introduzione della moneta unica ha avuto sul mercato obbligazionario italiano nasce dall'importante ruolo da esso rappresentato. Tale mercato, infatti, essendo uno dei principali metodi di finanziamento per lo Stato e per le imprese, svolge un ruolo di fondamentale importanza per l'economia italiana. Al suo interno vengono negoziate le obbligazioni, titoli di debito per chi li emette, che risultano particolarmente sensibili ai cambiamenti delle politiche monetarie, delle aspettative inflazionistiche e della percezione del rischio associato al Paese. La tesi analizzerà come tali cambiamenti abbiano influenzato l'attrattività delle obbligazioni, in particolare i Titoli di Stato come i BTP decennali, rendendo per lo Stato italiano più difficile e costoso finanziarsi attraverso la loro emissione.
Verrà, inoltre, esaminato il comportamento del mercato durante la crisi dei debiti sovrani, anche detta crisi dell'Eurozona, al fine di valutare se l'adozione dell'Euro abbia concorso a rendere più solido il mercato obbligazionario italiano o se, al contrario, abbia ulteriormente compromesso la situazione generando maggiore instabilità ed incertezza.
Sarà effettuata un'analisi dettagliata circa l'evoluzione del mercato obbligazionario dall'introduzione della moneta unica fino ai nostri giorni, prendendo in considerazione non solo la grande crisi del 2011-2012, ma anche gli shock economici più recenti quali la pandemia di Covid-19 e lo scoppio della guerra in Ucraina, osservando la reazione del mercato e il comportamento dell'Unione europea e della BCE.
Nel capitolo 2, la tesi affronterà la ricostruzione delle tappe fondamentali per la creazione dell'Unione europea; inoltre, saranno analizzati i criteri necessari per entrare nell'Unione economica e monetaria e le relative istituzioni. Il ruolo più importante è rivestito dalla Banca Centrale Europea, la quale si occupa di formulare la politica monetaria dell'area Euro che ricopre un ruolo fondamentale per raggiungere l'obiettivo macroeconomico principale dell'UEM, la stabilità dei prezzi, ma anche ulteriori obiettivi macroeconomici come la piena occupazione e la crescita economica.
Nel capitolo 3, invece, saranno analizzati i pro e i contro della moneta unica evidenziando come i pro siano significativamente superiori ai contro. Ciò che però sarà successivamente esposto nel lavoro è come i contro, pur essendo inferiori ai pro, durante i periodi di crisi si siano ulteriormente accentuati provocando maggiore incertezza e instabilità nel mercato obbligazionario italiano.
Infine nel capitolo 4, sarà illustrata l'evoluzione del mercato dalla lira fino ai nostri giorni, concentrandosi sui principali avvenimenti e le principali riforme che saranno effettuate al fine di adeguare il mercato alla nuova situazione monetaria e al fine di rispondere al meglio alle esigenze degli investitori. Inoltre, sarà condotta un'analisi dettagliata sulle caratteristiche delle obbligazioni, il loro metodo di emissione e di collocamento e la loro valutazione in base

al trade-off tra rischio e rendimento.
Sarà poi illustrato un bilancio dei primi vent'anni di convivenza del nostro Paese con l'Euro analizzando, nello specifico, l'andamento temporale del rendimento dei BTP decennali, dello spread BTP/BUND, del debito pubblico italiano e dell'inflazione nella zona Euro e nell'Unione europea.
Si proseguirà con l'analisi delle conseguenze che la crisi dell'Eurozona ha avuto sul mercato obbligazionario italiano, analizzando la situazione dell'economia italiana e le risposte delle istituzioni europee a tale crisi; inoltre, saranno esaminati gli impatti delle politiche implementate. Si evidenzierà come, nel passare degli anni e in base alle situazioni macroeconomiche si sia assistito ad un andamento altalenante dell'interesse degli investitori nei confronti delle obbligazioni e com'è cambiato, conseguentemente, il loro rendimento e la percezione del loro rischio.
Infine, sarà introdotto il concetto di Eurobond come ipotetica soluzione alle attuali incertezze e instabilità presenti all'interno dell'area Euro, dovute alle divergenze tra gli Stati membri.
Lo scopo della tesi non è solo quello di indagare se l'Euro abbia rafforzato o meno la solidità e la sicurezza del mercato obbligazionario italiano, ma mira a far riflettere, attraverso uno sguardo più approfondito, sul diffuso dibattito riguardo l'efficacia dell'Unione monetaria europea e sul suo coinvolgimento nei mercati finanziari dei Paesi membri.

2 La creazione dell'unione monetaria europea

2.1 Dalla comunità economica europea (CEE) all'Unione europea (UE)

Fin dalla fine degli anni Cinquanta si riscontrò il desiderio e l'ambizione di un'Europa unita dal punto di vista economico e monetario, che avrebbe portato con sé numerosi vantaggi tra cui la facilitazione e l'aumento degli scambi e la stabilità economica. A causa dello scarso impegno politico e delle turbolenze avvenute nei mercati internazionali, la realizzazione di tale unione venne sempre rimandata.
Dopo numerosi tentativi fallimentari, l'unione si verificò il 25 marzo del 1957 con il Trattato di Roma che venne firmato dai sei paesi aderenti alla CECA (Comunità europea del carbone e dell'acciaio): Belgio, Francia, Italia, Lussemburgo, Germania e Olanda [1].
Con tale trattato venne istituita la Comunità economica europea (CEE) che solo nel 1992 diventerà l'Unione europea (UE).
Con la CEE, di cui l'Italia fu la fondatrice, si realizzò il Mercato comune europeo (MEC) che prevedeva la libera circolazione di beni, servizi, persone e capitali, e che lavorava per l'eliminazione dei cartelli e per la creazione di politiche congiunte.
Il Trattato di Roma istituì anche la Comunità europea per l'energia atomica (Euratom) [2].
Nel 1970 una commissione di esperti diretta dal primo ministro lussemburghese Pierre Werner presentò il piano Werner: il primo piano concreto per un'unione economica e monetaria in Europa da realizzarsi entro il 1980.
Il progetto non venne mai realizzato poichè prevedeva la costituzione di nuove istituzioni, una mossa non gradita dal Consiglio perché avrebbe implicato la modifica dei Trattati istitutivi.

È interessante notare come il piano Werner presenti delle somiglianze con quello che nel 1987 sarà il rapporto Delors, che permetterà di realizzare l'Unione economica e monetaria e porterà all'introduzione dell'Euro.
Entrambi i progetti prevedevano un programma suddiviso in tre fasi, la conduzione di una politica monetaria coordinata e la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio. La differenza fondamentale tra i due progetti risiedeva nel fatto che nel primo progetto, quello di Werner, non era prevista la creazione di una moneta nuova e unica accompagnata da una propria banca centrale.
Nel 1972, in seguito ad una forte instabilità dei tassi di cambio e di una eccessiva inflazione, venne istituito il serpente monetario europeo: un accordo monetario creato per stabilizzare il rapporto di cambio tra le rispettive valute e con il dollaro [3]. I margini di oscillazione tra le monete europee furono istituiti entro una fascia del 2,25% complessivo, conservando allo stesso tempo la fascia di oscillazione nei confronti del dollaro statunitense entro i termini stabiliti attraverso l'accordo di Washington del 1971, pari al 4,5%.
All'accordo parteciparono i paesi aderenti alla CEE e la Gran Bretagna, la Danimarca, l'Irlanda e la Norvegia. Lo scopo del serpente monetario era quello di avviare il processo di creazione dell'unione monetaria europea; purtroppo il tentativo risultò fallimentare poiché non riuscì a mantenere la stabilità dei cambi promessa. Questa situazione fu la diretta conseguenza della forte crisi del sistema monetario internazionale e dell'elevato tasso inflazionistico.
Nel caso italiano, la lira non fu in grado di sostenere le limitazioni imposte dal serpente mo-

netario e fu costretta ad abbandonarlo [4].
Nel 1979 venne istituito il Sistema Monetario Europeo (SME) al fine di risolvere l'instabile situazione internazionale. Il Sistema prevedeva un insieme di accordi stipulati per realizzare una stabilità monetaria e una parità fra i rapporti di cambio delle rispettive monete. Lo scopo del SME era, infatti, quello di creare un mercato finanziario unico in cui vigesse la libera circolazione dei capitali e un tasso di cambio rigido.
Alla base del Sistema erano presenti gli Accordi Europei di Cambio (AEC), attraverso cui venne determinato il cambio delle valute partecipanti al SME in termini di un tasso centrale rispetto all'ECU (European Currency Unit) utilizzato successivamente per determinare una griglia di tassi di cambio bilaterali tra le valute partecipanti.
L'ECU consisteva in un'unità di conto comune calcolata come la media ponderata delle valute dei Paesi membri della CEE in base all'importanza economica del Paese corrispondente.
Gli Accordi Europei di Cambio prevedevano che nel caso in cui fosse avvenuta un'eccessiva svalutazione o rivalutazione di una valuta rispetto alle altre presenti nel Sistema, le Banche centrali dei paesi interessati sarebbero intervenute attuando le necessarie politiche monetarie in modo da ristabilire l'equilibrio del cambio; le politiche monetarie in questione prevedevano l'acquisto o la vendita delle valute [5].
Al fine di rilanciare l'integrazione europea e di completare il mercato interno, nel 1986 venne redatto l'Atto Unico Europeo che portò all'eliminazione delle barriere commerciali e alla creazione del mercato unico europeo.
Il Sistema Monetario Europeo fu completamente rivoluzionario e funzionò per oltre un decennio; cessò di esistere ufficialmente nel 1998 con l'introduzione dell'Euro. La fine del SME iniziò quando nel 1988 il Consiglio Europeo affidò al Comitato composto dai Governatori delle Banche centrali nazionali della Comunità Europea e diretto da Jacques Delors, il Presidente della Commissione europea, il compito di elaborare e realizzare un piano per la creazione dell'Unione economica e monetaria (UEM); fu ripreso così l'obiettivo già previsto nel Trattato di Roma del 1957.
Nell'aprile del 1989 venne redatto il rapporto Delors avente come obiettivo la realizzazione dell'UEM in tre fasi distinte e in un periodo compreso tra il 1990 e il 1999.
La prima fase, da attuare a partire dal 1° luglio 1990 e da concludere a fine 1993, si aprì con la liberalizzazione dei movimenti di capitale, focalizzandosi sul completamento del mercato interno, sulla minimizzazione delle differenze presenti tra le politiche economiche degli Stati membri e sull'incremento della cooperazione monetaria.
Il 7 febbraio 1992 venne firmato il Trattato di Maastricht con il quale vennero stabilite le tappe per la realizzazione dell'UEM. Vennero fissate le date di inizio della seconda e della terza fase per la creazione dell'Unione economica e si crearono le premesse per la moneta unica europea: l'Euro.
Il Trattato di Maastricht, conosciuto ufficialmente come Trattato sull'Unione europea, rivestì fondamentale importanza nel processo di unificazione dell'Europa perché gettò le basi dell'Unione europea come la consociamo oggi.
Vi aderirono i rappresentanti di 12 paesi ed entrò ufficialmente in vigore il 1° novembre 1993, data di istituzione ufficiale dell'Unione europea. I paesi aderenti furono: Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito e Spagna. Nel 1995 vi aderirono anche l'Austria, la Svezia e la Finlandia.
Il Trattato rafforzò notevolmente la cooperazione tra i paesi europei, introdusse la cittadi-

nanza europea, che permetteva ai cittadini di scegliere in quale Stato membro risiedere e di spostarsi liberamente all'interno dell'UE, la politica estera e di sicurezza comune, per salvaguardare i valori comuni, gli interessi fondamentali e l'indipendenza dell'Unione, e infine la giustizia e gli affari interni, al fine di garantire la sicurezza dei cittadini europei. Il Trattato fissò anche i cosiddetti criteri di convergenza o di Maastricht, che fissavano i requisiti economici e finanziari da soddisfare al fine di poter entrare nell'Unione economica e monetaria.
La Danimarca, in virtù di uno status speciale, è l'unico paese non tenuto a rispettare i criteri di Maastricht in caso di adesione alla moneta unica.
La seconda fase, da attuare a partire dal 1° gennaio 1994 e da concludere a fine 1998, prevedeva la fondazione degli organi fondamentali e della struttura organizzativa dell'UEM insieme al rafforzamento della convergenza economica. In questa fase, infatti, fu creato l'Istituto monetario europeo (IME), la cui funzione prevedeva il rafforzamento della cooperazione tra le Banche centrali e la coordinazione delle politiche monetarie. Tutto questo era necessario per la realizzazione del Sistema europeo di banche centrali (SEBC), la conduzione di una politica monetaria unica e per l'istituzione della Banca centrale europea (BCE).
La terza e ultima fase, da attuare a partire dal 1° gennaio 1999, comportava la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio, la graduale introduzione dell'Euro, l'assegnazione dei rispettivi compiti, sia in ambito monetario sia in ambito economico, alle istituzioni e agli organi della Comunità e la conduzione di una politica monetaria unica sotto la direzione della BCE. Il 1° gennaio 1999 venne introdotto l'Euro dando vita alla cosiddetta "area Euro" composta dai 12 paesi che da quel momento in poi avrebbero condiviso la stessa valuta e la stessa politica monetaria. I paesi aderenti all'Eurozona furono: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. Nel 2001 si aggiunse anche la Grecia. Non vi aderirono invece: Regno unito, Danimarca e Svezia.
L'Euro per i primi tre anni fu usato solo come moneta scritturale, ossia come una moneta non materiale che poteva essere utilizzata solo per fini contabili, come i pagamenti attraverso assegni o per trasferimenti di denaro effettuati per mezzo delle banche. Il 1° gennaio 2002 entrarono ufficialmente in circolazione le monete e le banconote in Euro che iniziarono a circolare insieme, alle ormai vecchie, valute nazionali. Questa situazione persistette fino al 28 febbraio 2002; il 1° marzo, infatti, le valute nazionali vennero definitivamente sostituite dall'Euro, con un tasso di cambio fisso, perdendo definitivamente il loro corso legale.
In Italia, i cittadini ancora in possesso delle vecchie lire avrebbero potuto cambiarle con la nuova valuta in modo gratuito fino al 2012 presso qualsiasi filiale della Banca d'Italia.

Il cambio era il seguente: 1936,27 Lire per Euro [6].
Per entrare a far parte dell'Unione era necessario soddisfare i criteri di Copenaghen. I criteri sono tre e riguardano l'ambito politico, economico e quello amministrativo e istituzionale. Rispettivamente, ogni paese doveva possedere delle istituzioni stabili che fossero in grado di garantire la democrazia, i diritti umani, la tutela delle minoranze e lo Stato di diritto [1]; era richiesta la presenza di un'economia di mercato funzionante e la capacità di far fronte alla concorrenza e alle forze di mercato; infine, ogni paese doveva essere dotato di capacità amministrative e istituzionali che permettessero di attuare efficacemente l'acquis dell'UE e

[1]Per Stato di diritto si intende quella forma di Stato il cui agire è condizionato al rispetto delle leggi al fine di assicurare il rispetto e la salvaguardia dei diritti e delle libertà dell'essere umano.

soddisfare gli obblighi derivanti dall'adesione all'Unione [2] [7].
Dopo il 2002 altri paesi aderirono all'Unione europea ma non tutti adotteranno la moneta unica. I paesi in questione furono: Cipro, Malta, Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Polonia, Slovacchia, Slovenia, Bulgaria, Romania e Croazia [8]. Tra questi solo la Repubblica Ceca, l'Ungheria, la Polonia, la Bulgaria e la Romania non adotteranno l'Euro, mentre tutti gli altri, chi immediatamente e chi successivamente, l'adotteranno.
In totale dopo l'uscita del Regno Unito dall'UE, nel 2020, di 27 Stati membri solo 8 non hanno adottato la moneta unica.

2.2 I criteri di convergenza economica

Con il Trattato di Maastricht vennero stabiliti i criteri di convergenza economica, i quali fissavano i requisiti economici e finanziari che gli Stati membri avrebbero dovuto soddisfare al fine di poter entrare nell'Unione economica e monetaria. Le modalità di attuazione di tali criteri vennero successivamente definite dalla BCE. L'obiettivo dei criteri consisteva nel preservare la stabilità dei prezzi all'interno dell'Eurozona anche dopo l'entrata di nuovi paesi. Inoltre, garantivano che gli Stati membri potessero sostenere un'unione monetaria senza rischi significativi di shock economici a seguito dell'adozione di una politica monetaria e di cambio comune.
I paesi che desideravano adottare l'Euro si sarebbero dovuti mostrare stabili sotto quattro punti di vista:

1. La stabilità dei prezzi: il tasso medio di inflazione di uno Stato membro, osservato nell'arco degli ultimi 12 mesi, non avrebbe dovuto eccedere di oltre 1,5 punti percentuali il tasso di inflazione medio dei tre Stati membri che avevano registrato il tasso di inflazione più basso.

2. La sostenibilità della situazione della finanza pubblica: tale sostenibilità derivava dal raggiungimento di una situazione di bilancio pubblico non caratterizzata da un disavanzo pubblico eccessivo [3]. Il Trattato prevedeva due parametri: il rapporto tra disavanzo pubblico annuale e il PIL non doveva essere superiore al 3%; il rapporto tra debito pubblico e PIL non doveva essere superiore al 60%.

3. Il tasso di cambio: il paese doveva mantenere stabile il proprio tasso di cambio, il quale doveva rimanere entro i margini di fluttuazione previsti dai nuovi Accordi europei di cambio (AEC II [4]), per almeno due anni. Inoltre, non doveva essere soggetta ad una svalutazione nei confronti di qualsiasi altra moneta di uno Stato membro.

[2] L'acquis europeo rappresenta l'insieme dei diritti e degli obblighi presenti nel diritto dell'UE. L'acquis si evolve continuamente; deve essere accettato e integrato nel proprio ordinamento da chiunque intenda entrare nell'Unione e deve essere applicato sin dal momento dell'adesione. Le deroghe sono concesse eccezionalmente e in misura limitata.

[3] Per disavanzo pubblico si intende quella situazione contabile, nel corso di un esercizio finanziario, in cui le uscite sono maggiori delle entrate e il bilancio dello Stato è, quindi, negativo.

[4] Gli AEC II sostituirono gli AEC stabilendo il quadro per la cooperazione nelle politiche di cambio di tutti i paesi aderenti all'Unione europea. Questi accordi istituirono una banda di oscillazione standard del 15% rispetto alle parità centrali, senza precludere l'istituzione, su base bilaterale, di altre bande di oscillazione. Erano previsti interventi automatici e illimitati sul mercato dei cambi ai margini della banda di oscillazione; tuttavia, era prevista anche la sospensione di tali interventi al fine di preservare la stabilità dei prezzi.

4. I tassi di interesse a lungo termine: i tassi di interesse a lungo termine nominali di un paese, osservati nell'arco dell'ultimo anno, non dovevano eccedere di oltre il 2% quelli dei tre Stati membri che avevano registrato i risultati migliori.

Oltre ai criteri di convergenza economica trovò spazio anche il criterio di convergenza normativa, il quale prevedeva che tutti i paesi che avrebbero voluto entrate nell'UEM avrebbero dovuto garantire che la loro legislazione nazionale fosse compatibile con il trattato e lo statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e della Banca centrale europea (BCE). Nel trattato e nello statuto era prevista, inoltre, l'indipendenza delle Banche centrali.
Nel 1997 fu redatto il Patto di stabilità e crescita che avrebbe garantito la continuazione della disciplina di bilancio di ogni Stato membro anche dopo l'introduzione nell'Eurozona. Questo fu un punto di fondamentale importanza affinché si vivesse bene all'interno dell'unione monetaria: un Paese con un'inflazione più elevata rispetto agli altri o con una finanza pubblica instabile sarebbe andato incontro a costi elevati partecipando all'UEM. In una situazione del genere, infatti, il Paese non sarebbe stato in grado di sfruttare efficacemente la politica fiscale per fronteggiare le fasi economiche negative o avrebbe perso competitività a causa della maggiore inflazione [9].

2.3 Le Istituzioni dell'Unione economica e monetaria

Con la nascita dell'Euro nacque anche l'Eurosistema: il sistema di Banche centrali dell'Eurozona che si occupa di attuare la politica monetaria unica e che comprende la Banca centrale europea (BCE) e le Banche centrali nazionali (BCN) degli Stati membri che hanno adottato la moneta unica [10]. Dal 1° gennaio 2023 l'area dell'Euro comprende 20 Paesi: Austria, Belgio, Cipro, Croazia, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia, Slovenia, Spagna.
Nel 1999 con il Trattato di Maastricht venne istituito il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) composto dalla BCE e dalle Banche centrali nazionali degli Stati membri aderenti e non alla moneta unica. Il SEBC è dunque composto dai 27 paesi dell'UE: Austria, Belgio, Bulgaria, Cipro, Croazia, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia, Spagna, Svezia, Ungheria.
Il nucleo di questi due sistemi è rappresentato dalla Banca centrale europea. Si tratta di un'istituzione indipendente sovranazionale dotata di personalità giuridica conformemente al diritto comunitario. Una delle sue funzioni consiste nell'assicurarsi che il SEBC e l'Eurosistema svolgano i propri compiti autonomamente o mediante le BCN, in maniera conforme allo Statuto del SEBC/BCE [10].
La BCE ha sede a Francoforte sul Meno, in Germania, ed è stata fondata il 1° giugno 1998, attraverso il Trattato sull'Unione europea, subentrando così all'Istituto monetario europeo (IME). A partire dal 1° gennaio 1999 la BCE assunse il comando della politica monetaria dell'area Euro [5] subentrando alle BCN dei paesi aderenti.
Le BCN sono istituzioni che godono di personalità giuridica in base alla legislazione nazionale del rispettivo Paese; svolgono i propri compiti in collaborazione con la BCE secondo le regole

[5] La seconda maggiore economia del mondo dopo quella degli Stati Uniti.

da essa imposte. Tali compiti possono riguardare anche funzioni estranee all'ambito dell'Eurosistema, purché, secondo l'opinione del Consiglio direttivo, non ostacolino i suoi obiettivi.
A capo della BCE è posto un presidente, attualmente Christine Lagarde, che ha il compito di rappresentare la banca nelle riunioni dell'UE e in quelle internazionali. Il Presidente viene nominato dal Consiglio europeo con un mandato non rinnovabile di otto anni. La nomina avviene sulla base di una raccomandazione del Consiglio e previa consultazione del Parlamento europeo e del Consiglio direttivo della BCE. La decisione adottata dal Consiglio avviene attraverso una votazione a maggioranza qualificata [6].
La BCE è composta da tre organi decisionali: il Consiglio direttivo, il Comitato esecutivo e il Consiglio generale [11].
Il Consiglio direttivo rappresenta il principale organo decisionale; comprende i sei membri del Comitato esecutivo e i governatori delle Banche centrali nazionali dei paesi della zona Euro. Il ruolo del Consiglio è quello di prendere decisioni al fine di garantire che la BCE e l'Eurosistema svolgano i compiti a loro affidati. Inoltre, si occupa di formulare la politica monetaria unica, prendendo decisioni sugli obiettivi monetari, sui tassi di interesse di riferimento e sull'offerta di riserve nell'Eurosistema.
Il Consiglio si riunisce due volte al mese, salvo situazioni particolari; ogni sei settimane, invece, esamina gli andamenti economici e monetari assumendo decisioni di politica monetaria. Prima di ogni riunione la BCE pubblica il rapporto della riunione precedente. Tutte le decisioni vengono spiegate dalla Presidente, assistita dal Vicepresidente, durante una conferenza stampa che ha luogo ogni sei settimane.
Al fine di garantire la scissione tra le attività svolte e i suoi compiti di vigilanza, sono tenute riunioni distinte del Consiglio direttivo.
I membri del Consiglio prendono decisioni in maniera completamente indipendente e a titolo personale; questo concetto si esprime nel principio: "un membro, un voto".
Nel 2015, a seguito dell'entrata della Lituania nell'Euro, è stato istituito un sistema di rotazione dei diritti di voto in base al quale i governatori delle Banche centrali nazionali si alternano mensilmente nell'esercizio dei propri diritti di voto all'interno del Consiglio direttivo.

Il sistema prevede che i governatori siano suddivisi in due gruppi, o tre nel caso in cui il loro numero sia superiore a ventuno, in base ad una graduatoria determinata dalla dimensione dell'economia e dei settori finanziari degli Stati membri. I governatori dei paesi che occupano le prime cinque posizioni, attualmente Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi, dispongono collettivamente di quattro voti; tutti gli altri ne condividono undici.
Ogni membro del Consiglio deve assistere alle riunioni ed ha il diritto di prendere la parola; il principio "un membro, un voto" si applica agli aventi diritto nel momento specifico. Questa rotazione permette di tutelare la capacità di azione del Consiglio direttivo nonostante l'incremento dei paesi aderenti alla moneta unica e, di conseguenza, dei suoi componenti.
È presente un Codice di Condotta che dota i membri del Consiglio di linee guida e valori etici essenziali per proteggere l'integrità e la reputazione dell'Eurosistema e garantirne l'efficienza operativa.
Il secondo organo decisionale, il Comitato esecutivo, è composto dal Presidente e il Vicepre-

[6] La maggioranza qualificata si verifica con il voto favorevole del 55% degli Stati membri che rappresentino almeno il 65% della popolazione dell'UE.

sidente della BCE, più altri quattro membri nominati dal Consiglio europeo, il quale delibera a maggioranza qualificata.
Ogni componente ha un mandato non rinnovabile di otto anni, deve essere cittadino di uno degli Stati membri dell'Eurozona e deve essere in possesso di riconosciuta esperienza professionale nel settore monetario o bancario. La nomina di un componente avviene, come nel caso del Presidente della Banca centrale, attraverso la presentazione della candidatura ad opera dei paesi aderenti alla zona Euro, l'esaminazione della stessa ad opera dell'Eurogruppo e l'approvazione attraverso una raccomandazione del Consiglio. Infine, il Consiglio europeo consulta il Parlamento europeo e il Consiglio direttivo della BCE procedendo successivamente alla nomina.

Il Comitato esecutivo normalmente si riunisce una volta a settimana e si occupa di preparare le riunioni del Consiglio direttivo, attuare la politica monetaria unica coerentemente con le decisioni del Consiglio direttivo fornendo le istruzioni alle Banche centrali nazionali degli stati aderenti all'UEM. Gestisce, inoltre, gli affari attuali della BCE ed esercita i poteri che gli vengono delegati dal Consiglio direttivo, compresi quelli di natura regolamentare.
Ogni membro ha a disposizione un solo voto e si delibera, di norma, a maggioranza semplice dei votanti [7]: in caso di parità, prevale il voto del Presidente.
Tutti i componenti dell'organo esecutivo sono soggetti al rispetto delle regole del Codice di Condotta e a quelle del Codice supplementare di criteri deontologici. Quest'ultimo ha il compito di specificare ulteriormente il regime deontologico applicabile ai membri del Comitato esecutivo.
L'ultimo organo decisionale, il Consiglio generale, è costituito dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e dai governatori delle BCN di ogni Stato membro dell'UE. Può essere considerato come un organo di transizione e i compiti da esso svolti sono gli stessi che un tempo erano propri dell'Istituto Monetario Europeo (IME), e sono quelli che ancora non sono stati assolti dalla BCE poiché l'Euro non è stato adottato da tutti gli Stati membri dell'Ue. Nello specifico, assolve funzioni di natura consultiva e di coordinamento delle politiche volte a favorire la convergenza dei paesi dell'UE non aderenti all'area dell'Euro, concorre a redigere il Rapporto annuale della BCE e partecipa alle operazioni necessarie per fissare irrevocabilmente i tassi di cambio delle monete degli Stati membri con deroga nei confronti dell'Euro. Il Consiglio generale, di norma, si riunisce ogni tre mesi; le decisioni, anche in questo caso, vengono prese a maggioranza semplice. Possono partecipare alle assemblee anche gli altri membri del Comitato esecutivo, il Presidente del Consiglio dell'UE e un membro della Commissione europea ma sono privi del diritto di voto. Come previsto dallo Statuto, il Consiglio verrà sciolto nel momento in cui tutti gli Stati membri dell'Unione europea avranno adottato l'Euro [12].
L'operato della Banca centrale viene monitorato dal Consiglio di Vigilanza che si riunisce ogni tre settimane per discutere, pianificare e svolgere i propri compiti di vigilanza. Presenta, inoltre, progetti di decisione al Consiglio direttivo in base alla procedura di non obiezione [8].

[7] La maggioranza semplice si verifica quando si raggiunge almeno la metà più uno dei voti.

[8] La decisione si ritiene approvata nel momento in cui il Consiglio direttivo non presenti obiezioni, entro un periodo di massimo dieci giorni lavorativi, verso un progetto di decisione proposto dal Consiglio di vigilanza. Al Consiglio direttivo è concesso adottare decisioni o sollevare obiezioni, ma non apportare modifiche.

L'organo è composto da un Presidente nominato con carica quinquennale non rinnovabile, da un Vicepresidente, scelto fra i membri del Comitato esecutivo della BCE, da quattro rappresentanti della BCE e dai rappresentanti delle autorità nazionali di vigilanza.
Il Consiglio di vigilanza è affiancato dal Comitato direttivo che svolge anche il compito di prepararne le riunioni. Quest'ultimo è composto dal Presidente del Consiglio di vigilanza, il Vicepresidente del Consiglio di vigilanza, un rappresentante della BCE e da cinque rappresentanti delle autorità nazionali di vigilanza. I cinque rappresentanti sono nominati dal Consiglio di vigilanza con un mandato di un anno e sulla base di un sistema di rotazione che assicura un'equa rappresentanza dei paesi [13].
Fondato il 1° gennaio 1999 con il Trattato di Maastricht, il Comitato economico e finanziario (CEF) sostituì il Comitato monetario. Si tratta di un organismo consultivo misto il cui scopo è quello di promuovere il coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri necessarie al funzionamento del mercato interno. Il CEF elabora opinioni su sollecitazione del Consiglio o della Commissione europea, o su propria iniziativa e consente il dialogo tra il Consiglio e la Banca centrale europea. Partecipa, inoltre, alle attività del Consiglio analizzando periodicamente l'economia e le finanze degli Stati membri e fornendo dei report al Consiglio e alla Commissione. Si occupa anche delle politiche dei tassi di cambio e di gestire i rapporti con le organizzazioni internazionali e i paesi non membri.
Riguardo la composizione dell'organismo, ogni Stato membro elegge due rappresentati titolari, i quali provengono rispettivamente dall'amministrazione nazionale e dalla BCE; seguendo lo stesso criterio vengono nominati due supplenti. Anche la Commissione e la BCE eleggono due titolari e due supplenti.
Il Presidente del CEF viene nominato a maggioranza semplice ed è scelto tra i membri che sono alti funzionari delle amministrazioni nazionali, con un mandato rinnovabile di due anni; ogni componente dell'organo deve essere scelto tra esperti in possesso di altissima stima e riconosciuta competenza nel campo dell'economia e della finanza.
Il Comitato si riunisce in due formazioni: plenaria e ristretta.
La prima avviene con la partecipazione delle Banche centrali nazionali; la seconda senza. La presenza dei funzionari delle BCN è richiesta quando la riunione prevede argomenti che necessitano della loro competenza; ai funzionari è comunque concesso di partecipare alle assemblee ristrette.
I temi affrontati nelle riunioni possono riguardare la situazione economica, questioni di stabilità finanziaria o che coinvolgono il Fondo monetario internazionale [9] (FMI). Il Comitato delibera a maggioranza semplice; ogni membro ha disposizione un solo voto. Tuttavia, nelle situazioni in cui è chiamato a pronunciarsi il Consiglio ECOFIN, i membri della Commissione e quelli delle Banche centrali devono astenersi dal voto anche se partecipano attivamente alla discussione.
Può verificarsi un'altra formazione: il gruppo di lavoro Eurogruppo.
Istituito nel 1997, è un organo informale e di coordinamento composto dai ministri dell'Economia e delle Finanze dei paesi aderenti alla moneta unica e da un Presidente, eletto dai membri dell'Eurogruppo in carica prorogabilmente per due anni. Nella formazione sono rap-

[9] Il Fondo monetario internazionale ha sede a Washington ed è un'istituzione internazionale composta da 190 paesi rappresentati da un Governatore e da un Vice-governatore all'interno del Consiglio dei Governatori. Il Consiglio è a composizione plenaria ed ogni suo componente è eletto dagli Stati membri. Il fine dell'istituzione è quello di salvaguardare la stabilità economica e finanziaria.

presentati solo gli Stati membri dell'Euro, la Commissione e la BCE; lo scopo è quello di coordinare le questioni legate alla moneta unica e alla politica di bilancio garantendo stabilità in tutta l'area Euro.
Un altro scopo risiede nella promozione delle condizioni per una crescita economica più sostenuta e nella preparazione delle riunioni del Vertice Euro [10] e del relativo seguito [14].
L'Eurogruppo si riunisce solitamente ogni mese alla vigilia della sessione del Consiglio "Economia e finanza" (ECOFIN); i ministri discutono sulle responsabilità dei loro paesi nei confronti dell'Euro.
Durante le riunioni, caratterizzate da informalità e riservatezza, vi possono partecipare oltre ai ministri e al Presidente, i rappresentanti della Commissione, i rappresentanti della BCE, in genere il Presidente o un membro del Comitato esecutivo, e infine, il direttore esecutivo del meccanismo europeo di stabilità.
Le riunioni possono svolgersi in formato inclusivo, ossia attraverso la partecipazione dei ministri dell'Economia e delle finanze di tutti gli Stati membri. Attraverso una conferenza stampa tenuta dal Presidente vengono comunicate tutte le deliberazioni effettuate; è prevista la possibilità per l'Eurogruppo di poter rilasciare dichiarazioni pubbliche scritte. Possono svolgersi discussioni in merito al supporto finanziario verso gli Stati dell'UEM durante periodi di crisi finanziaria; oppure, riguardo decisioni del Consiglio che posso essere applicate unicamente agli Stati appartenenti all'Eurozona. Quando le decisioni vengono deliberate, solo i ministri degli Stati dell'Eurozona possono votare in sede di Consiglio. Ogni sei mesi viene stilato il programma di lavoro dell'Eurogruppo che definisce i principali interventi e stabilisce gli argomenti delle future riunioni del gruppo [15]. L'ultima istituzione dell'UEM è il Consiglio ''Economia e Finanza" (ECOFIN) che rappresenta una delle formazioni in cui si può riunire il Consiglio dell'Unione europea. Il ruolo svolto consiste nella gestione della politica dell'UE in tre settori principali: politica economica, questioni relative alla fiscalità e alla regolamentazione dei servizi finanziari.
La formazione si occupa di coordinare e monitorare rispettivamente le politiche economiche degli Stati membri e le politiche di bilancio, promuovendo la convergenza dei loro risultati economici. È inoltre responsabile della parte finanziaria delle negoziazioni internazionali sulle misure per affrontare i cambiamenti climatici; coordina anche le posizioni dell'UE nelle assemblee internazionali del Fondo monetario internazionale e della Banca mondiale [11] [16].
L'ECOFIN è composto dai ministri dell'economia e delle finanze di tutti i Paesi membri ed eventualmente anche dai ministri del bilancio; è prevista la partecipazione dei pertinenti commissari europei durante le sessioni, le quali avvengono di norma mensilmente. Sono, inoltre, tenute sessioni specifiche per la preparazione del bilancio annuale dell'UE, a cui partecipano i ministri del bilancio nazionali e il commissario europeo per la programmazione finanziaria e

[10] Il Vertice Euro consiste nella riunione dei capi di Stato o di governo dei venti paesi aderenti all'Eurozona. Le riunioni si svolgono quando necessario, almeno due volte l'anno, sotto il controllo del presidente del Vertice Euro nominato a maggioranza semplice dai capi di Stato o di governo delle parti contraenti. Si affrontano temi legati alla moneta unica, alla governance dell'Eurozona e alle relative regole, agli orientamenti delle politiche economiche per aumentare la convergenza nella zona Euro e, infine, alle competenze dei paesi aderenti.
Il Vertice Euro differisce dal Consiglio europeo in quanto riunisce solo i capi di Stato o di governo dei Paesi membri dell'Euro; il Consiglio europeo, invece, comprende tutti i paesi dell'Unione europea.

[11] La Banca mondiale si occupa di fornire sostegno allo sviluppo e alla riduzione della povertà. Fu fondata nel 1945, insieme al FMI, ed è composta dal Consiglio dei Governatori, che rappresenta il principale organo decisionale, e dal Consiglio Esecutivo, che si occupa dell'amministrazione della Banca.

il bilancio. Il Consiglio si riunisce o a Bruxelles o a Lussemburgo; possono verificarsi riunioni informali una volta ogni sei mesi nel paese che in quel momento detiene la presidenza di turno del Consiglio dell'Ue, attualmente presieduta dal Belgio.
L'ECOFIN delibera a maggioranza qualificata, la quale è raggiunta nel momento in cui sono riuniti 255 voti su 345 e la decisione ottiene il voto favorevole della maggioranza degli Stati membri. Inoltre, ogni paese aderente può chiedere che sia verificato se la maggioranza qualificata comprenda almeno il 62% della popolazione totale dell'Unione europea. In caso contrario, la decisione non è adottata. Il sistema di votazione appena descritto avviene nella maggior parte dei casi di comune accordo o dopo aver consultato il Parlamento europeo, salvo per le decisioni fiscali [17].
Nel 2009 con il Trattato di Lisbona è stato introdotto il sistema della presidenza a trio, la quale si fonda sulla stretta collaborazione di tre Stati membri (trio). Il trio stabilisce gli obiettivi di lungo periodo e stila un programma comune che stabilisce le questioni principali che saranno affrontate dal Consiglio in un periodo di 18 mesi. Sulla base del programma redatto, ogni nazione della presidenza prepara un proprio programma semestrale più dettagliato. L'attuale trio è formato da Spagna, Belgio e Ungheria. La presidenza viene esercitata a turno da ciascuno dei 27 paesi dell'UE per una durata di sei mesi; durante ogni semestre la presidenza coordina tutte le riunioni del Consiglio garantendo la continuità delle attività dell'Unione.
Differente dall'ECOFIN è il Directorate-General for Economic and Financial Affairs (DG Ecfin), un organo interno alla Commissione europea che partecipa alla crescita del benessere economico dei cittadini dell'Unione europea. Durante lo svolgimento del compito, il DG Ecfin promuove politiche in grado di garantire una crescita economica sostenibile, elevato livello di occupazione e stabilità finanziaria [18].

2.4 Il ruolo della Banca centrale europea (BCE)

Il ruolo della BCE, dotata di indipendenza decisionale, è quello di gestire la politica monetaria dell'area Euro; il suo scopo primario, invece, è quello di mantenere la stabilità dei prezzi per salvaguardare il valore dell'Euro [19]. Tale stabilità si identifica principalmente in un livello di inflazione pari a circa il 2% nel medio periodo. Recentemente la Banca centrale ha assunto anche ruoli di vigilanza bancaria che svolge insieme alle Banche centrali nazionali.
La BCE è l'unico organo che può autorizzare l'emissione della moneta unica e, sempre insieme alle BCN, può emettere banconote in Euro. Di fatto, solo le BCN si occupano dell'emissione della moneta in quanto sono le uniche dotate degli sportelli operativi adatti; la BCE opera come valutatore indipendente della qualità delle monete emesse.
Lo statuto del Sistema europeo delle banche centrali e della Banca centrale europea specifica che nessuna Banca centrale, e i relativi componenti, possono richiedere o accettare istruzioni e indicazioni da entità esterne, come i governi dei paesi aderenti all'Eurozona o gli organi comunitari. Dall'altra parte, gli organi comunitari e i governi si impegnano a non influenzare i componenti degli organi decisionali durante lo svolgimento dei propri compiti. La Banca centrale, in virtù dei suoi obblighi di trasparenza, rende conto del suo operato al Parlamento europeo attraverso una relazione annuale [12] [20].

[12] La relazione annuale rappresenta le attività del SEBC e la politica monetaria unica dell'anno precedente. Viene inoltre rappresentata la situazione del bilancio annuale della BCE, proposta come documento separato

La stabilità dei prezzi è ritenuta essenziale per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro [13]; è strettamente correlata all'inflazione [14] e si ottiene attraverso un'inflazione bassa, stabile e prevedibile. Un'inflazione molto elevata, infatti, eroderebbe il valore del denaro e quindi il valore dei risparmi, danneggerebbe chi possiede di meno, provocherebbe un aumento dei tassi di interesse e renderebbe più difficili le decisioni di consumo, di produzione e di investimento. Un altro effetto generato sarebbe l'aumento automatico delle tasse, questo avverrebbe perchè i redditi nominali aumenterebbero e ricadrebbero negli scaglioni di reddito con aliquote fiscali più elevate; si verificherebbe il cosiddetto fiscal drag (drenaggio fiscale). Come detto in precedenza, il livello ottimale di inflazione è il 2%; questo obiettivo è stato scelto poiché questo livello non comporta, da un lato, un costo troppo elevato per l'economia e per tutti i cittadini e, dall'altro, consente di avere un adeguato margine di sicurezza contro il rischio di deflazione [15]. Per mantenere l'inflazione nel livello desiderato la BCE si serve della politica monetaria, che prevede una serie di decisioni relative all'offerta di moneta e al tasso di interesse [21]. La politica monetaria si serve di numerosi strumenti che possono dividersi in strumenti convenzionali e strumenti non convenzionali. Tra quelli convenzionali il principale è il tasso di interesse.

La Banca centrale adopera tre tassi di interesse di riferimento ai quali le banche commerciali possono prendere a prestito o depositare denaro. I tassi in questione sono: il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP), il tasso sui depositi e il tasso di rifinanziamento marginale.

Il tasso ORP è il principale indicatore della politica monetaria intrapresa e viene solitamente chiamato "Tasso BCE" quando si fa riferimento ai mutui a tasso variabile indicizzati a tale tasso; il tasso sui depositi è l'interesse corrisposto alle banche per i depositi overnight effettuati presso la BCE; infine, il tasso di rifinanziamento marginale rappresenta il costo dei prestiti overnight effettuati dalla Banca centrale alle altre banche. Per ottenere questi prestiti è necessario assicurare il rimborso dell'importo preso attraverso la presentazione delle dovute garanzie, come ad esempio i titoli.

Oltre ai tassi di interesse, negli strumenti convenzionali sono presenti anche le operazioni di mercato aperto, le operazioni su iniziativa delle controparti e le riserve obbligatorie.

Le operazioni di mercato aperto consistono in operazioni di immissione di liquidità o di assorbimento della stessa attraverso l'acquisto o la vendita di Titoli di Stato da parte della Banca centrale. Se la Banca vuole ridurre la quantità di moneta in circolazione venderà Titoli di Stato; in caso contrario, li acquisterà.

Il collocamento dei Titoli di Stato, come vedremo nel capitolo 3, si verifica attraverso un'asta riservata a grandi investitori istituzionali, come banche, fondi pensione o compagnie assicurative, che poi li rivendono ai propri risparmiatori, tra cui: banche, piccoli risparmiatori e imprese. Agli acquirenti è poi concessa la possibilità di poter rivendere i titoli sul mercato

alcune settimane prima del Rapporto annuale.

[13] La crescita economica e la creazione di posti di lavoro, insieme allo sviluppo sostenibile e alla creazione di un'economia di mercato fortemente competitiva, rappresentano due degli obiettivi principali dell'UE.

[14] Per inflazione si intende il tasso al quale il livello generale dei prezzi dei beni e servizi varia nel tempo.

[15] Il fenomeno di deflazione consiste nell'abbassamento continuo e generalizzato dei prezzi. Anche questo fenomeno è considerato dannoso: se i consumatori si aspettano un abbassamento dei prezzi tenderanno a rimandare i propri acquisti e investimenti nell'ottica di pagare di meno in futuro. Questo calo della domanda comporta un rallentamento nell'economia; se prolungato comporta una fase di progressiva contrazione della crescita economica, la cosiddetta stagnazione.

secondario di Borsa italiana [16]. Oltre alla compravendita dei Titoli di Stato, le operazioni di mercato aperto possono verificarsi attraverso l'utilizzo di altri strumenti: operazioni temporanee, swap in valuta a fini di politica monetaria, raccolta di depositi a tempo determinato, emissione di certificati di debito della BCE e operazioni definitive. Può partecipare a questo tipo di operazioni qualsiasi istituzione creditizia residente nei paesi aderenti alla moneta unica che sia in possesso dei requisiti necessari. Nel nostro paese se ne occupa la Banca d'Italia che esegue tali operazioni nei confronti delle banche presenti sul territorio nazionale seguendo le istruzioni fornite dalla BCE e le regole concordate nell'Eurosistema. Inoltre, la Banca d'Italia si occupa di gestire le garanzie poste a fronte delle operazioni svolte e individua le attività finanziarie emesse in Italia che possono essere usate come garanzia [22].
Il secondo strumento convenzionale sono le operazioni su iniziativa delle controparti che si dividono in: operazioni di rifinanziamento marginale e operazioni di deposito. Queste operazioni, entrambe di durata overnight [17], permettono alle istituzioni creditizie di compensare i propri eccessi o le proprie carenze di liquidità al termine della giornata operativa. Le operazioni di rifinanziamento marginale consistono in compravendite di titoli con patto di riacquisto o in prestiti con garanzia reale ad un giorno.
La prima operazione permette di trasferire la proprietà del titolo al creditore, stabilendo contemporaneamente un accordo di operazione inversa da effettuarsi nel primo giorno lavorativo successivo; la seconda operazione, invece, permette alle banche di soddisfare bisogni momentanei di liquidità.
Con le operazioni di deposito, invece, le controparti impiegano le eccedenze di liquidità attraverso depositi overnight presso le Banche centrali nazionali.
Per poter avviare questo tipo di operazioni le controparti devono presentare le dovute garanzie collaterali, le cosiddette attività stanziabili che sono distinte in: attività di tier one, costituite da attività in Euro negoziabili, e attività di tier two, costituite da titoli non necessariamente negoziabili. Nel caso dei depositi, però, non è necessario presentare alcun tipo di garanzia reale e la remunerazione del deposito si verifica attraverso un tasso prefissato che costituisce il ''pavimento" dei tassi sul mercato overnight.
Nelle operazioni di rifinanziamento marginale, invece, il tasso di interesse utilizzato rappresenta il ''tetto" dei tassi di mercato overnight. Tali tassi sono fissati e resi noti dal SEBC e costituiscono i due valori, massimo e minimo, dei tassi di interesse sul mercato overnight. Si va a formare il cosiddetto ''corridoio" all'interno del quale oscillano questi tassi, i quali fungono da guida per l'intera struttura dei tassi di mercato dell'Eurozona.
Come per le operazioni di mercato aperto, possono partecipare tutte le istituzioni creditizie residenti nei paesi dell'Eurozona che sono in possesso dei requisiti necessari.
Il terzo e ultimo strumento convenzionale è rappresentato dalle riserve obbligatorie. Tali riserve non sono altro che un'imposizione posta dall'Eurosistema alle banche che consiste nella detenzione di una determinata percentuale delle proprie passività sotto forma di depositi presso la Banca centrale nazionale. L'ammontare della riserva si calcola applicando

[16]Borsa Italiana è una società privata che si occupa di gestire e vigilare sul corretto funzionamento del mercato finanziario italiano nel quale vengono scambiati e negoziati gli strumenti finanziari. Queste operazioni hanno luogo quotidianamente ed in tempo reale attraverso un sistema di negoziazione completamente elettronico. Borsa Italiana si occupa della loro ammissione, eventuale sospensione ed esclusione, controllando costantemente il rispetto degli obblighi degli operatori e degli emittenti.

[17]Con il termine overnight si indicano quelle operazioni che non hanno una durata superiore alle 24 ore.

delle aliquote alle passività di bilancio. Il rispetto dell'obbligo si determina sulla base della media dei saldi di fine giornata detenuti sui conti di riserva all'interno di un periodo di sei o sette settimane, il cosiddetto periodo di mantenimento fissato periodicamente. Se la media dei saldi del conto di riserva, calcolata su tutto il periodo di mantenimento, è inferiore all'ammontare della riserva prevista si verifica il mancato adempimento dell'obbligo; in tal caso, è prevista una sanzione che si calcola applicando un tasso di penalizzazione. È possibile rispettare gli obblighi di riserva indirettamente attraverso l'uso di un intermediario soggetto alla riserva obbligatoria in Italia; per poterlo fare bisogna presentare una richiesta che dovrà essere autorizzata dalla Banca d'Italia.
L'importanza della riserva risiede nel fatto che essa permette alle banche di avere costantemente un livello minimo di liquidità per essere sempre in grado di poter saldare i propri debiti [23].
Come esposto in precedenza, oltre agli strumenti convenzionali sono presenti anche quelli non convenzionali di cui fanno parte i programmi di acquisto di attività, le operazioni definitive monetarie (OMT), lo strumento di protezione del meccanismo di trasmissione, le indicazioni prospettiche e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO).
I programmi di acquisto di attività sono stati implementati dalla BCE a seguito della crisi finanziaria mondiale del 2008 al fine di evitare che l'inflazione potesse essere troppo bassa per un periodo prolungato. Si tratta, come si evince dal nome stesso, di acquisti di molteplici attività finanziarie da parte della BCE e delle BCN. In queste attività finanziarie rientrano i Titoli di Stato, i titoli emessi dalle istituzioni sovranazionali europee, le obbligazioni societarie, i titoli derivanti da cartolarizzazioni e le obbligazioni garantite.
Le operazioni definitive monetarie (OMT) vennero utilizzate a partire dal 2012 per fronteggiare la crisi dei debiti sovrani. Tali operazioni consistevano nell'acquisto diretto da parte della BCE dei Titoli di Stato emessi dai paesi in crisi a condizione che tali paesi avviassero un programma di risanamento. Nello specifico, si trattava di interventi sul mercato dei titoli sovrani secondari al fine di impedire che le tensioni sui mercati dei Titoli di Stato alzassero eccessivamente i tassi di interesse.
Le operazioni di acquisto vennero effettuate stabilendo data di avvio, durata e fine, senza limiti di importo prefissati. La BCE si impegnò a rinunciare al proprio status di creditore preferenziale, effettuando quindi un trattamento paritetico con quello di altri creditori in caso di insolvenza.
Lo strumento di protezione del meccanismo di trasmissione, noto anche come scudo antispread, venne varato nel 2022 al fine di evitare che i Titoli di Stato dei paesi più indebitati fossero penalizzati da attacchi speculativi. In tal modo, si volle evitare l'eccessivo aumento dello spread, ossia il differenziale di rendimento tra il BTP decennale e il Bund tedesco, come avvenne nel 2011 durante la crisi finanziaria in cui arrivò a 500 punti. Il funzionamento di questo strumento consiste nell'acquisto selettivo sul mercato secondario di titoli emessi in giurisdizioni che presentano un peggioramento ingiustificato delle condizioni di finanziamento, al fine di mitigare i rischi per il meccanismo di trasmissione. Affinché il meccanismo venga attuato devono concorrere determinati requisiti: rispetto del quadro di bilancio UE, assenza di gravi squilibri macroeconomici, debito pubblico sostenibile e politiche macroeconomiche sane e sostenibili.
Le indicazioni prospettiche sono informazioni introdotte nel 2013 che anticipano le prossime strategie di politica monetaria ad opera della BCE. Affinché il contenuto delle indicazioni

sia credibile è necessario che sia coerente con la valutazione del Consiglio direttivo sulla situazione economica attuale e sulle prospettive per il futuro, facendo particolare riferimento all'inflazione.
Infine, le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) riguardano transazioni mirate a fornire liquidità al sistema e normalmente avvengono con cadenza mensile e scadenza a tre mesi. Di solito, non vengono implementate per influenzare direttamente il mercato ma solo per gestire in maniera più efficiente la liquidità nell'Eurosistema [24].
Oltre a gestire la politica monetaria, la BCE contribuisce alla sicurezza e alla stabilità del sistema finanziario dell'UE vigilando in maniera prudenziale sugli enti creditizi e le altre istituzioni appartenenti all'UE, conformemente con quanto istituito dal Meccanismo di vigilanza unico [18].

Le banche supervisionate sono quelle cosiddette "significative"[19]; la vigilanza avviene attraverso controlli a distanza o ispezioni in loco ad opera della Banca centrale, la quale possiede ampi poteri di vigilanza informativa e ispettiva e di un articolato potere sanzionatorio.
La BCE conduce anche delle statistiche in grado di fornire al SEBC tutti i dati necessari allo svolgimento dei propri compiti; alcune statistiche sono utili al Comitato europeo per scopi di vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario. Tutte le statistiche vengono pubblicate per essere disponibili sia al pubblico che agli operatori di mercato. La BCE si occupa delle politiche macroprudenziali con lo scopo di controllare il sistema finanziario individuandone i rischi e le vulnerabilità. Oltre a ciò gestisce tre tipi di portafogli: il portafoglio di riserve ufficiali, il portafoglio dei fondi propri e i portafogli inerenti al fondo pensione.
Il primo portafoglio è il maggiore e comprende sia le riserve ufficiali delle BCN della zona Euro che le riserve ufficiali della BCE; insieme costituiscono le riserve ufficiali dell'Eurosistema. Le riserve comprendono tutte le attività in valuta estera detenute dalle autorità monetarie per finanziare gli squilibri nella bilancia dei pagamenti o altro. L'importanza delle riserve ufficiali nasce dalla necessità del Sistema Euro di avere sempre la liquidità neccessaria per interventi sul mercato dei cambi, come operazioni in valute estere.
Il portafoglio è composto da dollari statunitensi, yen giapponesi, renminbi cinesi, oro e diritti speciali di prelievo. La composizione è soggetta a mutamenti nel tempo, rispecchiando le oscillazioni del valore di mercato delle attività investite e le operazioni in valuta e oro conseguite dalla BCE. La distribuzione di tali attività è determinata dalla necessità di diversificare il rischio e dalle esigenze stimate per le operazioni sul mercato dei cambi.
Le riserve ufficiali sono gestite attivamente sia dalla BCE che dalle BCN in veste di agenti

[18]Il Meccanismo di vigilanza unico (MVU) è stato introdotto a partire dal 2014 dopo che la crisi finanziaria del 2008 aveva evidenziato le debolezze dell'Europa in materia di vigilanza bancaria. Il MVU è composto dalla BCE e dalle autorità nazionali competenti (ANC) dei Paesi aderenti e si occupa della vigilanza prudenziale degli enti creditizi; è presente la netta separazione tra i poteri dei due organi menzionati.

[19]Un ente creditizio è ritenuto "significativo" nel momento in cui soddisfa uno dei seguenti requisiti: il totale delle attività supera i 30 miliardi di Euro oppure, a meno che il totale delle attività sia inferiore a 5 miliardi, supera il 20% del PIL nazionale; rappresenta uno dei tre istituti creditizi più significativi in un Paese membro; riceve supporto dal meccanismo europeo di stabilità (MES); il totale dell'attivo è superiore a 5 miliardi di Euro e il rapporto tra le attività transfrontaliere in più di un altro Paese membro aderente e le attività totali è superiore al 20%, oppure, il rapporto tra le passività transfrontaliere in più di un altro Paese membro aderente e le passività totali è superiore al 20%. Le banche che non soddisfano almeno uno di questi criteri sono dette "meno significative" e il loro operato è soggetto alla vigilanza delle ANC; in qualsiasi momento e ove si ritenga necessario, la BCE può vigilare direttamente su tali enti creditizi.

della BCE. Le BCN posso anche scegliere di condividere con altre BCN la gestione di tali attività; ogni BCN o ogni gruppo di BCN amministra, di solito, un solo portafoglio in dollari o in yen.
Il secondo portafoglio, quello dei fondi propri, è composto dalla quota di capitale versata e dal fondo di riserva generale della BCE. Lo scopo del portafoglio è quello di fornire alla Banca centrale un margine di riserva per far fronte ad eventuali perdite. Il portafoglio è investito in attività denominate in Euro; nella gestione dello stesso la BCE prende in considerazione i rischi derivanti dal cambiamento climatico.
L'ultimo portafoglio, quello relativo al fondo pensione della BCE, è il portafoglio più esiguo e quello in cui la Banca investe le risorse del suo piano pensionistico; i proventi derivanti dagli investimenti finanziari sono trattenuti nel fondo stesso.
I tre portafogli differiscono per composizione, finalità e gestione, ma in ognuno di essi vengono applicati determinati principi e regole generali di gestione. Primo fra tutti è il principio di ''market neutrality': durante la sua attività di gestione la BCE prova a non causare distorsioni nei prezzi di mercato. Questo significa che le attività di gestione dei portafogli della BCE avvengono solo nei mercati piuttosto liquidi al fine di garantire che le transazioni siano assorbite ai prezzi fissati dal mercato. Vengono poi rispettati i principi del Codice di condotta e delle Regole in materia di condotta professionale e segreto d'ufficio; in questi documenti vengono definite le linee guida riguardanti l'etica professionale del personale della BCE. Rivestono particolare importanza le regole relative all'insider trading, le quali mirano ad evitare che le persone coinvolte nella gestione del portafoglio utilizzino informazioni privilegiate per attività di investimento private. Infine, la BCE osserva il principio di Chinese Wall che consiste nella netta separazione tra la gestione dei portafogli e le altre attività. Il rispetto del principio evita che le persone coinvolte nelle attività di gestione del portafoglio ricevano informazioni privilegiate da altri settori della BCE; l'idea alla base è la prevenzione di eventuali conflitti di interesse tra le attività di investimento e la politica monetaria e di cambio della Banca centrale [25].
In generale, la Banca centrale europea assolve tutti i suoi incarichi con impegno ed efficacia, puntando all'eccellenza in integrità, competenza, efficienza e responsabilità. Tiene fede, inoltre, alla netta distinzione tra lo svolgimento dei suoi compiti di politica monetaria e quelli di vigilanza, adempiendo alle proprie funzioni in maniera trasparente e osservando meticolosamente i requisiti di riservatezza richiesti [26].

3 I pro e i contro della moneta unica

3.1 I benefici dell'unione monetaria

La scelta di creare una moneta unica è derivata dalla consapevolezza dei numerosi vantaggi che avrebbe portato ai Paesi ad essa aderenti e dalla consapevolezza del miglioramento rispetto alla situazione precedente in cui ogni Stato membro possedeva una propria moneta. Oltre all'eliminazione dei costi legati alle operazioni in valuta e dei rischi di cambio, l'euro ha rafforzato il mercato unico e promosso un'intensa cooperazione tra gli Stati membri al fine di garantire una moneta e un'economia stabili a vantaggio della collettività.
L'euro non solo ha beneficiato i paesi ad esso aderenti, creando nuove energie e opportunità rendendo più efficiente il mercato unico, ma ha contribuito anche alla creazione di vantaggi a livello mondiale, rendendo l'Eurozona attraente nei confronti di paesi terzi e più forte nell'economia mondiale.
Inoltre, la creazione della moneta unica dovrebbe risiedere nella consapevolezza da parte degli Stati membri che singolarmente non sarebbero in grado di raggiungere i propri obiettivi di crescita e stabilità economica.
I benefici conseguiti possono essere di medio-lungo periodo o immediati. Tra quelli immediati spiccano essenzialmente: l'eliminazione dei costi di transazione, la trasparenza dei prezzi e l'eliminazione del rischio di cambio.
I costi legati alle operazioni in valuta, o i cosiddetti costi di transazione, si verificano quando si effettua un cambio da una valuta ad un'altra. Ne sono un esempio le commissioni bancarie e sulle carte di credito; l'arrivo di una moneta unica ha completamente azzerato questo costo per tutti i paesi a essa aderenti.
Il rischio di cambio, invece, è la possibilità che si verifichi, una volta conclusa la transazione, una variazione del tasso di cambio che renda l'affare sfavorevole rispetto al momento in cui e stato stipulato. La presenza di una moneta comune ha permesso di eliminare l'incertezza derivante da questo rischio contribuendo all'aumento del benessere degli individui e al minore rischio degli investimenti. Il benessere è aumentato in quanto il minor rischio associato agli investimenti ha ridotto i tassi di interesse e ha favorito la crescita economica: un ambiente caratterizzato da poca incertezza evita il verificarsi di periodi turbolenti e fortemente volatili, permettendo l'aumento degli investimenti e l'accumulazione di più stock di capitale, facendo quindi aumentare l'innovazione e la crescita. L'assenza d'incertezza permette la stabilità dei prezzi e il contenimento dell'inflazione. Entrambi i benefici hanno contribuito a rendere più facili, sicuri e meno costosi gli investimenti e il commercio nell'area Euro e con il resto del mondo.
Inoltre, con l'utilizzo esclusivo dell'Euro, i prezzi dei beni e dei servizi dei diversi paesi potevano essere facilmente confrontati avvantaggiando in questo modo i consumatori, ma svantaggiando allo stesso tempo i produttori attraverso l'aumento della concorrenza. La trasparenza del mercato e la conseguente impennata della concorrenza hanno rappresentato un grosso beneficio per gli Stati membri poichè la concorrenza obbliga le imprese a doversi migliorare costantemente operando anche a prezzi piu' convenienti al fine di rimanere competitive nel mercato; questo contribuisce ad aumentare l'efficienza dell'intero sistema [27].
Oltre ad una maggiore efficienza, con l'avvento della moneta unica si è verificata un'integrazione dei mercati finanziari che è stata in grado di sostenere la crescita economica, promuovendo

la creazione di nuovi posti di lavoro. Attraverso l'integrazione le imprese hanno avuto la possibilità di finanziarsi attingendo ad un mercato di capitali molto più vasto; inoltre, hanno avuto accesso a nuovi strumenti finanziari per ottimizzare la gestione dei loro investimenti e per potersi tutelare dai rischi finanziari [28].
Uno dei principali benefici di medio-lungo periodo è rappresentato dalla stabilità economica e monetaria, intesa come la stabilità dei prezzi, un mercato del lavoro equilibrato in cui i tassi di disoccupazione sono bassi e stabili, una stabilità finanziaria che permetta di resistere ad eventuali shock evitando crisi e recessioni che potrebbero danneggiare l'economia e una bilancia dei pagamenti sostenibile [20].
Questa stabilità è fondamentale per evitare la disoccupazione e la stagnazione e si raggiunge rispettando il trattato sull'Unione europea e il Patto di stabilità e crescita e attraverso una corretta gestione dell'economia dell'Eurozona [4].
Dal punto di vista della stabilità dei prezzi, la BCE con l'utilizzo della politica monetaria è riuscita a garantire la stabilità con un'inflazione appena sotto il 2% l'anno, la quale si è inoltre dimezzata rispetto ai due decenni precedenti [29]. Lo scoppio della crisi finanziaria del 2008 e la conseguente crisi dei debiti sovrani nel 2010, però, misero a dura prova il mantenimento della stabilità fino ad allora raggiunta. Con lo scoppio della crisi del 2008, infatti, l'Eurozona rischiò un periodo deflazionistico. Per evitare ciò, la Banca centrale modificò la politica monetaria utilizzando strumenti non convenzionali come il Quantitative easing (QE), mantenendo i tassi di interesse prossimi allo zero e attuando politiche espansionistiche [21]; questa strategia è stata protagonista fino allo scoppio della pandemia di Covid-19.
Senza l'Unione, la mera coordinazione delle decisioni a livello nazionale non avrebbe condotto a risultati tanto rapidi ed efficaci. Alcuni paesi, incluso il nostro, avrebbero potuto essere sopraffatti dalla crisi [29].
Con l'esplosione della pandemia e come conseguenza della politica espansionista della Banca centrale, l'inflazione subì una forte impennata arrivando al suo picco nell'ottobre del 2022 conseguendo un livello pari all'11,5% [30]. Le misure implementate per contrastare l'emergenza si concentrarono sul migliorare le condizioni di liquidità del sistema bancario, sullo stimolare l'afflusso di credito a famiglie e imprese e soprattutto sull'ostacolare la frammentazione dei mercati che avrebbe rischiato di compromettere l'efficacia delle politiche monetarie implementate. Furono avviati una serie di programmi per sostenere l'economia, tra cui: il programma SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) e il programma PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme).
Il primo consistette nello stanziamento di 100 miliardi di Euro da destinare al completamento delle misure di cassa integrazione adottate dagli Stati membri dell'UE; il secondo, invece, previde programmi di acquisto di attività finanziarie.
Inoltre, furono ridotti i tassi di interesse di riferimento e furono avviate operazioni di rifinan-

[20] Per bilancia dei pagamenti sostenibile si intende la situazione di equilibrio tra le esportazioni e le importazioni, evitando situazioni di deficit di bilancio.

[21] Le politiche espansionistiche vengono utilizzate nel momento in cui l'economia attraversa periodi di crisi o recessioni solitamente accompagnati da un livello inflazionistico molto basso. Queste politiche hanno lo scopo di aumentare la quantità di moneta in circolazione e consistono nella riduzione dei tassi di interesse e nell'attuazione di operazioni di mercato aperto, attraverso l'acquisto di titoli, e prestiti agevolati. Questo tipo di operazioni devono essere condotte con estrema attenzione perchè se viene immessa troppa liquidità nel sistema si rischia di far aumentare eccessivamente, nel lungo periodo, l'inflazione conseguendo il risultato opposto.

ziamento allo scopo di immettere liquidità nel sistema [31].
Le misure implementate dalla Banca centrale, ancora una volta, si dimostrarono efficaci contribuendo alla riduzione dell'inflazione e alla ripresa dell'economia. Il tasso d'inflazione annuale si ridusse costantemente passando da un livello dell'8,6% nel gennaio 2023 ad un livello del 2,9% nel dicembre 2023, per poi attestarsi al 2,8% nel gennaio 2024 [32].

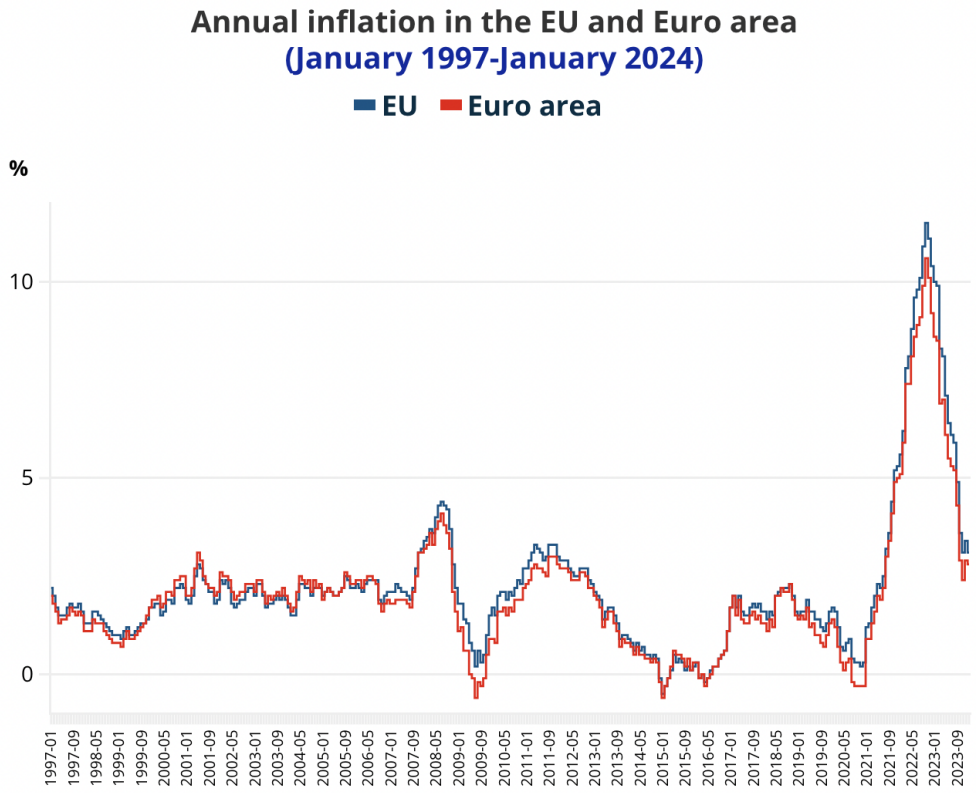

Figura 1: Fonte: Eurostat

La stabilità dei prezzi e quella finanziaria sono strettamente collegate; ognuna rappresenta una condizione necessaria per il verificarsi dell'altra. Durante i momenti di crisi la stabilità finanziaria venne meno e le istituzioni competenti misero in atto politiche mirate a risolvere entrambi gli squilibri.
Significative modifiche furono introdotte al fine di garantire la stabilità finanziaria nell'Eurozona; gli interventi svolsero un ruolo fondamentale nel sostenere e stimolare la ripresa economica e limitando, allo stesso tempo, i potenziali rischi derivanti dagli strumenti di politica monetaria non convenzionali. Tra questi strumenti si individuano: tassi negativi sui depositi presso la BCE, operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e il programma ampliato di acquisto di attività finanziarie. Inoltre, venne istituito il Meccanismo di vigilanza unico, nel 2014, che incaricava la Banca centrale di supervisionare direttamente le banche significative presenti nella zona Euro. Uno dei primi compiti della BCE fu quello di valutare approfonditamente i documenti contabili delle banche; il solo annuncio riuscì a rafforzare il sistema finanziario poichè le banche procedettero immediatamente alla diminu-

zione del grado di leva finanziaria [22] rafforzando in tal modo i propri bilanci.
Nel 2012, invece, venne istituito il MES [23] (European Stability Mechanism) il cui scopo è quello di fornire assistenza finanziaria ai paesi dell'Unione in crisi, a patto che abbiano un debito pubblico sostenibile. Il Meccanismo evita che le crisi di un paese dell'Eurozona si diffondano anche negli altri; riduce inoltre il rischio di default sovrano [24] nei paesi in cui la crisi è momentanea [33].
In generale, la stabilità dei prezzi e quella finanziaria hanno concorso alla crescita dei Paesi membri beneficiando sia i consumatori sia le imprese e le aziende. Rispettivamente, il costo del debito è diminuito con un livello di inflazione stabile e basso, gli investimenti sono diventati più convenienti grazie ai tassi d'interesse bassi e i governi hanno risparmiato grazie alla riduzione degli interessi sul debito pubblico. Inoltre, la solidità e la grandezza dell'economia dell'Eurozona hanno permesso agli Stati membri di essere più resistenti agli shock economici e li ha resi più forti dal punto di vista internazionale. Questo perchè la moneta unica, attraverso l'eliminazione del rischio di cambio, ha reso l'area Euro più attraente per gli investitori internazionali.
L'Euro è la valuta di riserva [25] più popolare al mondo ed è la seconda valuta più importante dopo il dollaro statunitense; grazie a ciò, ha una grande influenza sulla scena mondiale rappresentando uno degli attori principali nella stipulazione di accordi internazionali come il G8 [26] e l'FMI [34].

3.2 I costi dell'unione monetaria

Tra i costi derivanti dall'adozione di una moneta comune si individuano principalmente: la perdita di una politica monetaria indipendente e la limitazione della propria flessibilità fiscale dovuta al Patto di stabilità e crescita.
Chiunque abbia aderito all'Euro ha perso il potere di fissare i tassi d'interesse o gli obiettivi da raggiungere, come il tasso di cambio o il livello di inflazione, e ha inoltre perso la possibilità di poter modificare il prezzo della propria moneta, attraverso svalutazioni e rivalutazioni, e la quantità di moneta in circolazione. Questa perdita di indipendenza ha rappresentato un costo soprattutto per quei Paesi con un'economia debole che potrebbero aver incontrato delle difficoltà nel doversi adattare ad una politica monetaria comune che non sempre è in grado di riflettere le diverse condizioni economiche dei paesi aderenti al sistema, in quanto frutto di un'analisi aggregata. Un esempio è rappresentato proprio dall'Italia che, negli an-

[22] La leva finanziaria è un indicatore del grado di indebitamento di un'azienda.

[23] Il Consiglio dei Governatori si occupa di dirigere il MES ed è composto dai dodici Ministri delle finanze della zona Euro. Le decisioni più importanti sono decise all'unanimità; è possibile deliberare a maggioranza qualificata dell'85% del capitale se il Consiglio si trova a dover decidere urgentemente.

[24] Situazione in cui lo Stato non è più in grado di adempiere ai propri obblighi, in tal caso non è più in grado di rimborsare il proprio debito pubblico.

[25] Una valuta di riserva è qualsiasi moneta forte, pienamente convertibile e accettata quasi ovunque, che viene tenuta, in quantità significative, nelle riserve ufficiali di un Paese. Inoltre, queste valute rappresentano un valore di riferimento internazionale per i prodotti commerciati sul mercato globale, come il petrolio, l'oro, le materie prime ed altri. L'Euro è la valuta impiegata per quasi il 40% delle transazioni internazionali e per quasi la metà delle esportazioni dell'Unione europea a livello mondiale.

[26] Il Gruppo degli otto, o G8, fu un forum politico che ebbe vita dal 1997 fino al 2014. Consisteva in riunioni annuali tra i capi di governo in cui venivano discussi temi di interesse comune. I paesi aderenti furono: Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Gran Bretagna, Russia, USA.

ni precedenti all'introduzione dell'Euro, aveva ricorso sistematicamente a svalutazioni della propria moneta per rimanere competitiva.
Inoltre, un costo derivante dalla conduzione di una politica monetaria centralizzata si verificherebbe in presenza di shock asimmetrici: uno shock economico potrebbe colpire in maniera diversa i Paesi membri che in tal caso non avrebbero la possibilità di implementare la strategia più efficace per la propria economia; la BCE potrebbe non intervenire per salvaguardare i paesi maggiormente colpiti a meno che tale intervento non andasse a beneficiare l'intera area Euro [35].
Il Patto di stabilità e crescita, istituito nel 1997 ad opera del Consiglio europeo, ha lo scopo di garantire la stabilità monetaria obbligando i Paesi aderenti all'Eurosistema al rispetto della disciplina di bilancio al fine di evitare disavanzi pubblici eccessivi. Questo accordo fu varato per evitare che i Paesi abbandonassero il rispetto dei criteri di convergenza una volta entrati nell'unione monetaria creando instabilità all'interno del Sistema. È prevista una procedura di infrazione, ad opera della Commissione europea, nel caso in cui i parametri di Maastricht non vengano rispettati. Prima dell'avvio di tale procedura viene inviato, in forma preventiva, un avvertimento al Paese membro il cui deficit si avvicina al 3%. Una volta che la soglia viene superata vengono inviate molteplici raccomandazioni al fine di far ridurre il rapporto deficit/PIL. Se le misure implementate dal Paese sono ritenute soddisfacenti, la procedura di infrazione cessa di esistere; in caso contrario, il Paese rischia una sanzione. La sanzione prevede un deposito infruttifero costituito dalla somma di una parte fissa pari al 0,2% del PIL del Paese in questione e una parte variabile pari a un decimo dell'eccedenza del disavanzo rispetto al 3% del PIL, per un ammontare complessivo non superiore allo 0,50% del PIL. Se negli anni successivi l'eccesso di disavanzo non viene corretto il Paese dovrà corrispondere un deposito aggiuntivo. Se entro due anni il disavanzo non è riportato nei limiti concessi il deposito non verrà restituito ma sarà ripartito fra gli Stati membri dell'Eurozona che non mostrano disavanzi eccessivi [36].
Il Patto di stabilità e crescita limita la flessibilità dei Paesi in quanto essi non sono liberi di adeguare la propria politica fiscale alle condizioni dell'economia: in caso di bassa crescita o recessione, un Paese troverebbe delle limitazioni nello stimolare l'economia attraverso, ad esempio, l'aumento della spesa pubblica che troverebbe dei limiti al fine di non superare il livello di deficit previsto.

4 L'Italia nell'Euro: evoluzione del mercato obbligazionario dalla lira in poi

4.1 Il mercato obbligazionario: un'introduzione

Il mercato obbligazionario è l'insieme degli scambi di strumenti finanziari di debito (obbligazioni) con vita residua superiore ai 12 mesi. È il mercato di strumenti finanziari più vasto in assoluto sia per grandezza che per capillarità. L'obiettivo è, per l'emittente, raccogliere capitali in una prospettiva di medio-lungo termine; per l'investitore, allocare il proprio risparmio per periodi medio-lunghi, in base ad un rapporto di credito-debito.
I principali strumenti del mercato obbligazionario sono i Titoli di stato e le obbligazioni corporate, i quali saranno analizzati nel prossimo paragrafo.
I principali attori del mercato sono le banche che svolgono un ruolo predominante sia come intermediari tra gli emittenti e gli investitori sia come emittenti stessi. Gli emittenti principali sono quelli governativi, sovranazionali e privati. Fanno parte degli emittenti governativi gli Stati, i quali emettono i cosiddetti Titoli di Stato per finanziarsi e far fronte al proprio fabbisogno; tra gli emittenti sovranazionali si trovano le banche e fra quelli privati si trovano le società che finanziano il proprio debito a medio-lungo termine. Sono infine presenti gli emittenti municipali di cui fanno parte gli Enti locali e le amministrazioni più o meno decentrate in uno Stato, che rappresentano una categoria di emittenti marginale rispetto alle tre precedenti [37].
Oltre alle banche sono presenti altri intermediari finanziari che permettono l'incontro tra la domanda e l'offerta. Gli intermediari possono agire sia per conto proprio, operando come dealer, sia per conto di terzi, operando come broker. Nel primo caso, il dealer negozia, assumendosi dei rischi, gli strumenti finanziari per conto proprio ponendosi come controparte nelle attività di trading. L'intermediario possiede un portafoglio di asset, denominato inventory, e trae profitto dal Bid-Ask Spread dato dalla differenza tra il prezzo bid e il prezzo ask. Il prezzo bid, chiamato anche denaro, è il prezzo a cui l'intermediario è disposto ad acquistare; il prezzo ask, chiamato anche lettera, è il prezzo al quale è disposto a vendere. Il dealer, in virtù delle attività di trading poste in essere, è considerato un fornitore di liquidità del mercato [38]. Il broker, invece, opera eseguendo gli ordini della clientela permettendogli l'accesso al mercato. Il loro compito è quello di cercare una controparte che voglia negoziare con la propria clientela facilitando, quindi, l'incontro tra domanda e offerta. Al contrario dei dealer, non forniscono liquidità al mercato ma la ricercano; inoltre, non possiedono un portafoglio e la loro remunerazione deriva dalle commissioni corrisposte in virtù dell'attività svolta [39].
Rientrano tra gli intermediari finanziari gli specialist che si occupano di formulare delle offerte di acquisto e di vendita in virtù di un determinato contratto e per un determinato periodo di tempo. Sono dei sostenitori di liquidità dei titoli ed sono responsabili del miglioramento dell'informativa fornita al mercato.
Un compito importante è svolto dalle agenzie di rating, le quali si occupano di esprimere un giudizio riguardo la solidità e la solvibilità di una società che emette titoli sul mercato. La loro attività consiste, quindi, nell'esaminare il merito di credito di una società emittente o di un titolo emesso. Le principali agenzie di rating sono Moody's, Standard & Poor's e Fitch Investors Service. Il rating consiste in un punteggio alfanumerico rappresentante il grado di

solvibilità dell'emittente. I titoli sono divisi in due categorie: i titoli investment grade e i titoli speculative grade. La prima categoria è costituita dai titoli AAA, AA, A e BBB; la seconda, invece, è costituita dai titoli BB, B, CCC, CC, C, DDD e DD. I titoli AAA sono i migliori in circolazione in quanto hanno il livello di rischio più contenuto; gli altri titoli investment grade, invece, hanno un rischio di default maggiore ma rappresentano comunque un investimento relativamente sicuro. Al di sotto della BBB si passa ai titoli speculative grade, denominati anche high yield [27], i quali rappresentano un investimento rischioso ma più redditizio. Infine, sono presenti i titoli con rating pari a D che rappresenta lo stato di insolvenza di una società [40].

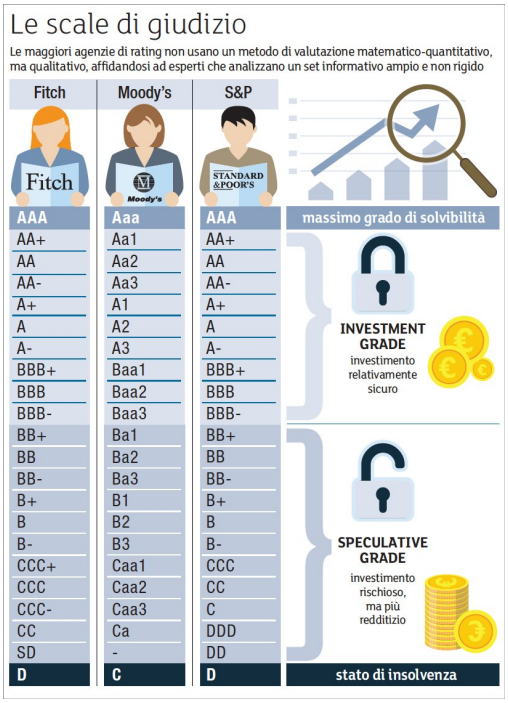

Figura 2: Fonte: Borsa Italiana

Attraverso la direttiva Mifid (Markets in Financial Instruments Directive) è stata introdotta la frammentazione dei mercati con una distinzione fra i mercati regolamentati e quelli non regolamentati, anche detti mercati Over the Counter (OTC). La differenza risiede nel fatto che i mercati regolamentati presentano un gestore di mercato, sono autorizzati, funzionano regolarmente e conformemente alla Disciplina dei Mercati stabilita dal Testo Unico della Finanza (TUF) e sono iscritti in un apposito elenco posseduto dalla Consob [28]. I mercati non regolamentati, invece, non sono soggetti ad una disciplina specifica circa l'organizzazione e il funzionamento del mercato stesso e non sono iscritti a nessun apposito albo. Non è quindi presente un gestore e possiedono un grado di trasparenza e di liquidità inferiore rispetto ai

[27]I titoli high yield erano precedentemente chiamati junk bond, ossia titoli spazzatura. Il termine venne rimpiazzato con high yield in quanto venne ritenuto offensivo.

[28]La Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) è un'autorità amministrativa indipendente che si occupa di vigilare sulle società di gestione dei mercati regolamentati, sulla trasparenza e correttezza delle negoziazioni e degli atteggiamenti degli intermediari finanziari e di chiunque operi nei mercati finanziari.

mercati regolamentati; questo si traduce in una maggiore volatilità e quindi un maggiore rischio. A differenza dei mercati regolamentati, però, sono dotati di maggiore flessibilità e permettono lo scambio di un insieme più vasto di strumenti finanziari [41].
In Italia sono presenti sei mercati regolamentati: Euronext Milan, ETF plus (mercato telematico degli ETF ed ETC/ETF), MOT (Mercato Telematico delle Obbligazioni), Euronext MIV Milan (mercato degli investment vehicles), Idem (mercato degli strumenti derivati) ed MTS (mercato dei Titoli di Stato) [42].
Il mercato principale è il MOT: si tratta di un mercato secondario e al dettaglio in quanto, rispettivamente, vengono negoziati i titoli già sottoscritti [29] e le negoziazioni sono caratterizzate da un importo medio basso, pari a 1.000 euro. Lo scopo del MOT è quello di agevolare l'accesso al mercato da parte degli investitori attraverso la creazione di un sistema di negoziazione elettronico e automatizzato. Il principale attore nel MOT è Borsa Italiana [30], una società di gestione che si occupa di gestire e vigilare il mercato finanziario italiano. Essa definisce le regole del mercato, decide quali titoli e quali intermediari possono essere ammessi al mercato e quali devono essere esclusi o sospesi. Inoltre, ai fini di garantire la trasparenza nel mercato, vigila sul corretto svolgimento delle negoziazioni attraverso l'utilizzo di strumenti automatici di controllo dei prezzi delle offerte poste in essere dagli operatori del mercato [43].
Il MOT si scinde in due segmenti: l'EuroMOT e il DomesticMOT.
Nel primo vengono negoziati i titoli di stato esteri, sovranazionali e gli Eurobonds che vengono liquidati attraverso l'Euroclear e il Clearstream Banking Luxemburg, ossia sistemi di liquidazione internazionali; nel secondo vengono negoziati i Titoli di Stato Italiani e altri titoli di debito liquidati con l'Euronext Securities Milan, il sistema di liquidazione nazionale.
Nel MOT tutti gli operatori, sia gli investitori privati che gli operatori professionali, possono effettuare una proposta di acquisto o di vendita concorrendo alla formazione del prezzo e questo tipo di struttura prende il nome di mercato order driven. Le negoziazioni possono svolgersi ad asta continua o ad asta a chiamata. La negoziazione ad asta continua si svolge per la durata dell'intera giornata di Borsa, dalle 9:00 alle 17:30, in cui i titoli vengono continuamente scambiati all'interno del mercato. In ogni momento si può inserire un ordine di acquisto o di vendita e verificare se in quel momento ci sono soggetti che hanno proposte di negoziazione compatibili. Così facendo si formano una pluralità di prezzi, uno per ogni contratto. La negoziazione ad asta a chiamata, invece, viene usata per i titoli con maggiore liquidità e si svolge in un arco temporale ristretto. In questo meccanismo si raccolgono tutte le proposte di negoziazione in un determinato periodo di tempo e, una volta concluso tale periodo, il sistema calcola un unico prezzo al quale si svolgeranno tutte le negoziazioni compatibili [43]. Borsa Italiana stabilisce il lotto minimo di negoziazione, il quale è solitamente coerente con il lotto minimo previsto nel regolamento del prestito. Inoltre, si occupa di divulgare quotidianamente il prezzo ufficiale dei titoli negoziati; tale prezzo rappresenta il prezzo medio ponderato di tutte le negoziazioni effettuate su un dato mercato durante la seduta.

[29] È presente una distinzione tra mercato primario e mercato secondario: nel primo vengono negoziati i titoli al momento dell'emissione, nel secondo i titoli già sottoscritti e quindi non di nuova emissione. Nle mercato secondario possono agire solo operatori specializzati: banche, SIM comunitarie ed extracomunitarie, il Ministero del Tesoro e la Banca d'Italia.

[30] Borsa Italiana S.p.A. si occupa di gestire tutti i mercati regolamentati ad eccezione del MTS del quale si occupa MTS S.p.A.

Oltre al MOT è presente il Mercato dei Titoli di Stato (MTS): si tratta di un mercato secondario e all'ingrosso in quanto l'importo minimo della negoziazione è pari a 2,5 milioni di euro, molto più elevato rispetto a quello presente nel MOT. Inoltre, a differenza del MOT, vengono scambiati sia i Titoli di Stato Italiani che quelli Europei. Sono ammessi al mercato solo intermediari finanziari qualificati: i dealer e gli specialist, i quali rappresentato operatori specializzati su determinati strumenti finanziari. Inoltre, dato l'ammontare minimo elevato delle negoziazioni, agli operatori è richiesto un patrimonio netto minimo molto elevato [44]. Il mercato è suddiviso in tre segmenti: MTS Cash, MTS Pct e MTS Strips.
Il MTS Cash è un mercato a pronti, al suo interno vengono scambiati strumenti finanziari con liquidazione immediata; questo significa che la consegna dello strumento e il relativo pagamento avvengono con un differimento di pochi giorni. Il MTS Pct è un mercato in cui vengono negoziati contratti pronti contro termine: si tratta di due operazioni in cui una viene effettuata immediatamente (pronti) e l'altra, invece, viene effettuata in un momento successivo (termine). Infine, il MTS Strips prevede la negoziazione di titoli strips [31], ossia quei titoli in cui vengono separate le cedole e che vengono venduti come titoli zero-coupon.
I mercati non regolamentati, come esposto in precedenza, non hanno un gestore nè obblighi di informazione o requisiti di ammissione al mercato, non sono inoltre presenti contratti standardizzati. Nonostante non ci sia una regolamentazione, la Consob può chiedere informazioni e documenti riguardo le negoziazioni svolte nel mercato. Gli scambi che si effettuano nel mercato possono avere ad oggetto strumenti finanziari come le azioni, le obbligazioni, i derivati e gli ETF. Una differenza importante con i mercati regolamentati è l'assenza di quotazioni ufficiali; in un mercato non regolamentato il prezzo deriva dalla contrattazione tra domanda e offerta [45].
Tra i principali mercati OTC sono presenti il Forex e il Nasdaq. Forex sta per Foreign Exchange Market, ossia mercato dei cambi o delle valute; rappresenta il più liquido e maggiore mercato finanziario del mondo. Nel Forex si scambiano le valute attraverso l'operato di un broker o di un dealer; l'acquisto di una valuta comporta la vendita di un'altra. È un mercato abbastanza rischioso in quanto utilizza il metodo della leva finanziaria che funge da moltiplicatore. Questo meccanismo permette ad un soggetto di poter acquistare o vendere strumenti finanziari per un ammontare superiore al capitale posseduto generando un effetto speculare: il soggetto potrebbe beneficiare di un rendimento maggiore o potrebbe incorrere in perdite significative [46].
Il Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotation), invece, rappresenta la prima borsa elettronica al mondo e la seconda borsa valori più grande al mondo dopo la NYSE (New York Stock Exchange) [47]. Il mercato permette di facilitare le negoziazioni degli strumenti finanziari al di fuori delle borse valori ufficiali; al suo interno sono quotate più di 3.000 società diverse, tra cui Apple, Amazon, Facebook e Microsoft, le quali rappresentano alcune delle società con capitalizzazione più elevata in assoluto [32]. L'indice che rappresenta l'andamento del Nasdaq è il Nasdaq Composite, il quale contiene la maggior parte dei titoli quotati nel mercato in questione. Sono esclusi a priori gli ETF, i derivati, le quote di fondi chiusi, le obbligazioni convertibili, i warrant e i diritti. Un altro indice particolarmente importante è il Nasdaq 100 che racchiude 100 delle principali società non

[31] Il termine strips sta per Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities.

[32] Data la vasta presenza di società appartenenti al settore tecnologico, il Nasdaq rappresenta il mercato di riferimento per tutti i titoli appartenenti al settore.

finanziarie al mondo quotate sul Nasdaq. Entrambi gli indici si basano sulla capitalizzazione di mercato e prendono il nome di indici value weighted [48].
Nonostante la presenza o meno di una regolamentazione, entrambi i mercati analizzati sono soggetti a sanzioni in caso di abusi di mercato. Questi abusi consistono nell'utilizzo di informazioni per avvantaggiarsi come investitore o per svantaggiare gli altri investitori presenti sul mercato; gli abusi sono contrastati dal Regolamento sul Market Abuse, istituito nel 2016. Le principali forme di abuso di mercato sono: insider trading, improper disclosure, misuse of information, manipulating transactions, dissemination e distortion and misleading behaviour.
L'insider trading consiste nell'utilizzo di informazioni privilegiate, di cui l'investitore è in possesso in virtù della posizione ricoperta all'interno dell'azienda, per ottenere un profitto. Le informazioni vengono utilizzate per compiere attività di trading prima che diventino di dominio pubblico. La conformità è ottenuta attraverso l'istituzione dell'Insider list, ossia il registro contenente tutte le persone che si trovano in possesso di informazioni privilegiate. L'improper disclosure consiste nella divulgazione illecita di informazioni per avvantaggiare un investitore. Il misuse of information è l'utilizzo improprio di informazioni confidenziali per avvantaggiarsi o per danneggiare altri investitori. Sia l'improper disclosure che il misuse of information possono essere prevenuti decidendo scrupolosamente quali informazioni condividere nei contesti sociali. La manipolazione delle transazioni (manipulating transactions) è una pratica in cui vengono svolte delle attività di mercato con l'intento di influenzare il prezzo o il volume degli scambi di un titolo; consiste, in sostanza, nell'alterazione ingannevole delle transazioni al fine di ottenere un risultato diverso. Il rispetto della normativa si ottiene evitando molteplici azioni, tra cui il wash trade [33]. L'aggiotaggio (dissemination) consiste nel condividere notizie errate che genereranno impressioni false o fuorvianti con l'intento di manipolare il prezzo di un titolo, ottenendo un vantaggio. Per garantire la conformità con la legge bisogna agire con integrità. Infine, le distorsioni e i comportamenti fuorvianti (distortion and misleading behaviour) sono comportamenti che alimentano impressioni false. L'obiettivo della normativa consiste nel preservare la credibilità del mercato e garantire che lo stesso riesca a svolgere le sue funzioni al fine di tutelare gli investitori [49]. Le sanzioni previste nel caso in cui vengano posti in essere tali abusi possono consistere in multe significative, nella confisca del profitto illecito oppure, nei casi più gravi, in sanzioni penali [34].

4.1.1 Le obbligazioni

Le obbligazioni sono Titoli di debito in cui l'emittente si impegna a rimborsare il capitale alla scadenza e a corrispondere gli interessi, o cedole, maturati nell'arco di una durata predeterminata. Le obbligazioni sono emesse con l'obiettivo di raccogliere il capitale direttamente dai risparmiatori, metodo che risulta più conveniente rispetto ad un prestito bancario. Attraverso l'acquisto delle obbligazioni il detentore non acquista una quota della società, questo

[33]Il wash trading è una pratica illecita che consiste nel negoziare strumenti finanziari, come azioni o obbligazioni, con l'intento di manipolare il prezzo o creare l'illusione di un volume di scambi significativo. Non avviene mai uno scambio reale di proprietà, ma viene posto in essere solamente un inganno attraverso il movimento di denaro o di strumenti finanziari.

[34]L'insider trading e la manipolazione del mercato sono punibili con una pena massima di quattro anni di reclusione.

significa che, a differenza degli azionisti, non partecipa all'attività gestionale della società emittente e non ha diritto di voto nelle assemblee. Esistono, come sarà esposto successivamente, obbligazioni convertibili che offrono la possibilità al detentore di poterle convertire in azioni. Una volta effettuata la conversione il possessore cessa di essere un obbligazionista diventando un azionista e acquisendo tutti i relativi diritti [35] [50].
Una differenza fondamentale è quella esistente tra i coupon bond e gli zero coupon bond. I coupon bond sono titoli aventi delle cedole; in loro presenza, gli interessi ad esse legate potranno essere a tasso fisso, determinato a priori, o variabile, comunemente indicizzato all'Euribor [36] maggiorato di uno spread. La cedola è costituita dagli interessi corrisposti periodicamente al titolare dell'obbligazione in misura percentuale rispetto al suo valore nominale. La cedola è pagata durante la vita del titolo con diverse periodicità, le più comuni sono quelle su base trimestrale, semestrale o annuale. I titoli zero coupon (ZCB), invece, sono privi di cedole e il loro rendimento deriva esclusivamente dalla differenza tra il valore nominale del titolo ed il prezzo di sottoscrizione [51]. Inoltre, a seconda delle scadenze, si distingue tra obbligazioni a breve termine, a medio-lungo termine e obbligazioni perpetue o irredimibili. Le obbligazioni a breve termine hanno una vita residua non superiore a dodici mesi; un esempio tipico è il Buono Ordinario del Tesoro (BOT), la cui remunerazione è data dalla differenza tra il valore nominale ed il prezzo pagato (scarto di emissione). Il rimborso è alla pari e viene corrisposto in un'unica soluzione alla scadenza. La scadenza può essere fissata in qualsiasi durata compresa entro l'anno; le scadenze più comuni sono a tre, sei o dodici mesi. Queste obbligazioni si trovano nel mercato monetario perchè avendo una vita residua inferiore a dodici mesi sono strumenti legati più ai flussi di cassa che agli investimenti [52].
Le obbligazioni a medio-lungo termine hanno una vita residua superiore a dodici mesi, possono avere una durata pari anche a tre, cinque o dieci anni. Ci sono casi, più rari, in cui i titoli hanno una scadenza pari a 50 anni e sono i cosiddetti Matuzalem bond. Obbligazioni tipiche a medio-lungo termine sono i Buoni Poliennali del Tesoro (BTP) che hanno una cedola fissa semestrale, il rimborso avviene alla pari e in un'unica soluzione a scadenza. Esistono vari tipi di BTP: BTP Green, BTP indicizzati all'inflazione (BTP€i), BTP indicizzati all'inflazione italiana (BTP Italia), BTP riservati agli investitori retail (BTP Futura) e BTP riservati agli investitori retail (BTP Valore). I BTP in questione hanno in comune il taglio minimo di 1.000 euro, il rimborso alla pari e in un'unica soluzione a scadenza. Differiscono per i meccanismi di collocamento, la categoria di riferimento, la remunerazione e la durata [53]. Infine, le obbligazioni irredimibili o perpetue sono prive di scadenza e il capitale, teoricamente, non viene mai rimborsato. Il titolare riceve rendimenti molto più alti dei tassi di mercato; inoltre, è prevista la possibilità di richiamare il titolo da parte dell'emittente. Queste obbligazioni sono altamente volatili, quasi come un'azione [54].

[35] In base al tipo di azione posseduta, ad esempio azioni di risparmio, ordinarie o privilegiate, si acquisiscono determinati diritti in ambito amministrativo ed economico-patrimoniale. I diritti amministrativi concernono il diritto di voto, diritto di opzione, diritto di recesso e di impugnativa delle delibere assembleari; i diritti economico-patrimoniali concernono i diritti ai dividendi e il diritto al rimborso.

[36] L'Euribor è un tasso applicato ai prestiti interbancari in euro non garantiti ed è calcolato giornalmente come media semplice delle quotazioni rilevate su un campione di banche con elevato merito di credito. È selezionato periodicamente dalla European Money Markets Institute ed è utilizzato non solo nell'Eurozona ma anche in tutto il mondo.

In base alla sue caratteristiche un'obbligazione può essere di tipo:

- bullet: il rimborso avviene in un'unica soluzione a scadenza.
- amortizing: seguono un processo di ammortamento in base al quale il capitale verrà rimborsato in diverse tranche.
- callable: le obbligazioni callable o richiamabili sono obbligazioni che possono essere ricomprate dall'emittente che procede, quindi, a rimborsare anticipatamente l'obbligazione. All'emittente converrà esercitare tale diritto nel momento in cui i tassi di interesse sul mercato dovessero scendere; in tal caso, converrebbe richiamare l'obbligazione ed emetterne di nuove che gli costerebbero meno. Se dovesse verificarsi una situazione del genere i possessori dell'obbligazione ne sarebbero svantaggiati subendo una perdita pari alla differenza tra il prezzo di mercato dell'obbligazione, superiore al valore nominale, e il prezzo di rimborso, alla pari. In virtù dello svantaggio descritto, il titolare dell'obbligazione percepisce un tasso di interesse superiore a quelli presenti sul mercato.
- senior: obbligazioni aventi un diritto di prelazione nel rimborso nel caso in cui l'emittente dovesse fallire o liquidare il suo patrimonio.
- junior: sono obbligazioni subordinate al rimborso delle obbligazioni senior. Chi le possiede prende un rischio maggiore, di conseguenza, il tasso di rendimento sarà più elevato.
- convertibili: l'obbligazionista, ad un certo punto, ha la possibilità di vedersi rimborsato il capitale oppure può richiedere di avere un tot di azioni. È interessante esercitare questo diritto nel momento in cui il valore di quel tot azioni è maggiore della somma in denaro da corrispondere. A fronte di questa possibilità, che rende l'investimento più interessante, l'obbligazione avrà un costo più elevato in termini di prezzo iniziale da pagare o di interessi che saranno più bassi.

Sono inoltre presenti le obbligazioni soggette a estrazione e le obbligazioni emesse in valuta. Le prime seguono un procedimento in base al quale vengono sorteggiate le obbligazioni che saranno rimborsate prima della scadenza, in base ad un piano di ammortamento. Una volta estratte viene interrotto il pagamento delle cedole corrispondendo al titolare dell'obbligazione il valore di rimborso. Le seconde, come dice il nome stesso, sono obbligazioni emesse in una valuta differente da quella del paese di residenza dell'emittente. Il titolare dell'obbligazione sopporta un rischio valutario derivante dalla variazione del tasso di cambio tra la propria valuta e la valuta in cui risulta emessa l'obbligazione; il rischio è speculare in quanto in base alla variazione del tasso si avrà una conseguenza negativa o positiva per il possessore. I titoli in questione prendono il nome di eurobond o eurobbligazioni.
Potrebbe verificarsi la presenza di un covenant, ossia un patto o un vincolo posto all'emittente da parte dell'obbligazionista che prevede, per esempio, l'impossibilità per l'impresa emittente di indebitarsi oltre un certo ammontare. La presenza di un covenant non è obbligatoria ma incide sul prezzo dell'obbligazione.
Il prezzo di emissione delle obbligazioni è il prezzo al quale l'investitore sottoscrive l'obbligazione; generalmente il valore di emissione è pari a 100, in tal caso si parla di emissione

alla pari in quanto ha lo stesso valore del prezzo di rimborso [37]. L'emissione può essere anche sopra la pari o sotto la pari, a seconda che l'emissione sia emessa sopra o sotto 100. Il prezzo di acquisto è il prezzo pagato per acquistare l'obbligazione e può essere a corso secco o a corso tel-quel. Nel primo caso, il prezzo dell'obbligazione non comprende il calcolo degli interessi maturati dall'obbligazione in quel momento; si parla di clean price in quanto non sono considerati gli interessi. Questo comporta che durante la liquidazione del contratto venga aggiunto al prezzo di mercato l'ammontare degli interessi maturati ma non riscossi. Nel secondo caso, il prezzo di mercato comprende il calcolo degli interessi maturati fino al momento considerato; si parla di dirty price in quanto è sporcato dagli interessi. Gli interessi vengono sempre calcolati sul valore nominale dell'obbligazione [55].
Il prezzo delle obbligazioni è rappresentato dal valore attuale dei suoi flussi di cassa futuri. Il prezzo è correlato inversamente con i tassi di interesse: quando i tassi aumentano il prezzo diminuisce, e viceversa. La sensibilità al prezzo dell'obbligazione dipende dalla sua duration, calcolata come la derivata prima del prezzo dell'obbligazione. La duration rappresenta la media ponderata del valore attuale dei flussi di cassa del titolo. Maggiore è la duration e maggiore è la volatilità dell'obbligazione e quindi maggiore è il suo rischio. La convexity, calcolata come la derivata seconda del prezzo dell'obbligazione, rappresenta una stima più precisa della variazione del prezzo delle obbligazioni rispetto alle variazioni del tasso di interesse di mercato; maggiore è la convessità di un'obbligazione, migliore è la sua reazione alle variazioni di prezzo [56].
I principali rischi connessi alle obbligazioni sono: rischio di tasso di interesse, rischio di credito e rischio di liquidità. Il rischio di tasso di interesse è la possibilità che le nuove condizioni di mercato, ossia i nuovi tassi di interessi sul mercato, rendano le obbligazioni emesse più o meno interessanti di prima. Il rischio di credito si verifica quando l'emittente non è in grado di adempiere alle proprie obbligazioni, ossia al pagamento delle cedole o al rimborso del capitale. Infine, il rischio di liquidità si riferisce alla possibilità che non siano disponibili controparti per negoziare l'obbligazione, nessuno la vuole comprare, o alla possibilità che il proprietario dell'obbligazione debba accettare un prezzo scontato per venderla [57].

4.1.2 L'emissione ed il collocamento dei Titoli di Stato

Generalmente ci sono tre modalità di collocamento delle obbligazioni: collocamento a fermo, collocamento a rubinetto e collocamento attraverso asta. Il collocamento a fermo consiste nel comunicare al mercato, da parte dell'emittente, il volume e il prezzo delle obbligazioni da emettere. Tipicamente, nell'arco di una settimana pervengono le richieste di acquisto. In questo tipo di collocamento, tipico delle obbligazioni societarie e bancarie, l'emittente corre il rischio di aver valutato erroneamente il valore dell'obbligazione. Se la domanda supera l'offerta, l'emittente perde l'opportunità di collocare i titoli ad un prezzo superiore; se l'offerta supera la domanda, il rischio è di non riuscire a collocare tutti i titoli.
Nel collocamento a rubinetto all'emittente è data la possibilità di fissare solo il prezzo dei titoli ma non la quantità. Diversamente dal collocamento a fermo, il tempo in cui pervengono le richieste di acquisto è tipicamente più lungo ed è prevista la possibilità di poter cambiare il prezzo. Infine, il collocamento attraverso asta prevede che i potenziali acquirenti inviino

[37] In genere il prezzo di rimborso è 100, il che significa che viene rimborsato il 100% del valore nominale dell'obbligazione.

proposte di acquisto indicando il prezzo, o il rendimento, e la quantità. Una volta raccolte tutte le proposte l'emittente aggiudica le quantità ai richiedenti in ordine di prezzo decrescente, o rendimenti crescenti, fino ad esaurimento titoli. Si distingue tra asta competitiva e asta marginale: nel primo caso, ogni soggetto ammesso risulterà aggiudicatario di una determinata quantità di titoli in base al rendimento offerto. In primo luogo, vengono soddisfatte le domande ai rendimenti più bassi e poi in ordine crescente tutte le altre. L'asta competitiva è utilizzata per il collocamento dei BOT, i quali vengono collocati attraverso offerte sul rendimento. Chiunque partecipi può presentare massimo cinque richieste, ciascuna di importo non inferiore a 1,5 milioni di euro. Nel caso in cui la domanda dovesse eccedere l'offerta, i BOT sarebbero ripartiti tra i richiedenti che hanno presentato offerte al prezzo più basso tra quelli accolti [58]. L'asta marginale, invece, prevede che ogni soggetto aggiudicatario paghi lo stesso prezzo, detto marginale, di tutti gli altri soggetti aggiudicatari. Le domande dei soggetti ammessi vengono soddisfatte in modo decrescente: si parte dai prezzi più alti fino ad arrivare a quelli più bassi. Il prezzo dell'ultimo titolo aggiudicato, e quindi quello inferiore, rappresenta il prezzo marginale che sarà pagato da tutti gli aggiudicatari. Per evitare che vengano proposti prezzi troppo bassi, si calcola un prezzo di esclusione al di sotto del quale non si considerano le domande effettuate. Nell'asta marginale vengono collocati i BTP, i CCT e i CTZ. Ogni soggetto ammesso, come nel caso dei BOT, può presentare al massimo cinque richieste con prezzo differente; ogni richiesta deve essere pari o superiore a 500.000 euro [59].
I titoli precedentemente citati rappresentano i Titoli di Stato: obbligazioni emesse dai governi per raccogliere i soldi necessari a finanziare il proprio Paese e le attività istituzionali. In Italia vengono emessi dal Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) attraverso il Dipartimento del Tesoro. È possibile acquistare i Titoli di Stato sul mercato primario, ossia al momento della loro emissione, attraverso un'asta o sul mercato secondario, ossia titoli già in circolazione, che vengono negoziati sul MOT o sul MTS. Queste obbligazioni possono essere collocate attraverso aste pubbliche, consorzio di collocamento o piattaforme elettroniche; il metodo di collocamento più comune è rappresentato dalle aste. Sono titoli altamente liquidabili, questo significa che possono essere facilmente rivenduti sul mercato grazie alle numerose emissioni e proposte di acquisto e vendita [60].

4.2 L'Italia nei primi 20 anni di moneta unica

Un bilancio dei primi 20 anni di moneta unica ha evidenziato un aumento iniziale delle esportazioni e della competitività; in media, ogni anno successivo all'adozione della moneta unica ha assistito all'aumento delle esportazioni e delle importazioni italiane. La situazione purtroppo non è riuscita a persistere. Il successivo calo della crescita e della produttività sono stati la diretta conseguenza di fattori strutturali che caratterizzano il nostro Paese come, ad esempio, la struttura economica e la dimensione delle imprese, la specializzazione in settori tradizionali e i bassi investimenti in R&S. La prevalenza di piccole e medie imprese italiane ha reso difficile il raggiungimento di mercati esteri e ha limitato l'efficienza e la capacità di seguire il processo di innovazione tecnologica tramite lo sviluppo di tecniche e prodotti avanzati. Inoltre, l'Italia ha risentito della costante crescita della concorrenza internazionale, rappresentata prevalentemente dalla Cina, nei confronti della quale il Paese non è riuscito a stare al passo continuando a competere sulla qualità dei prodotti offerti e non sul prezzo.

Nonostante la debolezza della crescita italiana non sia dipesa dall'adozione dell'euro, ma dal fatto che il Paese non sia stato in grado di reagire adeguatamente al cambiamento tecnologico e alla globalizzazione, sicuramente l'impossibilità di poter ricorrere, come in passato, a svalutazioni per rimanere competitiva e l'apprezzamento della moneta hanno giocato un ruolo importante [61].
Grazie alla moneta unica l'inflazione italiana è sempre stata sotto controllo e nei limiti previsti dagli obiettivi della Banca centrale, ad eccezione dei periodi di forte crisi. Nonostante il distacco dall'obiettivo di stabilità dei prezzi durante le crisi, l'inflazione è stata sempre controllata permettendo di evitare il tracollo dell'economia, di sostenere il credito e di mantenere intatto il funzionamento dei mercati. Durante le crisi sono state implementate misure eccezionali per immettere liquidità nel sistema riuscendo a contenere le spinte inflazionistiche. Inoltre, rispetto ai venti anni precedenti all'euro, la crescita media annua del livello dei prezzi si è ridotta di cinque punti percentuali [29].
Anche il rendimento dei BTP decennali ha subito una flessione dopo l'introduzione dell'euro; in generale, tra il 2000 e il 2021 il premio di liquidità sui BTP è stato in media contenuto, con picchi raggiunti solamente durante la crisi finanziaria, quella del debito sovrano e la pandemia di Covid-19. Da un'analisi condotta da Banca d'Italia emerge come il rendimento dei BTP decennali sia stato fortemente influenzato dalle aspettative e dalle diverse fasi di liquidità del mercato, dalle crisi affrontate dal Paese e, infine, dalla politica monetaria condotta dalla Banca centrale europea. Nei primi sette anni del 2000, il premio di liquidità per i titoli obbligazionari italiani è sempre stato molto basso e caratterizzato da bassa volatilità. L'aumento significativo del premio si è verificato durante lo scoppio della crisi finanziaria, arrivata in Italia nel 2008, alla quale, però, è seguito un leggero aumento del rendimento dei titoli. La stessa circostanza non si è verificata nel 2012 a seguito del famoso discorso "Whatever it takes" pronunciato dall'allora presidente della BCE Mario Draghi, il quale ha fatto aumentare significativamente i rendimenti dei BTP segnalando l'inglobamento di rischi ulteriori, in particolare quello di credito [38]. La situazione è migliorata a partire dall'implementazione delle operazioni di Outright Monetary Transactions (OMT), le quali comunque non sono state in grado di riportare la volatilità del premio di liquidità stabile e bassa come nel periodo pre-crisi. Negli anni successivi, attraverso l'implementazione di una politica monetaria espansiva, caratterizzata da bassi tassi di interesse e la diminuzione del rischio di credito, il rendimento dei BTP è diminuito significativamente. La situazione è rimasta stabile fino allo scoppio della pandemia, notando solamente un lieve peggioramento, durante la metà del 2018, dovuto all'incertezza legata al cambio di governo. Durante la crisi pandemica, le condizioni di liquidità nel mercato obbligazionario italiano si sono gravemente deteriorate; il premio di liquidità ha raggiunto il suo picco nel marzo 2020, durante la fase più acuta della crisi, insieme al rendimento che è aumentato in modo significativo. Grazie, però, al rapido intervento della BCE, in particolare con l'introduzione del PEPP, già citato in precedenza, la situazione sul mercato dei BTP è stata efficientemente risolta [62].
L'elemento protagonista degli ultimi venti anni è sicuramente rappresentato dal debito pubblico italiano, la cui crescita sembra non esser mai cessata. Negli anni '90, in vista della convergenza e dell'entrata nell'UEM, si crearono i presupposti per una riduzione del debito

[38]Per rischio di credito si intende l'incapacità di un Paese di adempiere alle proprie obbligazioni; nello specifico, il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi.

Figura 3: Fonte: TRADING ECONOMICS

pubblico; il Paese stava riuscendo a contenere la spesa pubblica, la crescita economica stava avvenendo e i tassi di interesse stavano diminuendo in linea con i criteri di Maastricht. Con l'entrata nell'euro, inoltre, avvenne un calo dei rendimenti dei Titoli di Stato italiani in quanto l'ingresso nell'Eurozona venne considerato come un fattore di riduzione del rischio dei titoli. Seguì una fase di decrescita del debito, negli anni del governo Berlusconi, attraverso una diminuzione della spesa pubblica e l'aumento nominale del PIL. A partire dal 2007, il debito riprese a salire a causa delle due crisi che colpirono e ridussero la crescita del Paese. Con la crisi dei mutui subprime del 2008 e la crisi del debito sovrano del 2009, il PIL italiano iniziò a crollare; nel periodo considerato, si verificò uno degli aumenti più significativi del debito pubblico, il quale passò dal 106,2% al 116,6% del PIL. Nonostante nel 2011-2013 si registrò un altro aumento significativo, il debito passò dal 119,7% al 132,5% del PIL, le misure implementate dal Governo Monti per fronteggiare la crisi risultarono efficaci per i conti pubblici. Cruciale per la stabilizzazione del debito pubblico italiano furono gli interventi posti in essere dal governatore della Banca centrale, Mario Draghi, a partire dal 2011. Attraverso il Quantitative Easing, l'acquisto di titoli di debito degli Stati membri sul mercato secondario, il debito italiano riuscì a stabilizzarsi tra il 134% e il 135%. Con l'arrivo della pandemia di Covid-19 si è assistito nuovamente ad un aumento significativo del debito che è arrivato a toccare il 155% del PIL, nel 2020, per calare successivamente al 141,7% del PIL, nel 2022 [63].

Figura 4: Fonte: ISTAT

4.3 Il mercato obbligazionario dagli anni '80 all'introduzione dell'Euro

Durante gli anni Settanta vennero implementate una serie di riforme che coinvolsero il mercato obbligazionario, la più importante fu, nel 1975, la riforma del mercato dei BOT. La riforma prevedeva l'impegno da parte della Banca d'Italia di acquistare, attraverso meccanismi d'asta, tutti i titoli non collocati presso il pubblico in modo da finanziare i disavanzi del Tesoro attraverso l'emissione di base monetaria. Inoltre, era prevista la possibilità per il Tesoro di poter modificare il tasso di sconto, sia pure su proposta del governatore. Questa riforma in particolare permise, negli anni Ottanta, l'evoluzione del mercato monetario e fece tornare i Titoli di Stato ad essere il principale strumento di finanziamento del settore pubblico, in quanto il rendimento offerto da tali titoli era più elevato rispetto a quello dei depositi. Il vantaggio dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) era rappresentato dalla loro breve durata, la quale permetteva di proteggere gli investitori dal rischio di inflazione che era sempre stata in doppia cifra per più di un decennio. Oltre ai BOT vennero introdotti anche i Certificati di Credito del Tesoro (CCT), titoli inizialmente indicizzati al rendimento dei BOT, durata di due anni e cedola semestrale, che con il passare degli anni vennero adeguati sempre di più alle richieste del mercato, allungandone ad esempio la durata. Oltre allo sviluppo del mercato monetario, un'altra causa che fece spostare l'interesse verso le obbligazioni fu il divorzio, nel 1981, tra la Banca d'Italia e il Tesoro. Con la scissione, la Banca d'Italia non fu più tenuta ad acquistare le obbligazioni non collocate presso il pubblico e questo obbligò il Ministero a rivolgersi, in via esclusiva, al mercato e ad aumentare i tassi di interesse per rendere le

obbligazioni più interessanti ed evitare il rischio di non collocarle. Questo condusse lo Stato a perdere la propria sovranità monetaria.
Nonostante un iniziale aumento del costo del debito e dei tassi di interesse, gli effetti del divorzio furono positivi riuscendo a far tornare i tassi di interesse su livelli compatibili con il progressivo rientro dell'inflazione e con la permanenza nello SME; il debito pubblico venne finanziato quasi completamente attraverso il mercato senza ricorrere alla creazione di base monetaria [64].
Nel 1986, attraverso l'introduzione della cedolare secca, si ridusse l'interesse delle istituzioni creditizie nei confronti dei Titoli di Stato. La cedolare secca prevedeva l'obbligo da parte delle banche di versare degli importi all'Erario come ritenuta d'acconto che avrebbero poi riottenuto in futuro. La conseguenza fu rappresentata dai forti oneri finanziari sostenuti dalle banche, soprattutto quelle più grandi, che si trovarono ad avere un credito d'imposta nei confronti dell'Erario. Tale vincolo sulla concessione del credito sarà poi eliminato nel 1990 durante il processo di liberalizzazione del settore bancario.
Nel 1988 nacque il Mercato Telematico all'ingrosso di titoli di Stato (MTS) attraverso la collaborazione della Banca d'Italia, del Ministero del Tesoro e degli intermediari finanziari con lo scopo di aumentare la liquidità del mercato dei titoli di Stato italiani e contribuire a diminuire il costo del debito pubblico. Con il MTS, infatti, si volle realizzare un mercato secondario all'ingrosso in grado di agevolare il collocamento dei nuovi titoli emessi dal Ministero del Tesoro e che avrebbe incoraggiato gli investitori a comprare i titoli con le scadenze più lunghe.
Al fine di garantire un'efficiente redistribuzione della liquidità all'interno del sistema bancario e di rendere più efficace il controllo dei tassi, venne creato, nel 1990, il Mercato Interbancario dei Depositi (MID). La creazione di queste piattaforme rappresentò un ruolo fondamentale nel processo di ammodernamento dei mercati finanziari italiani; negli anni successivi, furono poi realizzati altri mercati telematici al fine di soddisfare specifiche necessità degli investitori. Saranno introdotti, ad esempio, il Mercato Italiano dei Future (MIF), il Mercato Telematico delle Opzioni (MTO) e il Mercato del Coupon Stripping (MCS). Oltre alla creazione di nuovi mercati finanziari, con il successivo avvenire del fenomeno delle privatizzazioni a partire dal 1990, venne implementato un nuovo modello di governance che prevedeva l'attribuzione della gestione dei mercati ad idonee società per azioni a proprietà privata. MTS Spa (1998) divenne la società di gestione dei mercati regolamentati e la futura e-MID SIM SpA fu creata per il controllo del mercato interbancario dei depositi [39]. Il fenomeno delle privatizzazioni giocò un ruolo fondamentale nella gestione dei mercati finanziari in quanto il controllo da parte di privati era in grado di coinvolgere maggiormente gli utenti e di garantire una maggiore efficienza [65].
Nel 1991 fu introdotta l'esenzione dall'obbligo di riserva per le operazioni pronti contro termine che permise alle banche di poter praticare tassi di interesse più elevati e di accrescere, in tal modo, l'interesse delle famiglie verso i Titoli di Stato. Nel 1992, però, a seguito di una forte crisi valutaria che portò la lira a svalutarsi consistentemente, il rendimento dei Titoli di Stato aumentò vertiginosamente: il tasso medio di interesse dei titoli di Stato era pari a 14,05% [66]. Per contrastare la crisi fu attuato un allentamento degli accordi di cambio dello SME e vennero ridotti i tassi d'interesse con continuità sia nel comparto a breve termine sia

[39] Inizialmente introdotta come e-Mid Spa nel 1999.

in quello a lungo termine e nei differenziali con gli altri principali paesi partecipanti. Per gli anni a seguire, l'obiettivo della BCE fu quello di preservare la stabilità dei prezzi e di conseguire una ripresa non inflazionistica frenando l'aumento dei prezzi e rialzando i tassi di interesse. Nel 1995 si iniziò ad intravedere una ripresa economica che portò all'aumento della domanda di credito e allo smobilizzo dei titoli detenuti dalla banche che non erano stati collocati a causa della forte crisi valutaria [67].
Con l'introduzione dell'Euro, aumentò la liquidità ma anche la domanda delle obbligazioni italiane da parte degli investitori nazionali ma, soprattutto, da parte di quelli internazionali. Questo fu possibile grazie all'eliminazione del rischio di cambio che ridusse i costi di transazione, come le commissioni o le spese di protezione contro il rischio di cambio, rendendo le obbligazioni nazionali più interessanti e meno rischiose per gli investitori esteri. Seguendo la stessa logica, aumentò notevolmente il collocamento e l'acquisto di titoli esteri in virtù della creazione di un mercato finanziario sempre più integrato e dell'eliminazione del rischio di cambio.
La diminuzione della rischiosità delle obbligazioni nazionali risiedeva, oltre a quanto precedentemente citato, nel fatto che con l'introduzione dell'area euro tali obbligazioni risultavano legate a economie più forti, come quella tedesca e, in virtù di ciò, i rendimenti risultavano più stabili e prevedibili. Il tutto fu inoltre favorito dalla creazione del Mercato telematico dei Titoli di Stato (MTS), già citato in precedenza. È importante notare come questo legame possa rappresentare un'arma a doppio taglio in quanto se nelle fasi di stabilità l'adesione alla moneta unica ha dimostrato di essere un elemento di forza per i paesi più deboli, questa stessa adesione ha comportato una maggiore vulnerabilità per tutti i paesi durante i momenti di instabilità, come sarà evidenziato durante la crisi dei debiti sovrani.
Con l'introduzione dell'euro nacque la necessità di diversificare il rischio dando più spazio alle obbligazioni societarie e ai titoli esteri; questo si tradusse nella riduzione della presenza di Titoli di Stato nei bilanci bancari. La moneta unica, inoltre, rese più facile finanziarsi sul mercato interbancario europeo e questo portò, ad esempio, alla riduzione della liquidità delle banche.
Grazie all'unione monetaria, il rischio di default dell'Italia si ridusse drasticamente e questo fece diminuire i differenziali di interesse tra l'Italia e la Germania. Divenne, infatti, un indicatore di rischio [40] importante il cosiddetto spread dei rendimenti, il quale indica la differenza tra i rendimenti delle obbligazioni italiane, i BTP, e i rendimenti delle obbligazioni tedesche, i Bund, in quanto la Germania è sempre stata considerata come uno dei Paesi meno rischiosi dell'Eurozona. Lo spread BTP/BUND [41] indica, perciò, la fiducia dei mercati italiani. Se lo spread aumenta significa che la fiducia degli investitori verso i Titoli di Stato italiani è diminuita poichè l'investimento viene considerato più rischioso; se diminuisce, invece, significa l'opposto. Maggiore è la differenza tra i BTP e i Bund e maggiore è la sfiducia riguardo la capacità dell'Italia di poter adempiere alle proprie obbligazioni.
Nella seconda metà del 2007 scoppiò negli Stati Uniti una crisi finanziaria nota anche come crisi dei mutui subprime in quanto ebbe origine dall'aumento significativo dell'erogazione di

[40] Per indicatore di rischio si intende la percezione del rischio dell'Italia rispetto ad altri paesi dell'Eurozona.

[41] Lo spread viene calcolato in punti base e ogni punto rappresenta un centesimo di punto percentuale, il che significa che 100 punti base corrispondono a una differenza dell'1%. Per calcolarlo, bisogna considerare un BTP con scadenza decennale e calcolare il suo rendimento a scadenza. Bisogna, poi, fare la stessa cosa considerando un Bund decennale. Lo spread sarà dato dalla differenza tra i due rendimenti.

prestiti ad alto rischio, ossia mutui forniti a clienti con difficoltà di adempimento ai proprio obblighi. Lo scoppio della crisi provocò molteplici tensioni sui mercati finanziari e aumentò notevolmente l'avversione al rischio da parte degli investitori. Di conseguenza, aumentò la volatilità del mercato obbligazionario che si tradusse in una riduzione della domanda di obbligazioni italiane con conseguente aumento del rendimento richiesto dagli investitori in virtù del maggior rischio sostenuto. Si verificò il cosiddetto "flight to quality", ossia una fuga dai titoli più rischiosi, come quelli italiani, verso quelli considerati più sicuri, come quelli tedeschi. Anche le banche italiane avviarono una ricomposizione dei portafogli includendo attività considerate meno rischiose e più liquide come i Titoli di Stato [68].
Uno degli effetti più evidenti della crisi sul mercato obbligazionario italiano fu rappresentato dall'aumento dello spread BTP/BUND che riflesse la crescente perplessità degli investitori riguardo le capacità dell'Italia di gestire il proprio debito in un contesto di recessione globale e instabilità finanziaria. Lo spread raggiunse i 70 punti base, il livello più alto mai registrato dall'introduzione dell'Euro [69].
Nel 2009 in risposta alla crisi finanziaria, la Banca d'Italia, la società e-MID e l'Associazione Bancaria Italiana (ABI) realizzarono il Mercato Interbancario Collateralizzato (MIC); lo scopo fu quello di favorire la ripresa delle contrattazioni interbancarie durante la crisi di liquidità dei mercati. Il MIC permetteva agli operatori di scambiarsi fondi interbancari minimizzando i rischi di controparte e di liquidità, in quanto la Banca d'Italia aveva la facoltà di intervenire tra il momento dell'eventuale inadempienza da parte di un partecipante e il momento di copertura delle perdite attraverso la vendita del collaterale del partecipante inadempiente e la contribuzione mutualistica [70].

4.4 Conseguenze della crisi dell'Eurozona sul mercato obbligazionario ed evoluzione del mercato fino ai nostri giorni

Nel 2010, a seguito della crisi finanziaria globale, scoppiò la crisi dei debiti sovrani anche chiamata crisi dell'Eurozona che colpì principalmente i cosiddetti PIIGS (Portogallo, Italia, Irlanda, Spagna, Grecia), ossia i paesi maggiormente in difficoltà per via dell'insostenibilità del proprio debito pubblico. Per tutto il 2009, infatti, le banche europee avevano sfruttato i bassi tassi di interesse applicati dalla Banca centrale per finanziarsi e per investire nei titoli di debito pubblico europeo emessi. Tali titoli, infatti, rappresentavano un investimento interessante per le banche in quanto rendevano il 3%-4%. Inoltre, gli interventi pubblici implementati per aiutare gli istituti creditizi europei danneggiati dalla crisi dei mutui subprime contribuirono a peggiorare gli squilibri di finanza pubblica dei Paesi più vulnerabili. Ciò che di fatto causò il passaggio da una crisi di credito ad una crisi di debito fu la crisi dei conti pubblici della Grecia, resa nota solo nel 2009. I governi dell'Eurosistema furono costretti ad intervenire massicciamente attraverso ricapitalizzazioni bancarie, generose garanzie sui loro debiti e concessioni di crediti a tassi di interesse più bassi e, dunque, più sostenibili per i paesi in difficoltà. Nel 2010 gli Stati membri e il FMI approvarono un prestito di salvataggio di 110 miliardi di Euro, a cui l'Italia contribuì versando 10 miliardi di Euro, a favore della Grecia. A complicare ulteriormente la situazione fu la crisi del sistema bancario irlandese; ancora una volta fu approvato un prestito pari a 85 miliardi di Euro ad opera del FMI e dei paesi dell'Eurozona. È importante notare che si trattò di prestiti e non di finanziamenti in quanto l'articolo 125 del Trattato istitutivo dell'Unione impedisce ai governi o alle istituzioni

dell'UE di finanziare il debito di ogni altro membro aderente. Il principio alla base è chiamato "no bail out clause" che consiste nell'impedire che un Paese non svolga i propri compiti con la necessaria prudenza e diligenza in quanto consapevole della possibilità di essere salvato dagli altri Stati membri o istituzioni dell'Unione [71].
Tutti i mercati finanziari principali risentirono immediatamente della corrente situazione e le agenzie di rating provvedettero ad abbassare adeguatamente il merito creditizio di ogni paese europeo. La crisi si manifestò in tutta la sua gravità nel 2011, colpendo significativamente anche l'Italia; il Paese si trovò in una situazione ambigua: è "too big to fail" ma anche "too big to bail out" [42].
Le conseguenze sul mercato obbligazionario furono principalmente l'aumento del rendimento dei BTP a 10 anni che passò da un tasso medio di interesse pari al 4,01% ad un tasso pari al 8%, e l'aumento significativo dello spread BTP/BUND che in pochi mesi arrivò ad un valore pari a 570 punti base, quando nei mesi precedenti non fu nemmeno pari a 200 punti base [71].
L'aumento del rendimento dei BTP decennali comportò come diretta conseguenza una difficoltà maggiore nel collocamento delle obbligazioni, soprattutto quelle non garantite, a causa del notevole aumento di rischio dei titoli. Inoltre, un'ulteriore conseguenza fu il successivo incremento del costo del rifinanziamento del debito pubblico e della raccolta di capitale da parte delle banche. I prestiti bancari concessi diminuirono significativamente a causa della diminuzione degli investimenti e dell'aumento delle criticità riguardo i bilanci bancari. Al culmine della crisi, infatti, si verificò il deterioramento della qualità del credito che ebbe un effetto significativo sulla redditività delle banche e sulla loro capacità di erogare prestiti; questo rappresentò un enorme problema in quanto in Italia i prestiti bancari avevano sempre rappresentato la principale forma di finanziamento.
Si verificò, ancora una volta, il "flight to quality" verso i titoli tedeschi, considerati sempre più sicuri rispetto agli altri titoli dell'Eurosistema. La situazione riflesse pienamente l'incremento significativo dello spread tra i titoli tedeschi e i titoli italiani e il declassamento, o "downgrade", del rating dell'Italia da parte delle relative agenzie. Moody's declassò il Paese da Aa2 ad A2; Fitch, invece, da AA- ad A+. La crisi colpì in maniera diretta anche il settore dei fondi obbligazionari, in particolare quelli governativi, che aveva sempre costituito una quota significativa della ricchezza dei risparmiatori italiani in quanto percepiti come sicuri [40].
Durante la crisi, le grandi imprese aumentarono i collocamenti sul mercato obbligazionario compensando in parte la riduzione del credito bancario con nuovi titoli di debito [43]; la maggior parte delle emissioni furono collocate sul mercato internazionale. Lo stesso non accadde per le piccole e medie imprese che ridussero sia i volumi che il numero di collocamenti in modo significativo. Le ragioni risiedevano nel fatto che le obbligazioni emesse dalle PMI venivano spesso reputate poco attraenti per gli investitori istituzionali a causa della loro scarsa liquidità e dell'elevato rischio di credito. Nel 2012, al fine di risolvere il problema e al fine di favorire l'accesso delle PMI al mercato obbligazionario, il Governo introdusse un nuovo

[42] I termini "too big to fail" e "too big to bail out" significano rispettivamente che l'Italia era così influente e integrata nel sistema che il suo fallimento avrebbe compromesso la stabilità dell'intero sistema; ma, allo stesso tempo, il suo salvataggio sarebbe stato così oneroso da essere insostenibile per gli altri Stati.

[43] Rispetto ai prestiti bancari, le emissioni obbligazionarie sono caratterizzate da minori costi di monitoraggio; di contro, sono caratterizzate da una elevata difficoltà nella loro rinegoziazione in quanto sono presenti più sottoscrittori, meno garanzie o covenant, scadenze più lunghe e requisiti informativi più stringenti.

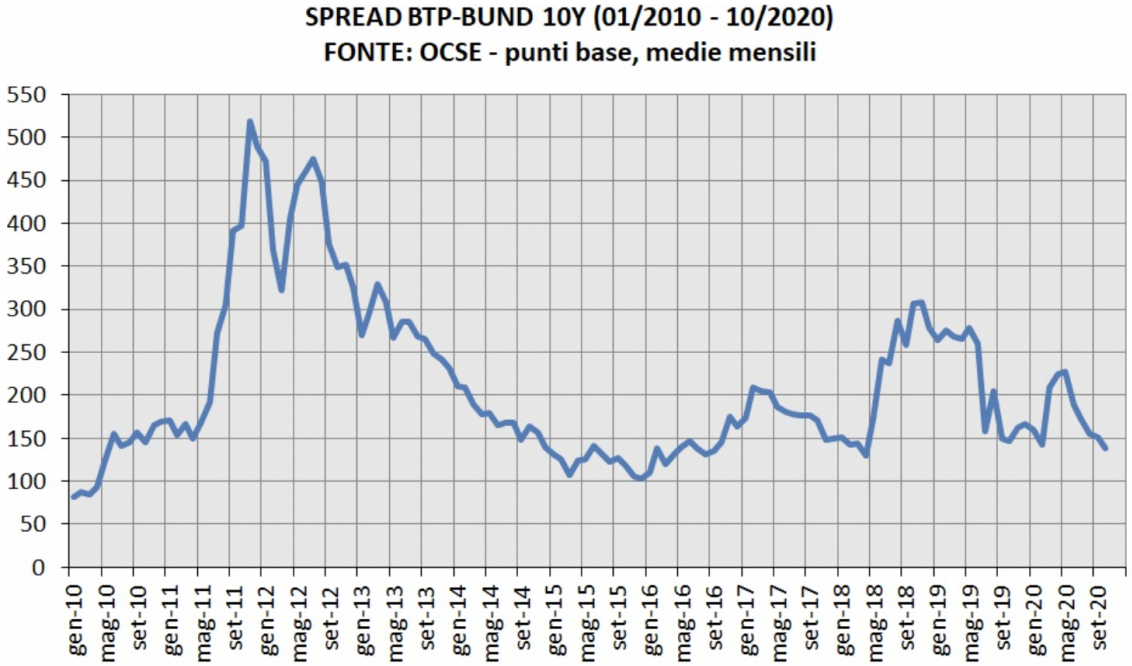

Figura 5: Fonte: OCSE

sistema dedicato alle emissioni obbligazionarie di società non quotate, i cosiddetti minibond. Durante la crisi i volumi delle emissioni obbligazionarie furono molto più elevate di quelle effettuate nel periodo precedente: le emissioni lorde furono in media di 32 miliardi di Euro all'anno, circa il 50% in più rispetto al periodo 2002-2008, e raggiunsero l'apice di 40 miliardi di Euro nel 2013. Dopo il 2008, però, si è assistito ad una significativa riduzione delle emissioni: il numero medio è sceso da circa 185 all'anno nel periodo 2002-2008 a 130 tra il 2009 e il 2013 [72].
Inizialmente, per far fronte alla crisi e mantenere la stabilità finanziaria, fu introdotto l'European Financial Stability Facility (EFSF): un veicolo finanziario temporaneo costituito dagli Stati membri avente il potere di emettere titoli obbligazionari garantiti dagli Stati stessi[73]. Successivamente, i meccanismi di intervento vennero ampliati includendo, al verificarsi di determinate condizioni, interventi sul mercato primario e secondario dei titoli pubblici, l'apertura di linee di credito precauzionali e il finanziamento della ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie. Nel 2011, l'EFSF fu affiancato dall'European Stability Mechanism (ESM), un meccanismo permanente per la gestione delle crisi.
Tali interventi non furono esaustivi, come fu possibile verificare dall'andamento dello spread BTP/BUND che rimase ancora al di sopra dei 500 punti base. Nel 2012, l'allora presidente della BCE Mario Draghi, introdusse il Long Term Refinancing Operation (LTRO): una serie di operazioni di rifinanziamento straordinarie del sistema bancario di durata triennale. Alle banche vennero concessi prestiti a tasso fisso, pari all'1%, attraverso i quali avrebbero potuto ricomprare parti del debito pubblico europeo al fine di far diminuire lo spread e riportare i governi, specialmente quello italiano, a condizioni di finanziamento sostenibili. Nel frattempo i rating di molteplici paesi europei, tra cui l'Italia, continuavano ad essere declassati. Con l'aggravarsi della situazione, sempre nel 2012, vennero introdotte delle operazioni non

convenzionali di politica monetaria, le cosiddette Outright Monetary Transactions (OMT). Si trattava di operazioni di acquisto a pronti sul mercato secondario dei Titoli di Stato con lo scopo di ripristinare il corretto funzionamento della trasmissione della politica monetaria all'interno dell'Eurozona. Gli interventi, però, potevano essere effettuati solo nei confronti dei Paesi che avevano ottenuto un programma di finanziamento da parte dei fondi europei di salvataggio, quali l'EFSF e l'ESM [74]. Il solo annuncio di tali operazioni produsse effetti immediati: i rendimenti a medio e a lungo termine nei Paesi sotto tensione diminuirono e la frammentazione dei mercati lungo confini nazionali si attenuò. Inoltre, anche gli spread tra i titoli pubblici dell'Eurozona iniziarono a diminuire. Nel 2013, lo spread BTP/BUND arrivò a 250 punti base [75].
Nel 2014-2015, la domanda di titoli pubblici continuò ad essere sostenuta da ingenti immissioni di liquidità, effettuate dalla BCE, attraverso operazioni non convenzionali di politica monetaria: i Targeted Long Term Recinancing Operations (TLTRO) e il Quantitative Easing (QE). I TLTRO consistevano in operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine effettuate con l'obiettivo di sostenere l'erogazione del credito bancario nell'area Euro e per migliorare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Il QE consisteva invece nell'acquisto di attività finanziarie, come Titoli di Stato e altre obbligazioni, ad opera della BCE per stabilizzare le condizioni dei mercati e abbassare i tassi di interesse con lo scopo di diminuire la percezione del rischio relativo alla crisi del debito sovrano da parte degli investitori. La durata dell'operazione fu sostanzialmente indeterminata ma destinata a durare almeno fino al 2016. Dopo l'annuncio del QE, si assistette ad un calo significativo dei rendimenti all'interno di tutta l'area dell'Euro che permise di rendere più semplice l'implementazione delle misure di contenimento del deficit ad opera degli Stati con maggiori squilibri di finanza pubblica [76].
Durante questi periodi di intensa crisi si verificò il fenomeno dei rendimenti obbligazionari negativi, ossia titoli di debito che alla scadenza rimborsavano una somma complessiva inferiore a quella originariamente pagata. Questo fenomeno fu il risultato della politica monetaria effettuata dalla BCE, in particolare il Quantitative Easing, per contrastare la crisi del 2011-2012 che condusse a tassi di interesse molto bassi, o addirittura negativi, e a prezzi delle obbligazioni molto alti. Nonostante ciò, tra il 2010 e 2020 non ci furono periodi lunghi o frequenti di rendimenti obbligazionari negativi, ma il rendimento in media è diminuito. Inoltre, nel tempo, si è assistito anche alla riduzione dell'interesse delle obbligazioni come asset class e del loro ruolo all'interno dei portafogli bilanciati [77]. Oltre allo sviluppo di rendimenti obbligazionari negativi, si verificò la sostituzione dei prestiti bancari con le obbligazioni, in particolare per le aziende di maggiori dimensioni e con maggior rischio. Questa situazione fu la risultante della profonda crisi che sconvolse il sistema bancario rendendolo meno efficiente e costringendolo a ridurre l'offerta di prestiti. Durante la crisi, infatti, le banche subirono perdite significative che erosero il valore del loro capitale e che contribuirono a renderle più rischiose; inoltre, si verificò il cosiddetto "credit crunch", ossia una stretta creditizia che si tradusse nella diminuzione dell'offerta di credito ad opera degli istituti finanziari, prevalentemente le banche, nei confronti della clientela, costituita prevalentemente dalle imprese. Le banche, infatti, iniziarono a concedere prestiti a condizioni più restrittive e applicarono tassi di interesse più elevati aumentando la difficoltà per le imprese ad accedere a tali prestiti. La diretta conseguenza allo sviluppo del "credit crunch" fu la diffusione dei prestiti obbligazionari: le imprese iniziarono ad emettere obbligazioni per finanziarsi riducendo la loro dipendenza

dagli istituti creditizi e diversificando il loro rischio di finanziamento su una molteplicità di investitori, soluzione alquanto favorevole durante un periodo di forte instabilità sui mercati finanziari [78].
Nonostante l'introduzione della moneta unica non sia stata la causa della crisi del debito sovrano, è fondamentale sottolineare che l'introduzione dell'Euro ha aumentato la vulnerabilità dei paesi all'interno della sua area. L'aumento della vulnerabilità è stato il risultato della perdita di autonomia monetaria: prima dell'introduzione della moneta unica, infatti, l'Italia aveva sempre ricorso alla svalutazione della propria moneta, la lira, per rimanere competitiva e per stimolare la crescita economica; con l'Euro questa possibilità non potè più essere contemplata. Questa perdita di indipendenza comprendeva anche l'impossibilità di poter fissare i propri tassi di interesse e di poter controllare la quantità di moneta in circolazione attraverso la creazione di moneta. Nell'era dell'Euro, queste operazioni erano tutte sotto il controllo di un'autorità unica, la BCE, e questo comportò per l'Italia problemi derivanti dal fatto che talvolta i tassi di interesse e la quantità di moneta in circolazione non erano ottimali per la specifica situazione economica del Paese, impedendogli in tal modo di reagire al meglio e più rapidamente agli shock economici. La crisi globale mise drasticamente in luce tutti i difetti e i rischi legati all'integrazione europea, fino a quel momento rimasta incompiuta. Questa incompiutezza si traduceva nell'assenza di un bilancio comune e di un'unione politica: ogni Stato membro presentava, infatti, una situazione economica, un sistema fiscale, una politica estera e una politica sociale particolarmente differenti e questo rese difficile perseguire una politica unica in tutta la zona Euro. Era, infatti, assente un'istituzione nazionale in grado di porre in essere una politica unica e coordinata per tutta l'area e questo, non solo rese molto difficile uscire in maniera veloce ed efficiente dalla crisi, ma evidenziò in modo significativo le divergenze tra i Paesi membri. Proprio per questo motivo, l'Euro viene spesso chiamato "moneta senza Stato".
Sebbene l'introduzione dell'Euro sia stato un passo fondamentale nella creazione di una Europa unita, la sua realizzazione è stata più lontana che mai. La presenza di una convergenza macroeconomica limitata e la presenza di una governance economica basata sull'unione di forze di mercato e regole di bilancio profondamente diverse hanno giocato un ruolo fondamentale nell'incompiutezza dell'Unione [79]. L'esempio di questa mancata convergenza è proprio il nostro Paese: l'Italia è entrata nell'UEM con un rapporto debito/PIL pari al 120% pensando che tale valore sarebbe diminuito, rispettando uno dei criteri di Maastricht, e si sarebbe stabilizzato verso il 60% in un orizzonte temporale ragionevole. Ciò che non fu chiaro all'Italia era il fatto che accettare una politica monetaria unica che fosse orientata al mantenimento e al contenimento dell'inflazione significava rinunciare alla possibilità di svalutare periodicamente la propria valuta concentrandosi, invece, sull'aumentare la propria competitività attraverso una maggiore efficienza, qualità e investimenti in capitale, indipendentemente dalle differenze di prezzo e attraverso l'implementazione di riforme strutturali. Questo non avvenne ed infatti il Paese quindici anni dopo l'entrata nell'Eurozona, nel 2007, si trovò ancora con un rapporto debito/PIL superiore a 100; fu infatti pari al 103% e la situazione peggiorò significativamente durante la crisi dei debiti sovrani in cui il rapporto arrivò ad essere pari al 130% [80]. Inoltre, tra le principali conseguenze della crisi globale, rientrò la volatilità dello spread che schizzò fino ad arrivare a 575 punti base nel Novembre del 2011 e con un rendimento dei BTP decennali pari al 7,4%. La correzione dello spread fu ostacolata dalla crescente frammentazione dei mercati finanziari che impedirono la corretta trasmissione della politica monetaria

della BCE. Nel 2012, infatti, lo spread BTP/BUND era ancora superiore ai 500 punti base. Tale risultato fu giustificato dalla perdita di credibilità, o crisi di fiducia, nei confronti delle autorità nazionali e dal forte timore, da parte degli investitori, della disgregazione dell'Euro che, con l'arrivo della crisi, divenne sempre più forte. Fu in questa drammatica situazione che la governance europea e la BCE posero in essere operazioni sempre più incisive, essendo consapevoli dell'ulteriore aggravarsi della crisi, introducendo l'OMT che riuscì ad evitare il collasso finanziario. Come detto in precedenza, il solo annuncio beneficiò tutta l'economia europea eliminando la percezione del rischio sovrano di alcuni paesi, incluso il nostro [79].
Tutto ciò impattò profondamente il mercato obbligazionario italiano provocando una reazione a catena: l'aumento eccessivo dello spread fece aumentare conseguentemente il costo del finanziamento sul mercato primario per il Governo italiano. Il Governo, infatti, nel momento di emissione delle nuove obbligazioni o nel momento del rifinanziamento il debito esistente si trovò a doverlo fare offrendo tassi di interesse più elevati per attrarre gli investitori consapevoli del maggior rischio associato al Paese. Sul mercato secondario, invece, aumentarono sia il rischio sia la volatilità che portarono, da una parte, a maggiori opportunità per gli investitori meno avversi al rischio, ma dall'altra parte, compromisero liquidità e la stabilità dei prezzi in quanto si diffuse il "flight to quality" attraverso il crescente interesse verso i beni rifugio, come l'oro o il Bund tedesco, considerati più sicuri. Questo rese il mercato obbligazionario italiano particolarmente sensibile anche alle dinamiche economiche e a quelle politiche. Inoltre, il mercato fu protagonista della maggior parte delle operazioni implementate dalla BCE durante la crisi, operazioni che andavano dall'Outright monetary transactions al Quantitative Easing.
I tre grandi shock del 2020-2022 portarono nuovi cambiamenti nelle dinamiche del mercato obbligazionario: il COVID-19, il successivo aumento dell'inflazione provocato dalla pandemia e l'invasione in Ucraina ad opera della Russia portarono ad una nuova svolta nella politica monetaria, con rialzi aggressivi dei tassi di interesse e con la fine del Quantitative Easing. Con l'esplosione della pandemia il mercato delle obbligazioni italiane divenne fortemente illiquido, a causa del "flight to quality" e della corsa al contante, e questo portò i finanziamenti ad essere più difficili e costosi soprattutto per le aziende con rating molto bassi. Nonostante ciò, il numero di emissioni e l'importo delle stesse aumentò significativamente: tra marzo e dicembre, la raccolta di obbligazioni da parte delle imprese italiane ammontò a quasi il 25% in più rispetto alla media del 2017-2019 per lo stesso periodo [81].
I rendimenti dei portafogli obbligazionari furono drammatici in quanto ci fu un calo generalizzato dei prezzi, un incremento della volatilità e dello spread; si verificò una diminuzione delle scadenze ed un aumento dei tassi di interesse che rispecchiarono il maggior rischio associato a questi strumenti finanziari e l'aumento del costo del debito.
Il mercato dei Titoli di Stato italiani fu particolarmente colpito dalla crisi pandemica: si assistette ad un incremento significativo dei rendimenti dei BTP decennali che passarono dall'1,3% al 2,5% rispetto agli anni precedenti. Anche lo spread BTP/BUND salì velocemente raggiungendo il picco, nell'Aprile 2020, pari a 233,9 punti base rispetto ad una media di circa 150 punti base registrata nei mesi precedenti [82]. Diversamente da quanto accadde durante la crisi del debito sovrano, in questo caso i prestiti bancari non furono totalmente sostituiti dalle emissioni obbligazionarie ma ci fu una complementarietà fra i due strumenti, infatti, l'uso di entrambi gli strumenti aumentò significativamente durante la crisi del 2020.
Per fronteggiare la crisi, la BCE intervenne tempestivamente annunciando un programma

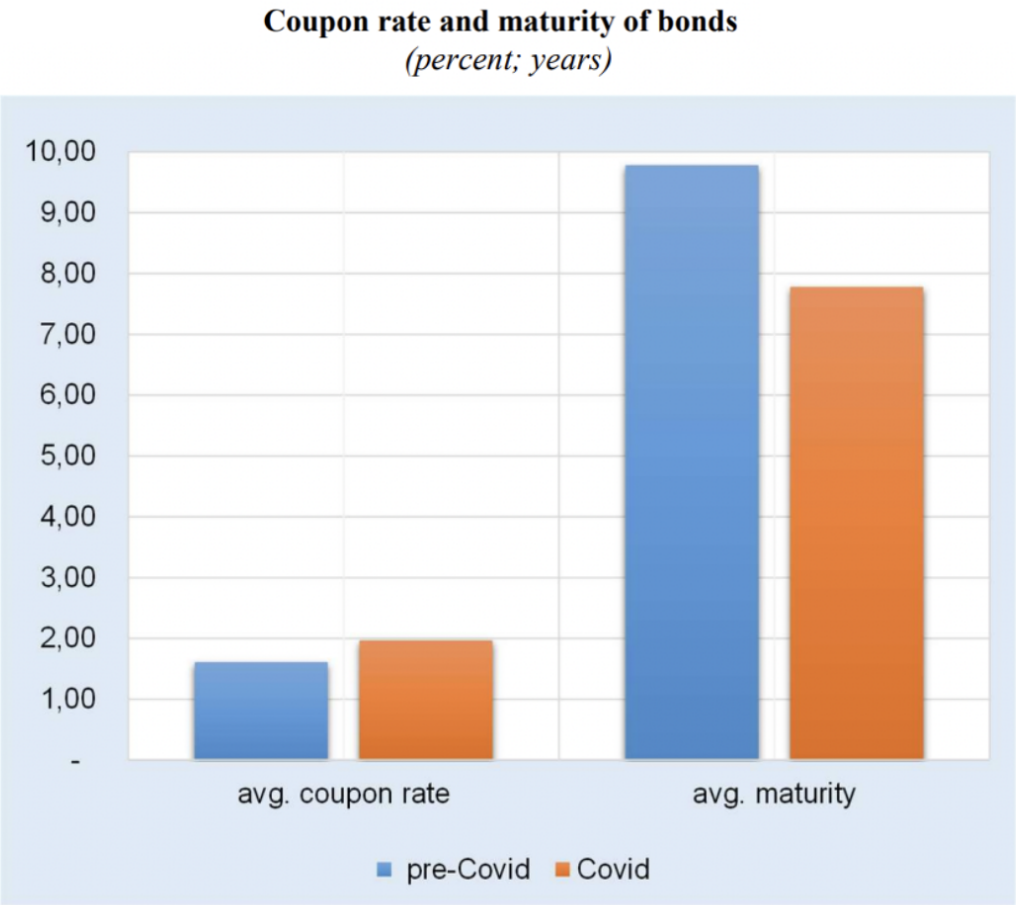

Figura 6: Fonte: Anagrafe Titoli and Dealogic

straordinario di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica, il cosiddetto Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), al fine di garantire nuovamente il corretto funzionamento dei mercati dei titoli pubblici europei e assicurando anche l'efficace trasmissione della politica monetaria. Come nel caso delle Outright Monetary Transactions, il solo annuncio dell'operazione riuscì ad attenuare, in maniera considerevole, le tensioni sui mercati dei Titoli di Stato che registrarono una rapida diminuzione dello spread e dei rendimenti, i quali mantennero comunque livelli più elevati rispetto al periodo pre-crisi. Le condizioni dei mercati finanziari si normalizzarono progressivamente e i finanziamenti rimasero più stringenti riflettendo il rallentamento dell'economia e la maggiore incertezza sul merito creditizio delle imprese [72].
Il 2022 è stato probabilmente uno degli anni più duri per il mercato obbligazionario italiano a causa dello scoppio del conflitto in Ucraina che ha aggravato il rialzo dei prezzi delle materie prime, già in atto dopo la pandemia, generando ulteriori pressioni inflazionistiche e costringendo la BCE ad aumentare i tassi di interesse. Questo ha portato ad aumento superiore al 4% del rendimento dei BTP decennali e ad un aumento dello spread BTP/BUND che ha raggiunto i 250 punti base nel Settembre 2022 [83].
Nei primi mesi del 2023 gli acquisti di titoli pubblici da parte degli investitori hanno superato

quota 70 miliardi; il boom dei BTP e di altri tipi di obbligazioni è derivato dal rialzo dei tassi di interesse e dall'ultima emissione dei BTP Italia [44] e dei BTP Futura [45] in quanto troppo lunghi e troppo complessi. Un ruolo di massima importanza è stato rivestito dalla prima emissione del BTP Valore con durata quadriennale, cedole step-up, premio finale di fedeltà e dedicato esclusivamente ai risparmiatori retail [46] [84].

4.5 Prospettive future: gli Eurobond

La necessità di introdurre gli Eurobond, ossia emissioni comuni di debito pubblico ad opera delle istituzioni europee, nasce dall'instabilità finanziaria dei paesi dell'Eurozona, ma anche di quelli dell'Unione europea, evidenziata significativamente dalla crisi del debito sovrano.
Sono presenti tre possibili ambiti di applicazione: un'opzione piena, in cui gli Eurobond sostituiscono tutti i titoli sovrani; un'opzione parziale, in cui sono presenti garanzie congiunte e un'opzione parziale, in cui sono presenti garanzie non congiunte. La seconda opzione risulta quella più probabile, nella quale è presenta la convivenza tra i bond garantiti dagli Stati membri e i bond garantiti dall'Unione europea.
Il vantaggio di queste obbligazioni è rappresentato dal fatto che gli Stati, soprattutto quelli gravati maggiormente dal debito pubblico come l'Italia, verrebbero in parte aiutati dagli altri Stati membri a risanare il proprio debito in quanto ne risponderebbero collegialmente e potrebbero, auspicabilmente, concentrarsi sul porre in essere le riforme strutturali necessarie per la propria crescita. Inoltre, i bond comunitari potrebbero essere emessi con rendimenti molto bassi, vicini a quelli del Bund tedesco, in modo da poter diminuire il costo del finanziamento e avrebbero un grado di sicurezza assimilabile ai titoli del Tesoro americano. Potrebbero, in tal modo, evitare significative oscillazioni degli spread tra i rendimenti delle obbligazioni degli Stati membri e la fuga di capitali dai Paesi più deboli verso quelli più forti riducendo, così facendo, la volatilità e il rischio. Inoltre, gli Eurobond potrebbero rappresentare un investimento più sicuro per le banche dell'Ue che, in tal modo, eviterebbero di concentrare tutti i rischi nei titoli sovrani del proprio Paese.
Gli eventuali rischi e svantaggi che deriverebbero da questa soluzione sarebbero rappresentati dal fatto che i paesi più benestanti, come la Germania, dovrebbero accollarsi un onere aggiuntivo, in termini di costo del debito, a favore dei paesi meno virtuosi. Alcuni Paesi, infatti, potrebbero aver bisogno di un ammontare di investimenti superiore rispetto ad altri e questo farebbe ricadere il costo netto del finanziamento sui Paesi più forti provocando il loro dissenso. Un ulteriore problema è rappresentato dal risk-sharing, ossia la distribuzione dei costi nel caso in cui si verificasse un default sovrano piuttosto che una ristrutturazione del debito; anche in questo caso si potrebbe assistere al dissenso dei Paesi che si troverebbero a dover pagare per salvare le finanze di un altro Paese. Inoltre, se l'emissione di tali bond fosse limitata ad una parte del debito nazionale i Paesi più indebitati si troverebbero obbligati a

[44] I BTP Italia sono titoli indicizzati all'inflazione italiana.

[45] Si tratta di titoli dotati di cedole "step up", ossia con un tasso crescente, a partire da minimi prefissati. A coloro che detengono il titolo fino alla scadenza viene corrisposto un premio ulteriore sul valore nominale di rimborso calcolato in base alla crescita del PIL dell'Italia.

[46] Il termine "risparmiatori retail" fa riferimento a quei risparmiatori, imprese e società comprese, che non vengono qualificati come clienti professionali. Si fa riferimento, quindi, a tutti quei risparmiatori che si rivolgono agli intermediari finanziari per effettuare i propri investimenti.

ristrutturare il proprio debito poichè non sarebbero più in grado di trovare delle controparti per la quota garantita solamente a livello nazionale [85].
Infine, ostacoli aggiuntivi all'introduzione degli Eurobond sono rappresentati dal fatto che una soluzione di questo tipo richiederebbe una unanime modifica dell'art. 125 del Trattato, che attualmente preclude la solidarietà fiscale tra Stati se non per progetti specifici, come l'ESM, e dall'assenza di un'unione fiscale tra gli Stati membri [47].

[47] La raccolta delle tasse e l'impiego delle risorse fiscali sono a discrezione dei singoli Stati membri.

5 Conclusioni

La tesi ha analizzato l'impatto significativo che l'adozione della moneta unica, l'Euro, ha avuto sul mercato obbligazionario italiano, illustrando come la sua introduzione abbia influito anche sui metodi di finanziamento e di investimento. Attraverso la seguente analisi è stato possibile esaminare come l'Euro abbia portato sia opportunità che sfide per il mercato obbligazionario italiano, rappresentando talvolta un punto di forza o un punto di debolezza. Sicuramente uno degli effetti più significativi dell'adozione dell'Euro è stato rappresentato dall'eliminazione dei costi di transazione e dei rischi di cambio che hanno permesso la creazione di un mercato integrato e caratterizzato dalla trasparenza dei prezzi. Inoltre, tali benefici hanno contribuito ad aumentare la liquidità ma anche la domanda delle obbligazioni italiane, divenute più interessanti e meno rischiose in quanto associate ad economie più forti, come quella tedesca. Questo ha portato ad una riduzione dello spread BTP/BUND e a rendimenti più stabili e prevedibili all'interno del mercato italiano.
Nonostante i vantaggi derivanti da una maggiore integrazione economica e una maggiore stabilità monetaria, il seguente lavoro ha illustrato come la moneta unica abbia rappresentato un'arma a doppio taglio: se nelle fasi di stabilità l'adesione all'Euro ha dimostrato di essere un elemento di forza per i paesi più deboli, questa stessa adesione ha comportato una maggiore vulnerabilità per i paesi più instabili durante i momenti di depressione economica, come sarà evidenziato durante la crisi dei debiti sovrani. La maggiore debolezza è stata il risultato della mancata convergenza tra gli Stati membri dell'Unione economica e monetaria (UEM). Proprio per questo motivo, l'Euro viene spesso chiamato "moneta senza Stato". Infatti, sebbene l'introduzione della moneta unica sia stata un passo fondamentale nella creazione di una Europa unita, la sua realizzazione è stata più lontana che mai. La presenza di una convergenza macroeconomica limitata e la presenza di una governance economica basata sull'unione di forze di mercato e regole di bilancio profondamente diverse hanno giocato un ruolo fondamentale nell'incompiutezza dell'UEM. Nello specifico, durante la crisi dei debiti sovrani è emerso come queste divergenze macroeconomiche tra gli Stati membri abbiano accentuato le vulnerabilità dei Paesi più deboli come l'Italia. Durante la crisi è stato osservato come il rendimento dei BTP decennali sia schizzato ai massimi storici raggiungendo un valore pari al 7,4%; lo stesso è accaduto per il valore dello spread BTP/BUND che arrivò a toccare i 575 punti base, il valore più alto mai registrato.
La crisi ha impattato significativamente l'economia italiana rendendo il suo mercato obbligazionario più sensibile sia alle dinamiche economiche che a quelle politiche e compromettendone la liquidità e la stabilità attraverso la diffusione del cosiddetto "flight to quality", termine che indica la spostamento dei capitali verso gli asset considerati più sicuri, come l'oro o il Bund tedesco.
Inoltre, il mercato obbligazionario è stato protagonista della maggior parte delle politiche implementate dalla BCE e dalle istituzioni europee durante la crisi dei debiti sovrani e quella dovuta allo scoppio della pandemia di Covid-19. È importante sottolineare come senza l'Euro e l'UEM, nonostante abbiano più volte evidenziato le vulnerabilità dei Paesi più deboli, la mera coordinazione delle decisioni a livello nazionale non avrebbe condotto ai risultati tanto rapidi ed efficaci che sono stati osservati all'interno della tesi. Infatti, alcuni paesi come l'Italia avrebbero potuto essere sopraffatti dalla crisi.
Ragionando sulle prospettive future del mercato obbligazionario italiano la tesi analizza come

gli Eurobond, emissioni comuni di debito pubblico, potrebbero rappresentare una soluzione all'instabilità e all'incertezza ancora oggi presenti all'interno dell'Unione economica e monetaria. Gli Eurobond, infatti, rappresenterebbero uno strumento liquido avente un grado di sicurezza assimilabile ai titoli del Tesoro americano. Inoltre, tali bond eviterebbero il "flight to quality", ma anche eventuali fluttuazioni dello spread tra i bond statali dei singoli paesi dell'Ue, in quanto la volatilità e il rischio sarebbero più contenuti. In aggiunta, gli Eurobond sarebbero uno strumento di diversificazione su cui le banche Ue potrebbero investire evitando di concentrare i rischi nei bond sovrani del proprio Paese. Una soluzione di questo tipo, però, richiederebbe un'unanime modifica dell'art. 125 del TFUE, che oggi impedisce la solidarietà fiscale tra Stati se non per progetti specifici, come nel caso del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES). La concreta applicazione degli Eurobond è minacciata dall'assenza di un'unione europea a livello fiscale e dal fatto che i paesi più benestanti dovrebbero accollarsi un onere aggiuntivo, in termini di costo del debito, a favore dei paesi meno virtuosi. Alcuni Paesi, infatti, potrebbero aver bisogno di un ammontare di investimenti superiore rispetto ad altri e questo farebbe ricadere il costo netto del finanziamento sui Paesi più forti provocando il loro dissenso.

Dall'analisi condotta emerge che le caratteristiche del mercato obbligazionario italiano, a seguito dell'introduzione della moneta unica, rimangono strettamente legate alle decisioni di politica economica della BCE e alla capacità dell'Italia di implementare delle riforme strutturali che siano in grado di migliorare la sua posizione competitiva all'interno dell'Unione.

Infine, le divergenze all'interno della zona Euro non potranno essere risolte se non si procederà a realizzare un maggiore coordinamento tra le politiche fiscali degli Stati membri ed una maggiore flessibilità nei meccanismi di politica monetaria in modo tale da essere in grado di rispondere efficacemente alle specificità dei vari Paesi.

Riferimenti bibliografici

[1] *EUROPA - La scadenza del trattato CECA*. URL: https://europa.eu/ecsc/index_it.htm#:~:text=EUROPA%20%2D%20La%20scadenza%20del%20trattato%20CECA&text=Il%20trattato%20che%20istituisce%20la,Italia%2C%20Lussemburgo%20e%20Paesi%20Bassi..

[2] *Storia d'Europa*. Visitato il: 03-04-2024. Pearson. Online, 2023. URL: https://it-content.pearson.com/products/25940cd2-e0ba-43bf-bd6f-ac1189307208/europa/storia_europa_SSSG_lezione.pdf.

[3] *serpente valutario europeo - Treccani - Treccani*. URL: https://www.treccani.it/enciclopedia/serpente-valutario-europeo_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/.

[4] *serpente monetarioeuropeo - Treccani - Treccani*. URL: https://www.treccani.it/enciclopedia/serpente-monetarioeuropeo/.

[5] Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). *L'età corrente*. Visitato il: 03-04-2024. No Publication Year. URL: https://www.consob.it/web/investor-education/l-eta-corrente.

[6] Consiglio Regionale del Friuli Venezia Giulia. *Dalla Lira All'Euro*. Online. Visitato il: 03-04-2024. 2024. URL: https://www.consiglio.regione.fvg.it/cms/export/sites/consiglio/istituzione/allegati/DallaLiraAllEuro_ISIS_Manzini_S_Daniele.pdf.

[7] *Politica di allargamento dell'UE*. URL: https://www.consilium.europa.eu/it/policies/enlargement/#:~:text=criteri%20politici%3A%20istituzioni%20stabili%20che,e%20alle%20forze%20di%20mercato.

[8] *Storia dell'Unione europea 2000-2009 — Unione europea*. URL: https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/history-eu/2000-09_it.

[9] European Central Bank. *Cinque cose da sapere sul Trattato di Maastricht*. Mar. 2024. URL: https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/maastricht_treaty.it.html.

[10] Banca d'Italia. *Banca d'Italia - Eurosistema*. URL: https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/eurosistema/index.html.

[11] *Banca centrale europea - BCE — Unione europea*. URL: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/search-all-eu-institutions-and-bodies/european-central-bank-ecb_it.

[12] Banca d'Italia. *Banca d'Italia - Assetto istituzionale e organizzativo*. URL: https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/eurosistema/assetto-istituzionale-e-organizzativo/index.html.

[13] European Central Bank. *Consiglio di vigilanza*. Feb. 2024. URL: https://www.ecb.europa.eu/ecb/decisions/ssm/html/index.it.html.

[14] *Come funziona l'Eurogruppo*. URL: https://www.consilium.europa.eu/it/eurogroup/how-the-eurogroup-works/.

[15] *Come funziona l'Eurogruppo*. URL: https://www.consilium.europa.eu/it/eurogroup/how-the-eurogroup-works/#:~:text=gravi%20difficolt%C3%A0%20finanziarie.-,Riunioni,e%20le%20discussioni%20sono%20riservate..

[16] *Consiglio "Economia e finanza" (ECOFIN)*. URL: https://www.consilium.europa.eu/it/council-eu/configurations/ecofin/.

[17] Borsa Italiana. *Ecofin - Borsa Italiana*. URL: https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/ecofin.htm.

[18] *Trio - EUR-Lex*. URL: https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/glossary/trio.html.

[19] Borsa Italiana. *Banca Centrale Europea (BCE): ruolo, funzioni e obiettivi - Borsa Italiana*. URL: https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/bce.htm.

[20] Borsa Italiana. *Banca Centrale Europea (BCE): ruolo, funzioni e obiettivi - Borsa Italiana*. URL: https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/bce.htm.

[21] *La stabilità dei prezzi*. URL: https://economiapertutti.bancaditalia.it/informazioni-di-base/stabilita-prezzi/#:~:text=L'obiettivo%20del%202%20per,riduzione%20continua%20e%20generalizzata%20dei.

[22] Borsa Italiana. *Operazioni di Mercato Aperto: definizione e scopo - Borsa Italiana*. URL: https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/operazioni-mercato-aperto.htm.

[23] European Central Bank. *La politica monetaria unica nell'area dell'euro*. Visitato il: 03-04-2024. 2002. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc2002it.pdf.

[24] European Parliament. *La politica monetaria europea*. Visitato il: 03-04-2024. 2016. URL: https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/it/FTU_2.6.3.pdf.

[25] European Central Bank. *La gestione di portafoglio presso la BCE*. Visitato il: 03-04-2024. Apr. 2006. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp75-86_mb200604it.pdf.

[26] European Central Bank. *La missione della BCE*. Nov. 2022. URL: https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/ecb-mission/html/index.it.html.

[27] George S. Tavlas. "Benefits and Costs of Entering the Eurozone". In: *Cato Journal* 24.1-2 (2024). Accesso online. URL: https://ciaotest.cc.columbia.edu/olj/cato/v24n1-2/cato_v24n1-2k.pdf.

[28] *La BCE, l'Eurosistema, il SEBC*. Italian. Visitato il: 21-04-2024. European Central Bank, 2011. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escb_web_2011it.pdf.

[29] Mario Draghi. *L'euro: dal passato al futuro*. Speech delivered at the Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, March 21, 2011. 2011. URL: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2011/draghi_21_03_2011.pdf.

[30] *Prezzi al consumo - Ottobre 2022*. Feb. 2023. URL: https://www.istat.it/it/archivio/277589.

[31] *La crisi da Covid-19 - Le misure a sostegno dell'economia in Europa e in Italia - EDUCAZIONE FINANZIARIA - CONSOB*. URL: https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-misure-sostegno.

[32] *Harmonised Indices of Consumer Prices (HICP)*. English. Visitato il: 21-04-2024. Eurostat, 2024. URL: https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc_hicp_manr__custom_9248221/default/line?lang=en.

[33] European Central Bank. *The interaction between monetary policy and financial stability in the euro area*. Mag. 2017. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170524_1.it.html.

[34] *Vantaggi dell'euro — Unione europea*. URL: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/euro/benefits_it#:~:text=la%20moneta%20comune%20rende%20pi%C3%B9,maggiore%20influenza%20sull'economia%20globale.

[35] Stefano Vitali. *Costi e benefici della moneta unica*. Italian. Visitato il: 21-04-2024. 2010. URL: https://www2.ceris.cnr.it/homedipendenti/vitali/dispense2010_11_ECO_UE/Costi%20e%20benefici%20della%20moneta%20unica%2005%2012%202010.pdf.

[36] *SERVIZIO STUDI*. URL: https://leg15.camera.it/cartellecomuni/leg14/RapportoAttivitaCommissioni/testi/05/05_cap01_sch02.htm.

[37] Di Redazione. "Obbligazioni: le tipologie di emittenti". In: (set. 2023). URL: https://www.milanofinanza.it/news/glossario-obbligazioni-tipologie-di-emittenti-202303301738573655.

[38] Borsa Italiana. *Dealer - Glossario finanziario - Borsa Italiana*. URL: https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/dealer.html#:~:text=Definizione,clientela%20su%20richiesta%20della%20stessa..

[39] Borsa Italiana. *Broker - Glossario finanziario - Borsa Italiana*. URL: https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/broker.html.

[40] Borsa Italiana. *Rating: significato e funzionamento delle Agenzie di Rating - Borsa Italiana*. URL: https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rating.htm.

[41] CONSOB. *L'impatto della frammentazione degli scambi azionari sui mercati regolamentati europei*. 2019. URL: https://www.consob.it/documents/11973/204072/qdf69.pdf/3131a6d9-b6cf-4d30-ac77-e381b96b1662 (visitato il 27/04/2024).

[42] *Mercati italiani - AREA PUBBLICA - CONSOB*. URL: https://www.consob.it/web/area-pubblica/mercati-italiani.

[43] Borsa Italiana. *Il MOT: la struttura e le caratteristiche del mercato - Borsa Italiana*. URL: https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/ilmercatomot-lastrutturaelecaratteristichedelmercato/ilmot-strutturaesegmentazione.htm.

[44] Redazione. "MOT: cos'è, come funziona, quali titoli sono quotati e orari di negoziazione". In: (lug. 2022). URL: https://borsaefinanza.it/mot-cose-come-funziona-quali-titoli-sono-quotati-e-orari-di-negoziazione/.

[45] Pictet Asset Management. *Mercati regolamentati e non: cosa sono e quali sono le differenze*. Giu. 2022. URL: https://am.pictet/it/blog/articoli/guida-alla-finanza/mercati-regolamentati-e-non-cosa-sono-e-quali-sono-le-differenze.

[46] *La leva finanziaria - EDUCAZIONE FINANZIARIA - CONSOB*. URL: https://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria.

[47] Kat Tretina. "Nasdaq: cos8217;è e come funziona". In: (set. 2023). URL: https://www.forbes.com/advisor/it/investire/nasdaq/.

[48] Borsa Italiana. *NASDAQ: cos'è e come funziona il mercato - Borsa Italiana*. URL: https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/nasdaq.htm.

[49] ComplyLog. *7 Behaviours of Market Abuse*. 2024. URL: https://blog.complylog.com/7-behaviours-of-market-abuse#:~:text=It%20involves%20unlawful%20disclosure%20of,anticipated%20to%20affect%20the%20price (visitato il 27/04/2024).

[50] Borsa Italiana. *Cosa sono le Obbligazioni? - Borsa Italiana*. URL: https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/obbligazioni.htm.

[51] *Obbligazioni*. URL: https://economiapertutti.bancaditalia.it/investire/obbligazioni/.

[52] *Buoni ordinari del Tesoro (Bot) - MEF Dipartimento del Tesoro*. URL: https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/bot/.

[53] *Quali sono i Titoli di Stato - MEF Dipartimento del Tesoro*. URL: https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/.

[54] Mf Milano Finanza. "Le obbligazioni convertibili e le perpetue". In: (ago. 2016). URL: https://www.milanofinanza.it/news/le-obbligazioni-convertibili-e-le-perpetue-201005281506202513?refresh_cens.

[55] Borsa Italiana. *Cosa sono le Obbligazioni? - Borsa Italiana*. URL: https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/obbligazioni.htm.

[56] Di Gianluca Defendi. "I bond in 5 punti: le basi del mercato obbligazionario". In: (). URL: https://www.milanofinanza.it/news/formazione-bond-guida-basi-mercato-obbligazionario-202310142302455329.

[57] *Obbligazioni*. URL: https://economiapertutti.bancaditalia.it/investire/obbligazioni/.

[58] Borsa Italiana. *Asta competitiva - Glossario finanziario - Borsa Italiana*. URL: https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/asta-competitiva.html.

[59] Borsa Italiana. *Asta marginale - Glossario finanziario - Borsa Italiana*. URL: https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/asta-marginale.html.

[60] *Titoli di stato*. URL: https://economiapertutti.bancaditalia.it/investire/titoli-di-stato/#:~:text=I%20titoli%20di%20Stato%20sono,anche%20chiamate%20%22obbligazioni%20sovrane%22..

[61] Area Studi dell'ICE. *La Posizione Competitiva dell'Italia nell'Economia Internazionale*. Documento PDF. Visitato il: 06-05-2024. 2024. URL: https://www.mimit.gov.it/images/stories/mise_extra/mincomes/studio_ice.pdf.

[62] Banca d'Italia. *Banca d'Italia - N. 795 - Valutazione del premio di liquidità nel mercato obbligazionario italiano*. URL: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2023-0795/index.html.

[63] Intesa Sanpaolo. *Focus Debito Pubblico*. Documento PDF. Visitato il: 06-05-2024. 2021. URL: https://prodottiequotazioni.intesasanpaolo.com/media/bancaimi/document/2021_7/80687635-a6c1-464c-9ae5-11d263288a52_Focus%20Debito%20Pubblico%2022052120_IMI.pdf.

[64] Mario Draghi. *Titolo dell'intervento di Mario Draghi alla conferenza AREL*. Banca d'Italia. Visitato il: 07-05-2024. Feb. 2011. URL: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2011/AREL_150211.pdf.

[65] Banca d'Italia. *Banca d'Italia - Lo sviluppo dei mercati in Italia: un inquadramento storico*. URL: https://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercati/mercati-ingrosso-titoli-stato/mercati-inquadram-storico/index.html.

[66] Ministero dell'Economia e delle Finanze. *Principali tassi di interesse*. Ministero dell'Economia e delle Finanze. Visitato il: 07-05-2024. 1992. URL: https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/dati_statistici/Principali_tassi_di_interesse_1992.pdf.

[67] Salvatore Rossi. *La politica economica italiana 2010*. Online. Visitato il: 07-05-2024. 2010. URL: https://www2.ceris.cnr.it/homedipendenti/vitali/dispense2010_11_PE/Salvatore%20Rossi%20la%20politica%20economica%20italiana%202010.pdf.

[68] Banca d'Italia. *Banca d'Italia - N. 50 - Le banche e l'acquisto di titoli pubblici: l'esperienza italiana dal 1890 a oggi*. URL: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-storia/2023-0050/index.html.

[69] Canale Sovranista. *La storia dello spread BTP-Bund 10Y dagli anni 90 ad oggi*. Nov. 2020. URL: https://scenarieconomici.it/la-storia-dello-spread-btp-bund-10y-dagli-anni-90-ad-oggi/.

[70] Banca d'Italia. *Banca d'Italia - Lo sviluppo dei mercati in Italia: un inquadramento storico*. URL: https://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercati/mercati-ingrosso-titoli-stato/mercati-inquadram-storico/index.html.

[71] *Crisi debito sovrano 2010-2011 - EDUCAZIONE FINANZIARIA - CONSOB*. URL: https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011.

[72] Banca d'Italia. *Bank of Italy - No. 269 - First-time corporate bond issuers in Italy*. URL: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2015-0269/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1.

[73] *EFSF - Treccani - Treccani*. URL: https://www.treccani.it/enciclopedia/efsf_(Lessico-del-XXI-Secolo)/.

[74] *OMT (Outright Monetary Transactions) - Treccani - Treccani*. URL: https://www.treccani.it/enciclopedia/omt_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/.

[75] Ignazio Visco. *La crisi dei debiti sovrani e il processo di integrazione europea*. Banca d'Italia. Visitato il: 06-05-2024. Set. 2013. URL: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2013/visco_010913.pdf.

[76] *Crisi debito sovrano 2010-2011 - EDUCAZIONE FINANZIARIA - CONSOB*. URL: https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011.

[77] *Occhio alle obbligazioni*. URL: https://www.axa-im.it/ricerca/investment-institute/mercati/strategia-mensile/occhio-alle-obbligazioni.

[78] B. Becker e V. Ivashina. *Financial Repression*. Visitato il: 22-05-2024. 2023. URL: https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/40549673/beckerivashina_financial-repression.pdf?sequence=1&isAllowed=y.

[79] Ignazio Visco. *Titolo dell'intervento o dell'intervista*. https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/funzioni-governance/direttorio/ignazio-visco/interviste/documenti/aspenia.pdf. Visitato il: 23-05-2024. 2023.

[80] Il Sole 24 Ore. "Debito pubblico: come, quando e perché è esploso in Italia". In: (ott. 2018). URL: https://www.ilsole24ore.com/art/debito-pubblico-come-quando-e-perche-e-esploso-italia-AEMRbSRG.

[81] Giorgio Meucci e Fabio Parlapiano. *Corporate Bond Financing of Italian Non-Financial Firms*. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2021-0655/QEF_655_21.pdf. Visitato il: 23-05-2024. 2021.

[82] *Grafico Btp Italia 10 anni - Bond Germania 10 anni - Investing.com*. URL: https://it.investing.com/rates-bonds/de-10y-vs-it-10y-streaming-chart.

[83] Banca Generali. *2022: l'anno peggiore per le obbligazioni*. URL: https://www.bancagenerali.com/blog/analisi-bond0.

[84] Mariano Mangia. "Obbligazioni e corsa ai Btp: così cambiano i portafogli delle famiglie". In: (dic. 2023). URL: https://www.repubblica.it/economia/rapporti/obiettivo-capitale/mercati/2023/12/11/news/obbligazioni_e_corsa_ai_btp_cosi_cambiano_i_portafogli_delle_famiglie-421628534/.

[85] Borsa Italiana. *Gli Eurobond - Borsa italiana*. URL: https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/eurobond176.htm#:~:text=L'Unione%20europea%2C%20per%20dare,stati%20membri%20della%20zona%20euro..