



UNIVERSITÀ  
DI PAVIA

**Dipartimento di Scienze Economiche e  
Aziendali Corso di Laurea Magistrale in  
Economia e Gestione delle Imprese**

---

# **La risposta delle banche alla tassazione sugli extraprofitti**

**Relatore:**

**Chiar.mo Prof. Andrea M. Fumagalli**

**Tesi di Laurea  
di Filippo Rossi  
Matr. n. 523377**

**Anno Accademico 2023-2024**

# INDICE

<b>CAPITOLO 1: L'EVOLUZIONE DEL SETTORE BANCARIO E LE SUE DINAMICHE .....</b>	<b>8</b>
1.1 <i>L'evoluzione storica del settore bancario dagli anni '80 ad oggi .....</i>	8
1.2 <i>La Globalizzazione .....</i>	15
1.3 <i>La crisi finanziaria del 2007-2008.....</i>	18
1.3.1 <i>Dalla Grande Recessione alla ripresa: gli sviluppi successivi.....</i>	20
1.4 <i>L'impatto della crisi da Covid-19 sul sistema bancario .....</i>	23
1.4.1 <i>L'ascesa congiunta di Fintech e Big Tech nel settore finanziario....</i>	26
1.5 <i>Il sistema bancario e le prospettive più recenti.....</i>	31
1.6 <i>La Banca del Futuro: tra innovazione e sfide attuali .....</i>	41
<b>CAPITOLO 2: I TASSI DI INTERESSE .....</b>	<b>45</b>
2.1 <i>Le teorie del tasso di interesse .....</i>	45
2.1.1 <i>La teoria classica.....</i>	45
2.1.2 <i>La teoria neoclassica dell'interesse.....</i>	48
2.1.3 <i>La teoria keynesiana.....</i>	53
2.1.4 <i>La teoria neo-neoclassica.....</i>	55
2.2 <i>Il concetto di interesse.....</i>	58
2.3 <i>Le Banche Centrali.....</i>	62
2.3.1 <i>Le principali banche centrali nel mondo.....</i>	67
2.4 <i>Tassi interbancari .....</i>	71
2.4.1 <i>Euribor .....</i>	72
2.4.2 <i>Da Eonia a Eurstr .....</i>	73
2.4.3 <i>Da Libor a Sonia .....</i>	76
2.4.4 <i>Federal Fund Rate .....</i>	79
<b>CAPITOLO 3: L'INFLAZIONE E LE CONSEGUENZE ECONOMICHE.....</b>	<b>81</b>
3.1 <i>Inflazione .....</i>	81
3.1.1 <i>Topologie di inflazione .....</i>	84
3.1.2 <i>Effetti dell'aumento dell'inflazione .....</i>	87

<i>3.2 Effetti dell'aumento dell'inflazione e dei tassi di interesse sulle banche</i>	91
3.2.1 La crisi delle banche americane.....	92
3.2.2 Performance delle banche italiane nel 2022 .....	96
3.2.3 Performance delle banche italiane nel 2023 .....	103
3.1.4 Andamento del mercato azionario bancario.....	105
3.1.5 Evoluzione della redditività e valutazione delle banche italiane	106
<b>CAPITOLO 4: LA RISPOSTA DELLE BANCHE ITALIANE ALLA</b>	
<b>TASSAZIONE SUGLI EXTRAPROFITTI .....</b>	<b>108</b>
<i>4.1 Il Decreto Asset: Imposta straordinaria calcolata sull' incremento del</i>	
<i>marginale interesse .....</i>	<i>108</i>
4.1.1 Le critiche rivolte dalla Banca Centrale Europea .....	110
4.1.2 Imposta sugli extraprofitto: La replica delle banche italiane .....	114
4.1.3 Lo scenario europeo .....	116
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>119</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>122</b>
<b>SITOGRAFIA.....</b>	<b>124</b>
<b>RINGRAZIAMENTI.....</b>	<b>125</b>

## INDICE DELLE IMMAGINI

Tabella 1 .....	10
Tabella 2 .....	11
Figura 1. 1 .....	12
Figura 1. 2 .....	13
Grafico 1. 1 .....	22
Grafico 1. 2 .....	27
Grafico 1. 3 .....	27
Grafico 1. 4 .....	32
Grafico 1. 5 .....	33
Grafico 1. 6 .....	34
Grafico 1. 7 .....	35
Grafico 1. 8 .....	36
Grafico 1. 9 .....	38
Grafico 1. 10 .....	39
Grafico 1. 11 .....	40
Grafico 1. 12 .....	40
Figura 2. 1 .....	49
Figura 2. 2 .....	51
Figura 2. 3 .....	54
Figura 2. 4 .....	57
Figura 2. 5 .....	60
Figura 2. 6 .....	61
Grafico 3. 1 .....	82
Grafico 3. 2 .....	90
Grafico 3. 3 .....	97
Grafico 3. 4 .....	100
Grafico 3. 5 .....	101
Grafico 3. 6 .....	102
Grafico 3. 7 .....	104
Grafico 3. 8 .....	105
Grafico 3. 9 .....	106
Grafico 3. 10 .....	107
Grafico 4 .....	109

## INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni, il settore bancario ha subito trasformazioni radicali, influenzate da cambiamenti normativi, tecnologici e globali.

Dagli anni '80, le politiche di liberalizzazione e deregolamentazione hanno plasmato un panorama bancario in continua evoluzione, dando vita alla “banca universale”.

Questi cambiamenti hanno avuto impatti significativi sia in Italia che a livello internazionale, ridisegnando le strutture operative e le strategie delle istituzioni finanziarie.

In Italia, la privatizzazione delle banche, sancita dalla legge Amato-Carli<sup>1</sup> del 1990, ha rappresentato una svolta cruciale.

Il passaggio dalla gestione pubblica a quella privata ha innescato un processo di concentrazione e aggregazione, riducendo il numero di istituti bancari e intensificando la concorrenza.

L'innovazione tecnologica e l'emergere delle fintech hanno ulteriormente complicato il quadro, modificando i canali distributivi e le modalità di interazione con i clienti.

Questa ricerca si propone di analizzare come le banche italiane abbiano adattato le loro strategie e strutture in risposta a queste evoluzioni, con particolare attenzione ai periodi di crisi, come quella del 2007-2008 e del 2020, causata dal Covid-19.

L'obiettivo è esaminare come gli istituti di credito hanno reagito alle sfide recenti e valutare l'impatto delle nuove tecnologie, delle politiche monetarie delle banche centrali e delle normative recenti sull'attività bancaria.

---

<sup>1</sup> Legge 30 Luglio 1990, n. 218 “Disposizioni in materia di ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico”.

Particolare attenzione sarà dedicata al caso della tassazione sugli extraprofitto bancari, che ha suscitato ampie discussioni, soprattutto in Italia.

Questo studio mira a chiarire le implicazioni di tali misure fiscali e a comprendere il loro effetto sul settore bancario e sull'economia in generale.

La tesi si articola in quattro capitoli principali, ciascuno dei quali affronta aspetti cruciali del settore bancario moderno.

Il primo capitolo analizza i cambiamenti strutturali e normativi che hanno caratterizzato il settore bancario dagli anni '80 fino ai giorni nostri.

Vengono esplorati la liberalizzazione, la deregolamentazione e la globalizzazione, con particolare attenzione alla trasformazione della banca universale.

In Italia, il passaggio dalla gestione pubblica a quella privata ha promosso la concentrazione bancaria, modificando significativamente la struttura del settore.

Si discute anche l'impatto della crisi finanziaria del 2007-2008 e dell'emergere di fintech e Big Tech durante la pandemia del 2020.

Il secondo capitolo si concentra sul concetto di tasso di interesse, partendo dalle teorie economiche classiche di Adam Smith, David Ricardo e Karl Marx, proseguendo con la teoria neoclassica, keynesiana e neo-neoclassica.

Viene anche approfondito il ruolo cruciale del tasso di interesse nelle politiche delle banche centrali.

Si approfondisce come questo strumento contribuisca a controllare l'inflazione, gestire la liquidità e stabilizzare i mercati finanziari.

Il terzo capitolo indaga il fenomeno dell'inflazione, caratterizzato dall'aumento generalizzato dei prezzi e dalla perdita di potere d'acquisto della moneta.

Si esaminano le diverse forme di inflazione e si discutono le loro implicazioni economiche.

Inoltre, all'interno del capitolo si valuta come l'inflazione influisca su chi ha redditi fissi, sui debitori e sulle imprese.

Si analizzano anche le strategie delle banche centrali per mantenere l'inflazione sotto controllo.

Infine, viene mostrato un confronto tra come le banche italiane e quelle americane hanno gestito la crisi inflazionistica e l'aumento dei tassi d'interesse da parte delle banche centrali.

L'ultimo capitolo tratta del Decreto Asset<sup>2</sup>, introdotto dal Governo Meloni il 10 agosto 2023, che ha imposto una tassa straordinaria sugli extraprofitti delle banche italiane.

L'imposta del 40% sui profitti extra, generati dall'aumento dei margini d'interesse, ha sollevato le preoccupazioni della BCE riguardo agli effetti sulla redditività e sulla stabilità del sistema bancario europeo.

Invece di pagare la tassa allo Stato, le banche italiane hanno scelto di accantonare riserve, suscitando critiche riguardo all'inefficacia di questa legge

Il capitolo confronta le misure italiane con quelle di altri Paesi europei, evidenziando le critiche e le implicazioni della legge italiana.

Attraverso l'analisi del settore bancario negli ultimi cinquant'anni, questa tesi ha evidenziato come le banche abbiano saputo reagire efficacemente a periodi di instabilità, migliorando progressivamente la loro redditività.

Le leggi sugli extraprofitti devono essere ben bilanciate, tenendo presente che le banche attraversano sia fasi di guadagni elevati sia di difficoltà.

È fondamentale che queste normative assicurino la stabilità degli istituti creditizi in tutte le situazioni, consentendo loro di continuare a sostenere l'economia.

---

<sup>2</sup> Art.26 del decreto-legge 10 Agosto 2023, n.104, "Disposizioni urgenti a tutela degli utenti, in materia di attività economiche e finanziarie e investimenti strategici".

# CAPITOLO 1: L'EVOLUZIONE DEL SETTORE BANCARIO E LE SUE DINAMICHE

## *1.1 L'evoluzione storica del settore bancario dagli anni '80 ad oggi*

La Banca è l'istituzione designata per l'esercizio dell'attività bancaria, in quanto: opera come un'impresa, richiede una licenza concessa dalle autorità competenti e svolge funzioni specifiche legate all'attività bancaria.

L'attività bancaria è l'esercizio congiunto dell'attività di raccolta di risparmio tra il pubblico e dell'attività di concessione del credito.

La raccolta del risparmio presso il pubblico è un compito esclusivo delle banche e comporta l'acquisizione di fondi con l'obbligo di restituzione, sia attraverso depositi che mediante altre forme.

Le funzioni fondamentali dell'attività bancaria sono:

- accettare denaro in deposito,
- prestare denaro
- creare moneta, cioè mezzi di pagamento.

Le prime due funzioni sono abbastanza intuitive, mentre la terza funzione è più complessa.

Infatti, occorre definire cosa sia la moneta.

Se per moneta si intende, come avviene normalmente nel linguaggio quotidiano, le banconote a corso legale, allora solo l'autorità pubblica o istituzioni delegate dall'autorità, le banche centrali, possono svolgere questa funzione.

Se invece si fa riferimento ai mezzi di pagamento, che normalmente si è soliti usare nella circolazione dei beni e dei servizi, la moneta non è formata solo da banconote, ma anche da assegni, bancomat, carte di credito.

Questa funzione viene gestita dalle Banche.

Sebbene l'attività bancaria affondi le sue radici nell'antichità, è dal XX secolo che la Banca incontra le nuove tecnologie.

A partire dagli anni Ottanta si afferma nell'organizzazione degli istituti creditizi un processo di liberalizzazione, di deregolamentazione, di concentrazione e di globalizzazione.

Le norme di controllo dell'attività bancaria introdotte dopo la crisi del 1929 vengono rimosse, favorendo l'affermarsi di un modello di "banca universale", in cui gli istituti che svolgono funzioni di credito ordinario si uniscono a quelli che si dedicano al credito speciale di lungo e medio periodo.

La liberalizzazione in questi anni contribuisce all'abolizione delle varie restrizioni riguardanti il movimento dei capitali tra i diversi paesi, favorendo lo sviluppo di un commercio internazionale.

A distanza di pochi anni, si assiste al processo di privatizzazione delle banche.

Nel mercato italiano con la Legge del 30 Luglio 1990<sup>3</sup>, nota come legge Amato-Carli, si determina una profonda trasformazione nel sistema delle banche pubbliche italiane, perseguendo lo scopo di affidare la gestione bancaria non più ad enti pubblici con capitale o fondo di dotazione detenuto totalmente, o a maggioranza, dallo Stato, ma a società per azioni di diritto privato e favorendo la concentrazione degli istituti bancari.

Infatti, già nel 1988 il ministro del tesoro Giuliano Amato definì il settore bancario italiano come: "una foresta pietrificata" evidenziando il suo immobilismo e l'eccessivo tradizionalismo del settore.

Le innovazioni tecnologiche e finanziarie hanno innalzato la concorrenza fra gli intermediari, e hanno ridotto la presenza pubblica negli assetti proprietari delle banche.

In Italia, fino all'inizio degli anni Novanta lo Stato ha conservato un ruolo predominante nella proprietà del nostro sistema bancario.

---

<sup>3</sup> Legge 30 Luglio 1990, n. 218 "Disposizioni in materia di ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico"

La *tabella 1* mostra infatti che, in quegli anni, “la quota di proprietà pubblica nelle banche italiane (quasi il 75%) non soverchiava solo quella francese (36%) ma aveva un’incidenza largamente superiore anche alla quota tedesca (poco meno del 62%)”<sup>4</sup>.

Tabella 1

**Peso della proprietà pubblica nelle banche (% sul totale delle attività)**

	<b>1992</b>	<b>1994 (1)</b>	<b>1997</b>
<b>Francia</b>	36,0	36,0	31,0
<b>Germania</b>	61,9	52,0	52,0
<b>Italia (2)</b>	74,5	62,0	36,0
<b>Regno Unito</b>	0,0	0,0	0,0
<b>Stati Uniti</b>	0,0	0,0	0,0

(1) 1995 per l'Italia

(2) Il dato del 2000 non comprende le quote proprietarie detenute dalle fondazioni di origine bancaria che, in base alla cosiddetta Legge Ciampi, sono ormai enti di diritto privato

**Fonte: Bolletini delle Banche centrali**

Tra gli anni 80 e 90 del XX secolo si è verificata un'accelerazione del processo di concentrazione, con la riduzione del numero delle banche e l'integrazione tra diversi operatori.

Con il termine concentrazione si indica una condizione in cui una parte sostanziale delle operazioni totali di un sistema bancario è gestita, direttamente o indirettamente, da una o da un piccolo numero di banche.

Già alla fine degli anni Ottanta, il sistema bancario europeo aveva iniziato un processo di acquisizioni e fusioni tra intermediari finanziari.

---

<sup>4</sup> Fonte: <https://art.torvergata.it/retrieve/e291c0d3-68ec-cddb-e053-3a05fe0aa144/151.pdf>

In Italia il processo di aggregazione viaggiava ad un ritmo più blando mentre nei paesi anglosassoni e gran parte dei paesi della comunità economica europea si assisteva a un rilevante processo di concentrazione delle banche.

Dalla *tabella 2* emerge il decremento avvenuto fra il 1980 e il 1999 del numero delle banche dei Paesi europei, in cui possiamo notare che l'Italia non ha avuto una riduzione del numero degli istituti di credito tra il 1980 e il 1990.

Tabella 2  
N.banche

	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999	Variaz.	
									1990-99	1995-99
Austria	1,595	1,241	1,210	1,041	1,019	995	971	951	-21	-9
Belgio	176	165	157	145	141	134	120	119	-24	-18
Germania	5,356	4,740	4,720	3,785	3,675	3,577	3,403	3,167	-33	-16
Danimarca	197	166	124	122	125	100	105	109	-12	-11
Spagna		695	696	484	434	412	396	383	-45	-21
Finlandia	669	654	529	381	373	371	359	352	-33	-8
Francia		2,109	2,027	1,445	1,382	1,273	1,209	1,143	-44	-21
Grecia	36	38	41	53	55	53	57	54	32	2
Irlanda	61	58	48	56	62	70	77	80	67	43
Italia	1,156	1,192	1,156	970	937	935	921	876	-24	-10
Lussembur go	111	118	177	220	221	215	209	210	19	-5
Olanda		81	111	102	101	100	100	101	-9	-1
Portogallo	35	224	260	233	228	235	229	233	-10	0
Svezia		543	498	119	124	124	121	123	-75	3
Regno Unito	619	655	624	578	555	551	527	494	-21	-15

Fonte: European Central Bank (2000 b)

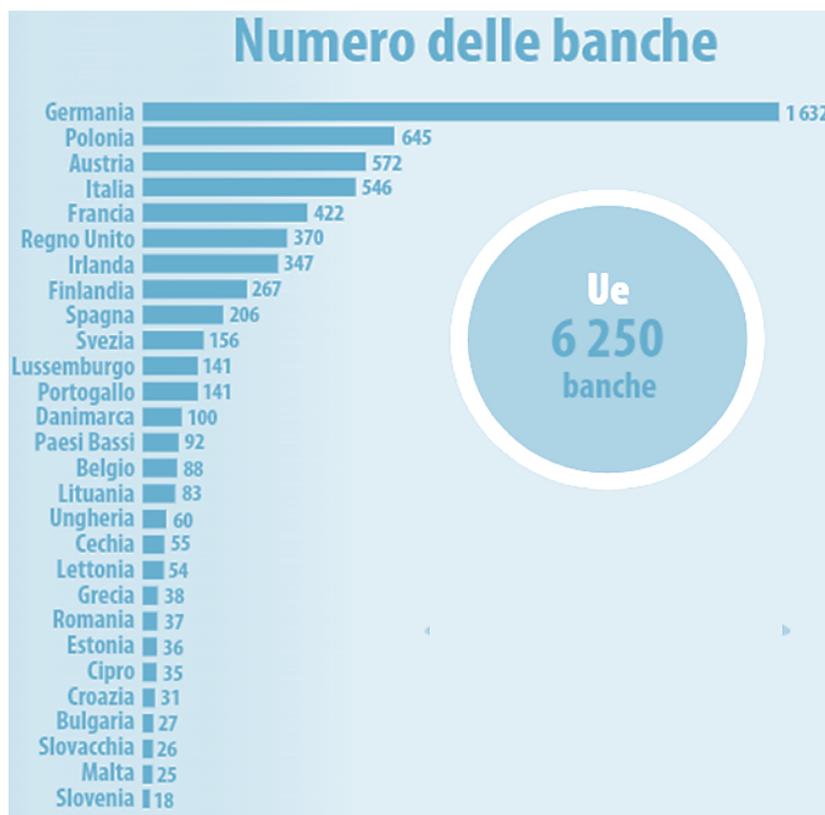
Tra il 1999 e il 2007, il numero di banche nei 15 Paesi dell'Unione Europea è diminuito in modo costante.

Questo declino è stato particolarmente evidente nei primi anni del nuovo millennio, durante un periodo in cui il processo di concentrazione nel settore bancario si è intensificato.

Dal 2008, nell'Unione Europea il quantitativo di istituti di credito ha registrato una continua diminuzione a causa delle aggregazioni nel panorama bancario. Nel 2017, nell'UE si contavano 6.250 entità bancarie, che corrispondevano a una contrazione del 27% in confronto al 2008.

Nel 2017 la Germania era il Paese membro con la maggiore presenza di banche (costituente il 26% del totale dell'Unione Europea), seguita da Polonia (10%), Austria e Italia (entrambe con l'9%), il che indica che più della metà di tutte le istituzioni bancarie dell'UE era distribuita in questi quattro Stati membri.

Figura 1. 1



Fonte: [www.istat.it/economia-europea-millennio](http://www.istat.it/economia-europea-millennio)

Nonostante la diminuzione del numero di istituzioni finanziarie, in questo periodo, il totale delle attività nel settore bancario dell'UE è cresciuto ad un ritmo significativo.

Infatti, nel 2017, gli attivi del settore bancario nell'UE ammontavano a 42.900 miliardi di euro, equivalenti al 279% del Prodotto Interno Lordo (PIL) dell'Unione.

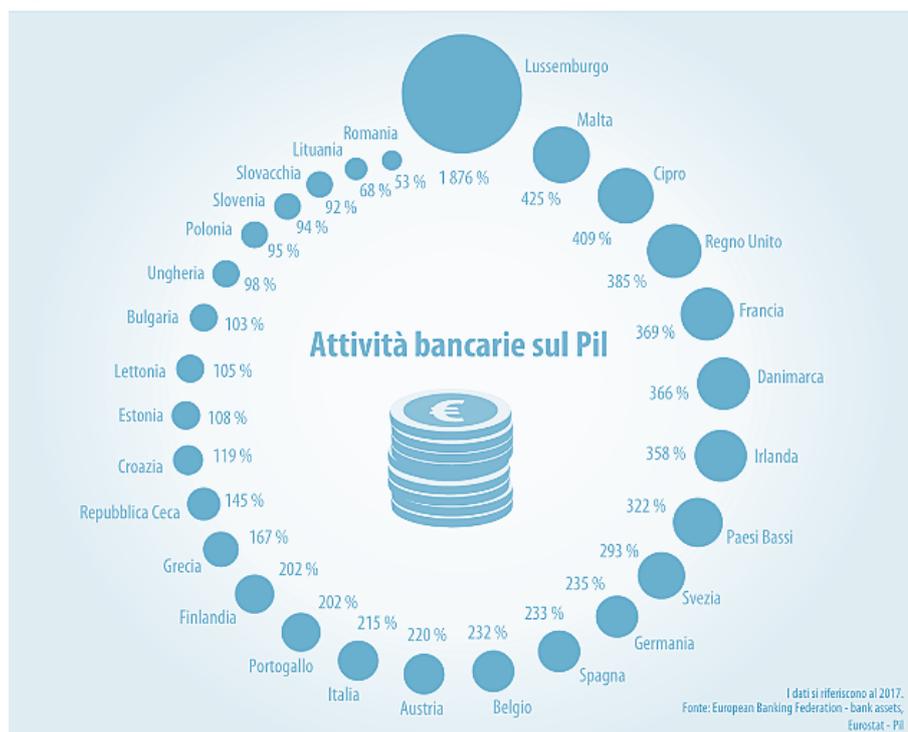
Il Paese con il l'attivo più ampio era il Regno Unito, con 9.000 miliardi di euro, rappresentando il 385% del suo PIL.

Al secondo posto troviamo la Francia con 8.500 miliardi di euro, pari al 369% del suo PIL, seguita dalla Germania con 7.700 miliardi di euro, ovvero il 235%

del suo PIL, e dall'Italia con 3.700 miliardi di euro, che si traducono nel 215% del suo PIL.

La quota di attivi bancari in rapporto al PIL era particolarmente elevata in Lussemburgo (1.876%), Malta (425%), Cipro (409%), Regno Unito (385%), Francia (369%), Danimarca (366%) e Irlanda (358%).

Figura 1. 2



Fonte: [www.istat.it/economia-europea-millennio](http://www.istat.it/economia-europea-millennio)

Negli anni Novanta “la banca tende ad affermarsi sempre più come campo di applicazione delle nuove tecnologie informatiche, fornitrice di una gamma di servizi diversificati e non tradizionalmente bancari, e laboratorio sperimentale di un inedito mix sinergico di risorse umano-tecnico-finanziarie”<sup>5</sup>.

Questo è frutto dell’esplosione del web e dell’internet banking.

La struttura del settore bancario, in quel periodo subì significativi cambiamenti, che furono guidati dall’intensificarsi di diverse politiche, quali:

- La tendenza generalizzata a deregolamentare,
- Il desiderio da parte delle banche maggiori di abbandonare le politiche di specializzazione per diventare "banche universali".

<sup>5</sup> Fonte: “Banca anni 90” Rapporto Arthur Andersen & Co. – ABI sul sistema bancario nei prossimi dieci anni, a cura di Guido Feller e Marco Vigorelli.

- La crescente attenzione verso le spese in conto capitale generali e di personale.
- La ricerca da parte del mercato di forme di finanziamento innovative.

L'abbattimento delle barriere fisiche e regolamentari ha accresciuto il grado di concorrenza e la contendibilità degli assetti proprietari, e ha spinto le istituzioni finanziarie ad ampliare la gamma dei servizi proposti a famiglie e imprese.

Lo sviluppo dell'ICT (*Information and Communication Technology*) ha creato nuovi canali distributivi, utilizzati dalle banche per raggiungere in modo diretto la propria clientela.

Il cambiamento strutturale del settore bancario europeo più evidente è decretato dalla crescita dimensionale delle istituzioni bancarie già esistenti.

L'aumento avvenne poiché le banche iniziarono a compiere attività di acquisizione di banche di minori dimensioni.

Le *savings institutions*<sup>6</sup> erano diventate obiettivo delle grandi banche perché ritenute appetibili e ricche fonti di depositi di famiglie, così come le banche d'affari dove era richiesta la loro esperienza sul mercato dei capitali.

Le banche di maggiori dimensioni sono state in grado di offrire nuovi servizi finanziari, innovazioni nei canali distributivi, nei sistemi di pagamento e di ottenere delle tecniche gestionali più avanzate.

Le banche più grandi mantengono la loro posizione dominante e le banche di minori dimensioni dovranno trovare una nicchia di mercato, acquisire o essere acquisite.

La concentrazione nel settore alla fine ha favorito le banche di maggiori dimensioni.

Lo sviluppo di nuove tecnologie è considerata una delle cause più significative dei mutamenti strutturali e di differenziazione delle aziende che compongono il sistema bancario.

---

<sup>6</sup> Istituzioni finanziarie specializzate nella raccolta di depositi da parte del pubblico e sull'erogazione di prestiti.

## ***1.2 La Globalizzazione***

In parallelo con l'evoluzione del settore bancario, negli ultimi Vent'anni si è sviluppato un evento importante che è quello della Globalizzazione.

Questo fenomeno è inteso come il processo di crescita economica degli scambi tra i vari paesi, sviluppatosi prevalentemente tra il 1980 e il 2010.

La Globalizzazione ha reso possibile la connessione di mercati, produzioni, consumi e anche modi di vivere e di pensare su scala mondiale.

Gli economisti usano questo termine per indicare un processo di integrazione dei mercati su scala mondiale e una crescente dipendenza dei mercati domestici da quelli internazionali.

Le condizioni della domanda e dell'offerta globali determinano i prezzi dei fattori di produzione.

Questo evento ha portato alcuni aspetti positivi come:

- la velocità delle comunicazioni e della circolazione di informazioni,
- l'opportunità di crescita economica per nazioni a lungo rimaste ai margini dello sviluppo economico mondiale,
- la contrazione della distanza spazio-temporale;
- e la riduzione dei costi per l'utente finale grazie all'incremento della concorrenza su scala planetaria.

E invece altri negativi, quali:

- lo sviluppo di un orientamento all'eccessivo sfruttamento di risorse,
- il degrado ambientale,
- l'aumento delle disparità sociali, la perdita delle identità locali,
- la riduzione della sovranità nazionale e dell'autonomia delle economie locali
- e la diminuzione della privacy.

Durante il periodo di globalizzazione, le banche hanno subito trasformazioni nelle loro relazioni interne e con altri operatori, spinte in parte dal desiderio di eludere regolamentazioni e favorite dall'onda neoliberalista.

Le teorie economiche neolibériste sostengono l'efficienza del mercato con il possibile rischio di creare bolle speculative, che provocherebbero effetti disastrosi per la finanza e l'economia; tuttavia, queste sono viste come il giusto rischio da correre pur di avere un mercato dinamico, capace di creare ricchezza, benessere sociale e sviluppo per il sistema bancario.

Questi cambiamenti tra cui: il mutamento delle relazioni tra famiglie, imprese e sistema finanziario e la diffusione dello “Shadow banking” hanno generato e alimentato la crisi del 2007-2008.

Il sistema bancario ha visto cambiamenti significativi nel ruolo di intermediazione tra il risparmio familiare e gli investimenti aziendali.

Il declino del risparmio familiare nei paesi sviluppati, causato dal progressivo invecchiamento della popolazione, dallo spostamento dei redditi dai salari ai profitti e dall'incremento della concentrazione della ricchezza presso le fasce di popolazione più ricca, ha reso l'attività di intermediazione, delle banche, tra il risparmio delle famiglie e gli investimenti delle imprese, più complessa.

Durante il periodo della globalizzazione le famiglie hanno iniziato ad aumentare progressivamente lo stock di debito privato per finanziare i loro consumi e investimenti, a discapito dell'attività di risparmio.

Negli Usa, dal 1980, il tasso di risparmio si è ridotto dal 10% ai tassi di poco superiori allo zero di oggi, e anche in Italia, nonostante la propensione al risparmio si è registrata una riduzione.

Al contrario le imprese hanno privilegiato il rimborso agli azionisti piuttosto che gli investimenti in capitale fisso, aumentando significativamente la loro quota di risparmio.

In tal modo le banche non hanno la possibilità di svolgere al meglio il loro ruolo di intermediazione.

Lo *Shadow banking* è il “fenomeno attraverso cui si descrive l'orientamento importante delle banche a recuperare redditività attraverso il ricorso ai processi di *securitization*”<sup>7</sup>.

Il suo sviluppo ha profondamente trasformato il ruolo delle banche.

La tecnica consiste nel trasferire dalla banca a un veicolo speciale, costituito ad hoc (SPV, Special Purpose Vehicle) promosso dalla banca, i prestiti erogati a favore delle imprese o delle famiglie.

Questo SPV, separato dalla banca, emette titoli strutturati i cui rischi sono collegati a quelli dei prestiti sottostanti.

Le banche d'investimento e le agenzie di rating sono responsabili della valutazione del rischio di tali titoli, utilizzando modelli sofisticati.

I titoli strutturati sono considerati derivati e il loro valore dipende dalla capacità di rimborso dei debitori e dalle garanzie associate, come le ipoteche.

In sostanza, questo processo consente alle banche di trasferire rischi e generare profitti attraverso la vendita di titoli strutturati basati sui prestiti originali.

Lo sviluppo dei processi di *securitization* ha fatto sì che i prestiti venivano erogati dalle banche ai clienti non per essere mantenuti in bilancio, ma per essere ceduti al mercato.

Si passava da un processo “*originate-to-hold*”<sup>8</sup> a “*originate-to-distribute*”.

Secondo molti è sembrato che il sistema bancario avesse trovato attraverso la strategia *originale-to-distribute* un modo per evolvere il proprio ruolo alle mutate condizioni dello scenario economico; invece, si stavano solo gettando le premesse per la grave crisi finanziaria del 2007-2008.

---

<sup>7</sup> Fonte: “La banca del terzo millennio. Il futuro del sistema bancario tra fintech e post pandemia” di Antonello Di Mascio e Maurizio Primanni;

“*Securitization*”: operazione finalizzata alla creazione di titoli negoziabili.

<sup>8</sup> Originariamente i prestiti erogati dalle banche rimanevano nel loro bilancio per la loro intera durata, impegnando risorse finanziarie in modo corrispondente.

### ***1.3 La crisi finanziaria del 2007-2008***

La crisi finanziaria del 2007-2008 è stata innescata da pratiche come la *securitization* e *l'originate-to-distribute*.

La strategia *originate-to-distribute* ha consentito alle banche di includere mutui di bassa qualità in pacchetti di prestiti ceduti ai mercati finanziari, senza assumersi conseguenze dirette in caso di mancato rimborso dei mutui stessi. Questo ha creato un problema noto come "azzardo morale", in cui le banche erano disincentivate a valutare accuratamente la qualità dei prestiti, poiché una volta ceduti non ne avrebbero subito le conseguenze.

Anche le banche d'investimento coinvolte non avevano incentivi a controllare attentamente i prestiti, poiché la loro commissione dipendeva dalla velocità con cui potevano vendere i pacchetti di prestiti e non rischiavano nulla se i prestiti alla scadenza non dovessero venire rimborsati.

Infine, le agenzie di rating, che dovrebbero garantire una valutazione obiettiva della qualità dei titoli, operavano in un contesto di conflitto di interessi, poiché erano pagate dalle stesse banche che emettevano i titoli.

Questo ha portato a una valutazione troppo ottimistica, infatti, come evidenziato da uno studio del Fondo Monetario Internazionale<sup>9</sup> del 2008, il 75% dei mutui subprime è stato trasformato in titoli, l'80% dei quali ha ricevuto la tripla A, nonostante fossero di scarsa qualità.

Il 2% riguardava la categoria inferiore dei sub investment, mentre il restante 18% dei titoli subprime è stato riciclato in strumenti più complessi come i *Collateralized Debt Obligations* (CDO).

Questo riciclaggio ha ulteriormente complicato la situazione, contribuendo a un aumento del rischio sistemico nel sistema finanziario e rendendo difficile per gli investitori valutare accuratamente i rischi a cui erano esposti.

---

<sup>9</sup> Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) è un'organizzazione a carattere universale composta da 190 Stati membri.

La *securitization* ha generato due bolle speculative interconnesse: una nel mercato immobiliare, con prezzi in costante aumento, e l'altra nei titoli derivati, che avevano dei rendimenti che erano completamente sproporzionati rispetto al rischio effettivo dell'investimento.

La crisi esplose quando le società, a cui venivano ceduti i prestiti immobiliari e che contemporaneamente emettevano titoli per finanziarne l'acquisto, hanno iniziato fallire perché i prestiti non venivano rimborsati.

Le banche furono costrette a intervenire per rabbonire milioni di investitori infuriati.

La strategia *originate-to-distribute* ha permesso alle banche di frammentare la tradizionale catena del valore della *securitization*, evitando così la normativa di vigilanza.

Questo ha contribuito all'elusione delle restrizioni normative da parte delle banche.

Un esempio è costituito dai *money market mutual funds*<sup>10</sup>, che investono in titoli a breve termine e in cambio assicurano la possibilità di liquidare le loro quote. Tali fondi prima della crisi finanziaria erano cresciuti fino a raggiungere valori significativi diventando uno dei principali attori del sistema dello *Shadow banking*, attraverso la partecipazione a operazioni di RePo (Pronti contro Termine), ovvero operazioni di vendita con patto di riacquisto a un prezzo e a una data prefissati.

Finché il ciclo finanziario è stato favorevole, il sistema dello *Shadow banking* ha retto ed è continuato a crescere dimensionalmente.

Nella primavera del 2007 hanno iniziato a manifestarsi i limiti del sistema e si è dato avvio alla più grande crisi finanziaria dell'ultimo secolo.

La crisi finanziaria ha preso avvio nel 2007, dove il primo a essere colpito è stato il sistema finanziario statunitense.

---

<sup>10</sup> Fondi comuni di investimento

Successivamente con il fallimento di Lehman Brothers nel settembre del 2008, è iniziata la fase più acuta della crisi, che ha portato al crollo di tutti i mercati mondiali.

Infine, a partire dal 2010 la crisi si è estesa ai Paesi Europei, aumentando significativamente i costi relativi (spread) dei titoli di Stato e di conseguenza ciò ha influito negativamente sui conti economici delle banche.

Gli effetti negativi della crisi si sono protratti dal 2007 fino al 2015.

L'intervento della Federal Reserve<sup>11</sup>, della Bank of England<sup>12</sup> e della Banca Centrale Europea hanno evitato il fallimento di questi Paesi grazie a una strategia messa in atto dalle banche centrali allo scopo di stimolare la crescita economica e di sostenere l'inflazione.

Il cosiddetto *Quantitative Easing* (QE), che consisteva nell'acquisto di titoli finanziari e nella creazione di moneta.

Inoltre, le Banche Centrali hanno abbassato i tassi di interesse di riferimento del mercato monetario, che sono scesi dai livelli pre-crisi intorno al 4% fino allo zero.

Questi interventi di politica economica hanno funzionato, ma il ricorso alla politica fiscale ha portato a un forte aumento del debito pubblico, che nella maggior parte dei casi va di pari passo con un'elevata inflazione, in quanto l'inflazione è un modo per ridurre il valore reale del debito.

### **1.3.1 Dalla Grande Recessione alla ripresa: gli sviluppi successivi**

Gli sviluppi recenti del sistema bancario dopo la crisi del 2007-2008 includono diversi cambiamenti significativi.

Lo sviluppo dello *Shadow banking*, a partire dagli anni Settanta del secolo scorso, aveva contribuito a un processo di crescita della dimensione del sistema bancario.

---

<sup>11</sup> "Fed", Banca centrale degli Stati Uniti d'America

<sup>12</sup> Banca centrale del Regno Unito

Ciò aveva interessato le banche più grandi di ciascun Paese dell'Unione Europea, le quali prima della crisi del 2007-2008 avevano raggiunto dimensioni veramente impressionanti rispetto a solo pochi anni prima.

Dopo la crisi, molte banche hanno subito una riduzione delle loro dimensioni, sia in termini di attività che di operazioni.

Questa tendenza è stata causata da perdite finanziarie e da una maggiore regolamentazione sulle attività rischiose.

La crisi finanziaria ha generato anche una crisi economica più ampia, con numerose aziende, comprese quelle di medie e piccole dimensioni, che hanno incontrato difficoltà.

Con la conseguente generazione soprattutto in Italia di una montagna di crediti inesigibili che hanno gravato sui bilanci delle banche.

È stato stimato dalla Banca d'Italia che tra il 2008 e il 2015 per le banche italiane gli accantonamenti per svalutazione dei crediti concessi alle imprese sono risultati complessivamente superiori all'utile lordo del sistema bancario e il sistema ha chiuso in perdita quattro esercizi su cinque.

Di conseguenza alcune banche sono state costrette a ricapitalizzarsi per far fronte alle perdite, alla riduzione delle dimensioni e quindi per assicurare la continuità operativa, mentre altre hanno deciso di optare per procedure di amministrazione controllata o risoluzione, come è avvenuto per Banca Etruria, Banca delle Marche, la Cassa di Risparmio di Ferrara e la Cassa di Risparmio di Chieti nel 2015.

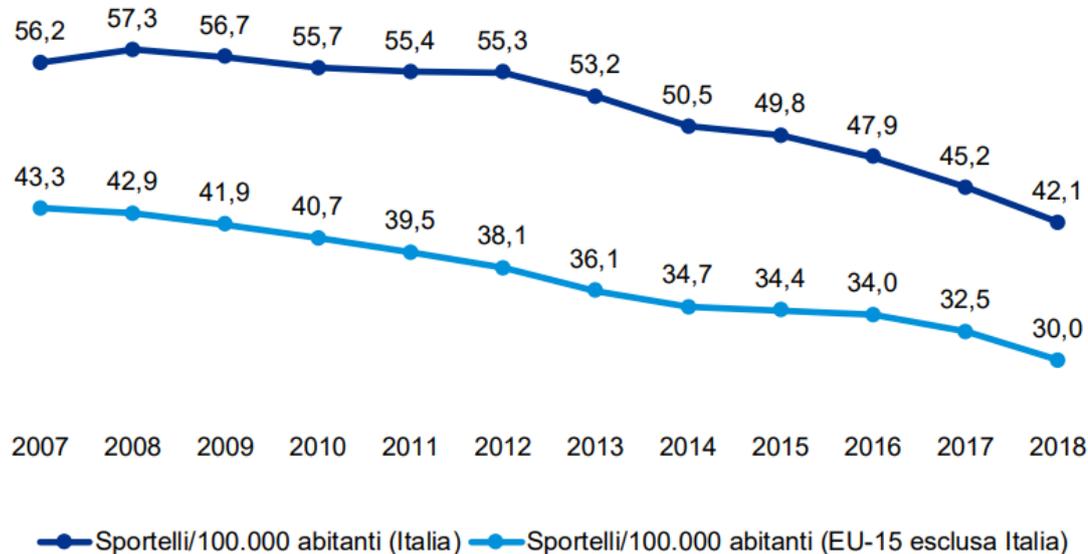
Le banche hanno dovuto riorientare le proprie strategie per affrontare le sfide post-crisi.

Ciò ha incluso fusioni, acquisizioni e la riduzione della presenza territoriale, attuata attraverso la chiusura degli sportelli bancari.

Infatti, a seguito della crisi finanziaria c'è stato un ridimensionamento del numero di banche, di sportelli e di dipendenti bancari nei vari Paesi europei.

Grafico 1. 1

### Sportelli bancari per 100.000 abitanti



Fonte: [www.kpmg.it](http://www.kpmg.it)

Fino al 2008, l'Italia è stata caratterizzata da una crescente tendenza di aperture di sportelli, anche superiore all'andamento della media europea.

Dal 2013 in poi, invece, il numero di sportelli ha iniziato a calare sensibilmente, da 55,3 a 50,5 per 100.000 abitanti solo tra il 2012 e il 2014.

Questi dati confermano la tendenza a un ridimensionamento del numero degli sportelli bancari in Europa e in Italia.

Inoltre, questa situazione ha favorito l'espansione dei servizi digitali che permettono di servire la tradizionale clientela delle banche (retail, private, small business e corporate) attraverso i canali digitali.

Le Banche hanno attuato dei cambiamenti nei loro modelli di business passando dall'esposizione ai prestiti tradizionali al concentrarsi su aree di business come l'intermediazione in titoli, la consulenza finanziaria e la vendita di prodotti assicurativi.

Lo sviluppo della consulenza per la gestione degli investimenti finanziari dei clienti e la vendita di prodotti assicurativi per la copertura di rischi ai beni, alla persona o al patrimonio sono stati le ulteriori due aree di business su cui si sono focalizzate le banche per ridare stimolo ai ricavi.

Esse hanno il pregio di generare per la banca commissioni da distribuzione di prodotti di risparmio gestito oppure di prodotti assicurativi, limitando al contempo i rischi a cui la banca si espone.

Questi cambiamenti nei modelli di business sono avvenuti poiché in questo modo le banche hanno aumentato i loro ricavi.

Infatti secondo una analisi realizzata da Excellence Consulting, sui modelli di business nell'asset & wealth management a partire dai dati di bilancio delle principali banche italiane (ISP, UCG, BPM, MPS, UBI, Bper, Credem, Creval) e delle banche reti di consulenti finanziari (Fideuram, Mediolanum, Fineco, Banca Generali, Azimut, Allianz Bank FA, Deutsche Bank FA, IW Private, Widiba), si è evidenziato come dal 2007 al 2018 le banche commerciali hanno perso ricavi, mentre le banche reti di consulenti finanziari invece sono riuscite a crescere in termini di ricavi e a migliorare i loro risultati economici.

Di conseguenza, il sistema bancario che è emerso dalla crisi del 2007-2008 mostra rendimenti per gli azionisti relativamente bassi, con livelli di ROE ormai stabilmente tra lo zero e l'1%.

#### ***1.4 L'impatto della crisi da Covid-19 sul sistema bancario***

L'avvento del Covid-19 ha obbligato gli stati ad arginare la diffusione del virus tramite l'imposizione alla popolazione di periodi piuttosto estesi di lockdown, generando effetti di riduzione del PIL di molto superiori alla crisi finanziaria del 2007-2008.

La pandemia ha messo a dura prova la solidità degli istituti finanziari, obbligandoli a rivedere le proprie modalità operative per garantire i tradizionali standard di efficienza in un contesto inedito.

L'impatto economico del COVID-19 si manifesta attraverso un doppio shock che colpisce sia la domanda che l'offerta.

Questa "nuova crisi" presenta un quadro unico che differisce dalle crisi economiche precedenti.

Di solito, una crisi può causare una diminuzione della domanda, per la quale esistono varie strategie di intervento, oppure può provocare uno shock che restringe l'offerta, per il quale possono essere adottate misure specifiche.

Quest'ultima crisi sanitaria appare più complessa.

Infatti, gli esperti del CEPR<sup>13</sup> (Centre for Economic Policy Research) sostengono che questa pandemia si distingue dalle precedenti perché ha interessato tutti i paesi del mondo, in particolare la Cina, Stati Uniti d'America, Giappone, Germania, Regno Unito, Francia e Italia, che rappresentano complessivamente:

- 60% dell'offerta e della domanda a livello globale (GDP);
- 65% dell'industria manifatturiera mondiale;
- 41% dell'export della manifattura globale.

Molti dei paesi colpiti dal COVID-19 sono fondamentali nelle catene di approvvigionamento globale di beni intermedi.

L'interruzione di queste catene significa bloccare l'intero sistema produttivo ad esse connesso.

Secondo una comunicazione della Commissione Europea, sia l'Italia che la Francia nel 2020 sono state a rischio di entrare in recessione.

Le analisi di Standard & Poor's Global Rating a marzo 2020 avevano infatti previsto per l'Italia una contrazione del PIL dello 0,3%.

Secondo Bloomberg, la crisi COVID-19 è stata la più grave per l'economia globale dal 2009.

Di conseguenza i principali enti di politica monetaria, come la FED, hanno deciso di abbassare i tassi di interesse in un tentativo di stimolare l'economia, sostenere i mercati finanziari, prevenire una recessione più grave e rafforzare la fiducia in un contesto di crescente incertezza economica dovuta alla pandemia.

---

<sup>13</sup> 9 Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti su dati CEPR, "Economics in the Time of COVID-19", 2020

Le crisi sanitarie come quella del COVID-19, possono trasformare fattori favorevoli all'economia come: l'interconnessione crescente dei mercati globali, l'importanza e la crescita del commercio internazionale e la mobilità globale delle persone che solitamente rappresentano; in potenziali vulnerabilità.

Ciò ha implicato nuove sfide per il sistema bancario, chiamato a sostenere le imprese a livello nazionale.

La Banca Centrale Europea (BCE) ha risposto alla situazione di crisi lanciando un programma chiamato "Emergency Purchase Programme", che prevede l'iniezione di 750 miliardi di euro di liquidità nei mercati entro la fine del 2020, sommandosi ai 120 miliardi di euro precedentemente annunciati il 12 marzo.

In questo contesto di incertezza, i tassi di interesse assumono un ruolo cruciale nello stimolare la domanda, i consumi e, di conseguenza, l'aumento dei prezzi e l'inflazione.

Tuttavia, la pandemia non ha generato solo effetti negativi sull'economia e rischi per le banche, ma ha anche cambiato i comportamenti delle persone, determinando un'accelerazione significativa, soprattutto sul lato della domanda, dei seguenti trend:

- consolidamento del numero di player sul mercato
- razionalizzazione del numero di sportelli
- evoluzione del profilo del consumatore, che è sempre più orientato verso il digitale anche nell'interazione con le banche.

La nascita di una nuova relazione con la clientela sempre più mediata dalle tecnologie digitali ha fatto sì che gli istituti di credito siano riusciti a far migrare i loro clienti dagli sportelli sul territorio ai canali digitali.

In un contesto di tassi negativo e di probabile difficoltà per tante piccole e medie imprese, a seguito della crisi sanitaria, le banche commerciali nell'immediato hanno deciso di puntare sulle aree di business che nell'ultimo decennio hanno sviluppato maggiormente, ovvero la consulenza finanziaria, la gestione dei patrimoni o la *bancassurance*.

### **1.4.1 L'ascesa congiunta di Fintech e Big Tech nel settore finanziario**

La tecnologia ha generato nuovi segmenti di mercato, cambiando la struttura competitiva del settore bancario e finanziario.

Basti pensare al Fintech, il cui termine nasce dall'insieme delle parole "finanza" e "tecnologia" ed è traducibile nella formulazione generica come «tecnologia applicata alla finanza»<sup>14</sup>.

Questo fenomeno viene descritto come l'«innovazione finanziaria resa possibile dall'innovazione tecnologica, che può concretizzarsi in nuovi modelli di business, processi o prodotti, producendo un effetto determinante sui mercati finanziari, sulle istituzioni, o sull'offerta di servizi»<sup>15</sup>.

Il Fintech sta influenzando tutti gli ambiti dei servizi bancari e finanziari, ridefinendo la loro struttura grazie all'entrata di startup tecnologiche, grandi aziende del settore tecnologico e piattaforme social media.

Viene utilizzato per assistere imprese, imprenditori e consumatori nella gestione ottimale delle loro attività finanziarie, sfruttando software e algoritmi avanzati, accessibili sia da computer che, sempre più frequentemente, da smartphone.

Le innovazioni apportate dal Fintech hanno aperto nuove prospettive di business e ridotto significativamente i costi per avviare nuove iniziative.

Questo ha favorito l'emergere di nuove startup innovative, che combinano *expertise* finanziarie e competenze tecnologiche.

Questa evoluzione richiede una reazione strategica da parte delle imprese già attive in questi mercati.

Come mostrato dal grafico, dal 2015 gli investimenti in Fintech continuano a crescere.

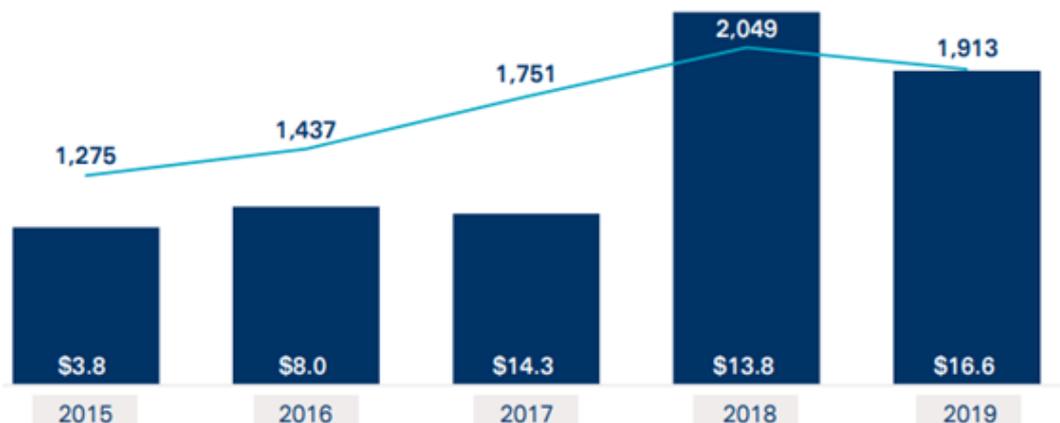
---

<sup>14</sup> Fonte: European Central Bank, 2017

<sup>15</sup> Fonte: "Banca d'Italia (2017), Fintech in Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari".

Soltanto nel 2019 si è registrata una lieve diminuzione sia nel numero di accordi sia nel valore degli investimenti rispetto al 2018.

Grafico 1. 2



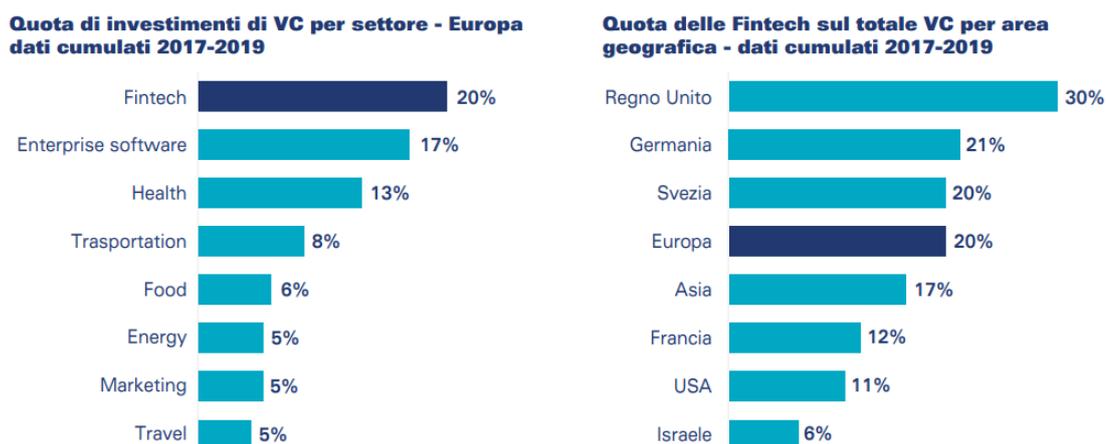
Fonte: The European House Ambrosetti, 2020

In Europa, gli investimenti nel settore Fintech stanno crescendo, raggiungendo 5,1 miliardi di dollari.

Nella prima metà del 2019, l'Europa ha superato l'Asia in termini di investimenti, che si sono attestati a 2,2 miliardi di dollari, posizionandosi al secondo posto dopo gli Stati Uniti con 7,5 miliardi di dollari.

Di conseguenza, il Fintech rappresenta il principale settore per gli investimenti di Venture Capital in Europa, come illustrato nei seguenti grafici.

Grafico 1. 3



Fonte: The European House Ambrosetti, 2020

È essenziale che le banche accelerino l'implementazione delle più recenti tecnologie per soddisfare le crescenti richieste dei clienti e per affrontare la

concorrenza proveniente da nuovi partecipanti, come le startup Fintech o le grandi aziende tecnologiche già consolidate, conosciute come Big Tech.

Il fenomeno delle Big Tech si riferisce alla crescita e all'influenza sempre maggiore delle principali aziende tecnologiche mondiali, con impatti fortemente *disruptive*, in quasi tutti i settori industriali.

Negli ultimi vent'anni, Google, Apple, Facebook, Amazon, Alibaba, Tencent e Microsoft hanno surclassato in termini di capitalizzazione di mercato le principali aziende nel settore dell'energia e delle banche.

Queste società, focalizzate principalmente su tecnologia e modelli di business basati su Internet, stanno cercando di ampliare la loro presenza in settori con processi complessi, come i servizi finanziari, dove la tecnologia può automatizzare attività di routine e generare valore.

Un elemento distintivo delle Big Tech è la loro propensione a sostenere significativi investimenti in ricerca e sviluppo e acquisizioni di altre aziende per arricchire la loro offerta.

Tra le aree prioritariamente finanziate in termini di ricerca e sviluppo, l'intelligenza artificiale occupa un ruolo centrale.

È stato calcolato che ciascuna di queste aziende ha investito più di un miliardo di dollari per acquisire talenti e team specializzati in data science.

In un contesto sempre più digitalizzato, l'abilità chiave è l'efficiente utilizzo dei dati dei clienti per ottenere vantaggi competitivi in termini di costi e qualità dei servizi, come la gestione del rischio, il marketing e la definizione dei prezzi.

L'impatto potenziale dell'intelligenza artificiale sul business è così significativo che lasciare il controllo esclusivo di questa tecnologia alle Big Tech potrebbe diventare un ostacolo insormontabile per le altre imprese, comprese le istituzioni bancarie.

Le Big Tech hanno sviluppato modelli di business basati su piattaforme d'offerta che mirano a mantenere e ampliare la relazione con il cliente attraverso la proposta di una vasta gamma di prodotti e servizi.

Questo approccio favorisce la fidelizzazione del cliente e massimizza le opportunità di *cross-selling*, generando significativi margini e valore.

Grazie alla loro ampia base di clienti, all'efficace utilizzo dei canali digitali, alla capacità di offrire servizi di alta qualità e a una vasta gamma di offerte, inclusi servizi finanziari, le Big Tech sono viste dagli analisti finanziari come aziende con un elevato potenziale di crescita e valore.

La possibilità di offrire servizi di pagamento online è stata a lungo un pilastro fondamentale per le banche, generando consistenti profitti.

Le Big Tech vogliono introdursi nelle aree di business delle banche; infatti, hanno intensificato la loro presenza nel settore dei servizi finanziari, in particolare nella gestione dei pagamenti.

Nonostante l'adozione di metodi di pagamento digitali sia in aumento da diversi anni, le banche stanno ora affrontando una crescente concorrenza in questo settore da parte di numerose fintech e, in particolare, delle Big Tech come Amazon, Apple e Facebook.

Queste aziende stanno lanciando nuovi servizi e strumenti di pagamento in diverse parti del mondo.

Parallelamente a questa tendenza, i principali circuiti di pagamento internazionali, come Visa e Mastercard, hanno aumentato significativamente i loro investimenti nelle fintech specializzate nei pagamenti.

Di conseguenza, il mercato dei pagamenti sta diventando sempre più dinamico e competitivo.

Alcuni esempi sono:

- Facebook che ha istituito Facebook Financial per potenziare i suoi servizi di pagamento come Facebook Pay e WhatsApp Pay, esplorando anche soluzioni basate su blockchain come Libra e Novi.
- Amazon che ha lanciato Amazon Pay nel 2017, utilizzato da oltre 10.000 esercenti, introducendo successivamente Amazon Pay Later, offrendo credito a zero interessi.

- Apple che ha dominato il mercato dei pagamenti negli USA con Apple Pay, catturando oltre il 50% delle transazioni via smartphone, e collaborando con Goldman Sachs per la Apple Card, così da offrire finanziamenti a tasso zero.
- Google Pay che, pur avendo una quota di mercato negli USA del 20%, ha avuto successo in mercati come l'India, diventando l'app finanziaria più scaricata nel 2020.

Google mira a rilanciare Google Pay globalmente, offrendo soluzioni e-commerce e gestione dei pagamenti.

Le strategie delle Big tech nel settore dei pagamenti si dividono in due approcci principali: chi offre infrastrutture di pagamento integrate per siti web e mobile commerce degli esercenti come nel caso di Apple e Amazon, e chi cerca di incorporare la presenza digitale degli esercenti nelle loro piattaforme, ispirandosi alle super app cinesi, come fanno Google e Facebook.

L'espansione futura delle big tech nel settore bancario si concentrerà su banking, lending, insurance e robot advising.

Amazon, in particolare, mira a sviluppare prodotti e servizi finanziari che supportano il suo core business, piuttosto che creare una banca digitale completa.

Il modello di business delle grandi aziende tecnologiche si basa sul concetto di DNA, cioè Data, Network e Actions:

- Data Analytics: riguarda l'utilizzo dei dati per migliorare le prestazioni e anticipare le esigenze degli utenti.
- Network: consiste negli effetti di rete, qui si trae vantaggio dall'aumento dell'uso della loro piattaforma da parte di venditori e acquirenti
- Interactions: le attività e le transazioni che avvengono sulla piattaforma, alimentando la dinamicità dell'ecosistema.

Questo modello opera in un ciclo virtuoso.

Le Big tech creano piattaforme dove venditori e clienti possono interagire, aumentando il valore della piattaforma grazie ai benefici derivanti dagli effetti di rete.

Le attività degli utenti producono dati che vengono analizzati per affinare e potenziare i servizi offerti.

A questa crescente dominanza della tecnologia le banche stanno rispondendo creando un nuovo rapporto con essa, definito *fintegration*.

La strategia è quella di puntare ad una convergenza tra un approccio tradizionale e un mondo digitale.

### ***1.5 Il sistema bancario e le prospettive più recenti***

Nel primo semestre del 2021, Il sistema bancario italiano si mostra come un settore nel complesso solido, capace di affrontare efficacemente gli effetti iniziali della crisi COVID-19 e di reagire prontamente, garantendo il sostegno necessario all'economia per superare un periodo complesso.

Considerando uno studio di KPMG che analizza i principali gruppi bancari italiani dividendoli in base alle loro dimensioni e rilevanza nel mercato, in particolare:

- Gruppi Maggiori: Intesa Sanpaolo e UniCredit
- Gruppi Grandi: Banco BPM, BPER Banca e Monte dei Paschi di Siena (MPS)
- Gruppi Medi: Credem, Banca Popolare di Sondrio, UBI Banca (prima dell'acquisizione da parte di Intesa Sanpaolo) e Banca Mediolanum

I bilanci dei nove principali gruppi bancari italiani mostrano dei risultati incoraggianti in termini di redditività, efficienza e patrimonializzazione.

A giugno 2021, i crediti verso la clientela dei gruppi bancari analizzati ammontano a 1.459 miliardi di euro, registrando una lieve crescita dell'1,3% rispetto a dicembre 2020.

Questo indica che, in generale, le banche hanno aumentato leggermente il volume dei prestiti concessi ai clienti.

I gruppi maggiori hanno registrato una flessione dell'1%, mentre i gruppi grandi e medi hanno mostrato incrementi rispettivamente dell'8,3% e del 3,7%.

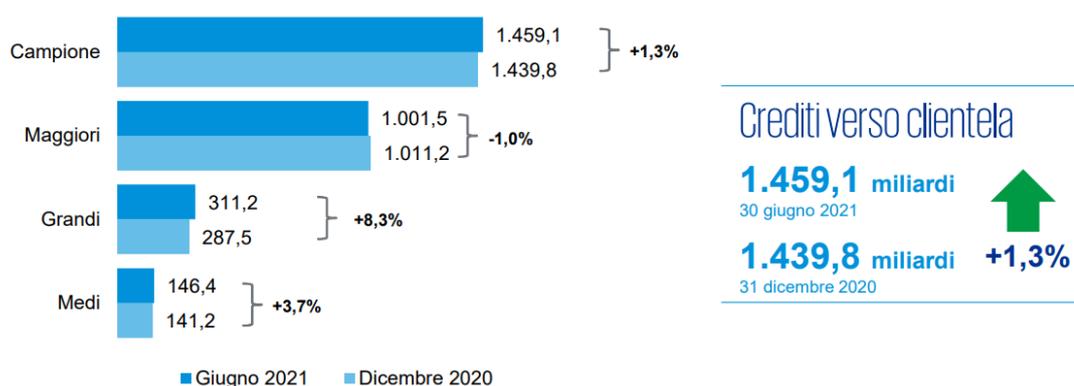
I crediti verso la clientela rappresentano il 54,1% del totale attivo dei gruppi bancari analizzati, una percentuale in calo di 2,1 punti percentuali rispetto all'anno precedente.

Quindi, sebbene il volume assoluto dei crediti sia aumentato, la loro proporzione rispetto al totale delle attività bancarie è diminuita.

I gruppi medi e grandi presentano una quota superiore di impieghi verso la clientela in rapporto al totale delle attività.

Grafico 1. 4

**Crediti verso clientela, valori assoluti (Euro mld) e variazioni percentuali (06/2021 vs 12/2020)**



Fonte: KPMG, *Analisi delle semestrali dei gruppi bancari italiani*, flash report, 1° settembre 2021

La raccolta diretta, che rappresenta l'insieme delle risorse finanziarie che le banche ottengono direttamente dalla clientela, a giugno 2021 ammonta a circa 1.578 miliardi di euro, in crescita del 2,5% rispetto a dicembre 2020.

Le banche in questo periodo hanno aumentato la quantità di denaro raccolto direttamente dai loro clienti.

Questo incremento è principalmente dovuto all'aumento del 4,0% dei debiti verso la clientela, che raggiungono 1.347 miliardi di euro, includendo depositi nei conti correnti e conti di risparmio, mentre i titoli in circolazione sono

diminuiti del 5,5%, scendendo a 231 miliardi di euro, comprendendo obbligazioni e certificati di deposito emessi dalle banche.

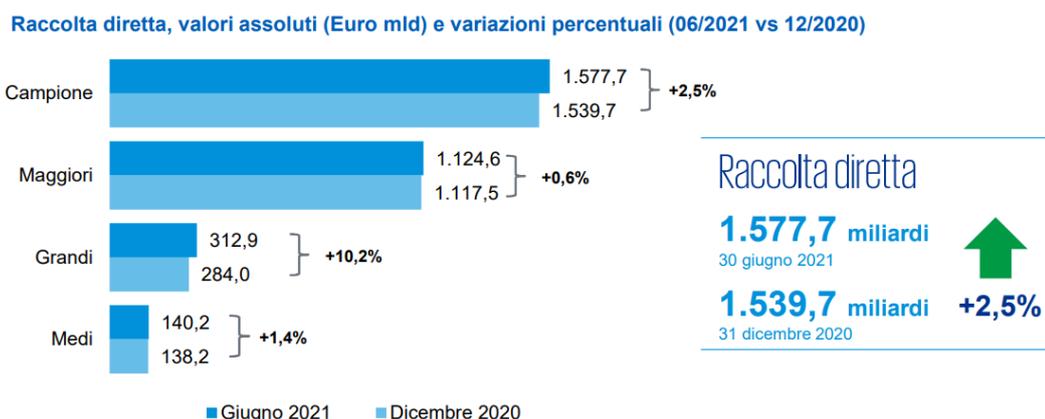
Tutti i cluster dimensionali hanno registrato un incremento della raccolta diretta, con i gruppi grandi che hanno segnato un aumento del 10,2%.

La raccolta diretta rappresenta il 108,1% dei crediti verso la clientela, indicando che le banche raccolgono più denaro dai clienti di quanto non prestino.

Questo surplus può essere utilizzato per altre attività bancarie, per rafforzare la liquidità o per investimenti.

Una raccolta diretta elevata è quindi un indicatore di stabilità per le banche, dimostrando accesso a una base solida di finanziamenti e riflettendo una maggiore fiducia dei clienti.

Grafico 1. 5



Fonte: KPMG, *Analisi delle semestrali dei gruppi bancari italiani*, flash report, 1° settembre 2021

Nonostante la lunga fase di tassi di interesse molto bassi, con il tasso di riferimento BCE fissato allo 0% da marzo 2016 e l'Euribor negativo, nel primo semestre del 2021 il margine di interesse delle banche italiane è diminuito del 5,1% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Questo significa che le banche hanno guadagnato meno dalla loro attività principale di prestare denaro rispetto all'anno precedente.

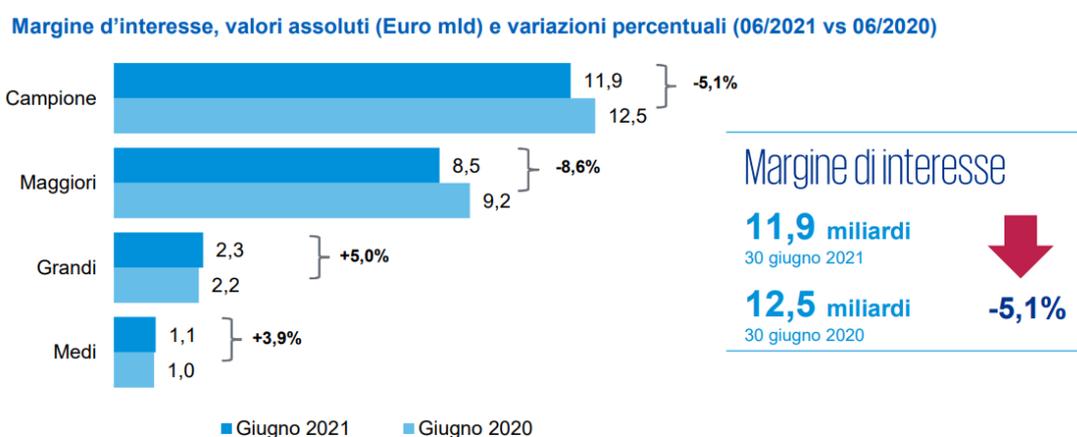
Il margine di interesse è sceso a 11,9 miliardi di euro, indicando una diminuzione dei profitti derivanti dagli interessi.

Questo calo è principalmente dovuto alla riduzione degli interessi attivi, che è scesa del 6,5% a causa di maggiore concorrenza e dei tassi sui finanziamenti con garanzia statale.

Gli interessi passivi sono invece diminuiti del 10,8%.

I gruppi maggiori hanno visto una contrazione dell'8,6% nel margine di interesse, mentre i gruppi grandi e medi hanno registrato aumenti del 5,0% e del 3,9%, rispettivamente.

Grafico 1. 6



Fonte: KPMG, *Analisi delle semestrali dei gruppi bancari italiani*, flash report, 1° settembre 2021

Nel 2021, l'utile complessivo dei gruppi bancari analizzati è stato di 6,5 miliardi di euro.

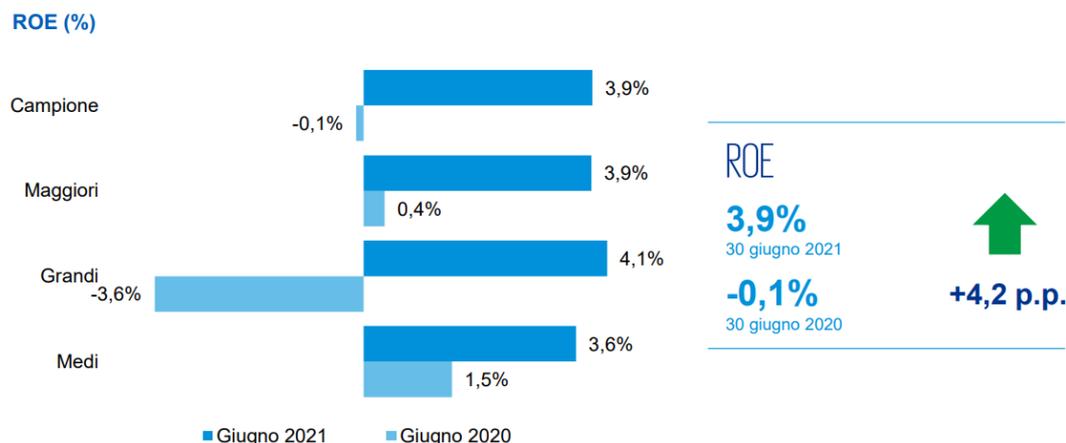
Questo risultato rappresenta un miglioramento significativo rispetto all'anno precedente, quando l'utile era stato fortemente influenzato da perdite.

Il Return On Equity (ROE) delle banche è salito al 3,9% nel 2021, segnando un miglioramento significativo rispetto all'anno precedente.

I gruppi bancari più grandi hanno ottenuto un ROE del 4,1%, mentre i gruppi medi hanno registrato un ROE del 3,6%.

Le banche sono diventate più redditizie rispetto al 2020, con i gruppi più grandi che hanno ottenuto un ritorno maggiore sugli investimenti.

Grafico 1. 7



Fonte: KPMG, *Analisi delle semestrali dei gruppi bancari italiani*, flash report, 1° settembre 2021

A giugno del 2021, il CET1 Ratio aggregato dei gruppi bancari analizzati raggiunge il 15,1%, con un lieve calo di 0,1 punti percentuali rispetto a dicembre 2020.

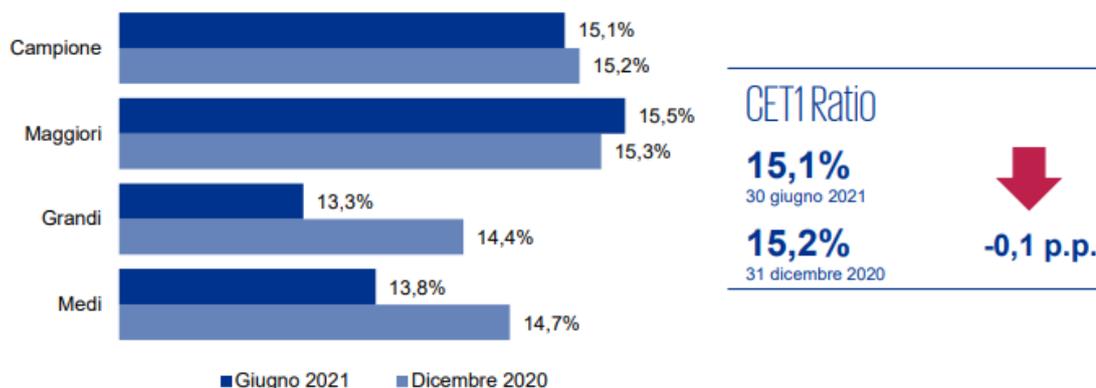
Questo andamento è dovuto a una leggera flessione del capitale primario di classe 1 (-0,1%) e a un aumento delle attività ponderate per il rischio dello 0,6%. I gruppi bancari grandi e medi hanno visto un peggioramento del CET1 Ratio, con riduzioni di 1,1 e 0,9 punti percentuali rispettivamente.

Questo peggioramento indica che, rispetto al periodo precedente, questi gruppi hanno visto un calo nella loro solidità patrimoniale relativa alle attività rischiose.

Al contrario, i gruppi bancari maggiori hanno ottenuto un incremento moderato del 0,2 % nel CET1 Ratio, il che suggerisce una leggera crescita nella loro solidità patrimoniale.

Nonostante questi cambiamenti, tutti i gruppi bancari analizzati superano ampiamente la soglia minima del 7% richiesta per il Rischio di Primo Pilastro, che rappresenta il livello minimo di capitale che le banche devono mantenere per garantire la loro stabilità e per coprire le perdite potenziali.

Grafico 1. 8



Fonte: KPMG, *Analisi delle semestrali dei gruppi bancari italiani*, flash report, 1° settembre 2021

Nel 2021, il panorama bancario italiano è caratterizzato da un contesto di mercato con una marcata persistenza di bassi tassi di interesse, portando a una riduzione della redditività delle banche commerciali e a livelli di efficienza operativa buoni ma non ancora ottimali.

Nonostante i buoni livelli di patrimonializzazione raggiunti, il consolidamento del settore bancario è probabilmente spinto dagli effetti della pandemia.

Nel corso degli anni successivi, si osserva una ripresa dei crediti deteriorati a causa delle difficoltà dell'economia reale.

Questo spinge le banche a ripensare il loro modello tradizionale e la loro presenza territoriale, con la pandemia che rappresenta un ulteriore elemento di innovazione e ripensamento.

La presenza di nuovi operatori specializzati continua a modificare il panorama competitivo.

Un tema centrale per il sistema bancario italiano e mondiale è legato agli ESG (Environmental, Social, Governance) e alla sostenibilità.

Gli investitori sono sempre più attenti all'impegno delle aziende verso queste tematiche.

Allo stesso tempo, i Regulator insistono affinché la sostenibilità sia integrata nei modelli di valutazione del rischio delle banche.

Gli stakeholders mostrano un'attenzione crescente verso queste tematiche e la gestione del rischio diventa una priorità sempre più sensibile per i vertici aziendali.

L'obiettivo delle banche è quello di avere una gestione del rischio che non solo le protegga dalle difficoltà, ma che le metta in una posizione vantaggiosa per trarre beneficio dai cambiamenti nel settore.

Il Covid-19 ha avuto un effetto acceleratore causando percorsi di trasformazione digitale per cui gli istituti di credito sono in anticipo sul processo di innovazione digitale che era stato previsto nel periodo pre-pandemico.

Gli aspetti più rilevanti del 2021 riguardano la capacità degli operatori bancari puntano di puntare sulla *coopetition*, ovvero un misto tra la competizione e la cooperazione tra istituti di credito tradizionali e tra gli istituti di credito più innovativi (fintech) e utilizzo su larga scala di *analytics* a supporto delle decisioni.

Per quanto riguarda gli anni successivi, nel primo semestre del 2022, i gruppi bancari analizzati hanno registrato un incremento degli impieghi verso la clientela del 2,9%.

Questo aumento rifletteva una maggiore domanda di prestiti da parte dei clienti, supportata da una fase di politica monetaria espansiva che ha reso i finanziamenti più accessibili.

Tuttavia, a giugno 2023, i crediti verso la clientela sono diminuiti dello 0,8% rispetto a dicembre 2022.

Questa flessione può essere attribuita a diversi fattori, tra cui l'aumento dei tassi di interesse, che ha reso i prestiti più costosi e ha ridotto la domanda, e una maggiore cautela delle banche nell'erogare credito in un contesto economico più incerto.

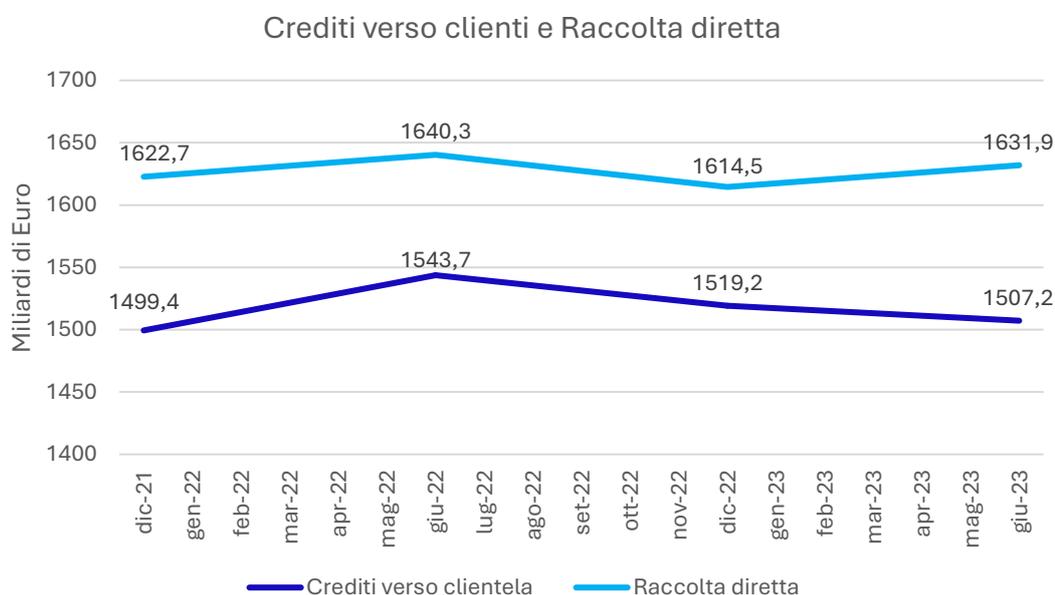
I gruppi bancari italiani hanno registrato una raccolta diretta di circa 1.640 miliardi di euro, con un incremento dell'1,1% da dicembre 2021 a Giugno 2022.

Questo aumento è stato principalmente determinato dall'incremento dei debiti verso la clientela, che sono saliti del 2,6%, raggiungendo i 1.429 miliardi di euro.

Nel primo semestre del 2023, la raccolta diretta è aumentata a circa 1.632 miliardi di euro, mantenendo lo stesso incremento dell'1,1% rispetto a dicembre 2022.

Tuttavia, questo aumento è stato sostenuto da un notevole incremento dei titoli in circolazione (+17,9%), che sono saliti a 246 miliardi di euro, mentre i debiti verso la clientela sono diminuiti dell'1,4%, scendendo a 1.386 miliardi di euro.

Grafico 1. 9



Fonte: elaborazione dati del report di KPMG su “Analisi delle semestrali dei gruppi bancari italiani”.

Il margine di interesse dei gruppi bancari è aumentato del 6,7% nei primi sei mesi del 2022, attestandosi a 12,7 miliardi di euro.

Questo incremento era dovuto a un aumento sia degli interessi attivi che degli interessi passivi, con gli interessi attivi che crescevano in misura maggiore.

Nel primo semestre del 2023, il margine di interesse ha segnato un incremento notevole del 52,9%, raggiungendo i 21,1 miliardi di euro.

Questo straordinario aumento può essere attribuito alla politica monetaria restrittiva adottata dalla BCE a partire da luglio 2022, che ha portato a un

aumento dei tassi di interesse, migliorando la redditività delle operazioni di prestito delle banche.

Grafico 1. 10



Fonte: elaborazione dati del report di KPMG su “Analisi delle semestrali dei gruppi bancari italiani”.

Utile registrato nei primi sei mesi del 2022 è pari a 7 miliardi di euro, un dato sostanzialmente stabile rispetto all’anno precedente.

Al contrario nel primo semestre del 2023, l'utile è salito a 11,6 miliardi di euro, segnando una netta crescita rispetto al 2022.

Questo incremento è stato influenzato dall'aumento del margine di interesse e dalla capacità delle banche di gestire meglio i costi operativi, beneficiando della ripresa economica.

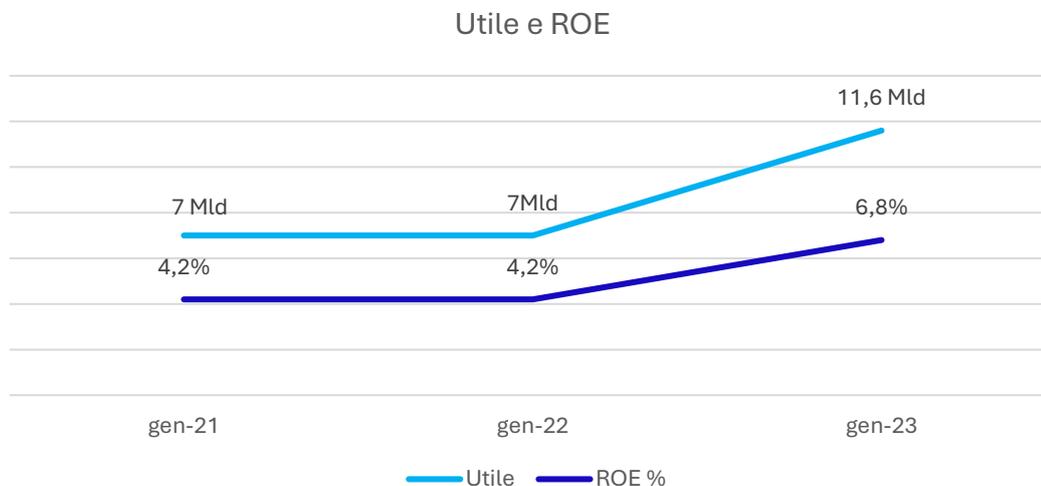
Il Return on Equity (ROE) del campione si è attestato al 4,2% nel primo semestre del 2022, rimanendo sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente.

Tuttavia, nel primo semestre del 2023, il ROE è salito al 6,8%, indicando un miglioramento della redditività per gli azionisti.

Questo miglioramento è stato osservato in tutti i cluster dimensionali, con i gruppi maggiori e medi che hanno registrato incrementi più marcati (+3,2 % e +4,2 %).

Infine, i gruppi bancari medi hanno mostrato il valore più elevato, con un ROE pari all'8,3%.

Grafico 1. 11



Fonte: elaborazione dati del report di KPMG su “Analisi delle semestrali dei gruppi bancari italiani”.

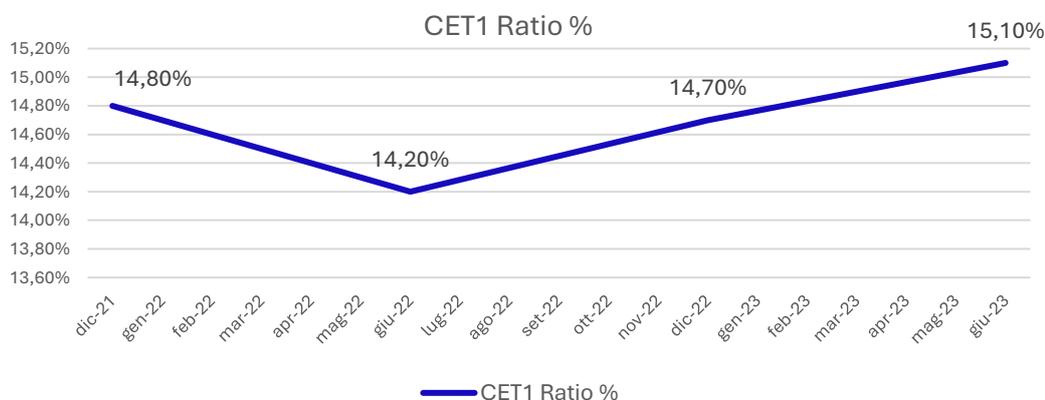
Nel 2022 il CET1 Ratio del campione si attestava al 14,80%, per poi andare in calo di 0,6 punti percentuali nei sei mesi successivi con un valore di 14,20%.

Questo calo era dovuto a una flessione del capitale primario di classe 1 (-3,7%) e a un lieve aumento delle attività ponderate per il rischio (+0,2%).

A giugno 2023, il CET1 Ratio è salito al 15,1%, in crescita di 0,4 punti percentuali rispetto a dicembre 2022.

Questo miglioramento è stato dovuto a un incremento del capitale primario di classe 1 (+1,6%) e a una riduzione delle attività ponderate per il rischio (-1,1%).

Grafico 1. 12



Fonte: elaborazione dati del report di KPMG su “Analisi delle semestrali dei gruppi bancari italiani”.

Questo aumento del CET1 Ratio riflette una maggiore solidità patrimoniale delle banche e una gestione prudente delle risorse.

Il confronto tra i primi semestri del 2022 e del 2023 evidenzia una transizione significativa nel settore bancario italiano, influenzata da cambiamenti nelle politiche monetarie e nelle condizioni economiche.

Nel 2022, la crescita degli impieghi verso la clientela e della raccolta diretta era sostenuta da una politica monetaria espansiva.

Tuttavia, nel 2023, con l'introduzione di una politica monetaria restrittiva da parte della BCE, il panorama è cambiato notevolmente.

L'aumento dei tassi di interesse ha ridotto la domanda di prestiti, ma ha significativamente migliorato la redditività delle banche, come dimostrato dall'incremento del margine di interesse e dell'utile.

Inoltre, il miglioramento del CET1 Ratio nel 2023 indica una maggiore solidità patrimoniale delle banche e una gestione prudente delle risorse.

Questi cambiamenti riflettono la capacità dei gruppi bancari italiani di adattarsi a nuove condizioni economiche e di rafforzare la loro posizione finanziaria in un contesto di mercato dinamico.

### ***1.6 La Banca del Futuro: tra innovazione e sfide attuali***

“Banca” è il termine con cui storicamente si identificava l'azienda che gestiva in modo uniforme i bisogni dei clienti, i bisogni di credito, quelli transazionali, la necessità di avere un conto, di pagare i bonifici, i bisogni di gestire i propri risparmi e infine quelli assicurativi.

Quindi gli istituti di credito, dal lato dell'offerta e della domanda rispondevano a questi bisogni.

Tuttavia, il settore bancario negli ultimi anni è in continua trasformazione, con il digitale che rappresenta il driver principale di questa sua evoluzione.

Le banche tendono ad orientarsi verso i seguenti fattori.

Il comportamento dei nuovi clienti è rilevante per le banche del futuro, infatti oggi i ragazzi e le ragazze, tra i 20 e 25 anni, hanno un atteggiamento e un'attitudine nei confronti dell'attività lavorativa che è completamente diverso rispetto alle generazioni precedenti, basti pensare alla tendenza a cambiare spesso luoghi di lavoro e tipologie professionali.

Questo impatterà sul sistema bancario, poiché i consumatori fanno cambiare le banche in termini di agilità, in termini di risposte immediate e in termini di modelli di acquisto.

Un'altra tendenza emergente è che le banche si evolveranno verso una struttura che considera l'aggregazione di vari business diversificati.

Piuttosto che essere valutate come entità universali, le banche saranno giudicate sulla somma delle loro parti, diventando così un mosaico di servizi specializzati. Con "somma delle parti" si vuole indicare che il valore complessivo di una banca sarà determinato dalla gamma di bisogni che è in grado di soddisfare. Questi bisogni variano notevolmente: il bisogno di credito richiede competenze nella valutazione del rischio e nella sua gestione, mentre la gestione degli investimenti implica la capacità di guidare gli individui nella pianificazione della loro vita finanziaria.

In questo contesto, la tecnologia e le soluzioni fintech avranno un ruolo fondamentale, poiché forniranno gli strumenti necessari per integrare e potenziare queste specializzazioni, rafforzando ulteriormente l'offerta di servizi personalizzati e di alta qualità nel settore finanziario.

Nel retail banking è diventata un must l'esperienza del cliente.

Avere una *customer experience* (CX) distintiva, fondata su chiarezza, convenienza, semplicità e accessibilità è uno dei canali strategici da considerare nel prossimo futuro.

La capacità di offrire un'esperienza personalizzata e contestuale diventa sempre più cruciale.

I clienti ormai si aspettano dei servizi intuitivi e sempre disponibili, poiché sono abituati a quelli offerti dalle altre piattaforme virtuali come ad esempio Amazon, Netflix o Facebook.

Le nuove tecnologie hanno impatti rilevanti sulla CX infatti consentono di rispondere in breve tempo alle richieste dei clienti, con un livello di qualità del servizio elevato; e con la possibilità di ottenere un supporto rapido ed efficiente per le attività più complesse, con l'utilizzo di Chatbot e Voice.

Con la *Digital Omnichannel Trasformation* in questi anni si sta assistendo ad un cambiamento e ad un consolidamento nelle relazioni tra la banca e i clienti. L'interazione con gli individui è sempre più digitale, sia per svolgere transazioni finanziarie sia per quanto riguarda le modalità di dialogo.

Considerando la crescente quota di clientela che negli ultimi anni effettua operazioni online, sia da smartphone che da remoto (ATM, internet e mobile banking), la sfida strategica diventa quella di sostenere la customer experience, attraverso l'evoluzione delle piattaforme per favorire l'innovazione ed elevare la qualità del servizio, garantendo l'integrazione con la fisicità del rapporto con il gestore.

L'intelligenza artificiale (IA) è vista come la tecnologia rivoluzionaria.

Diversi sondaggi, tra cui quelli condotti da The Economist Intelligence Unit e McKinsey, evidenziano come l'IA stia diventando sempre più centrale nelle strategie delle banche, potendo rappresentare il divario tra il successo e il fallimento nel settore.

Innanzitutto, analizzando i dati dei clienti per comprendere le preferenze e le esigenze individuali, l'IA può permettere alle banche di offrire un servizio clienti e supporto personalizzati in tempo reale.

Può guidare i clienti attraverso processi come l'*onboarding*, che consiste nel percorso di accoglienza e integrazione dei nuovi clienti, in cui si accompagnano attraverso la registrazione, l'attivazione dei servizi, l'orientamento sui prodotti e sulle funzionalità offerte dalla banca.

In secondo luogo, automatizzando compiti giornalieri come le verifiche del saldo o il ripristino delle password, l'IA permette ai dipendenti del servizio clienti di concentrarsi su questioni più intricate e complesse.

Ciò non solo migliora l'efficienza e riduce i costi per le banche, ma accelera anche l'accuratezza del supporto clienti.

Infine, l'IA può essere impiegata per offrire una piattaforma di *banking* interattivo, ciò aiuta ad ottimizzare le comunicazioni con i clienti.

Si svilupperanno in futuro chatbot sempre più allenati a comprendere e a soddisfare le aspettative dei clienti.

L'automazione di una piccola parte delle relazioni con il cliente significa per le banche ottenere notevoli vantaggi dal punto di vista economico e questo si tradurrà nella possibilità di nuovi investimenti da parte delle banche.

Grazie all'integrazione di modelli di intelligenza artificiale nelle applicazioni bancarie, gli utenti possono accedere a un'unica piattaforma per effettuare transazioni, consultare dettagli dell'account e ricevere notifiche, tutto tramite una chat o un'interfaccia vocale e disponibile in diverse lingue.

## CAPITOLO 2: I TASSI DI INTERESSE

### *2.1 Le teorie del tasso di interesse*

Per comprendere il concetto di tasso di interesse e il suo ruolo nell'economia, è fondamentale esplorare le principali teorie che ne hanno influenzato la definizione e l'analisi nel corso del tempo.

Il tasso di interesse rappresenta il prezzo del denaro e svolge una funzione cruciale nella determinazione dell'equilibrio economico, influenzando le decisioni di risparmio, investimento e consumo.

Le teorie economiche classiche, neoclassiche, keynesiane e neo-neoclassiche offrono prospettive diverse su come il tasso di interesse venga determinato e quale sia il suo impatto sull'economia.

Queste teorie non solo riflettono le evoluzioni nel pensiero economico, ma anche le risposte ai cambiamenti nella struttura economica e nelle politiche monetarie nel corso del tempo.

#### **2.1.1 La teoria classica**

La teoria economica classica mette al centro della propria analisi il concetto di sovrappiù, che è la “parte del prodotto sociale che eccede il fabbisogno di riproduzione su scala immutata del sistema economico”<sup>16</sup>.

Nell' economia classica si considerano principalmente due classi sociali: i capitalisti e i lavoratori.

Il sovrappiù viene distribuito tra queste due classi principali sotto forma di profitti per i capitalisti e salari per i lavoratori.

Quando i capitalisti utilizzano sia capitale proprio che capitale preso a prestito, devono pagare un interesse ai rentiers che hanno fornito il capitale.

---

<sup>16</sup> Fonte: Teoria della Moneta - Testi Scientifici Modulari Serie di economia 1, a cura di Carluccio Bianchi

L'interesse è una “deduzione dal profitto, ovvero una proporzione del tasso di profitto”<sup>17</sup>, che viene pagata ai prestatori di denaro.

In questo contesto Adam Smith sostenne che il tasso di interesse determina la distribuzione del profitto tra coloro che prestano il denaro e coloro che lo investono in attività produttive, assumendosi il rischio e le responsabilità associate.

Questo significa che il tasso di interesse rappresenta la ricompensa per chi presta il capitale monetario e il compenso per chi investe il denaro in attività produttive.

Tuttavia, Smith non fornisce una spiegazione dettagliata su cosa determini esattamente questa proporzione.

Nell'analisi degli economisti classici successivi, a tale problema, sono state fornite due spiegazioni diverse.

In particolare, possiamo differenziare la soluzione di Ricardo da quella di Marx. Secondo Ricardo, il tasso di interesse è determinato interamente dal tasso di profitto.

Il tasso di interesse naturale, che è uguale al tasso di profitto, è un fenomeno "reale" e non è influenzato dalla quantità di moneta in circolazione.

Quindi il tasso di interesse naturale è il rendimento atteso degli investimenti produttivi nell'economia.

Il tasso di interesse di mercato, invece, è influenzato dalla domanda e offerta di moneta.

Dunque, nel momento in cui avviene un aumento dell'offerta di moneta, il tasso di interesse di mercato tende a scendere temporaneamente, stimolando una maggiore domanda di moneta.

Questo a sua volta provoca un aumento proporzionale dei prezzi.

---

<sup>17</sup> Fonte: Teoria della Moneta - Testi Scientifici Modulari Serie di economia 1, a cura di Carluccio Bianchi

Quando l'offerta di moneta aumenta e il tasso di interesse di mercato scende, gli imprenditori prendono in prestito denaro a un tasso inferiore al tasso di profitto e investono in nuove attività produttive, fino a che l'eccesso di moneta viene completamente assorbito nell'economia.

A questo punto le disponibilità bancarie saranno esaurite e le banche riporteranno il tasso di interesse di mercato al livello naturale.

L'analisi ricardiana, in definitiva sostiene che il tasso di interesse di mercato può variare temporaneamente a causa dei cambiamenti nell'offerta di moneta, ma alla fine si aggiusta per tornare al tasso di interesse naturale, che riflette il vero rendimento dell'economia e coincide con il tasso di profitto.

Le fluttuazioni del tasso di mercato sono corrette dagli imprenditori che investono quando il tasso di interesse di mercato è inferiore al tasso di profitto. Secondo Marx, il tasso di interesse è solo una parte del tasso di profitto.

Il profitto nasce dalla produzione, mentre l'interesse nasce dalla circolazione del denaro.

Questa differenza spiega perché l'interesse è solo una frazione del profitto totale. Marx non crede che esista un tasso di interesse "naturale"; l'unico tasso che conta è quello di mercato, che dipende dalla domanda e dall'offerta di denaro. Questo significa che il meccanismo di aggiustamento di Ricardo, che cerca di stabilire un tasso "naturale", non funziona.

Per Marx, i capitalisti che producono beni e quelli che prestano denaro hanno ruoli separati, e il denaro accumulato da chi presta non è direttamente legato alla produzione reale di beni.

Aumentare la quantità di denaro disponibile, se le esigenze dell'industria rimangono le stesse, fa solo scendere il tasso di interesse.

In periodi di crisi, il tasso di interesse è basso perché pochi chiedono prestiti.

Al contrario, durante la ripresa economica, la domanda di finanziamenti aumenta e così anche il tasso di interesse.

Nel corso del ciclo economico, il tasso di interesse varia in base alla domanda di prestiti, mentre a lungo termine è determinato dall'accumulo di denaro disponibile.

In conclusione, sia a breve che a lungo termine, il tasso di interesse è influenzato solo da fattori legati alla quantità di moneta.

Questo tasso gioca un ruolo cruciale nella distribuzione del profitto tra due gruppi principali: i capitalisti industriali, che investono nella produzione, e i rentier, che guadagnano prestando denaro.

La relazione tra tassi di interesse, profitti e distribuzione del reddito è fondamentale nella teoria economica classica.

Mentre le teorie di Ricardo e Marx offrono spiegazioni diverse su come questi elementi sono interconnessi, entrambi concordano sul fatto che la distribuzione del reddito è fondamentale per comprendere i meccanismi che regolano l'economia capitalistica e i tassi di interesse.

### **2.1.2 La teoria neoclassica dell'interesse**

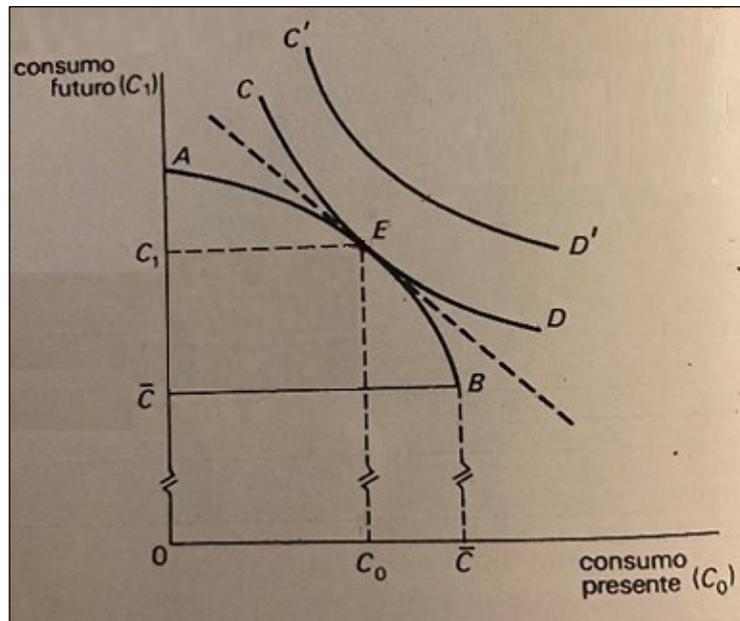
L'interesse secondo i neoclassici può essere compreso utilizzando il metodo delle approssimazioni successive: si parte da un modello molto semplificato e lo si arricchisce progressivamente con ipotesi aggiuntive per avvicinarlo alla realtà.

Si consideri un'economia composta da una sola persona attraverso il caso di: “Robinson Crusoe sull'isola deserta”.

Robinson dedica il suo tempo alla pesca per il suo consumo quotidiano di pesce, rappresentato da C.

Questo livello di pesca può essere mantenuto costante nel tempo se continua con la stessa routine.

Figura 2. 1



Fonte: Teoria della Moneta - Testi Scientifici Modulari Serie di economia 1

Tuttavia, egli potrebbe migliorare le sue attrezzature dedicando parte del suo tempo a costruire strumenti come ami e reti, che aumenterebbero la sua produttività di pesca in futuro.

Questo implica un *trade-off*: rinunciare al consumo presente per aumentare il consumo futuro.

Robinson in questa maniera "investe", tale investimento gli permette di ottenere più pesce.

La curva AB rappresenta tutte le possibili combinazioni tra consumo presente e futuro.

La curva è concava verso l'origine perché Robinson ottiene rendimenti decrescenti dai suoi investimenti futuri: rinunciando a quantità crescenti di pesce oggi, ottiene incrementi di pesce in futuro che sono minori proporzionalmente.

Tuttavia, quanto più Robinson rinuncia al consumo oggi, maggiore è il sacrificio che compie, ma anche maggiore è la ricompensa che desidera ottenere domani.

Le preferenze di Robinson sono illustrate dalla curva CD, che è convessa verso l'origine.

Questo significa che è disposto a rinunciare a quantità sempre maggiori di pesce oggi solo se può ottenere un aumento più che proporzionale di pesce in futuro, riflettendo l'utilità marginale decrescente del consumo futuro.

Nella *figura 2.1*, si notano una serie di curve di indifferenza che non si intersecano; ogni curva C'D' più a destra rappresenta combinazioni di consumo presente e futuro ( $C_0, C_1$ ) più desiderate.

Robinson, se razionale, sceglie l'equilibrio  $E$  dove la curva CD rappresenta la massima curva di indifferenza possibile da raggiungere, data la curva di trasformazione AB.

Qui, rinuncia a consumare  $\bar{C} - C_0$  oggi per poter consumare  $C_1 - \bar{C}$  in più domani.

L'inclinazione della retta tangente in  $E$ , sia alla curva di indifferenza CD che alla curva di trasformazione AB, rappresenta il tasso di interesse  $(1+i)$ .

Questo tasso di interesse eguaglia la preferenza di Robinson tra consumo presente e futuro (CD) con la produttività marginale dell'investimento (AB), riflettendo il premio per il sacrificio di consumare oggi.

Questo equilibrio indica che il tasso di interesse funge da "prezzo" del tempo e del sacrificio presente: è la ricompensa che Robinson ottiene per rinunciare al consumo immediato (risparmiando e investendo) per ottenere maggiori benefici futuri.

Il modello di Robinson Crusoe illustra come, il tasso di interesse è determinato dall'interazione tra domanda e offerta di risparmi e investimenti.

Gli individui risparmiano parte del loro reddito per consumare in futuro o per investire in attività produttive.

L'offerta di risparmi è rappresentata dalla quantità di denaro che gli individui sono disposti a risparmiare invece di consumare immediatamente.

Descriviamo ora un'economia di produzione-scambio e accumulazione, in cui esiste per semplicità un solo bene capitale omogeneo e malleabile.

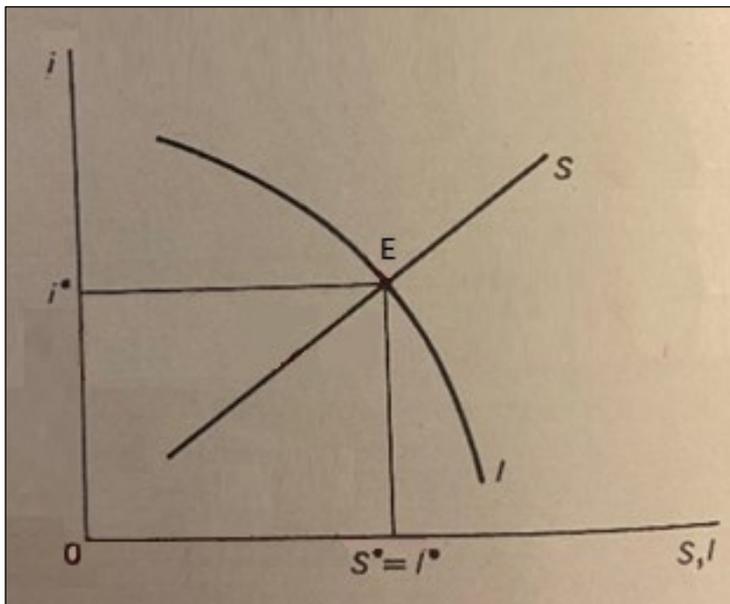
Bisogna determinare la quantità di grano che si vuole investire e l'interesse.

Per farlo si segue ancora la figura precedente:

- La domanda di capitale è rappresentata dalla curva di trasformazione AB. Questa curva ci mostra quanta parte del grano prodotto le persone vogliono investire, a seconda del tasso di interesse. Più alto è il tasso di interesse, minore è la domanda di capitale e quindi la quantità di grano che viene investito.
- L'offerta di capitale è rappresentata dalla curva di indifferenza CD. Questa curva mostra quanto grano le persone sono disposte a risparmiare (non consumare) per ogni livello del tasso di interesse. Un tasso di interesse più alto incentiva le persone a risparmiare di più, perché il sacrificio di non consumare oggi è ricompensato con un maggior consumo futuro.

Il grafico seguente rappresenta la domanda e l'offerta di capitale.

Figura 2. 2



Fonte: Teoria della Moneta - Testi Scientifici Modulari Serie di economia 1

- La domanda di capitale è data dalla sua produttività marginale;
- l'offerta di capitale è data dalle preferenze intertemporali degli individui;

E è l'intersezione tra le due curve che determina il tasso di interesse, il quale si presenta come fenomeno esclusivamente reale.

Il tasso di interesse è determinato dalla domanda e dall'offerta di capitale e varia solo se cambiano queste funzioni.

L'offerta di risparmio può variare solo se cambiano le preferenze delle persone riguardo al consumo futuro; ad esempio,  $S$  aumenta se cresce il desiderio di consumo futuro.

La domanda di capitale, invece, aumenta solo se ci sono innovazioni tecniche che migliorano la produttività marginale del capitale, spostando verso l'alto la curva di trasformazione  $AB$ .

Le conclusioni dell'economia di Robinson Crusoe rimangono valide anche in questo contesto: l'investimento è possibile solo rinunciando al consumo, e il tasso di interesse compensa il sacrificio di chi rinuncia a consumare, essendo il "prezzo dell'astinenza".

Anche in un'economia dove esiste la moneta, l'analisi dell'interesse non cambia. La domanda e l'offerta di capitale saranno espresse in termini monetari, ma ciò che conta è quello che si può acquistare con la moneta, non la moneta stessa.

Secondo la teoria neoclassica il tasso di interesse naturale è determinato dalla parsimonia delle persone e dalla produttività del capitale.

È un elemento cruciale che regola l'equilibrio tra risparmi ed investimenti.

D'altra parte, è presente anche il tasso di interesse monetario, influenzato dalla domanda e offerta di moneta o dalle politiche bancarie, è considerato irrilevante in quanto deriva direttamente dal tasso di interesse naturale.

La teoria neoclassica vede il tasso di interesse come un fenomeno reale, determinato dall'equilibrio tra risparmio e investimento, ed è considerato il principale meccanismo per garantire la piena occupazione.

### **2.1.3 La teoria keynesiana**

Nella teoria keynesiana, il tasso di interesse è considerato un fenomeno monetario, determinato dall'incontro tra la domanda di moneta e l'offerta di moneta.

Secondo Keynes, è una variabile esogena e indipendente dal mercato reale.

Keynes pone particolare attenzione al ruolo della moneta come riserva di valore, ossia come mezzo per conservare potere d'acquisto nel tempo. Tradizionalmente, le persone detenevano moneta principalmente per due motivi: per effettuare transazioni quotidiane (motivo delle transazioni) e per affrontare imprevisti (motivo precauzionale).

Entrambi questi motivi sono legati al livello del reddito e dei prezzi.

Senza trascurare questi motivi, Keynes introduce un terzo motivo: il motivo speculativo.

Le persone potrebbero preferire detenere moneta come forma di ricchezza quando le alternative, come i titoli a reddito fisso, sono meno convenienti.

Ad esempio, se ci si aspetta che il valore dei titoli scenda (cioè, se ci si aspetta che i tassi di interesse aumentino), le persone preferiranno detenere moneta per evitare perdite.

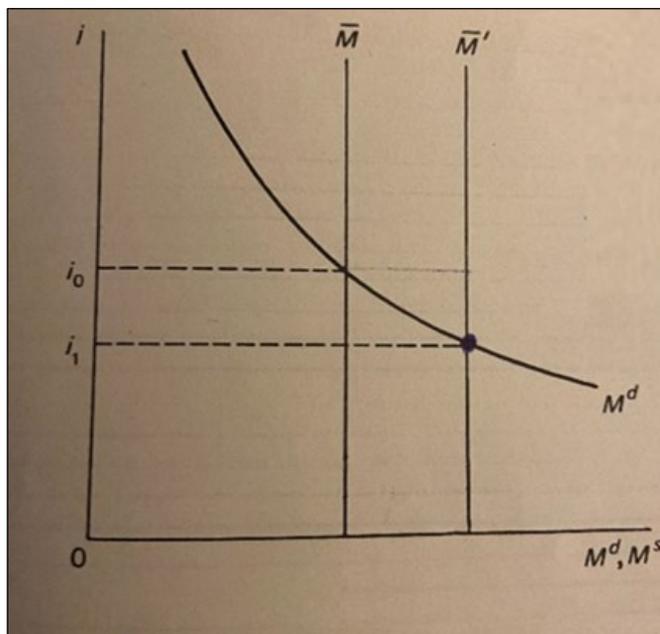
Al contrario, se ci si aspetta che il valore dei titoli aumenti (cioè, se ci si aspetta che i tassi di interesse diminuiscano), le persone compreranno più titoli e terranno meno moneta.

Quindi, esiste una relazione inversa tra il tasso di interesse e la domanda di moneta detta anche "preferenza per la liquidità".

Quando i tassi di interesse sono già alti, pochi si aspettano che aumentino ulteriormente; quindi, molti si aspettano una diminuzione dei tassi di interesse, aumentando la domanda di titoli e riducendo la domanda di moneta.

Quando i tassi di interesse sono bassi, si prevede un aumento futuro dei tassi, riducendo la domanda di titoli e aumentando la domanda di moneta.

Figura 2. 3



Fonte: Teoria della Moneta - Testi Scientifici Modulari Serie di economia 1

La domanda complessiva di moneta è quella rappresentata nel grafico della *figura 2.3*.

Essa include sia la domanda di moneta come riserva di valore che quella come mezzo di pagamento.

Quando la produzione e gli scambi aumentano, cresce anche il bisogno di moneta per le transazioni, spostando la curva della domanda di moneta verso l'alto  $M^d$ .

Anche a parità di reddito reale, un aumento dei prezzi farà aumentare ulteriormente la domanda di moneta  $M^d$ .

Le variazioni programmate nella spesa, come gli investimenti, aumentano la domanda di moneta anche prima che il reddito cambi effettivamente.

Questo è chiamato "motivo finanziario" da Keynes.

Gli investimenti, infatti, necessitano di copertura finanziaria.

Se la domanda di beni capitali aumenta, ci sarà un maggior bisogno di "finanza", il che comporterà un aumento della domanda di moneta.

Questa variazione della  $M^d$  è distinta da quella derivante dal motivo delle transazioni, poiché deriva da una variazione nella spesa programmata, mentre quest'ultima scaturisce solo in conseguenza di una variazione effettiva nella produzione.

La curva di domanda di moneta della figura precedente si sposta se cambia la preferenza per la liquidità del pubblico, specialmente in risposta alle aspettative sul futuro.

Se le prospettive sono negative, la preferenza per la liquidità aumenta, spostando la curva della domanda di moneta  $M^d$  verso l'alto.

Quindi la variazione di scambi, produzione, prezzi, e aspettative influenzano la funzione di domanda di moneta  $M^d$ .

Con un'offerta di moneta  $M$ , fissata dalle autorità monetarie, l'intersezione tra la  $M^d$  e la  $\bar{M}$  determina il tasso di interesse di equilibrio.

Nella teoria keynesiana, dunque, l'interesse è un fenomeno esclusivamente monetario; non è il prezzo della rinuncia al consumo, ma è la "ricompensa per la rinuncia alla liquidità".

In altre parole, il saggio di interesse è il compenso che le persone ricevono per aver rinunciato a detenere denaro liquido, preferendo invece investire o prestare quel denaro.

#### **2.1.4 La teoria neo-neoclassica**

La teoria neo-neoclassica del tasso di interesse rielabora concetti dalla teoria neoclassica tradizionale e li integra con elementi della teoria keynesiana, cercando di fornire una spiegazione più sofisticata del funzionamento del tasso di interesse nell'economia moderna.

Il tasso di interesse non è più esclusivamente un fenomeno reale o un fenomeno monetario.

Il tasso di interesse naturale è un fenomeno esclusivamente reale, determinato, dalla parsimonia individuale e dalla produttività del capitale.

Nel lungo periodo, il tasso di interesse naturale è stabile e riflette un equilibrio tra risparmio e investimento, mantenendo l'economia in uno stato di equilibrio a lungo termine.

Tuttavia, nel breve periodo, il tasso di interesse di mercato può deviare dal tasso naturale a causa delle variazioni nella domanda e nell'offerta di moneta, influenzate da politiche monetarie o aspettative degli investitori.

La teoria keynesiana analizza questi fenomeni di breve periodo e suggerisce interventi per riportare l'economia verso l'equilibrio di lungo termine.

Le premesse per la incorporazione dell'analisi keynesiana nell'ortodossia neoclassica sono così chiaramente poste; strumento attraverso il quale essa avviene è il modello IS-LM proposto da Hicks.

Secondo la sintesi di Hicks il tasso di interesse è determinato contemporaneamente sia dal mercato dei beni che dal mercato della moneta.

La curva IS rappresenta l'equilibrio nel mercato dei beni, che si raggiunge quando il risparmio (S) è uguale agli investimenti (I).

La condizione di equilibrio nel mercato reale è data da:  $S = I(i)$

La curva LM rappresenta l'equilibrio nel mercato della moneta, dove la domanda di moneta è uguale all'offerta di moneta.

L'equilibrio monetario è dato dalla condizione:  $M^d = \bar{M}$

L'intersezione tra le curve IS e LM determina un equilibrio E nel mercato monetario e reale, noto come equilibrio di breve periodo nella teoria keynesiana.

In questo punto, il mercato dei beni e il mercato della moneta sono entrambi in equilibrio, con il tasso di interesse e il reddito determinati simultaneamente.

L'effetto Pigou, o effetto ricchezza, si riferisce all'aumento del valore reale della moneta quando il livello generale dei prezzi diminuisce, aumentando così il potere d'acquisto della moneta detenuta dalle persone.

Questo fenomeno tende a incrementare la domanda di beni e servizi.

È importante sottolineare che questo effetto non comporta un aumento diretto dell'offerta di moneta, ma piuttosto del valore reale degli asset nominali.

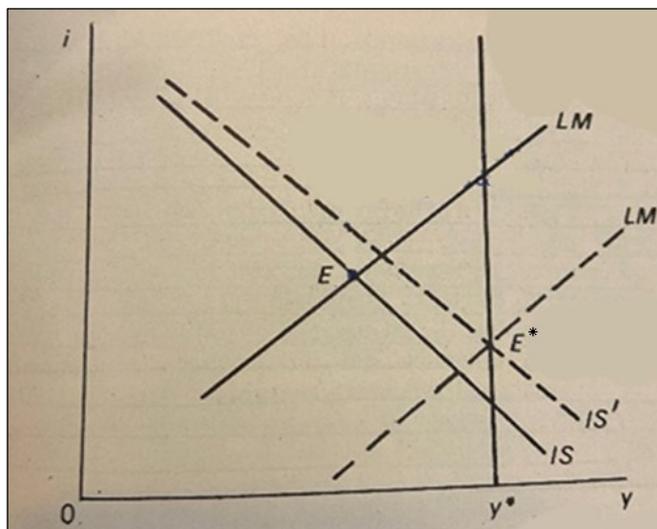
Tale incremento del valore reale può spostare la curva LM verso destra, indicando una maggiore domanda di moneta per transazioni.

Un incremento della domanda aggregata può indurre un aumento della produzione e del reddito, influenzando a sua volta la curva IS.

Tuttavia, l'aumento degli investimenti non sposta direttamente la curva IS verso destra.

La curva IS può subire uno spostamento se vi è un miglioramento delle aspettative di profitto futuro che stimola maggiori investimenti a ogni livello di tasso di interesse, oppure se vengono attuate politiche fiscali espansive.

Figura 2. 4



Fonte: Teoria della Moneta - Testi Scientifici Modulari Serie di economia 1

Di conseguenza, sia la curva IS che la curva LM possono spostarsi verso destra in risposta a diverse dinamiche economiche, fino a raggiungere un nuovo equilibrio  $E^*$  di lungo periodo.

L'intersezione tra le curve IS e LM indica che il livello di risparmio è uguale agli investimenti e che la domanda di moneta è uguale all'offerta di moneta, stabilendo così il tasso di interesse di equilibrio.

Nell'analisi neo-neoclassica, il tasso di interesse di lungo periodo è considerato un fenomeno prevalentemente reale, influenzato da fattori quali la parsimonia e la produttività del capitale.

Al contrario, il tasso di interesse di breve periodo è visto come un fenomeno sia monetario che reale, poiché è determinato dall'intersezione tra la curva IS, che rappresenta il mercato dei beni, e la curva LM, che rappresenta il mercato della moneta, riflettendo così le condizioni simultanee di questi due mercati.

## ***2.2 Il concetto di interesse***

Le operazioni di credito, come prestiti di denaro e dilazioni di pagamento, implicano per chi concede il credito a rinunciare all'utilizzo di una certa somma di denaro per un determinato periodo di tempo.

Questo sacrificio effettuato da un individuo in favore di un altro deve essere compensato attraverso il pagamento di un interesse.

L'interesse rappresenta la remunerazione che viene corrisposta a chi presta una somma di denaro per un periodo di tempo specifico.

Di solito, l'interesse viene indicato in termini percentuali e su base annua.

In questo contesto, si fa riferimento al tasso di interesse o saggio di interesse.

Il tasso di interesse rappresenta il costo del denaro, ossia la percentuale che viene addebitata su un prestito e l'importo che riceve chi presta il denaro.

È inteso come il prezzo che determina il “costo” di una certa quantità di denaro per un determinato periodo di tempo.

Gli economisti distinguono due tipologie di tassi:

- Il tasso (o saggio) di interesse nominale  $i$  è la percentuale che indica il costo del denaro preso a prestito.

Esso rappresenta il prezzo che un operatore è disposto a pagare per ottenere un capitale finanziario, oppure, il prezzo che una controparte desidera incassare per concedere un prestito di capitale.

Il debitore, al termine di un tempo prestabilito  $t$ , sarà tenuto a pagare una somma di denaro superiore a quella ricevuta, mentre il creditore, al termine di  $t$ , otterrà una percentuale aggiuntiva sul denaro prestato.

- Invece il tasso di interesse reale è il rendimento effettivo scontato dell'inflazione o della perdita di potere d'acquisto della moneta in una particolare economia.

Il tasso di interesse nominale  $i$  corrisponde alla somma del tasso di interesse reale  $i_r$  e del tasso di inflazione atteso ( $\pi^e$ ):  $i = i_r + \pi^e$ .

Ne consegue che il tasso di interesse reale è dato dalla differenza fra quello nominale e il tasso di inflazione atteso, quindi riscrivendo l'equazione, si ottiene:  $i_r = i - \pi^e$ .

Entrambi i tassi di interesse nominale e reale vengono espressi come una percentuale per un dato periodo di tempo  $t$ .

L'uguaglianza è nota come "equazione di Fisher" dal nome dell'economista Irving Fisher (1867–1947).

Essa mostra che il tasso di interesse nominale è funzione di quello reale e del tasso di inflazione atteso ( $\pi^e$ ).

Più in particolare, postulato un determinato livello per il tasso reale ex ante, il tasso di interesse nominale  $i$  si adatta in base ai movimenti dell'inflazione attesa ( $\pi^e$ ).

L' "effetto Fisher" indica la relazione univoca fra il tasso di inflazione atteso e il tasso di interesse nominale, tale per cui un aumento del primo fa salire il secondo.

Quindi, un alto tasso di interesse nominale su un deposito bancario o su un titolo di Stato potrebbe essere dovuto principalmente al fatto che si prevede un'alta inflazione nel futuro, e non necessariamente a un rendimento reale elevato dopo aver considerato l'inflazione.

Tale concetto è importante per chiunque presti denaro o lo prenda in prestito. Occorre anche tenere presente che, in determinate circostanze, i tassi di interesse possono includere premi per il rischio, i quali tengono conto generalmente dell'incertezza connessa all'inflazione, al tasso di cambio e all'eventualità di insolvenza.

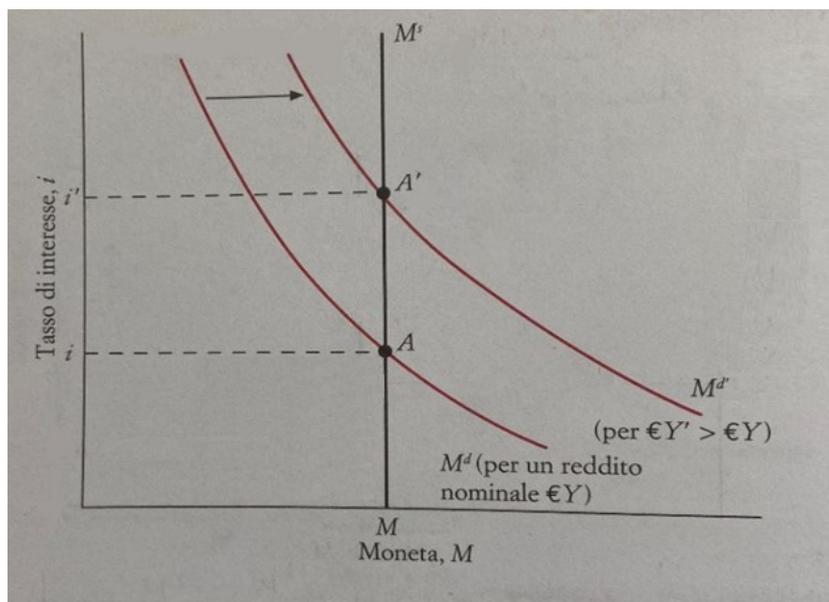
Il concetto di tasso di interesse è collocato all'interno del mercato del denaro.

L'uguaglianza tra offerta di moneta e domanda di moneta determina il tasso di interesse.

Tuttavia, variazioni di alcune variabili economiche possono influenzare e modificare questo tasso.

La *figura 2.5* illustra gli effetti di un aumento del reddito nominale sul tasso di interesse.

Figura 2. 5



Fonte: Macroeconomia – Una prospettiva europea, a cura di Oliver Blanchard, Alessia Amighini e Francesco Giavazzi

Quando il reddito cresce da  $\text{€}Y$  a  $\text{€}Y'$ , si verifica un aumento del livello delle transazioni.

Questo porta a una maggiore domanda di moneta per ogni livello del tasso di interesse.

Di conseguenza, la curva di domanda si sposta verso destra, da  $M^d$  a  $M^{d'}$ .

In questo nuovo scenario l'equilibrio di mercato monetario si sposta da  $A$  ad  $A'$ , causando un incremento del tasso di interesse di equilibrio da  $i$  a  $i'$ .

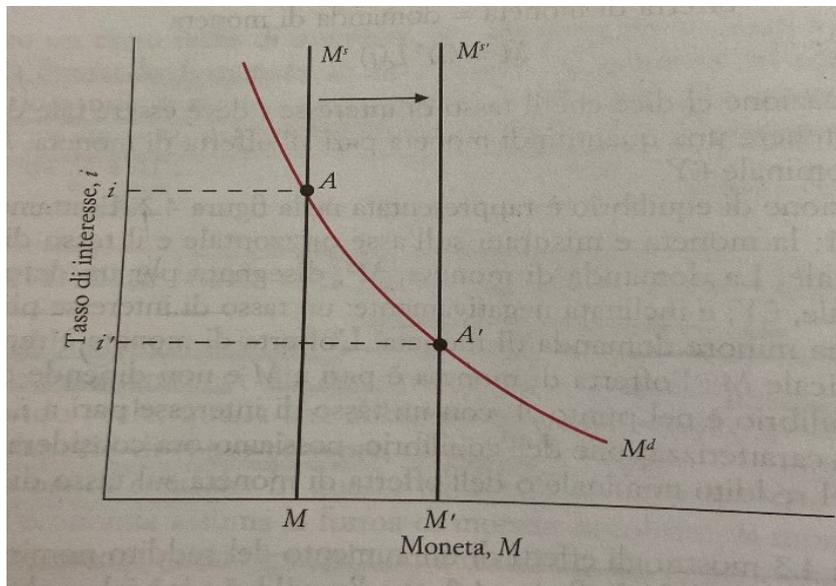
In altre parole, un aumento del reddito nominale provoca un incremento del tasso di interesse.

Poiché, in corrispondenza del tasso di interesse iniziale, la domanda di moneta eccede l'offerta di moneta.

Per ristabilire l'equilibrio, è necessario che il tasso di interesse aumenti.

La *figura 2.6* mostra invece gli effetti di un aumento dell'offerta di moneta sul tasso di interesse.

Figura 2. 6



Fonte: Macroeconomia – Una prospettiva europea, a cura di Oliver Blanchard, Alessia Amighini e Francesco Giavazzi

In questo caso, un incremento dell'offerta di moneta, da  $M^s = M$  a  $M^{s'} = M'$ , sposta verso destra la curva di offerta, da  $M^s$  a  $M^{s'}$ .

L'equilibrio di mercato si sposta da  $A$  ad  $A'$  e il tasso di interesse diminuisce da  $i$  a  $i'$ .

In sostanza, un aumento dell'offerta di moneta tende a ridurre il tasso di interesse, poiché l'offerta di moneta eccede la domanda al tasso di interesse iniziale, richiedendo così un adeguamento verso il basso del tasso di interesse per mantenere l'equilibrio.

In conclusione, se c'è un eccesso di denaro disponibile, i tassi di interesse tendono a diminuire, mentre se c'è una carenza di liquidità, i tassi di interesse tendono a salire.

D'altra parte, è importante considerare come queste dinamiche si riflettano nelle politiche economiche pratiche.

In particolare, durante periodi di difficoltà economica, le banche centrali adottano politiche monetarie espansive per stimolare l'economia.

In tempi di crisi o recessione, le banche centrali intervengono riducendo i tassi di riferimento e con l'acquisto di titoli per stimolare l'economia e mettere gli Stati al riparo da un aumento eccessivo dei tassi sui titoli di Stato.

La politica monetaria espansiva cerca di stimolare i consumi e gli investimenti, ma deve essere calibrata con cautela.

Se applicata in modo eccessivo, potrebbe portare a risultati positivi nel breve periodo ma causare un aumento dell'inflazione nel medio termine, contraddicendo il suo obiettivo principale di mantenere la stabilità dei prezzi.

La politica monetaria restrittiva mira a moderare l'attività economica.

Si realizza con un aumento dei tassi d'interesse, una diminuzione della quantità di moneta in circolazione e con il minore acquisto diretto di titoli.

Questa politica viene adottata quando si verifica o si prevede un'elevata e duratura inflazione.

Un aumento dei prezzi troppo elevato riduce il potere di acquisto delle famiglie e pesa sulle imprese.

È essenziale che gli interventi siano bilanciati per non ottenere l'effetto opposto all'obiettivo desiderato.

Un'eccessiva politica monetaria di questo tipo, oltre a contenere l'inflazione, potrebbe danneggiare la crescita economica, innescando un ciclo negativo.

### ***2.3 Le Banche Centrali***

Nel nostro sistema economico, le banche centrali agiscono come moderatori.

La banca centrale è la “banca delle banche”, un'istituzione autonoma, indipendente dalla politica del paese in cui opera, che non interagisce direttamente con le imprese e i privati cittadini ma con gli stati e le banche commerciali.

Le banche centrali supervisionano il sistema monetario della nazione a cui appartengono.

Queste hanno come obiettivo principale quello di tenere sotto controllo l'inflazione, favorire la stabilità dei prezzi e infine promuovere un'economia florida.

Per fare ciò svolgono diverse funzioni.

Attraverso l'emissione di prestiti, le banche centrali finanziano le banche commerciali.

Quest'ultime per ottenere fondi, tendenzialmente per periodi di breve termine, si rivolgono alla banca centrale per contrarre prestiti, in cambio dei quali devono offrire delle garanzie di titoli di stato o di obbligazioni societarie.

Le banche centrali detengono il monopolio sull'emissione della moneta e sono responsabili della distribuzione del denaro sul mercato.

Inoltre, questi istituti di controllo monetario svolgono la funzione di prestatore di ultima istanza per gli istituti di credito.

Il loro compito è quello di fornire fondi all'economia nel caso in cui le banche, in situazioni di crisi, non siano in grado di coprire la richiesta di denaro.

Per mantenere la stabilità dei prezzi e controllare l'inflazione le banche centrali utilizzano i tassi di interesse.

La stabilità dei prezzi si verifica quando il loro livello rimane sostanzialmente invariato nel tempo.

Questa stabilità dei prezzi apporta notevoli benefici a tutti i cittadini, facilitando il raggiungimento di alti livelli di prosperità economica, attraverso un tasso di occupazione elevato.

Quando si hanno prezzi stabili è più facile individuare le variazioni dei prezzi dei beni paragonate a quelli di altri beni, definiti "prezzi relativi", in quanto tali fluttuazioni non sono nascoste da quelle di tutti gli altri beni.

Ponendo l'ipotesi che un determinato prodotto subisca un rincaro del 3%.

Se nell'economia c'è stabilità di prezzi, allora i consumatori decideranno di limitare l'acquisto di tale prodotto, poiché vedranno nel rincaro, un aumento di prezzo relativo a quel bene.

Mentre in presenza di un'elevata inflazione, che rappresenta l'"aumento generalizzato e persistente dei prezzi di beni e servizi, che determina una perdita di valore e, di conseguenza, di potere d'acquisto della moneta"<sup>18</sup>, diventa più complicato stabilire se un prodotto ha subito una variazione di prezzo.

In questo caso l'aumento di prezzo del prodotto potrebbe nascondere il fatto che il suo costo in confronto ad altri prodotti è sceso; quindi, potrebbe essere più conveniente comprare di più quel bene che è aumentato solo del 3%.

Al contrario, in presenza di deflazione, cioè la "persistente diminuzione del livello generale dei prezzi, indicata, ad esempio, da una riduzione dell'indice dei prezzi al consumo per un periodo di tempo prolungato"<sup>19</sup>, i consumatori potrebbero non rendersi conto che il ribasso di un prodotto specifico è conseguenza dell'andamento generale dei prezzi e non dovuto ad un calo del prezzo relativo del bene in questione.

Di conseguenza, potrebbero essere ingannati a comprare troppo.

Inflazione e deflazione descrivono due fenomeni economici che hanno effetti negativi sull'economia.

La stabilità dei prezzi aiuta aziende e consumatori a non fraintendere le fluttuazioni generali dei prezzi come cambiamenti nei prezzi relativi, permettendo loro di fare scelte di acquisto e investimento più sagge.

Per garantire la stabilità dei prezzi e controllare l'inflazione, le banche centrali possono utilizzare vari strumenti, tra cui il più rilevante è la gestione dei tassi di interesse per regolare il costo del denaro.

I soldi, stampati dalle banche centrali, che controllano la quantità di denaro in circolazione nel loro territorio, vengono prestati alle banche commerciali per un certo interesse.

Queste possono a loro volta prestare i soldi ai propri clienti, che siano cittadini o imprese, ad un altro livello di interesse.

---

<sup>18</sup> Fonte: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability\\_it.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability_it.pdf)

<sup>19</sup> Ivi.

L'interesse a cui si presta il denaro alle banche commerciali è il tasso di interesse e di conseguenza le Banche Centrali controllano il costo del denaro.

La Banca Centrale ha il potere di ridurre o incrementare il tasso di interesse.

Se il tasso cala, il costo del denaro si abbassa, incentivando banche e individui a prendere prestiti.

Questo aumenta la quantità di denaro in circolazione, dando una spinta all'economia e alla sua crescita, ma può anche portare a un rialzo dei prezzi e dell'inflazione.

In caso di aumento del tasso di interesse da parte della Banca Centrale, il costo del denaro aumenta, disincentivando banche e individui dall'accendere prestiti.

In questa situazione, la crescita economica tende a rallentare poiché l'accesso al finanziamento diventa più oneroso, la spesa diminuisce, i prezzi tendono a scendere e l'inflazione si attenua.

#### *Gli strumenti utilizzati dalle banche centrali:*

Gli strumenti di politica monetaria di una banca centrale includono la riserva obbligatoria, introdotta nel secolo precedente.

Ogni banca nazionale deve mantenere un deposito di denaro contante presso la banca centrale del suo paese.

Questo serve per assicurare che la banca centrale disponga di sufficienti fondi per fornire prestiti e per regolare la quantità di moneta in circolazione.

In Europa, la Banca Centrale Europea ha introdotto l'obbligo di riserva.

La percentuale di questa riserva è determinata dalla Banca Centrale.

Le banche centrali regolano l'offerta di moneta tramite l'acquisto e la vendita di titoli nel mercato obbligazionario.

Per aumentare la quantità di moneta, comprano titoli e immettono nuova moneta nel sistema.

Per ridurre la quantità di moneta, vendono titoli e ritirano la moneta ricevuta in pagamento.

Queste azioni sono chiamate operazioni di mercato aperto.

Nel mercato dei titoli dove si determina il prezzo dei titoli, quest'ultimo e il tasso di interesse sono due variabili direttamente collegate.

Se si considerano dei titoli che siano annuali, che non paghino alcuna cedola<sup>20</sup> e che garantiscano il rimborso di 100€ dopo un anno; supponendo che il loro prezzo oggi sia di  $€P_T$ , (dove T sta per titolo).

Se compriamo il titolo oggi e lo teniamo per un anno, il rendimento del titolo detenuto fino a scadenza (che chiamiamo tasso di interesse) sarà uguale a  $€100 - €P_T / €P_T$

Di conseguenza, il tasso di interesse su un titolo annuale è dato da:

$$i = \frac{€100 - €P_T}{€P_T}$$

Più alto è il prezzo di un titolo, più basso sarà il tasso di interesse che esso paga. Se il tasso di interesse è positivo, il prezzo del titolo è inferiore al valore di rimborso; quindi, per percepire un interesse maggiore, dato che il rimborso è fisso, si dovrà pagare meno il titolo oggi.

Per attuale la politica monetaria le banche centrali utilizzano le operazioni di mercato aperto.

Le operazioni di mercato aperto sono strumenti usati dalla banca centrale per influenzare l'equilibrio nei mercati finanziari.

In un intervento espansivo, la banca centrale acquista titoli emettendo nuova moneta, aumentando così la domanda e il prezzo dei titoli, il che porta a una diminuzione del tasso di interesse.

Questo aumenta l'offerta di moneta.

In un intervento restrittivo, la banca centrale vende titoli, riducendo l'offerta di moneta.

Ciò provoca un aumento dell'offerta di titoli, una diminuzione del loro prezzo e un aumento del tasso di interesse.

---

<sup>20</sup> Un tagliando allegato al certificato rappresentativo di un titolo che, staccato dal certificato, consente al possessore di riscuotere una somma di denaro.

Quindi, comprando o vendendo titoli, la banca centrale modifica sia il prezzo dei titoli che il tasso di interesse ad essi associato.

Le operazioni di mercato aperto si dividono in:

- Operazioni temporanee che sono l'attività centrale delle banche centrali e si realizzano tramite l'acquisto o la vendita di contratti spot con accordo di riacquisto a termine, o attraverso la concessione di crediti garantiti. Queste operazioni si svolgono su base settimanale o mensile.
- Operazioni definitive che consistono nell'acquisto o vendita definitiva di attività stanziabili sul mercato.
- Emissione di debito che permette alle banche centrali di generare o aumentare un fabbisogno di liquidità sul mercato;
- Scambi di valuta che hanno l'obiettivo principale di stabilire le condizioni di liquidità nel mercato e di regolare i tassi di interesse.

### **2.3.1 Le principali banche centrali nel mondo**

Ogni stato ha la propria Banca Centrale, ad eccezione di alcuni casi, come quello di Andorra o del Principato di Monaco,

Le cinque banche centrali più importanti sono: Federal Reserve System (FED), negli Stati Uniti, Banca Centrale Europea (BCE) che comprende i Paesi dell'eurozona, Bank of Japan (BOJ) in Giappone, Bank of England (BOE) per il Regno Unito e infine People's Bank of China (PBC) in Cina.

Tutte e cinque le principali banche centrali condividono il compito primario di formulare e attuare la politica monetaria in conformità con le rispettive normative legali.

Oltre alla politica monetaria, queste Banche hanno il compito di garantire la stabilità del sistema finanziario, contribuendo così al sano sviluppo dell'economia.

Per conseguire questo obiettivo queste intervengono controllando l'inflazione e regolando i tassi di interesse.

Un altro importante compito è quello di supervisionare che istituzioni e mercati finanziari siano adeguatamente controllati dalle autorità nazionali e che i sistemi di pagamento funzionino correttamente.

La sicurezza e la solidità dei sistemi bancari hanno la massima priorità.

Infine, ogni Banca Centrale ha l'autorità di emettere la valuta nazionale rispettiva e di gestirne la circolazione.

Caso particolare quello della BCE, che gestisce l'euro per l'intera Eurozona.

Le principali banche centrali si differenziano per grado di indipendenza, struttura organizzativa e obiettivi specifici.

La Federal Reserve (FED) ha una struttura federale con un elevato grado di indipendenza, è composta da un'agenzia governativa centrale, The Board of Governors of the Federal Reserve System (Il Consiglio dei governatori del Federal Reserve System) che provvede alla supervisione delle 12 banche di riserva e delle loro filiali.

La Bank of England (BOE), attraverso il Bank of England Act del 1998, ottenne l'indipendenza, inoltre la sua struttura organizzativa è composta da tre organi decisionali:

- Il Comitato per la Politica Monetaria che comprende il Governatore, i Vicepresidenti, due direttori esecutivi e quattro membri nominati dal Cancelliere al Tesoro.

Questo organo ha il compito di definire la politica monetaria di concerto con il Ministero del Tesoro, di effettuare analisi e ricerche riguardanti la situazione economica e il livello dei prezzi del Paese;

- Il Comitato Direttivo è presieduto dal Governatore, mentre i suoi membri sono nominati dalla Regina.

L'obiettivo principale di questo istituto è quello di decidere le strategie migliori per la Banca Centrale con lo scopo di garantire la stabilità del sistema finanziario;

- Il Comitato degli Amministratori non Esecutivi è composto da tutti gli amministratori che non hanno funzioni esecutive e che fanno parte del Consiglio Direttivo.

Questo organo ha il compito di vigilare all'interno della Banca affinché vengano attuati gli obblighi imposti dall'istituto.

La Bank of Japan (BoJ), la banca centrale del Giappone, è composta da tre principali organi:

- Policy Board, che è l'elemento decisionale dell'istituto e si occupa di determinare le linee guida relative alla politica monetaria;
- I funzionari della Banca che fanno parte del Policy Board includono, oltre al Governatore e al Vicegovernatore, i revisori dei conti, i direttori esecutivi e i consiglieri;
- I dipartimenti, le filiali e gli uffici, presenti in Giappone e all'estero. In Patria i dipartimenti sono 15, le filiali 32 e gli uffici 14.

La Banca Popolare Cinese (PBC) è meno indipendente rispetto alle altre, poiché riferisce tutte le decisioni prese in tema di tassi d'interesse e di tassi valutari in via esclusiva al Consiglio di Stato.

La sua struttura si delinea in due organi principali:

- Il Governatore, che ha il compito di esercitare una supervisione del lavoro svolto dalla Banca Centrale;
- I Vicegovernatori, nominati dal Consiglio di Stato, che svolgono un ruolo di assistenza al Governatore nell'esercizio delle sue funzioni.

La Banca Centrale Europea è “la banca centrale dei paesi dell’UE che utilizzano l’euro”<sup>21</sup>, per questo motivo ha un alto grado di indipendenza.

La BCE opera all'interno del “Sistema europeo delle banche centrali” (SEBC), che include tutti gli Stati membri dell'Unione Europea

La BCE è governata da tre organi:

---

<sup>21</sup> Fonte: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html>

- il consiglio direttivo, il quale è composto dai membri del comitato esecutivo e dai governatori delle banche centrali nazionali degli Stati membri che hanno adottato l'euro.

È considerato il principale organo decisionale della BCE e ha il compito di approvare gli orientamenti e le decisioni necessari per il compimento delle sue funzioni.

L'obiettivo primario dell'organo è quello di definire la politica monetaria dell'Eurozona.

Il consiglio direttivo ha l'autorizzazione a fissare il tasso d'interesse al quale le banche commerciali possono ottenere prestiti presso la rispettiva banca centrale.

- il comitato esecutivo è l'organo che comprende il presidente e il vicepresidente della BCE, quattro ulteriori membri.

I membri vengono nominati dal Consiglio europeo.

Il comitato esecutivo ha il compito di attuare la politica monetaria definita dal consiglio direttivo.

Con lo scopo di impartire le istruzioni necessarie alle banche centrali nazionali.

Infine, questo organo prepara le riunioni del consiglio direttivo e si occupa della gestione degli affari correnti della BCE.

- Il consiglio generale è composto dal presidente e dal vicepresidente della BCE e dai governatori delle banche centrali dell'insieme degli Stati membri dell'Unione.

Ha il compito di riunire i governatori delle banche centrali degli Stati membri della "zona euro" e di quelli che ancora non hanno adottato la moneta unica.

Questo organo viene considerato il terzo organo decisionale della BCE anche se ha un potere decisione limitato rispetto agli altri.

Tra le varie mansioni, il consiglio generale sostiene le funzioni consultive della BCE, acquisisce e analizza dati statistici e produce rapporti istituzionali.

#### ***2.4 Tassi interbancari***

Esiste un mercato interbancario in cui le istituzioni finanziarie, incluse sia le banche centrali che le banche commerciali, si scambiano denaro tra loro. In questo contesto, alcune banche possono avere un surplus di liquidità, mentre altre possono trovarsi in deficit.

Di conseguenza, le banche con un eccesso di liquidità sono disposte a prestare denaro alle banche che ne hanno bisogno.

Questa dinamica riguarda sia le banche commerciali, che le banche centrali.

Il tasso di interesse interbancario è il tasso al quale le banche si scambiano liquidità tra di loro.

Inoltre, i tassi interbancari assolvono la funzione di indicatore sintetico della situazione di liquidità nel mercato secondario.

Se si verifica un eccesso di domanda di liquidità nel mercato, superiore all'offerta di risorse fornite dalle banche in surplus, i tassi di interesse mostreranno una tendenza all'aumento, indicando la presenza di uno squilibrio nella disponibilità di liquidità.

Al contrario, se si registra un aumento dell'offerta di liquidità nel mercato interbancario, si osserva una tendenza al ribasso dei tassi di interesse.

Quindi, l'aumento dei tassi suggerisce una scarsità di disponibilità di denaro nel mercato interbancario, mentre il ribasso dei tassi indica un eccesso di liquidità nel sistema finanziario.

Nella Zona Euro, i tassi praticati sul mercato interbancario si distinguono in:

1. EURIBOR è il tasso interbancario per eccellenza, viene applicato alle transazioni di più lungo termine (da una settimana fino ad un anno);

2. EONIA, che rappresentava il tasso overnight, cioè il tasso applicato alle transazioni di brevissimo termine, sostituito poi dall'*Euro Short-Term Rate* (EURSTR);
3. LIBOR è il tasso utilizzato per le transazioni nel mercato londinese, sostituito recentemente dal SONIA;

Mentre per il mercato statunitense viene utilizzato il Federal Fund Rate.

### **2.4.1 Euribor**

L'Euro Inter-Bank Offered Rate (Euribor), è il “tasso d’interesse, applicato ai prestiti interbancari in euro non garantiti, calcolato giornalmente come media semplice delle quotazioni rilevate su un campione di banche con elevato merito di credito selezionato periodicamente dalla European Banking Federation”<sup>22</sup>.

Questo tasso consente al mercato di “fotografare” il tasso di interesse a cui le principali banche dell’eurozona, in un dato momento, sono disposte a scambiarsi denaro tra loro, principalmente a titolo di finanziamento.

L'Euribor indica il costo del denaro a breve termine, ed è un parametro di riferimento molto rilevante per l'economia e per gli utilizzatori di servizi bancari e finanziari perché:

- riflette le prospettive nei mercati monetari, offrendo un'indicazione chiara sulle condizioni di liquidità nel mercato interbancario;
- viene utilizzato per determinare il costo dei mutui bancari, poiché funge da parametro per calcolare gli interessi sui mutui;
- viene utilizzato come base per alcuni strumenti derivati.

Il calcolo dell'Euribor avviene attraverso una complessa procedura che coinvolge le banche partecipanti, le quali offrono i propri tassi di interesse per prestiti interbancari con scadenze variabili, che possono essere di un giorno, una settimana, un mese, tre mesi, sei mesi o un anno.

---

<sup>22</sup> Fonte: Banca d'Italia.

Ogni giorno le banche comunicano i loro dati alla European Banking Federation (EBF), sebbene questa comunicazione sia volontaria e non obbligatoria.

Tuttavia, affinché l'Euribor venga calcolato, è necessario che almeno 12 istituti di credito partecipino alla comunicazione dei dati.

In assenza di questo numero minimo di partecipanti, l'Euribor non viene calcolato per quel giorno.

Una volta raccolti i dati, l'EBF procede con il calcolo della media per ciascuna scadenza di Euribor.

Durante questo processo, vengono esclusi i valori estremi, ovvero il 15% dei tassi più alti e più bassi, riferiti ad un panel di banche, al fine di ottenere una misura più rappresentativa della situazione del mercato.

#### **2.4.2 Da Eonia a Eurstr**

L'EONIA “è un indice di riferimento critico che rappresenta i tassi d’interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzia denominate in euro”.<sup>23</sup>

L'euro overnight index average, pubblicato per la prima volta la sera del 4 gennaio 1999, è il tasso di interesse medio al quale una selezione di banche europee si concede reciprocamente prestiti in euro per un periodo di 1 giorno.

L'Eonia viene calcolato come la media ponderata dei tassi di interesse delle transazioni di prestito non garantito durante la notte denominate in euro, riportati da un pannello di banche contribuenti, con i pesi rappresentati dai volumi di transazione corrispondenti.

Le banche che fanno parte del pannello Euribor/EONIA forniscono i loro tassi di interesse, che si basano sulle transazioni di prestito senza garanzie che avvengono durante la notte nel mercato interbancario.

Questi tassi di interesse sono poi ponderati in base all'entità delle transazioni di ciascuna banca.

---

<sup>23</sup> Fonte: REGOLAMENTO DI ESECUZIONE (UE) 2021/1848 DELLA COMMISSIONE del 21 ottobre 2021 relativo alla designazione di un sostituto dell'indice di riferimento EONIA (euro overnight index average)

Quindi, il calcolo del tasso EONIA tiene conto sia dei tassi di interesse delle banche che del volume delle loro transazioni, garantendo una rappresentazione accurata del costo medio del finanziamento interbancario durante la notte.

Il panel di contribuzione per il tasso EONIA è lo stesso dell'Euribor, il che implica che le stesse banche che contribuiscono all'Euribor forniscono anche i dati per calcolare l'EONIA.

Quindi, in sostanza, l'EONIA è il tasso Euribor overnight<sup>24</sup>

Nel 2017, la Banca Centrale Europea ha annunciato l'intenzione di introdurre, entro il 2020, un nuovo tasso di interesse overnight non garantito in euro.

Questo cambiamento è stato motivato dai recenti scandali legati alla manipolazione dei tassi LIBOR ed EURIBOR, che hanno influenzato direttamente il valore dell'EONIA.

L'EONIA è stato designato come indice di riferimento critico nell'Unione Europea.

Tuttavia, a causa di requisiti regolamentari e di conformità, è stato necessario sostituirlo con un nuovo tasso di riferimento denominato EURSTR (Euro Short-Term Rate).

Il processo di transizione è stato gestito dall'European Money Market Institute (EMMI) e ha comportato la modifica della metodologia di calcolo dell'EONIA per allinearla all'EURSTR.

L'EMMI ha annunciato la cessazione dell'EONIA a partire dal 3 gennaio 2022. Nonostante la cessazione dell'EONIA sia stata annunciata in anticipo e siano state raccomandate sostituzioni nei contratti finanziari, esiste ancora un volume significativo di contratti e strumenti finanziari legati all'EONIA in alcuni Stati membri.

Questo potrebbe causare incertezza e controversie nel settore finanziario.

---

<sup>24</sup> Overnight significa da un giorno TARGET, cioè un giorno in cui il sistema TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross-Settlement Express Transfer) è aperto, al giorno TARGET seguente.)

Per mitigare questi rischi, è stata chiesta alla Commissione Europea di designare un sostituto legale dell'EONIA per garantire una transizione senza problemi nei contratti finanziari che fanno ancora riferimento a quest'ultimo.

Le differenze principale tra l'Euro Overnight Index Average e l'Euro Short-Term Rate sono:

- Il metodo di calcolo: L'EONIA veniva calcolato come media dei tassi overnight comunicati alla BCE da un panel di 28 banche.  
Invece, il nuovo tasso interbancario si basa esclusivamente sulle transazioni effettivamente negoziate nel mercato monetario, utilizzando una media ponderata dei tassi di deposito overnight non garantiti, riferiti a operazioni di importo superiore a un milione di euro.
- Panel delle banche: Il panel che partecipa alla determinazione del EURSTR è composto da 52 banche, rispetto alle 28 del panel precedente.
- Orario di pubblicazione: L'EONIA veniva calcolato il giorno stesso intorno alle ore 19, mentre il EURSTR viene calcolato alle 8 del giorno successivo, con tempo per eventuali correzioni fino alle 9:15

Questo lo rende un tasso di riferimento più affidabile e rappresentativo delle vere condizioni del mercato finanziario.

Inoltre, l'EURSTR copre un ambito più ampio rispetto all' EONIA, in quanto non si limita agli scambi interbancari, ma include anche altre transazioni nel mercato monetario.

Fino al 3 gennaio 2022, gli operatori del mercato sono stati tenuti a passare gradualmente al nuovo tasso e ad adeguare i loro contratti finanziari di conseguenza.

Questo cambiamento riflette l'evoluzione del mercato finanziario europeo e mira a migliorare la qualità e l'affidabilità dei tassi di riferimento utilizzati nel settore finanziario.

### **2.4.3 Da Libor a Sonia**

Il London Interbank Offered Rate è un tasso di interesse interbancario e indica una famiglia di tassi d'interesse, a cui le banche si prestano reciprocamente denaro a breve termine.

Il LIBOR è stato utilizzato come base per il calcolo dei tassi d'interesse relativi a operazioni finanziarie, come mutui o future, in valute diverse dall'Euro.

Questo tasso interbancario ha rappresentato per molti anni il benchmark per determinare l'importo degli interessi da corrispondere.

Riguardava periodi di prestito che variavano da periodi di 1 mese a periodi di 12 mesi e comprendeva valute chiave come: il dollaro americano (USD), la sterlina britannica (GBP), l'euro (EUR), yen giapponese (JPY) e il franco svizzero (CHF).

Il LIBOR si basava sui tassi dichiarati dalle banche partecipanti, riflettendo i costi di finanziamento sul mercato interbancario.

Dopo la crisi finanziaria globale, i regolatori finanziari hanno intensificato la richiesta di tassi di riferimento affidabili e rilevanti, calcolati in modo credibile, trasparente e robusto nel tempo.

Mentre il LIBOR si basava su quotazioni fornite da un gruppo di banche, gli organismi regolatori preferiscono tassi di riferimento amministrati dalle banche centrali e derivati da transazioni effettive nei mercati liquidi e solidi.

La transizione verso il SONIA per i tassi d'interesse in sterline mira a soddisfare questi obiettivi.

Il 5 Marzo 2021 la Financial Conduct Authority (FCA) ha preso la decisione per la futura cessazione del London Interbank Offered Rate (LIBOR).

Questo verdetto segna una svolta significativa nei mercati finanziari globali.

Il LIBOR, da decenni un punto di riferimento cruciale per i prestiti interbancari, ha visto il suo destino segnato da una serie di decisioni cruciali.

La FCA ha annunciato che i 35 tassi di riferimento LIBOR pubblicati da ICE Benchmark Administration (IBA)<sup>25</sup> cesseranno gradualmente di essere disponibili.

La cessazione dei tassi di riferimento LIBOR è avvenuta in diverse fasi e riguarda una vasta gamma di valute e scadenze.

Alcuni tassi, come quelli in euro e franchi svizzeri, sono cessati immediatamente il 31 dicembre 2021, mentre i tassi in dollari USA hanno continuato a essere disponibili fino al 30 giugno 2023.

Queste decisioni hanno creato implicazioni significative per i mercati finanziari globali e per le istituzioni che facevano affidamento sul LIBOR per i loro contratti finanziari.

Questa transizione dal LIBOR ad altri tassi di riferimento, come i tassi privi di rischio, ha rappresentato una sfida significativa per i partecipanti ai mercati finanziari.

La scoperta di manipolazioni delle quotazioni da parte di alcuni attori di mercato durante la crisi ha compromesso la reputazione del LIBOR.

Di conseguenza, la transizione al SONIA è vista come un modo per garantire tassi di riferimento più solidi, basati su transazioni effettive e gestiti da un'autorità centrale, migliorando così l'integrità e la trasparenza dei mercati finanziari.

Nel Regno Unito, il tasso di riferimento LIBOR in sterline sta venendo sostituito dal tasso SONIA (Sterling Overnight Index Average), scelto dopo una consultazione di settore come la soluzione più adatta per il mercato della sterlina.

Lo Sterling Overnight Index Average (SONIA) è un tasso d'interesse basato esclusivamente su transazioni effettive, pubblicato e amministrato dalla Banca d'Inghilterra, è stato riconosciuto come uno standard di mercato affidabile per i tassi d'interesse di uso quotidiano.

---

<sup>25</sup> IBA è l'amministratore autorizzato del LIBOR ed è regolamentato dalla FCA.

La principale differenza tra il SONIA e il LIBOR risiede nel:

*1. Metodo di Calcolo:*

- Il SONIA è basato sulle transazioni effettive avvenute durante il giorno lavorativo precedente nei mercati interbancari britannici. Rappresenta il tasso medio ponderato delle transazioni overnight in sterline.
- Il LIBOR, invece, si basa sulle quotazioni fornite da un gruppo di banche in una serie di valute e scadenze.

Queste quotazioni indicano il tasso a cui le banche sarebbero disposte a prestarsi denaro sul mercato interbancario.

Tuttavia, negli ultimi anni, le preoccupazioni riguardo alla manipolazione dei tassi LIBOR hanno portato alla decisione di eliminare gradualmente il LIBOR come tasso di riferimento.

*2. Natura del Tasso:*

- Il SONIA è retrospettivo, in quanto riflette le condizioni finanziarie del giorno lavorativo precedente.
- Il LIBOR è prospettico, poiché i tassi vengono fissati all'inizio di periodi standardizzati (come 1 mese, 3 mesi, 6 mesi, ecc.), consentendo di conoscere i pagamenti di interessi futuri fin dall'inizio del periodo.

*3. Utilizzo:*

- Il SONIA è utilizzato principalmente per contratti finanziari a breve termine, come swap su indici overnight e altri derivati. Sta diventando sempre più importante come tasso di riferimento per il mercato della sterlina.
- Il LIBOR, storicamente, è stato ampiamente utilizzato come tasso di riferimento per una vasta gamma di prodotti finanziari, inclusi mutui, prestiti, derivati e altri contratti finanziari.

Tuttavia, a causa delle preoccupazioni sulla sua affidabilità e integrità, sta gradualmente venendo sostituito da altri tassi di riferimento più affidabili, come il SONIA.

#### **2.4.4 Federal Fund Rate**

Quando una banca necessita di riserve aggiuntive a breve termine, può ottenere prestiti da altre istituzioni che dispongono di eccedenze di riserve.

Questo avviene nel *Federal funds market* degli Stati Uniti, dove il tasso di interesse applicato è il *Federal funds rate*.

Il Federal Fund Rate è il tasso di interesse utilizzato per il prestito interbancario overnight negli Stati Uniti.

la Federal Reserve (Fed) utilizza questo tasso di interesse per condurre politica monetaria.

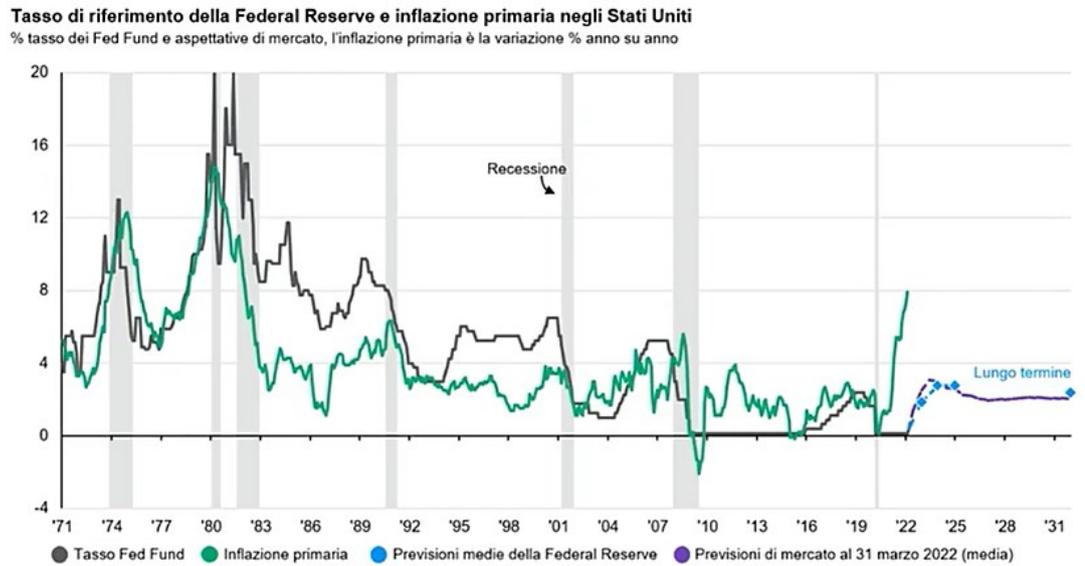
Questo tasso si comporta come qualsiasi tasso di interesse di mercato; quindi, può aumentare o diminuire a seconda della disponibilità complessiva di riserve nel mercato dei fondi federali.

Se la domanda di riserve nel mercato è maggiore dell'offerta di riserve, il tasso dei fondi federali aumenta, se l'offerta è maggiore della domanda, il tasso dei fondi diminuisce.

Pertanto, il tasso dei fondi federali agisce come un catalizzatore che porta il mercato dei fondi federali all'equilibrio, garantendo che l'offerta soddisfi la domanda in ogni momento.

Di conseguenza, il tasso dei fondi federali svolge un ruolo cruciale nel ristabilire l'equilibrio nel mercato, assicurando che l'offerta di riserve incontri sempre la domanda.

Grafico 2



Fonte: [www.bloomberg.com/europe](http://www.bloomberg.com/europe)

Questo grafico mostra la tendenza del Fed Fund in relazione ai periodi di recessione.

Nei periodi di recessione, infatti, ci sono fasi di allentamento monetario in cui si tagliano i tassi e si tende a intervenire in maniera più importante sui mercati per rilanciare la crescita, rilanciare la domanda attraverso un calo dei tassi che può rinvigorire l'attività sia dei consumi sia del credito.

## CAPITOLO 3: L'INFLAZIONE E LE CONSEGUENZE ECONOMICHE

### *3.1 Inflazione*

L'inflazione indica una crescita generalizzata e continuativa dei prezzi dei beni nel tempo.

Questo indicatore ci permette di capire lo stato di salute di un'economia, poiché calcola l'incidenza dei prezzi sulla spesa dei consumatori.

l'inflazione rappresenta una perdita di potere d'acquisto della valuta.

Significa che con la stessa quantità di moneta è oggi possibile acquistare una quantità di beni inferiore rispetto al passato.

Il calcolo dell'inflazione si basa su un paniere di beni, il cui contenuto è definito in Italia dall'Istat, l'Istituto Nazionale di Statistica.

Il paniere, che è stato introdotto per la prima volta in Italia nel 1928, viene utilizzato per rilevare i prezzi al consumo di beni e servizi nel mercato.

Nel tempo è profondamente mutato passando da una suddivisione in cinque capitoli di spesa per un totale di 59 prodotti, a 12 capitoli di spesa che considerano 1772 prodotti.

Un altro strumento fondamentale è il paniere ponderato, che prevede di attribuire un peso ai beni e ai servizi in base alla loro rilevanza nei consumi della collettività.

Questo paniere ponderato serve come base per il calcolo degli indici dei prezzi.

Ci sono diverse misure di inflazione:

- L'inflazione primaria che considera le variazioni dei prezzi di tutti i beni inclusi nel paniere.
- L'inflazione core è una misura dell'inflazione che esclude i beni e i servizi soggetti a forti fluttuazioni di prezzo, come alimentari ed energia.

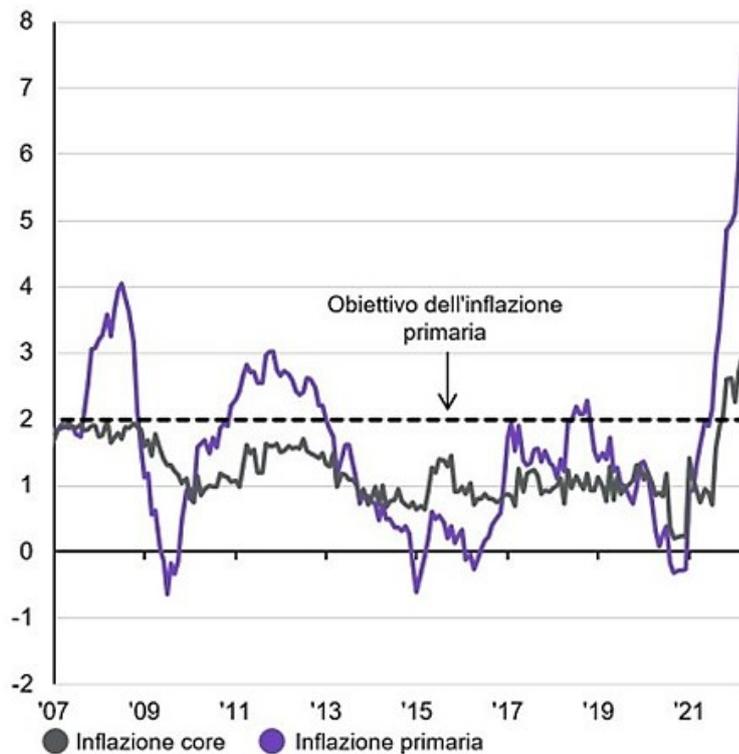
Questa misura offre una visione più stabile dell'andamento dei prezzi, poiché si concentra sull'aumento medio dei prezzi al netto delle voci più variabili.

Questo concetto introdotto nel 1975 dall'economista statunitense Robert J. Gordon viene soprattutto impiegato nelle valutazioni di politica monetaria.

Grafico 3. 1

### Inflazione primaria e core nell'Eurozona

% variazione anno su anno



Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/insights/portfolio-insights/inflation/>

Si parla di “buona” inflazione quando viene tenuta sotto controllo ed è generata da fenomeni positivi con i prezzi che contribuiscono a far aumentare il Pil e di conseguenza l’economia.

Questa viene generata da shock positivi di domanda aggregata.

Invece, si parla di inflazione “cattiva” quando i prezzi aumentano a causa di fattori esterni, come un improvviso incremento dei costi di produzione o dei prezzi delle materie prime.

Questo tipo di inflazione, generata da shock dal lato dell'offerta, tende a rallentare l'economia, poiché i costi più elevati si traducono in una riduzione del potere d'acquisto reale dei consumatori.

Un esempio tipico è l'aumento dei prezzi dell'energia, che riduce il reddito reale disponibile per altre spese, frenando così la crescita economica.

L'inflazione "percepita" è una misura puramente qualitativa, che riflette la sensazione delle persone riguardo all'aumento dei prezzi dei beni e dei servizi nel tempo.

Viene valutata tramite sondaggi in cui si chiede agli intervistati se ritengono che i prezzi siano aumentati, rimasti costanti o diminuiti.

Per calcolare l'inflazione percepita, bisogna sottrarre la proporzione di persone che pensa che i prezzi siano rimasti costanti dalla proporzione di coloro che pensa che i prezzi siano aumentati.

Invece, il calcolo dell'inflazione si ottiene sottraendo dall'indice dei prezzi al consumo dell'anno in questione quello relativo all'anno base, dividendo tutto per l'indice dei prezzi al consumo dell'anno base e infine moltiplicando il risultato per 100.

$$\text{Formula: } \left( \frac{\text{Indice Anno} - \text{Indice Anno Base}}{\text{Indice Anno Base}} \right) * 100$$

L'inflazione colpisce particolarmente chi percepisce redditi fissi, come ad esempio un salario mensile stabile.

Se una persona guadagna sempre mille euro al mese, dopo un anno questi mille euro avranno meno potere d'acquisto a causa dell'inflazione, che fa aumentare i prezzi nel tempo.

Nonostante il valore nominale rimanga lo stesso, il potere d'acquisto si riduce.

Chi invece trae vantaggio dall'inflazione sono i debitori, coloro che hanno preso in prestito denaro.

Se presto 100 euro a qualcuno e questi me li restituisce tra un anno, quei 100 euro avranno lo stesso valore nominale, ma potranno acquistare meno a causa dell'inflazione.

In questo caso, chi ha prestato il denaro subisce una perdita di potere d'acquisto, mentre il debitore trae beneficio.

Le banche centrali svolgono un ruolo importante nel gestire l'inflazione.

Infatti, alzano i tassi di interesse per raffreddare un'economia surriscaldata e ridurre l'inflazione.

Al contrario, abbassano i tassi per stimolare la crescita economica e aumentare l'inflazione quando questa è troppo bassa.

Un'inflazione, fuori controllo, può creare enormi problemi all'economia di un paese, in quanto ci può essere una svalutazione enorme della valuta in questione. Per esempio, nell'Eurozona, la BCE ha fissato il target del 2% entro il quale deve rientrare l'inflazione.

Questo significa che la mia moneta si può svalutare al massimo del 2% ogni anno.

Se un bene che costa 100 euro, tra esattamente un anno questo bene dovrà, nel peggiore dei casi, costare leggermente meno di 102 euro.

### **3.1.1 Topologie di inflazione**

L'inflazione non è sempre uguale e, a seconda dei casi, può essere diversa.

#### *Inflazione crescente:*

Si ha quando il tasso di inflazione supera il limite prefissato dalla banca centrale ma si mantiene su singole cifre e quindi non troppo elevate.

Questa tipologia di inflazione potrebbe nel lungo periodo creare problemi al Paese in questione.

È un caso risolvibile in cui però è necessario prendere delle misure adeguate a risolvere una situazione del genere.

#### *Inflazione galoppante:*

Una seconda tipologia è l'inflazione galoppante, in questo caso i tassi di inflazione possono raggiungere anche il 20% annuo.

In questa situazione, i prezzi crescono rapidamente e continuamente, diminuendo il valore nominale della moneta e costringendo le persone a ridurre la quantità di denaro che possiedono.

Il maggior uso della moneta aumenta la sua velocità di circolazione e, indirettamente, fa salire i prezzi.

Negli anni '20, l'inflazione fuori controllo in Germania era descritta così: "il prezzo della birra aumenta così velocemente che conviene ordinare subito due birre anziché una".

#### Iperinflazione:

L'iperinflazione è considerata un fenomeno particolarmente sfavorevole per un sistema economico.

Questa inflazione sfugge al controllo delle istituzioni monetarie, portando a gravi conseguenze.

L'iperinflazione si verifica quando il tasso di inflazione raggiunge percentuali estremamente elevate, anche del 600% o più.

È un evento estremamente raro, che caratterizza in particolare i periodi di crisi e di grandi sconvolgimenti economici, ed è determinato dall'eccessiva stampa di denaro da parte di una banca centrale.

Uno dei casi più noti nella storia è quello della Repubblica di Weimar, in Germania, negli anni '20 del secolo scorso.

Nel 1923, infatti, si arrivò ad avere un'inflazione del 325.000.000%.

#### Stagflazione:

Il termine "stagflazione" si riferisce a un periodo economico caratterizzato dalla simultanea presenza di inflazione elevata e stagnazione economica, ossia l'assenza di crescita del prodotto interno lordo (PIL).

Il primo caso di stagflazione è avvenuto negli anni 70, in seguito alla cosiddetta crisi petrolifera.

I paesi produttori di petrolio chiusero i rubinetti del greggio verso l'Occidente nel 1973.

Questa situazione causò contemporaneamente una diminuzione della produzione (stagolazione) e un aumento dei prezzi (inflazione): causando la stagflazione.

La stagflazione è un problema complesso da risolvere.

Le banche centrali devono infatti trovare un equilibrio tra le politiche mirate a ridurre l'inflazione, che tendono a impattare negativamente sull'occupazione, e quelle progettate per diminuire la disoccupazione, che però tendono a far aumentare l'inflazione.

#### Deflazione:

Con il termine deflazione si indica, in macroeconomia, “un calo del livello generale dei prezzi”<sup>26</sup>.

La deflazione è l'opposto dell'inflazione.

Nel breve periodo, questo fenomeno favorisce i consumatori, poiché consente loro di acquistare una maggiore quantità di beni con lo stesso ammontare di denaro.

Tuttavia, nel lungo periodo, le aziende sono sfavorite, poiché la riduzione dei prezzi riduce i loro margini di profitto, innescando un circolo vizioso che porta a licenziamenti e, in generale, a una crisi economica con un conseguente calo della produzione.

Uno degli esempi più noti di deflazione nella storia è il Giappone negli anni '90: in quel periodo si verificò una stagnazione economica accompagnata da un calo dei prezzi, dando origine a quello che è conosciuto come "il decennio perduto". Dopo un'espansione economica rapida, la crescita si è fermata intorno al +1,2% all'anno, molto meno rispetto ad altre economie avanzate.

Una bolla nell'immobiliare e nei mercati finanziari ha danneggiato gravemente l'economia, riducendo la domanda interna.

---

<sup>26</sup> Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/deflazione>

Nonostante gli sforzi della Banca centrale, il Giappone ha affrontato una deflazione persistente, aggravata dalla crisi asiatica e da problemi come l'invecchiamento della popolazione e problemi finanziari nelle banche.

Il debito elevato, che supera il 240% del PIL, è in gran parte detenuto all'interno del paese, sostenuto dalla fiducia nel sistema giapponese.

Tuttavia, in molti casi si osserva un rallentamento dell'inflazione, ovvero una riduzione del tasso di crescita del livello generale dei prezzi.

Si tratta di un fenomeno che prende il nome di disinflazione.

### Disinflazione

La disinflazione si verifica quando, nel corso del tempo, il tasso di inflazione diminuisce pur rimanendo positivo.

È importante distinguere la disinflazione dalla deflazione: mentre quest'ultima implica una diminuzione dei prezzi nel tempo, nella disinflazione i prezzi continuano ad aumentare, ma a un ritmo più lento rispetto al passato.

### **3.1.2 Effetti dell'aumento dell'inflazione**

Nel biennio 2021-22 l'inflazione al consumo in Italia è cresciuta rapidamente, ben oltre le attese degli analisti e delle banche centrali.

Questo aumento è stato provocato principalmente dalla crisi pandemica da COVID-19, che ha colpito l'economia globale nella primavera del 2020, provocando una grave recessione con un crollo del PIL nell'area euro del 11.8%. Questo evento inaspettato ha ridotto drasticamente l'attività produttiva a causa dei lockdown e delle restrizioni sociali, generando una crisi sia di offerta che di domanda.

Banche Centrali hanno adottato politiche monetarie estremamente espansive per evitare una crisi finanziaria, mantenendo di liquidità sui mercati e favorendo il credito attraverso acquisti massicci di titoli.

Inoltre, le politiche di bilancio hanno avuto un ruolo fondamentale nel sostenere i redditi di famiglie e imprese, contribuendo a prevenire un aggravamento della crisi.

L'aumento dell'inflazione può essere principalmente attribuito a diversi fattori chiave:

- La difficoltà delle catene di approvvigionamento.

La crescente domanda ha superato la capacità delle catene di approvvigionamento di soddisfare i bisogni del mercato, portando ad aumenti significativi nei costi di produzione e trasporto.

Questi aumenti sono stati poi trasferiti ai consumatori attraverso incrementi nei prezzi di vendita.

- La richiesta elevata per beni ad alto contenuto tecnologico, come i semiconduttori, ha generato ulteriori pressioni sull'approvvigionamento, aggravando la situazione.

- Aumenti dei prezzi delle materie prime.

I costi più elevati delle materie prime, specialmente nel settore alimentare ed energetico, hanno contribuito ulteriormente all'aumento dell'inflazione.

La transizione verso tecnologie verdi ha aumentato la domanda di materiali grezzi, limitati nell'offerta nel breve e medio termine, accentuando questa tendenza.

- Il conflitto Russo-Ucraino ha innalzato i prezzi nel settore energetico, alimentare e di altre materie prime, aumentando l'incertezza e rendendo difficile la previsione dei prezzi.

Questa situazione ha causato un calo degli investimenti e ha contribuito al rallentamento dell'economia.

Questi fattori assieme hanno generato un aumento significativo dell'inflazione, influenzando negativamente i consumatori, le imprese e l'intera economia globale.

Nel 2022, l'alta inflazione ha avuto un impatto significativo sul valore reale delle attività e delle passività finanziarie di famiglie e imprese.

Le prime sono state penalizzate poiché detentrici di una ricchezza netta positiva;

Mentre le seconde, avendo i debiti superiori alle attività finanziarie, hanno beneficiato di una diminuzione delle passività nette in termini reali.

L'eccezionale compressione dei consumi durante la fase più acuta della pandemia ha fatto diminuire il tasso di risparmio delle famiglie italiane, che è passato dal 17,5 % (picco raggiunto nel 2020) al 10 % del reddito disponibile lordo.

Le famiglie hanno ricevuto trasferimenti di capitale significativi, pari al 4,2% del loro reddito disponibile, soprattutto grazie ai bonus edilizi, e grazie al risparmio sono riuscite a investire il 10,5% del loro reddito disponibile in attività reali come immobili e il 3,7% in attività finanziarie nette come azioni e obbligazioni; nonostante questi investimenti, il valore reale delle componenti della loro ricchezza che sono più sensibili all'aumento dei prezzi al consumo, come depositi, titoli obbligazionari, prestiti e crediti commerciali, è diminuito del 7,2% del reddito disponibile.

La crescita dei depositi bancari e postali è notevolmente rallentata, passando dallo 0,6% rispetto al 5,3% registrato in media nel periodo 2020-21.

Invece, gli acquisti di titoli obbligazionari privati e pubblici hanno mostrato una ripresa significativa, con aumenti rispettivamente del 9,2% e del 44,7%.

Sul fronte delle passività, i debiti delle famiglie hanno continuato ad aumentare, sebbene si sia verificato un rallentamento nei mutui per l'acquisto di abitazioni. L'alta inflazione e la forte diminuzione dei prezzi delle attività (come azioni e immobili) hanno fatto sì che la ricchezza finanziaria netta delle famiglie diminuisse del 14,4%.

Nel 2022, le imprese hanno aumentato notevolmente gli investimenti in beni durevoli, più di quanto siano aumentati i loro profitti.

Questo ha ridotto il loro avanzo finanziario al 3,5% del valore aggiunto, un livello simile a quello pre-pandemia ma molto inferiore rispetto ai livelli particolarmente elevati del biennio 2020-21.

Le imprese hanno ricominciato a comprare titoli obbligazionari, spendendo 11,3

miliardi di euro, di cui il 42% in titoli pubblici, e hanno continuato a investire in azioni e partecipazioni di altre società residenti per un totale di 41 miliardi di euro.

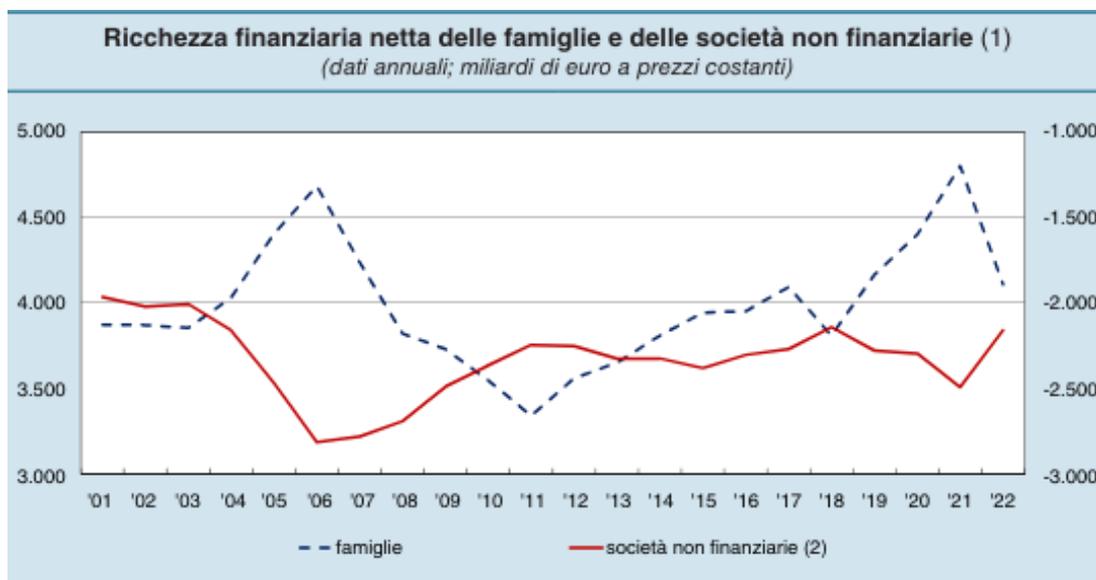
I depositi sono diminuiti di otto miliardi di euro, a causa della ripresa degli investimenti e della diminuzione del bisogno di risparmio precauzionale che per la pandemia.

Questo ha influenzato l'indebitamento complessivo, che ha mostrato un rallentamento rispetto ai due anni precedenti, specialmente per quanto riguarda i prestiti bancari, anche a causa dell'aumento dei costi di finanziamento.

Come ultimo, l'aumento dei prezzi dei beni di consumo ha provocato una diminuzione più rapida nel valore reale delle obbligazioni rispetto alle attività finanziarie più vulnerabili all'inflazione.

Questo ha aiutato le imprese a registrare un significativo aumento della loro ricchezza finanziaria netta del 13,3%, corrispondente a 332 miliardi di euro a prezzi costanti.

Grafico 3.2



Fonte: [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

### ***3.2 Effetti dell'aumento dell'inflazione e dei tassi di interesse sulle banche***

Per rispondere all'aumento dell'inflazione, le Banche Centrali hanno deciso di alzare i tassi ufficiali, influenzando notevolmente l'operatività degli intermediari creditizi.

Inoltre, il conflitto in Ucraina ha mostrato uno scenario macroeconomico caratterizzato da una crescita debole e da un livello elevato di incertezza che ha condizionato l'attività bancaria.

Infatti, nel 2022 abbiamo assistito ad un rallentamento dei prestiti alle imprese, così come un calo nell'ultima parte dell'anno per quanto riguarda i finanziamenti alle famiglie.

Le banche hanno reso più severe le condizioni per concedere prestiti, a causa di una maggiore percezione dei rischi.

Hanno ridotto sia la quantità di titoli di Stato nei loro portafogli, sia la durata residua di questi titoli.

Sebbene il flusso di nuovi crediti problematici rispetto a quelli sani sia leggermente diminuito, le banche continuano a vendere un alto volume di questi crediti deteriorati.

Questo ha contribuito a mantenere la percentuale di prestiti problematici in linea con la media degli altri paesi dell'area euro.

Il totale dei fondi raccolti dalle banche è diminuito, principalmente a causa della riduzione delle passività verso l'Eurosistema.

I depositi immediatamente disponibili da parte dei residenti sono calati leggermente, mentre le banche hanno fatto maggiormente ricorso ai prestiti da altre banche estere e hanno emesso più obbligazioni rivolte ai piccoli risparmiatori.

Tuttavia, il costo complessivo per ottenere questi fondi è aumentato di oltre un punto percentuale.

In sintesi, l'aumento dei tassi di interesse ha due principali effetti sulle banche:

1. Sulle attività a tasso variabile e su quelle a tasso fisso di nuova acquisizione l'incremento dei tassi porta a un aumento dei ricavi. Nonostante i costi di finanziamento crescono, di solito lo fanno più lentamente rispetto ai tassi attivi. Di conseguenza, il margine di interesse tende ad aumentare in un contesto di tassi di interesse in crescita.
2. D'altra parte, l'aumento dei tassi di interesse ha un impatto negativo sul valore di mercato delle attività a tasso fisso detenute dalle banche, come i titoli a medio e lungo termine.

In base al modello di business utilizzato dalle banche e alla capacità del management nella gestione dei rischi può prevalere un effetto rispetto a un altro.

### **3.2.1 La crisi delle banche americane**

La Silicon Valley Bank (SVB) fondata a Santa Clara, in California, nel 1983, negli anni si era specializzata nel fornire servizi finanziari principalmente a start-up, imprese tecnologiche, e società del settore dell'innovazione, oltre a fornire servizi a *venture capital*<sup>27</sup> e *private equity*<sup>28</sup>.

La SVB ha avuto fin da subito una rapida crescita; infatti, nel 2021 gestiva quasi la metà dei fondi impiegati per finanziare le startup.

Si trattava di una banca diversa dalle altre poiché concentrava il proprio business in un unico settore e distretto geografico e si affidava al modello di finanziamento delle start-up.

---

<sup>27</sup> “Forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita che si trovano nella fase di start up”. (fonte: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it))

<sup>28</sup> “Forma di investimento istituzionale o professionale che consiste nell’investire in società non quotate in borsa”. (fonte: [www.forbes.com](http://www.forbes.com))

Mentre le banche tradizionali, per funzionare, impiegano i soldi dei correntisti, di solito concedendo prestiti ai clienti, la SVB, invece, si affidava al *venture capital*.

Questa banca faceva pochi prestiti e investiva principalmente in titoli di Stato a lunga scadenza.

Alla fine del 2022, la Silicon Valley Bank aveva in portafoglio quasi 100 miliardi di dollari in obbligazioni statunitensi.

Questo ha creato una duplice problematica.

Da una parte, i depositi provenivano in gran parte da start-up, e molti di essi superavano i 250.000 dollari, limite massimo coperto dall'assicurazione della Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC); dall'altra parte, la banca era fortemente investita in titoli a medio-lungo termine, rendendola particolarmente vulnerabile a un aumento dei tassi di interesse.

Finché la Federal Reserve ha mantenuto i tassi d'interesse a un livello molto basso, la situazione per la SVB è rimasta stabile.

Tuttavia, con l'aumento dei tassi d'interesse deciso dalla Fed, la situazione è cambiata drasticamente.

L'aumento di 4,5 punti percentuali nei tassi ha ridotto significativamente il valore dei titoli in portafoglio, generando preoccupazione tra le aziende depositanti, consapevoli che i loro fondi non erano interamente coperti dall'assicurazione FDIC.

Inoltre, il settore delle start-up, che dipende fortemente dai guadagni futuri, con l'inizio della stretta monetaria da parte della Fed, ha affrontato difficoltà crescenti.

L'aumento del costo del denaro aveva ridotto gli investimenti dei *venture capital* e, per sostenere la loro crescita, le start-up avevano iniziato a prelevare massicciamente i loro depositi dalla SVB.

Di conseguenza, la banca si era trovata a dover fronteggiare prelievi sempre più consistenti e frequenti, che avevano ulteriormente aggravato la sua situazione finanziaria.

In genere, con l'aumento dei tassi, le banche pagano interessi più alti sui depositi ma guadagnano anche di più dai prestiti concessi.

Tuttavia, questo incremento dei tassi d'interesse ha gravemente colpito la Silicon Valley Bank.

Poiché aveva pochi prestiti e molti titoli di Stato a lunga scadenza, i costi dei depositi sono aumentati più dei rendimenti sui prestiti, portando la banca a perdere denaro.

Altre due banche americane hanno chiuso dopo il fallimento di SVB.

Signature Bank che era rinomata per essere uno dei principali finanziatori dei proprietari di appartamenti a New York, inclusi quelli coinvolti nel processo di deregolamentazione degli alloggi a canone controllato.

La deregolamentazione degli alloggi a canone controllato è un processo attraverso il quale le proprietà che erano soggette a limiti di affitto imposti dallo stato vengono progressivamente rimosse da tali regolamentazioni. Questo permette ai proprietari di adattare i canoni di locazione ai valori di mercato, aumentando così il potenziale di profitto.

Questa banca era presente in tutto il Paese con 40 filiali tra New York, California, Connecticut, North Carolina e Nevada.

Signature Bank aveva investito una parte considerevole dei suoi depositi in titoli del Tesoro a lungo termine, considerati investimenti sicuri perché garantiti dal governo degli Stati Uniti e solitamente caratterizzati da rendimenti stabili.

Tuttavia, quando i tassi di interesse sui nuovi titoli del Tesoro sono aumentati rapidamente, il valore di mercato dei titoli già posseduti dalla banca è diminuito, poiché gli investitori preferivano acquistare i nuovi titoli con rendimenti più alti.

Nel frattempo, molti correntisti hanno iniziato a ritirare i loro depositi, costringendo la banca a procurarsi liquidità rapidamente.

Per farlo, questa ha dovuto vendere i suoi titoli del Tesoro, svalutati, a un prezzo inferiore rispetto a quello di acquisto, incorrendo in perdite significative.

Queste perdite hanno compromesso la stabilità finanziaria della banca, trasformando un problema di liquidità in un problema di insolvenza, rendendo la banca incapace di pagare i propri debiti.

Silvergate Bank è stata una delle principali istituzioni finanziarie di riferimento per l'intero settore delle criptovalute.

Fondata nei primi anni '80, la banca aveva costruito una solida reputazione nel mondo delle criptovalute, offrendo servizi bancari a numerose aziende e investitori del settore.

La banca si finanziava principalmente attraverso i depositi dei correntisti, molti dei quali provenivano da società e investitori legati alle criptovalute.

Tuttavia, con il cambiamento del contesto economico e l'aumento del controllo da parte delle autorità di regolamentazione, Silvergate Bank ha dovuto affrontare crescenti difficoltà.

La situazione è precipitata quando, nell'ultimo rapporto finanziario trimestrale presentato a Gennaio 2023, la banca ha riportato una perdita colossale di oltre un miliardo di dollari.

Questa perdita è stata aggravata da una massiccia corsa agli sportelli, con correntisti spaventati che hanno ritirato più di 8 miliardi di dollari dai loro conti.

Questi ritiri massicci hanno eroso la liquidità della banca, mettendo a dura prova la sua stabilità finanziaria.

Di conseguenza il giorno 8 Marzo 2023 Silvergate capital corporation, holding che controlla Silvergate Bank, ha annunciato la liquidazione ordinata delle operazioni dell'istituto di credito su base volontaria.

Silicon Valley Bank, Signature Bank e Silvergate Bank basano i propri business sull'innovazione, sulla specializzazione settoriale e sui servizi personalizzati per

i clienti, piuttosto che concentrarsi su prestiti tradizionali e raccolta di risparmi come principali fonti di attività bancaria.

Con l'aumento dei tassi d'interesse, queste banche hanno subito perdite sui titoli in loro possesso, portando a prelievi massicci da parte dei depositanti e ritardando interventi correttivi da parte delle autorità di vigilanza, fino al loro fallimento.

### **3.2.2 Performance delle banche italiane nel 2022**

Al contrario di quello che è accaduto negli Stati Uniti, le banche italiane sono rimaste solide.

Nel 2022 la redditività delle banche italiane è aumentata.

Come riportato dal *grafico 3.3* il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (ROE), al netto delle componenti straordinarie, è salito dal 6 % al 8,7 %, il valore più elevato dal 2008.

La crescita del margine di interesse, ovvero la differenza tra interessi attivi e passivi, e il calo delle rettifiche di valore sui prestiti, hanno contribuito all'incremento della redditività delle banche.

Secondo i dati di Banca d'Italia, nel 2022 il margine di interesse delle banche è aumentato di quasi il 20%, principalmente grazie ai maggiori rendimenti medi dei prestiti negli ultimi sei mesi dell'anno.

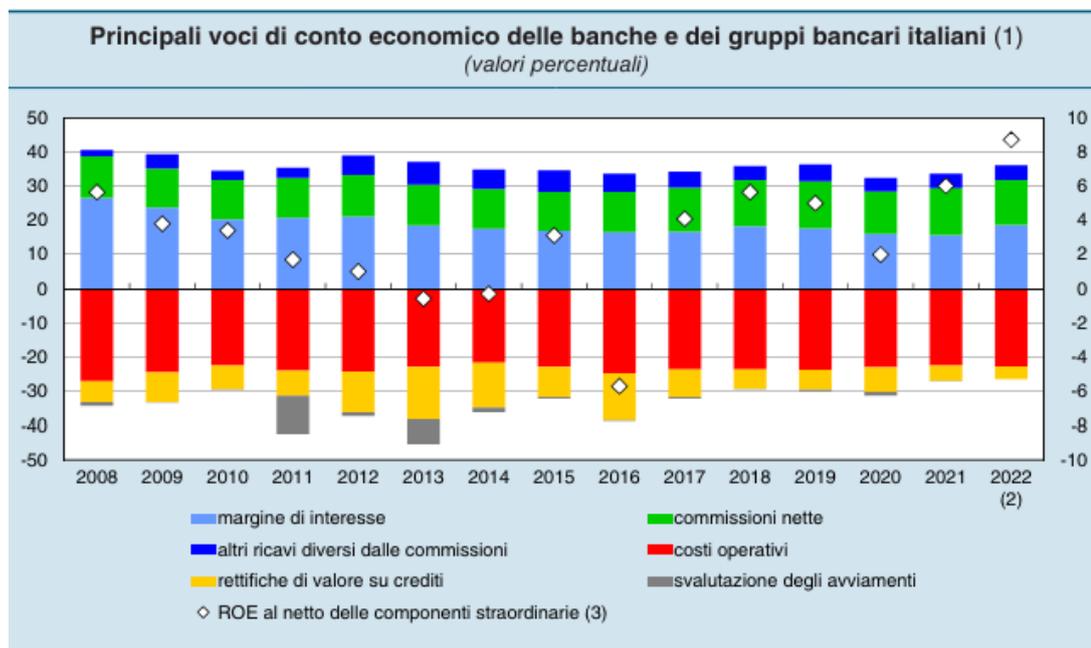
Il rendimento dei prestiti alle imprese, che costituiscono il 44% del totale dei crediti, è cresciuto di 38 punti base raggiungendo il 2,3%.

Allo stesso tempo, il rendimento dei prestiti alle famiglie, che rappresentano il 39% dei crediti, è aumentato di 11 punti base, arrivando al 2,5%.

Questo aumento degli interessi attivi è stato sostenuto anche dai rendimenti più elevati dei titoli di debito, in particolare delle obbligazioni pubbliche, il cui contributo al margine di interesse è salito dal 12% al 18%.

Sul fronte delle passività, il costo medio dei depositi di famiglie e imprese è rimasto relativamente basso, rispettivamente a 15 e 24 punti base.

Grafico 3. 3



Fonte: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2022/re\\_l\\_2022.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2022/re_l_2022.pdf)

Le commissioni delle banche sono diminuite del 4,5%, specialmente quelle legate al risparmio gestito.

Tuttavia, il margine di intermediazione (differenza tra ricavi e costi operativi) è aumentato del 6,7%.

Nonostante l'inflazione elevata, i costi operativi sono rimasti praticamente stabili.

Se si escludono i costi straordinari per il personale dovuti alle cessazioni anticipate dei rapporti di lavoro, i costi operativi sono diminuiti dello 0,5%. Questo ha portato a una riduzione del rapporto tra costi operativi e margine di intermediazione (cost-income ratio) dal 67,2% al 63,1%.

Come già accennato, per i 12 gruppi bancari classificati come significativi (SI), il Return on Equity (ROE), al netto delle componenti straordinarie, è cresciuto dal 5,7% all'8,6%.

Solo un gruppo ha chiuso in perdita, mentre 7 intermediari hanno migliorato la loro redditività rispetto all'anno precedente.

Il ROE delle banche meno significative (LSI) è aumentato dal 6,9% al 7,6%. Due terzi di queste banche hanno migliorato la loro redditività, mentre il 10% ha chiuso in perdita.

Il divario di redditività tra le banche specializzate nel risparmio gestito e quelle con un modello di business tradizionale si è ridotto.

Le prime hanno subito una diminuzione dei ricavi da commissioni, mentre le seconde hanno beneficiato maggiormente dell'aumento dei tassi di interesse. Il costo del rischio, misurato come il rapporto tra il flusso annualizzato di rettifiche e la consistenza dei prestiti, è sceso da 60 a 49 punti base.

Questo valore è stato simile sia per le banche significative (SI) che per le banche meno significative (LSI) tradizionali, ed è in linea con quello degli intermediari significativi europei.

Il fallimento della Silicon Valley Bank e la crisi di Credit Swiss hanno generato incertezza e volatilità nei mercati finanziari globali, creando timori di un possibile effetto domino nel settore bancario.

Le crisi bancarie negli Stati Uniti e in Svizzera hanno inizialmente causato una flessione del 15% nei corsi azionari delle banche europee quotate. Tuttavia, nelle settimane successive, le quotazioni azionarie hanno recuperato quasi interamente e, alla fine della seconda decade di maggio, erano del 21% più alte rispetto ai valori di inizio anno.

Le banche italiane sono riuscite a mantenere una solida base di capitale nonostante alcune difficoltà, grazie a una gestione prudente e alla riduzione delle attività rischiose.

Nel 2022, le banche italiane hanno rafforzato la qualità del loro capitale, aumentando il loro Common Equity Tier 1 (CET1)<sup>29</sup> al 15,3% degli attivi ponderati per il rischio (RWA).<sup>30</sup>

Questo indica che per ogni euro di attivi ponderati per il rischio, le banche italiane hanno 15,3 centesimi di capitale di alta qualità (CET1) disponibile per assorbire perdite.

In pratica, le banche hanno rafforzato la loro capacità di resistere a eventuali perdite e di mantenere la stabilità finanziaria.

Questo miglioramento è stato possibile grazie a una significativa riduzione delle attività rischiose, che ha compensato il calo del capitale di migliore qualità.

Il capitale di migliore qualità è diminuito a causa di alcuni fattori:

- La riserva patrimoniale, basata sulla redditività complessiva, ha subito una riduzione di 63 punti base, principalmente a causa del calo del valore dei titoli di debito in portafoglio.
- I due maggiori gruppi bancari hanno effettuato operazioni di riacquisto di azioni proprie, che hanno ridotto il capitale di 48 punti base.

Tuttavia, questi effetti negativi sono stati in parte bilanciati dagli utili non distribuiti, che hanno contribuito con 76 punti base al capitale.

Alla fine dell'anno, il CET1 ratio era:

- 15,7% per i gruppi significativi italiani,
- 16,4% per le banche meno significative,
- 12,1% per le filiazioni di gruppi significativi esteri.

In media, il livello di patrimonializzazione delle banche significative italiane era superiore di 40 punti base rispetto a quello dei loro omologhi europei partecipanti al Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM).

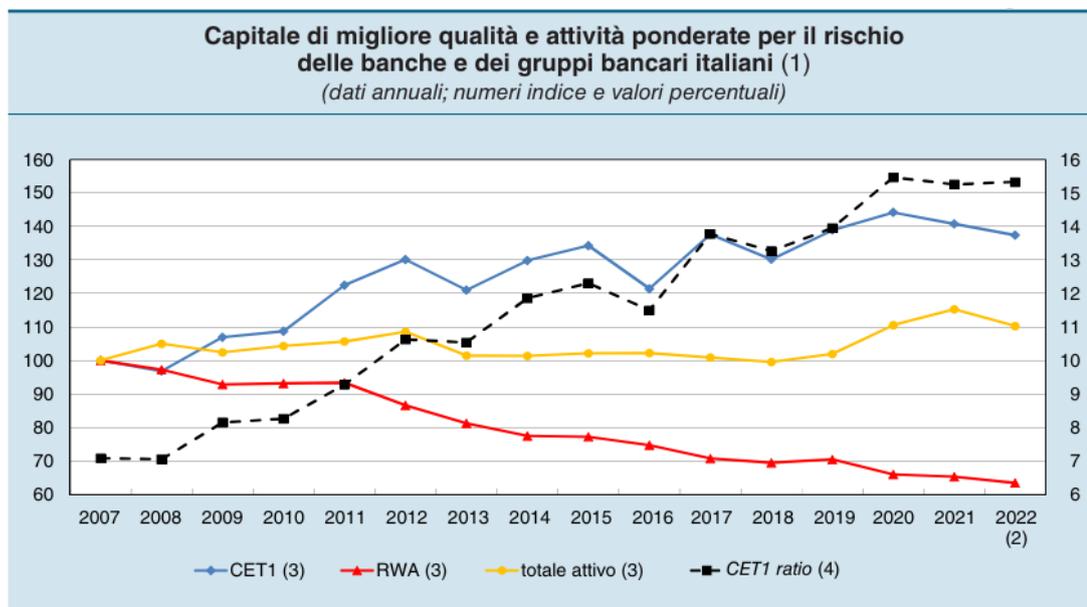
---

<sup>29</sup> Coefficiente indicante il grado di patrimonializzazione delle banche, è calcolato come il CET1 capital diviso per RWA.

<sup>30</sup> Attività ponderate per il rischio, cioè, valutate in base al loro rischio di credito, mercato e operativo.

Considerando anche i requisiti di leva e il requisito MREL<sup>31</sup>, il CET1 in eccesso rispetto al livello minimo regolamentare alla fine del 2022 era pari al 4,1% degli RWA per l'intero sistema bancario italiano.

Grafico 3.4



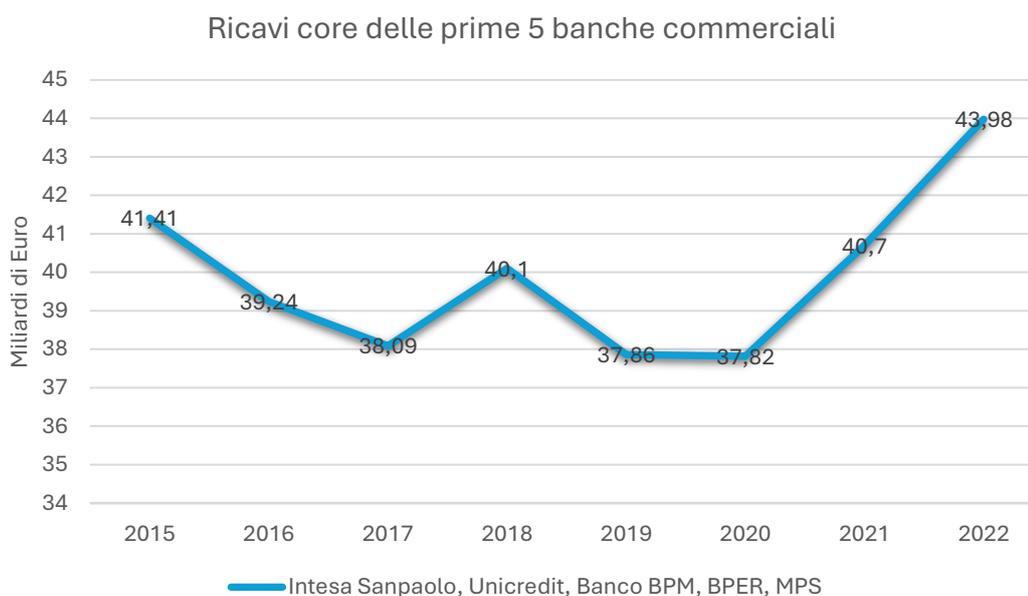
Fonte: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2022/rel\\_2022.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2022/rel_2022.pdf)

Dunque, nonostante alcune difficoltà come la diminuzione del valore dei titoli di debito e il riacquisto di azioni proprie, le banche italiane sono riuscite a mantenere una solida base di capitale grazie alla riduzione delle attività rischiose e agli utili non distribuiti, assicurando così una buona stabilità finanziaria.

<sup>31</sup> È un requisito introdotto per garantire che le banche dispongano di fondi propri e passività ammissibili sufficienti per assorbire le perdite e ricapitalizzare se necessario, senza ricorrere a fondi pubblici.

Secondo una ricerca fatta da Excellence Consulting, analizzando l'andamento dei ricavi core<sup>32</sup> dal 2015 al 2022, delle prime cinque banche italiane sia tra le commerciali che le reti, i ricavi di Intesa Sanpaolo, Unicredit, Banco BPM, BPER, e MPS hanno avuto un forte aumento per via dei maggiori margini di interesse, passando da 41,41 miliardi nel 2015, a 37,82 nel 2020, fino a toccare i 43,98 miliardi nel 2022

Grafico 3. 5



Fonte: elaborazione su dati di una ricerca del Gruppo Excellence Consulting; consultabile su: <https://gruppoexcellence.com/2023/07/19/banche-aumento-tassi-a-favore-banche-reti>

Mentre i ricavi delle prime cinque reti: Fideuram, Mediolanum, Fineco, Banca Generali e Allianz Bank, mostrano un incremento dal 2021 al 2022 di circa lo 0,9%.

Nel periodo 2015-2022, le cinque principali banche reti hanno mostrato una crescita costante dei loro ricavi core, passando da 3,57 miliardi di euro nel 2015 a 5,61 miliardi di euro nel 2022.

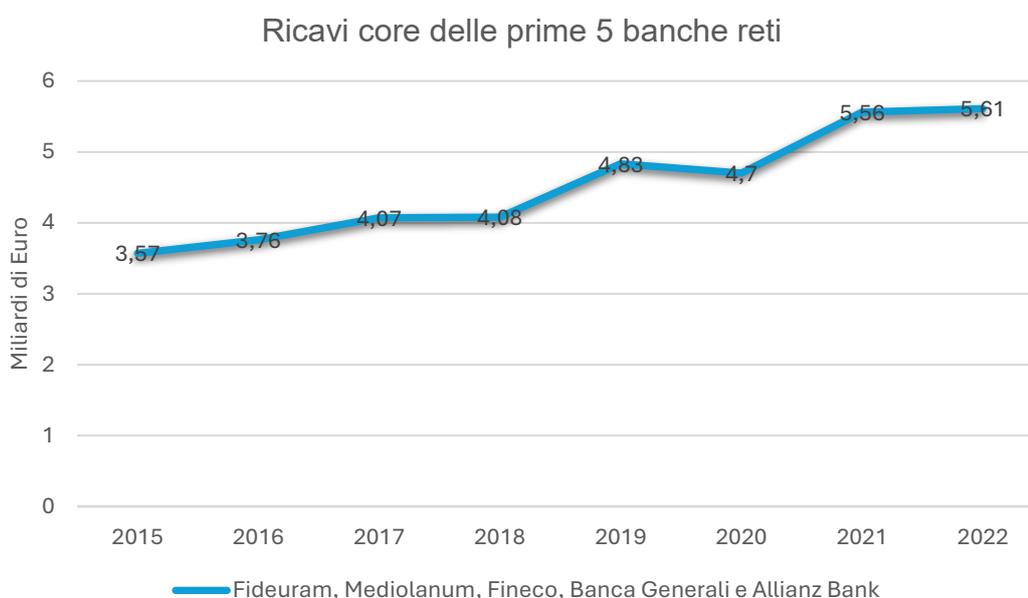
Nel 2022, le banche reti sono riuscite a ottenere questi risultati nonostante una significativa riduzione delle commissioni nette (che rappresentano i

<sup>32</sup> Rappresentano la somma tra margine di interesse e commissioni nette, al netto di componenti di ricavi straordinarie.

guadagni dalle commissioni per servizi bancari) passando da 4,70 miliardi di euro nel 2021 a 4,22 miliardi di euro nel 2022, una riduzione di oltre il 10%. Questo calo delle commissioni nette è stato dovuto a un aumento della raccolta indiretta, che riguarda i fondi che le banche gestiscono per conto dei clienti, come investimenti in fondi comuni, piuttosto che depositi diretti. Nel 2022, questa raccolta indiretta ha costituito oltre l'82% della raccolta totale delle banche.

Nonostante la riduzione delle commissioni nette, le banche reti hanno compensato questa perdita aumentando il loro margine di interesse, che è passato da 0,86 miliardi di euro nel 2021 a 1,39 miliardi di euro nel 2022.

Grafico 3. 6



Fonte: elaborazione su dati di una ricerca del Gruppo Excellence Consulting; consultabile su: <https://gruppoexcellence.com/2023/07/19/banche-aumento-tassi-a-favore-banche-reti>

Inoltre, le banche reti hanno visto una crescita costante della loro base clienti, dovuta al fatto che i risparmiatori hanno bisogno di essere seguiti da operatori professionali e qualificati al fine di tutelar il proprio risparmio, raggiungendo circa quattro milioni di clienti nel 2022.

Al contrario, le banche commerciali, nonostante una ripresa del 3,2% nella base clienti tra il 2021 e il 2022, hanno un tasso di crescita annuo composto che rimane negativo (-2,3%) nello stesso periodo.

Con le banche commerciali che contano oltre 47 milioni di clienti, una cifra notevolmente superiore rispetto a quella delle banche reti.

Le banche commerciali hanno beneficiato dell'aumento dei tassi di interesse, che ha spinto i margini di interesse a livelli comparabili al 2015.

Tuttavia, la crescita complessiva dei ricavi è modesta e la base clienti ha mostrato una crescita negativa sul lungo periodo.

Le banche reti, invece, hanno mostrato una maggiore capacità di adattamento, compensando le perdite nelle commissioni nette con un forte aumento dei margini di interesse e mantenendo una crescita stabile della clientela.

Questi risultati riflettono l'importanza della diversificazione delle fonti di ricavo e della capacità di adattarsi rapidamente ai cambiamenti del mercato.

### **3.2.3 Performance delle banche italiane nel 2023**

Anche tra il 2022 e il 2023, sono avvenuti dei miglioramenti in termini di redditività del sistema bancario italiano, con una crescita costante dei relativi parametri.

Il 2023 ha registrato i profitti più elevati, con l'utile complessivo del sistema bancario pari a 28,3 miliardi di euro, il miglior risultato raggiunto rispetto agli anni precedenti.

In questo anno è avvenuto anche un notevole aumento del Return on Equity (ROE), che ha raggiunto l'11% rispetto all'8,7% registrato nel 2022, come viene mostrato nel *grafico 3.7*.

Questo miglioramento del ROE è sintomo di una maggiore efficienza nella generazione degli utili legati al patrimonio netto.

I motivi per l'eccezionale performance osservata nel 2023 dipendono da diversi fattori.

Innanzitutto, la gestione anticipata delle possibili conseguenze economiche della pandemia è stata facilitata grazie all'intervento dello Stato, che ha fornito garanzie pubbliche sui mutui concessi.

Inoltre, le politiche monetarie attuate dalle banche centrali hanno creato condizioni di mercato favorevoli per il settore bancario, aumentando il rendimento medio delle attività delle banche.

Questo è stato ulteriormente supportato da depositi caratterizzati da una volatilità significativamente inferiore rispetto al mercato, con un beta inferiore a 1.

In particolare, ciò indica che i depositi bancari sono meno sensibili alle fluttuazioni del mercato, mostrando una maggiore stabilità.

Infine, l'adattamento e la resilienza delle banche italiane, nell'affrontare ambienti economici difficili, hanno creato i presupposti per il raggiungimento di performance elevate.

Grafico 3.7

| ROE (%) e Utile Netto (€mld) 2010-2023



Fonte: studio di Deloitte "Italian Banks 2023 performances: Does the stock market assign the right value?"

Considerando l'incidenza dei margini di interesse sui margini di intermediazione, ovvero quanto i ricavi di una banca derivano dalle sue attività tradizionali di prestito e deposito rispetto ad altre attività, si può notare che dopo il picco del 2012, che ha contato un'incidenza dei margini

di interesse sui margini di intermediazione rispettivamente del 56,8%, le percentuali annuali sono progressivamente diminuite.

Nel 2023, si è verificato un aumento significativo, raggiungendo il 54,9%.

La fluttuazione dei margini di interesse è stata strettamente legata alle variazioni dei tassi di interesse.

Con l'aumento dei tassi, le banche hanno ottenuto un reddito da interessi più alto e hanno dimostrato abilità nella gestione dei costi di finanziamento.

Questa gestione strategica è stata cruciale per mitigare le pressioni sui margini di interesse, migliorando la performance finanziaria complessiva delle banche.

Nel 2023, lo spread di margine ha raggiunto 1,63, il valore più alto dal 2010.

Grafico 3. 8



Fonte: studio di Deloitte “Italian Banks 2023 performances: Does the stock market assign the right value?”

### 3.1.4 Andamento del mercato azionario bancario

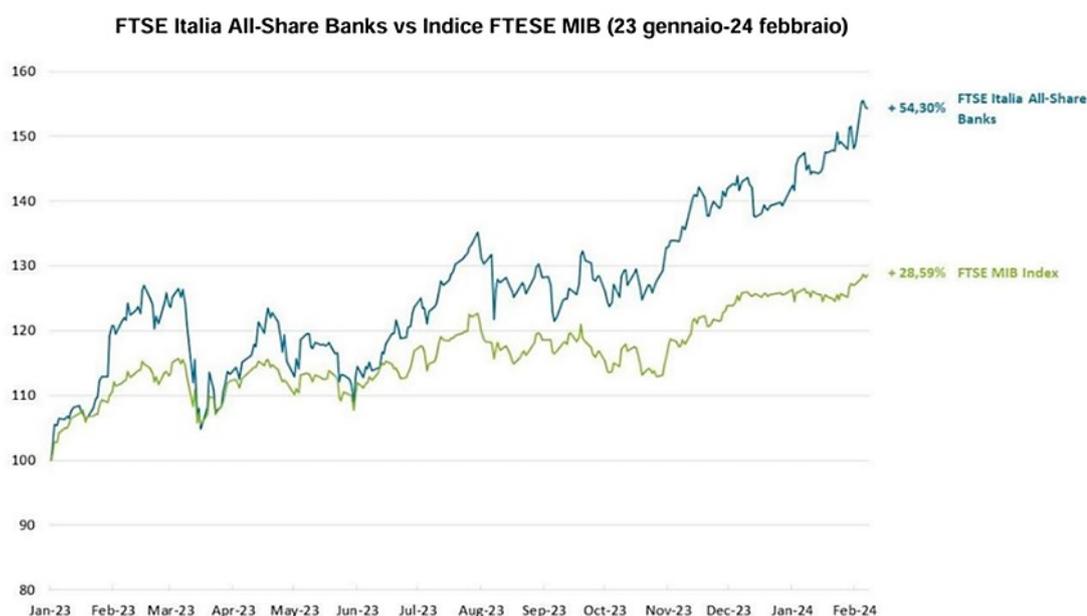
Nel 2023, il mercato azionario ha visto una notevole crescita, con il FTSE MIB che è aumentato del 29%, superando sia l'indice S&P 500 che è cresciuto del 25%, sia la media dei mercati azionari europei rappresentata dall'indice Euro Stoxx 50, salito del 19%.

Questa crescita è stata trainata principalmente dal settore bancario, con l'indice FTSE Italia All-Share Banks che ha registrato un impressionante incremento del 54% da gennaio 2023, superando la performance del FTSE MIB.

L'aumento della redditività delle banche ha spinto verso l'alto i prezzi delle loro azioni, anche se questi non sono cresciuti nella stessa proporzione degli utili.

In definitiva, la maggiore redditività del settore bancario nel 2023 ha contribuito significativamente all'aumento dei prezzi delle azioni, portando il FTSE MIB a sovraperformare altri importanti indici di mercato.

Grafico 3. 9



Fonte: studio di Deloitte "Italian Banks 2023 performances: Does the stock market assign the right value?"

### 3.1.5 Evoluzione della redditività e valutazione delle banche italiane

Uno studio di Deloitte, sulle performance delle banche italiane nel 2023, ha analizzato la redditività e i multipli delle 15 banche italiane quotate.

È emerso che tra il 2022 e il 2023 il RoTE (Return on Tangible Equity), che indica quanto profitto una banca riesce a generare rispetto al suo capitale tangibile, è aumentato per 14 delle 15 banche del campione, segnalando miglioramento nella loro capacità di generare profitti rispetto al capitale tangibile a loro disposizione.

Nonostante questo aumento della redditività, le valutazioni di mercato non hanno completamente rispecchiato questi risultati positivi.

Nel 2023, il rapporto prezzo su utili (P/E) è diminuito per 13 delle 15 banche, anche se le valutazioni di mercato sono in crescita.

Questo significa che gli utili delle banche sono aumentati più rapidamente del prezzo delle loro azioni, rendendole relativamente più economiche.

Esaminando il rapporto prezzo su valore contabile tangibile (P/TBV), solo 4 banche (BFF Banca, Fineco Banca, Banca Mediolanum e Banca Generali) hanno un P/TBV superiore a 1 nel 2023.

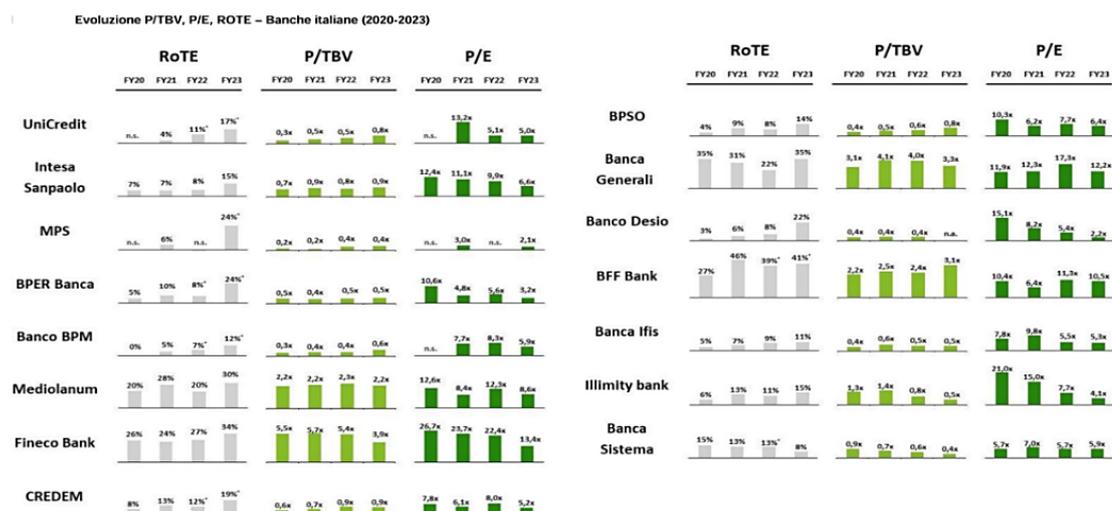
Questo indica che il mercato valuta queste banche più del loro valore contabile tangibile.

Per le altre banche, il P/TBV è diminuito o rimasto invariato, suggerendo che il mercato le valuta meno del loro valore contabile tangibile.

In sintesi, nonostante la forte crescita della redditività nel 2023 e le iniziative di riacquisto di azioni da parte di alcune banche, le valutazioni di mercato non sembrano riflettere pienamente questi risultati.

Il mercato rimane cauto nelle sue valutazioni, probabilmente a causa di preoccupazioni per il futuro economico e rischi specifici del settore bancario. Nonostante la redditività più forte nel 2023, le banche sembrano essere meno apprezzate dal mercato rispetto al 2022.

Grafico 3. 10



Fonte: studio di Deloitte “Italian Banks 2023 performances: Does the stock market assign the right value?”

## **CAPITOLO 4: LA RISPOSTA DELLE BANCHE ITALIANE ALLA TASSAZIONE SUGLI EXTRAPROFITTI**

### ***4.1 Il Decreto Asset: Imposta straordinaria calcolata sull'incremento del margine interesse***

Nel 2023, i 12 maggiori gruppi bancari italiani hanno registrato un rilevante aumento del margine d'interesse stimato attorno ai 49,4 miliardi, causato dall'incremento dei tassi deciso dalla BCE, per riportare l'inflazione al 2%.

Il rialzo dei tassi ha avuto impatti importanti verso le famiglie e le imprese, portando, in tempi rapidi, il costo del denaro al 4,5%, senza un corrispondente aumento dei rendimenti sui conti correnti.

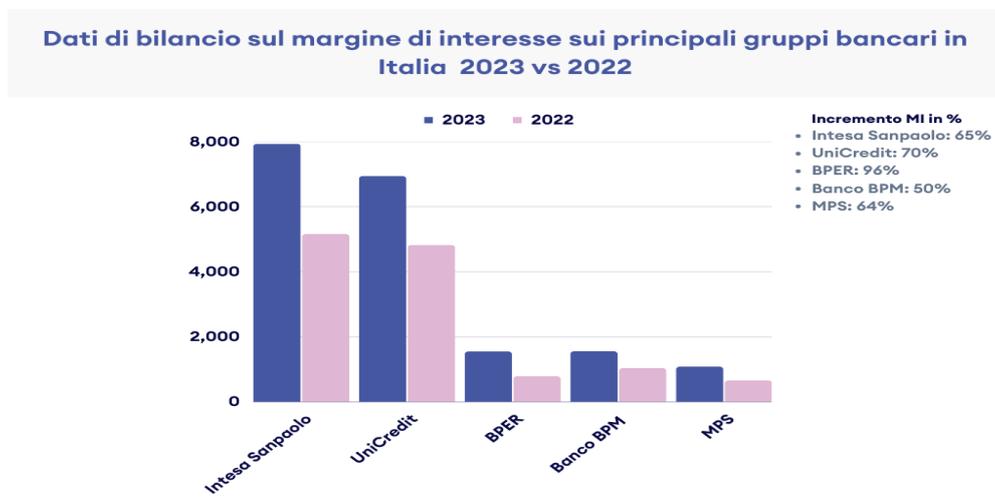
Gli extraprofitto derivano principalmente dall'aumento dei tassi di interesse su mutui e prestiti, e hanno portato le banche italiane al centro delle discussioni economiche e finanziarie in Italia.

Per extraprofitto si intende un aumento significativo e improvviso dei guadagni, dovuto a circostanze straordinarie come cambiamenti nella domanda di servizi bancari, politiche adottate dalle banche centrali e l'incremento dei tassi di interesse deciso dalla BCE per combattere l'inflazione.

Tale incremento dei profitti è spesso collegato a eventi eccezionali che influenzano il mercato in modo non prevedibile.

Il grafico mostra come nel 2023 i principali gruppi bancari in Italia hanno registrato un incremento dei margini di interesse rispetto all'anno precedente.

Grafico 4



Fonte: [www.forbes.com](http://www.forbes.com)

Per ovviare a questo problema, Giancarlo Giorgetti, ministro dell'economia ha attenzionato l'impennata dei profitti delle banche e ha proposto una tassa che contrasti questo incremento del margine di interesse delle banche.

L'obiettivo della tassa è quello di ottenere "giustizia sociale", con i proventi che saranno quindi destinati ad aiutare i mutui per la prima casa e a ridurre le tasse.

Il Governo Meloni con il decreto *Asset* del 10 Agosto 2023, ha introdotto "Imposta straordinaria calcolata su incremento margine interesse"<sup>33</sup>.

La legge istituisce per l'anno 2023 un'imposta straordinaria sulle banche, basata sull'andamento dei tassi di interesse e del costo del credito.

Questa imposta colpisce i profitti eccezionali degli istituti di credito derivanti dagli interessi guadagnati sui prestiti, superando determinati livelli di margine rispetto agli anni precedenti.

L'obiettivo principale è tassare gli "extraprofitti" delle banche, definiti come la differenza tra gli interessi attivi (guadagni sui prestiti) e gli interessi passivi (spese per interessi sui conti dei clienti).

<sup>33</sup> Art.26 del decreto-legge 10 Agosto 2023, n.104, "Disposizioni urgenti a tutela degli utenti, in materia di attività economiche e finanziarie e investimenti strategici".

L'imposta si calcola applicando un'aliquota del 40% sul margine di interesse dell'anno 2022 che eccede del 5% rispetto al 2021, e sul margine dell'anno 2023 che eccede del 10% rispetto al 2021.

La somma da pagare non potrà superare il 25% del patrimonio netto della banca.

Gli istituti di credito devono versare l'imposta entro il sesto mese successivo alla chiusura dell'esercizio 2023, di solito entro giugno 2024.

La tassa non può essere dedotta dalle banche ai fini delle imposte sui redditi e delle imposte regionali sulle attività produttive.

È vietato alle banche traslare questi oneri sui costi dei servizi offerti alle imprese e ai clienti finali.

Il Governo si aspetta di incassare da questa operazione almeno tre miliardi di euro,

Le entrate generate dall'imposta vengono destinate a un fondo speciale del bilancio dello Stato, monitorato periodicamente per finanziare misure specifiche di interesse pubblico, come indicate dalla legge.

L'obiettivo di questa legge è quello di garantire un maggiore equilibrio e trasparenza nel settore bancario, nonché sostenere iniziative per ridurre la pressione fiscale sulle famiglie e sulle imprese, utilizzando le entrate generate dall'imposta straordinaria.

#### **4.1.1 Le critiche rivolte dalla Banca Centrale Europea**

La proposta di una tassa sugli extraprofiti nel settore bancario avanzata dal Governo Meloni ha suscitato diverse criticità e controversie.

La definizione stessa di extraprofitto è ambigua, poiché in economia si riferisce a profitti superiori a quelli normali, tendenzialmente generati da posizioni di monopolio o oligopolio.

Non è chiaro se le banche italiane si trovino in una tale posizione nel contesto europeo, rendendo difficile l'applicazione del concetto di extraprofitto.

Dopo la notizia di una possibile imposta sugli istituti creditizi, i titoli delle banche italiane sono scesi, appesantendo il FTSE MIB, che ha registrato un incremento dello 0,65% dopo aver toccato anche oltre il -2%.

Tutte le principali banche sono andate in perdita: Banca Monte Paschi Siena (-0,96%), Bper Banca (-0,64%), Intesa Sanpaolo (-0,74%), Banco BPM (-0,03%), Unicredit (-0,39%) e Mediobanca (-0,35%).

Anche FincoBank (-0,40%), Banca Mediolanum (-0,56%) e Banca Generali (-0,69%) hanno registrato un ribasso.

Questa tassa potrebbe impattare negativamente sulla redditività delle banche italiane, già sotto pressione a causa della bassa redditività degli ultimi anni e delle sfide economiche post-pandemiche.

Ciò potrebbe influenzare la capacità delle banche di sostenere prestiti e di supportare l'economia reale.

La BCE ha espresso preoccupazioni riguardo al decreto-legge italiano che impone una tassa sugli extraprofiti bancari, sottolineando diversi aspetti critici.

La tassa straordinaria sulle banche, basata sul reddito del 2023, potrebbe ridurre i loro utili quando dovranno pagarla.

È importante che questa tassa non impedisca alle banche di mantenere riserve di denaro sufficienti per affrontare eventuali problemi futuri con i prestiti. Inoltre, questa tassa potrebbe rendere più difficile per le banche mettere da parte denaro extra per affrontare crisi economiche, riducendo la loro capacità di offrire prestiti e altri servizi ai clienti in modo favorevole.

La BCE raccomanda che i soldi raccolti con l'imposta straordinaria sulle banche non vengano mischiati con il bilancio generale del governo.

Questo perché tali proventi dovrebbero essere usati solo per scopi specifici e non per risanare il bilancio generale, cioè non per pagare debiti o coprire altre spese del governo.

Gli effetti a lungo termine di tassi di interesse più elevati possono includere maggiori costi di finanziamento e rischi di credito, che non sono considerati nel calcolo dell'imposta straordinaria.

Questi fattori devono essere valutati per garantire che gli enti creditizi possano assorbire potenziali perdite future.

L'imposta straordinaria potrebbe rendere più costoso per le banche attrarre nuovo capitale e finanziamenti, poiché gli investitori nazionali ed esteri potrebbero avere meno interesse a investire in enti creditizi italiani con prospettive più incerte.

L'imposta straordinaria potrebbe frammentare il sistema finanziario europeo perché le tasse variano da un paese all'altro.

Le banche che operano in più paesi rischiano di essere tassate due volte, aumentando la frammentazione.

La BCE raccomanda che il decreto-legge sia accompagnato da un'analisi approfondita delle potenziali conseguenze negative per il settore bancario, valutando l'impatto sulla redditività a lungo termine, sulla base patrimoniale, sull'accesso ai finanziamenti, sulla concessione di nuovi prestiti e sulla concorrenza.

L'imposta straordinaria influenzerà sia gli enti creditizi significativi sotto la vigilanza diretta della BCE sia quelli meno significativi, che tendono a concentrarsi sull'erogazione del credito.

La base dell'imposta non considera l'intero ciclo economico, il che potrebbe non essere commisurato alla redditività a lungo termine degli enti creditizi, riducendo la loro capacità di affrontare potenziali rischi.

Infine, la BCE ritiene che la tassa sugli extraprofiti possa compromettere la capacità delle banche di mantenere una posizione patrimoniale solida, accumulare riserve di capitale e trasmettere efficacemente le politiche monetarie all'economia reale, mettendo a rischio la stabilità finanziaria e la redditività a lungo termine del settore bancario italiano.

I dubbi sorti dalla BCE riguardo all'incertezza normativa han fatto modificare più volte la formulazione della tassa, rendendo difficile per le banche e gli investitori pianificare strategicamente il loro futuro.

Il ministro degli Esteri, Antonio Tajani, al *meeting* di Rimini del 23 Agosto 2023, ha esposto la sua preoccupazione riguardo a un eventuale tassazione sugli extraprofitti bancari, affermando: “Ritengo che a tutela delle piccole banche si debba fare molta attenzione ai titoli di Stato che sono acquistati dalle banche italiane: attenzione a non tassare anche i titoli di Stato che così si disincentiva l'acquisto di titoli di Stato da parte delle banche”.<sup>34</sup>

Gli Istituti di credito italiani sono strettamente legati allo Stato italiano poiché detengono una parte significativa del debito pubblico sotto forma di titoli di Stato.

Questa relazione simbiotica è cruciale per la stabilità finanziaria del paese.

Si teme che una tassazione eccessiva sugli extraprofitti delle banche potrebbe:

- colpire in maniera significativa i loro utili, rendendole meno stabili e resilienti.
- disincentivare l'acquisto di titoli di Stato.

Difatti se le banche dovessero trovare meno conveniente detenere titoli di Stato a causa della tassazione, potrebbero ridurre gli acquisti di debito pubblico, aumentando così i costi di finanziamento per lo Stato italiano.

Secondo Tajani è importante tutelare le piccole banche, che spesso sono più vulnerabili agli effetti negativi di una tassazione elevata.

Le piccole banche sono fondamentali per il finanziamento delle piccole e medie imprese e per il tessuto economico locale.

---

<sup>34</sup> Fonte: [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

Tassando i titoli di Stato detenuti dalle banche si potrebbe avere un effetto disincentivante, spingendo le banche a ridurre i loro investimenti in titoli di Stato.

Questo aumenterebbe il costo del debito pubblico per lo Stato italiano, creando un circolo vizioso che potrebbe destabilizzare l'economia.

#### **4.1.2 Imposta sugli extraprofitti: La replica delle banche italiane**

Il Decreto-legge del 10 Agosto 2023, n. 104 è stato convertito in legge, con alcune modifiche, diventando la Legge del 9 ottobre 2023, n. 136 entrando in vigore il 10 Ottobre 2023.

Una delle modifiche riguarda il comma *5-bis* secondo il quale in alternativa le banche possono evitare di pagare direttamente la tassa sugli extra profitti versando un importo equivalente a due volte e mezza l'imposta come riserva non distribuibile.

Questo significa che anziché versare l'imposta, le banche possono accantonare questa somma in una riserva specifica che però non può essere distribuita come dividendo ai soci.

Di conseguenza, le banche italiane hanno comunicato di non voler pagare la cosiddetta tassa sugli "extraprofitti", introdotta ad agosto.

L'amministratore delegato di Unicredit Andrea Orcel ha affermato: "Unicredit ha scelto di contribuire con 1,1 miliardi all'imposta straordinaria sulle banche del 2024 destinando la cifra alle riserve proprie non distribuibili"<sup>35</sup>.

Anche l'amministratore delegato e CEO di Intesa Sanpaolo Carlo Messina spiega così la decisione assunta dal cda della banca: "È stata data da parte del governo la possibilità di rafforzare il patrimonio della

---

<sup>35</sup> Fonte: [www.startmag.it](http://www.startmag.it)

banca intervenendo a favore dell'economia con un maggior patrimonio piuttosto che pagare l'imposta".<sup>36</sup>

In questo modo la banca è obbligata ad accantonare a riserva una somma di 2,5 volte superiore, pari a 2,1 miliardi di euro, però evita di versare un'imposta nelle casse dello Stato.

La tendenza seguita dalle banche italiane è stata quella di rafforzare la propria struttura patrimoniale, evitando in questo modo di versare parte dei profitti allo stato, il quale non ha raccolto alcun gettito previsto.

La situazione è stata descritta da molti come una "farsa" poiché l'entità degli accantonamenti era già ampiamente prevista e regolata dalle politiche interne di ciascuna banca.

Ogni istituto bancario stabilisce in autonomia la percentuale di utili da accantonare.

È emerso, infatti, che la quantità di profitti da accantonare prevista dalla legge risultava inferiore a quanto le banche avevano già deciso di riservare autonomamente.

Le banche non distribuiscono mai il 100% dei profitti, una percentuale compresa tra il 50% e l'80% viene comunque accantonata.

Successivamente decideranno se distribuire dividendi o effettuare buyback, ossia ricomprare le proprie azioni sul mercato, come metodo alternativo per remunerare gli azionisti.

Questa legge, di fatto, non ha aumentato l'ammontare di denaro che le banche hanno accantonato e quindi non ha migliorato la stabilità del sistema bancario, non producendo alcun beneficio né rafforzando il sistema bancario italiano.

---

<sup>36</sup> Fonte: [www.ilfattoquotidiano.it](http://www.ilfattoquotidiano.it)

### **4.1.3 Lo scenario europeo**

L'Italia è solo uno degli ultimi Paesi europei ad aver introdotto una tassa sugli extraprofiti delle banche, con l'obiettivo di aiutare i titolari di mutui.

Vari governi europei, da quello spagnolo a quello lituano, da Praga a Stoccolma, sono intervenuti per tassare i profitti eccezionali generati dall'aumento dei tassi d'interesse deciso dalla BCE, destinando i fondi raccolti a famiglie e imprese in difficoltà.

Anche in paesi come la Gran Bretagna e la Francia, dove la tassa non è stata introdotta, il dibattito pubblico si è comunque concentrato sul tema, e sono state adottate altre misure a tutela dei mutuatari e dei correntisti.

La Spagna è stata la prima a introdurre una tassa sugli extraprofiti bancari con l'obiettivo raccogliere una cifra pari a 3 miliardi di euro entro il 2024.

L'aumento dei tassi di interesse ha portato a profitti straordinari per il settore, così il governo spagnolo ha imposto per due anni un'imposta del 4,8% sul reddito delle banche da interessi e commissioni.

Già da febbraio le grandi banche spagnole hanno iniziato a versare allo Stato 637,1 milioni di euro, arrivando a una raccolta complessiva di 1,45 miliardi di euro.

Si prevede che le due imposte temporanee applicabili nel 2023 e 2024 genereranno un incasso annuale superiore a 2,9 miliardi di euro.

Queste imposte tassano rispettivamente il margine di intermediazione e i redditi derivanti da attività non regolamentate in Spagna.

L'obiettivo della tassazione sugli extraprofiti è finanziare i contributi statali a favore di famiglie e imprese.

Banche come Bankinter e Abanca non hanno accolto favorevolmente la manovra fatta dal Governo Sanchez, minacciando di ricorrere alla Corte costituzionale.

Per Caixa Bank, l'imposta ha comportato un costo di 373 milioni di euro, pari al 44% dell'utile netto di 855 milioni di euro registrato nel primo trimestre.

Per Sabadell l'esborso è stato di 157 milioni di euro, equivalenti al 77% dell'utile del primo trimestre.

Banco Santander, con operazioni internazionali molto più ampie, ha visto la prima tranche dell'imposta incidere per quasi il 10% sui profitti del primo trimestre.

Nonostante questa imposta abbia generato un gettito significativo per le casse dello Stato ha suscitato il malcontento delle banche.

Infatti, José Garcia Cantera, chief financial officer di Banco Santander, ha dichiarato: "Siamo sempre felici di pagare la nostra giusta quota di tasse, ma devono essere applicate a tutti i settori, non solo alle banche".<sup>37</sup>

In Repubblica Ceca, il Parlamento ha recentemente introdotto una tassa del 60% sui profitti delle banche che superano il 120% della media annuale del fatturato registrato tra il 2018 e il 2021.

Questa misura ha l'obiettivo di raccogliere circa 3,5 miliardi di euro per fornire aiuti a famiglie e aziende colpite dall'aumento dei costi di energia.

La Lituania ha approvato una tassa sul reddito netto da interessi per il settore bancario, valida per il biennio 2023-2024.

L'imposta è fissata al 60% per la parte di reddito che supera del 50% la media degli ultimi quattro anni, con un incasso previsto di 410 milioni di euro destinati a rafforzare le forze armate.

Anche il governo svedese si è mosso, attuando una "tassa sul rischio" per le banche con passività superiori a 150 miliardi di corone svedesi, che corrispondono a 14,1 miliardi di dollari, legate alle operazioni interne.

L'obiettivo è quello di raccogliere fondi che serviranno a sostenere le finanze pubbliche e a creare riserve per affrontare potenziali crisi economiche. L'aliquota è dello 0,05% nel 2022 e salirà allo 0,06% nel 2023, con l'obiettivo di incassare annualmente 6 miliardi di corone svedesi.

---

<sup>37</sup> Fonte: [www.repubblica.it](http://www.repubblica.it)

In Belgio, il ministro delle Finanze Vincent Van Peteghem sostiene che le banche “devono apportare il loro contributo in un contesto difficile dal punto di vista delle finanze pubbliche” <sup>38</sup>.

Il governo belga ha introdotto una tassa progressiva sulle banche, che si prevede genererà circa 150 milioni di euro.

L'aliquota aumenterà dallo 0,13% allo 0,17% del valore totale dei depositi, ma solo per le istituzioni che superano i 50 miliardi di euro in depositi.

Il provvedimento è strutturale e non una misura occasionale, come la tassa italiana sugli extraprofiti.

Si stima che BNP Paribas Fortus sarà il contribuente principale, con circa 40 milioni di euro, seguito da KBC Belgique con 30 milioni e ING Belgique con 22,4 milioni.

La segretaria di Stato al Bilancio, Alexia Bertrand, ha sottolineato l'intento di non gravare sui risparmiatori, mirando invece a tassare le banche che hanno beneficiato dell'aumento dei profitti a causa dell'innalzamento dei tassi da parte della BCE.

Anche nel Regno Unito si sta considerando l'introduzione di una tassa sugli extraprofiti delle banche, accusate di pratiche di “affarismo”.

Recentemente, la Financial Conduct Authority (FCA) ha chiesto alle banche di intensificare gli sforzi per migliorare l'accesso ai loro migliori tassi di risparmio per i clienti.

Ogni paese ha scelto un approccio unico: la Spagna ha adottato una strategia, i Paesi Bassi un'altra, ma nessuno ha seguito l'esempio italiano, contraddistinto da ampie discussioni, bocciature sia a livello nazionale che europeo, e da una perdita di credibilità a causa di risultati deludenti.

Lo Stato italiano ha, di fatto, rinunciato a una potenziale entrata economica, costringendo le banche a intraprendere azioni che probabilmente avrebbero già attuato autonomamente.

---

<sup>38</sup> Fonte: [www.lecho.be](http://www.lecho.be)

## CONCLUSIONI

Questo lavoro ha esaminato l'evoluzione del sistema bancario negli ultimi cinquant'anni, con l'obiettivo di comprendere le dinamiche che regolano il settore creditizio e di identificare le problematiche principali che influenzano la stabilità e la redditività degli istituti di credito.

In particolare, è stato analizzato l'impatto dell'andamento dei tassi di interesse sulla situazione patrimoniale delle banche e si è discusso dei principali interventi governativi a fronte della nascita di extraprofitti nel settore.

L'analisi ha mostrato come nel corso degli anni il settore bancario abbia attraversato fasi alterne, caratterizzate sia da miglioramenti della redditività sia da periodi di crisi.

Un esempio significativo è rappresentato dalla crisi finanziaria del 2007-2008, che ha portato a una riduzione dei rendimenti per gli azionisti e a un ROE estremamente basso, tra lo 0% e l'1%.

Un'altra crisi rilevante è stata quella del 2020 provocata dal Covid-19, che ha ulteriormente messo sotto pressione il settore, determinando il consolidamento del numero di operatori, la razionalizzazione delle filiali e l'evoluzione del comportamento dei consumatori.

Tuttavia, dal 2021, si è osservata una lieve ripresa della redditività bancaria, con un incremento della raccolta diretta che ha contribuito a rafforzare la stabilità del sistema, portando a un miglioramento del ROE fino al +3,9% e a un utile complessivo di 6,5 miliardi di euro.

A partire dal 2022, questa ripresa si è trasformata in un evidente aumento dei profitti, con un incremento del margine di interesse del 50% e una crescita significativa della redditività.

Nel 2023, l'utile del settore bancario ha raggiunto gli 11 miliardi di euro, con un ROE del 6,8%.

È evidente come fattori esterni, come le crisi economiche, abbiano messo a dura prova gli istituti di credito, influenzando la loro capacità di generare profitti.

Le banche centrali, attraverso la politica monetaria, svolgono un ruolo cruciale nel garantire la stabilità del sistema bancario, intervenendo sull'andamento dei tassi di interesse.

Queste variazioni dei tassi incidono direttamente sui profitti bancari, creando periodi di difficoltà in cui le banche si concentrano sulla raccolta diretta, e fasi di tassi elevati che, sebbene riducano i prestiti alla clientela, generano margini di interesse elevati e, di conseguenza, extraprofitti significativi, come dimostrato dagli ultimi anni.

In particolare, l'analisi ha evidenziato come gli extraprofitti delle banche negli ultimi anni siano derivati non solo dall'innalzamento dei tassi di interesse da parte della BCE e delle altre banche centrali, ma anche dalla capacità delle banche stesse di orientarsi verso modelli di business efficaci e resilienti.

Questo approccio ha permesso loro di resistere ai cambiamenti esterni e di adattarsi rapidamente, evitando crisi e fallimenti come i casi della Silicon Valley Bank, Silvergate Bank e Signature Bank negli Stati Uniti.

La capacità di investire in settori solidi e sostenibili, unita a una gestione prudente del rischio, ha rappresentato un fattore cruciale per mantenere la stabilità e la redditività, anche in contesti economici sfidanti.

Un aspetto significativo emerso dalla mia analisi riguarda la tassazione degli extraprofitti bancari, che potrebbe costituire una soluzione efficace per regolare i guadagni straordinari delle banche.

Queste risorse potrebbero essere destinate a sostenere i mutui per la prima casa e a ridurre il carico fiscale, portando benefici diretti ai cittadini.

Tuttavia, è essenziale progettare un sistema che assicuri che le banche paghino equamente e non trovino modi per eludere la normativa.

Va anche considerato che questi extraprofiti sono il risultato di circostanze attuali, legate principalmente all'aumento dei tassi di interesse deciso dalle Banche Centrali.

In futuro, il contesto potrebbe cambiare, riportando le banche in una situazione di crisi o difficoltà.

Sebbene la tassazione degli extraprofiti abbia finalità lodevoli, è importante riconoscere che questa misura incide su dinamiche esterne al controllo delle banche, caratterizzate da un'elevata volatilità.

Le banche vengono oggi tassate per i loro extraprofiti eccessivi, ma è fondamentale considerare che in passato hanno attraversato periodi di profitti ridotti o addirittura di perdite, come durante le crisi del 2008 e del 2020.

In quei momenti, pur essendo state sostenute da interventi statali per evitare il collasso del sistema finanziario, non hanno beneficiato di leggi che incrementassero direttamente i loro profitti.

Pertanto, i guadagni straordinari di oggi possono essere visti anche come una compensazione per quei periodi difficili.

Tuttavia, la logica della tassazione si concentra sul presente, e sarebbe utile trovare un equilibrio che, pur introducendo una tassazione per redistribuire la ricchezza, riconosca anche che i profitti delle banche seguono cicli economici, con fasi positive che spesso compensano quelle negative.

## BIBLIOGRAFIA

Banca d'Italia, *Fintech in Italia - Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, Dicembre 2017, consultabile sul sito: [Fintech in Italia 2017.pdf \(bancaditalia.it\)](#)

Banca d'Italia, *Relazione Annuale*, Roma, 31 maggio 2023, [rel\\_2022.pdf \(bancaditalia.it\)](#)

Banca d'Italia, *Relazione Annuale*, Roma, 31 maggio 2024, [rel\\_2023.pdf \(bancaditalia.it\)](#)

Bianchi Carluccio, *Teoria della Moneta - Testi Scientifici Modulari Serie di economia I*, Isedi 1982;

Biasin Massimo, Cosma Stefano, Oriani Marco, *La banca. Istituzione e impresa*, ISEDI editore, 2013;

Blanchard Oliver, Amighini Alessia, Giavazzi Francesco, *Macroeconomia – Una prospettiva europea*, il Mulino 2019;

Bonaldo Cinzia, *La politica dei tassi di interesse negativi negative interest rate policy*, Università degli Studi Di Padova, 2016;

Committee on the Global Financial System, *Structural changes in banking after the crisis*, Bank for International Settlements, 2018;

Deloitte, *Italian Banks 2023 performances: Does the stock market assign the right value?* 2024;

De Vito Antonio, Pancotto Livia, Perdichizzi Salvatore, Reghezza Alessio, *Don't go on Holiday in August! Market reaction to an unexpected windfall tax on banks*, Economics letters 2023;

Di Mascio Antonello e Primanni Maurizio, *La banca del terzo millennio. Il futuro del sistema bancario tra fintech e post pandemia*, Guerini Next editore, 2021.

Feller Guido e Vigorelli Marco, *Banca anni 90: Rapporto Arthur Andersen & Co. – ABI sul sistema bancario nei prossimi dieci anni*, Sole24Ore editore, 1986;

Giuriuc Liuba, *Mercato interbancario europeo e la sua importanza per la stabilità del sistema finanziario*, Università politecnica delle Marche, 2020;

Guida Roberto, *La trasformazione del settore bancario post-crisi. Vincoli e opportunità*, Franco Angeli editore, 2019;

KPMG, *Analisi delle semestrali dei gruppi bancari italiani*, flash report, 1 Settembre 2021, [KPMG\\_Bilanci-gruppi-bancari-italiani-Semestrale-2021.pdf](#);

KPMG, *Analisi delle semestrali dei gruppi bancari italiani*, flash report, 1 Settembre 2022, [KPMG-Bilanci-gruppi-bancari-italiani-Semestrale-2022.pdf](#)

KPMG, *Analisi delle semestrali dei gruppi bancari italiani*, flash report, 1 Settembre 2023, [KPMG-Bilanci-gruppi-bancari-italiani-Semestrale-2023.pdf](#)

KPMG. *Evoluzione dei modelli distributivi bancari - L'impatto del COVID-19 sui modelli di servizio delle banche italiane*, Marzo 2021, [KPMG\\_Modelli-distributivi-bancari-post-COVID.pdf](#) ;

Linciano Nadia, Caivano Valeria, Fancello Francesco e Gentile Monica, *La crisi Covid-19 - Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata*, CONSOB Luglio 2020, [7a77870f-59e7-782d-f7aa-bb5f83fe440e \(consob.it\)](#) ;

Marconi Daniele, *Le politiche monetarie della banca centrale europea*, Università politecnica delle Marche, 2022;

Perrazzelli Alessandra (Vice Direttrice Generale della Banca d'Italia), *Il sistema bancario italiano tra difficoltà congiunturali e sfide tecnologiche*, intervento sostenuto a Roma, 21 settembre 2020, consultabile sul sito: [Perrazzelli-21092020.pdf \(bancaditalia.it\)](#) ;

Spaccavento Sergio, *Innovazione Finanziaria: Concetto, strategia, gestione e fintech*, 2022.

## SITOGRAFIA

[www.art.torvergata.it](http://www.art.torvergata.it)  
[www.astrid-online.it](http://www.astrid-online.it)  
[www.bankpedia.org](http://www.bankpedia.org)  
[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)  
[www.concorsoeconomia.it](http://www.concorsoeconomia.it)  
[www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)  
[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)  
[www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu)  
[www.fca.org.uk](http://www.fca.org.uk)  
[www.fedoranadiatamellini.it](http://www.fedoranadiatamellini.it)  
[www.finriskalert.it](http://www.finriskalert.it)  
[www.fundspeople.com](http://www.fundspeople.com)  
[www.gazzettaufficiale.it](http://www.gazzettaufficiale.it)  
[www.gruppoexcellence.com](http://www.gruppoexcellence.com)  
[www.ig.com](http://www.ig.com)  
[www.investire.biz](http://www.investire.biz)  
[www.istat.it](http://www.istat.it)  
[www.jpmorgan.com](http://www.jpmorgan.com)  
[www.kpmg.com](http://www.kpmg.com)  
[www.lastampa.it](http://www.lastampa.it)  
[www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)  
[www.lespresso.it](http://www.lespresso.it)  
[www.mandg.com](http://www.mandg.com)  
[www.moneyfarm.com](http://www.moneyfarm.com)  
[www.pbc.gov.cn/english/](http://www.pbc.gov.cn/english/)  
[www.radar-academy.com](http://www.radar-academy.com)  
[www.treccani.it](http://www.treccani.it)  
[www.unite.it](http://www.unite.it)  
[www.valori.it](http://www.valori.it)

## RINGRAZIAMENTI

Arrivato alla fine del mio percorso universitario, desidero esprimere la mia sincera gratitudine al Professor Fumagalli, relatore di questa tesi di laurea. La sua costante disponibilità, la sua pazienza e i suoi preziosi consigli sono stati fondamentali per la realizzazione di questo lavoro. Oltre ad avermi seguito e supportato nella stesura della tesi, lo ringrazio per la precisione con cui mi ha consigliato e per la sua capacità di stimolare il mio interesse per l'argomento trattato. Grazie alla sua guida, ho potuto affrontare e approfondire un tema che mi ha appassionato, arricchendomi sia professionalmente che personalmente.

Ringrazio di cuore Ale e Gabri, che mi sono stati sempre vicini. La vostra capacità di supportarmi e consigliarmi ha valorizzato la mia esperienza e mi ha permesso di superare le sfide con maggiore serenità. Per tutto questo, vi sono profondamente grato.

Un ringraziamento profondo va ai miei genitori, che non solo mi hanno dato la possibilità di studiare, ma che hanno anche saputo indirizzarmi al meglio. La vostra guida e i vostri suggerimenti sono stati per me un punto di riferimento insostituibile. Spero di avervi ripagato, almeno in parte, per tutto quello che avete fatto per me. Siete stati un esempio di dedizione, impegno e amore. Non potrò mai esprimere a parole quanto significhi per me avere genitori come voi.

Ringrazio il mio migliore amico, Federico, per il suo costante sostegno. La tua capacità di ascolto e comprensione mi ha dato forza e motivazione nei momenti più complicati. La tua amicizia è per me più preziosa di qualsiasi altra cosa.

Un grazie sentito va anche ai miei compagni di corso Emanuele, Lorenzo, Luca, Nicolò, Riccardo e Tiziano. Mi avete accolto fin da subito come uno

di voi, e di questo vi sarò per sempre grato. Avete reso questo percorso memorabile.

Infine, un ringraziamento speciale va alla mia ragazza, Moira. Grazie per avermi accompagnato con amore in questi tre anni, per aver sempre creduto in me e per avermi spronato a non mollare mai e a raggiungere tutti i miei obiettivi.

A tutti voi Grazie.