



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea magistrale in Economia e Management

**L’IMPATTO DEI TASSI BCE SUL MERCATO IMMOBILIARE
ITALIANO**

**THE IMPACT OF ECB RATES ON THE ITALIAN REAL ESTATE
MARKET**

Relatore:
Prof. Alessandro Belmonte

Rapporto Finale di:
Nicolas Rango

Anno Accademico 2025/2026

Al termine di questo percorso, desidero dedicare qualche parola alle persone che mi sono state vicine e che hanno contribuito a rendere questi anni più belli e sicuramente più semplici. Un grazie va a tutti gli amici e i parenti che hanno condiviso con me momenti importanti, che mi hanno sostenuto e che continuano a esserci ogni giorno.

Tra gli amici, un grazie particolare va a LM, il mio gruppo di sempre. Tra risate, cazzate, qualche birra e serate, ogni tanto riusciamo incredibilmente anche a tirar fuori due parole serie. Grazie perché, al di là di tutto, so che dietro ogni battuta c'è un'amicizia vera e la certezza di poter contare gli uni sugli altri.

Un ringraziamento speciale va a mio fratello Dennis, che riesce a essere presente anche quando, durante i discorsi, sembra trovarsi mentalmente da tutt'altra parte. Nonostante qualche sua momentanea assenza, so di poter sempre contare su di lui anche senza bisogno di troppe parole.

A mia madre Valentina, con la quale posso parlare di tutto, confrontarmi e raccontare qualsiasi cosa. Anche quando partiamo da opinioni completamente diverse, alla fine riesce quasi sempre a trovare il modo di avere ragione lei o almeno a convincersi che sia così. Grazie per esserci sempre, per ascoltarmi e per il sostegno che non è mai mancato durante tutto questo percorso.

A mio padre Mirco, sempre pronto a dare un consiglio, soprattutto quello più critico e razionale, capace di riportarmi con i piedi per terra quando serve. Il suo interesse per le mie decisioni, poi, sembra aumentare in maniera direttamente proporzionale alla cifra che deve uscire dal suo portafoglio. Battute a parte, grazie per i consigli, per il sostegno e per tutto quello che hai fatto e continui a fare per permettermi di raggiungere i miei obiettivi.

A mia nonna Lalla, sempre pronta ad ascoltarmi e con la quale so di poter parlare liberamente di qualsiasi cosa. Grazie per la disponibilità, per l'affetto e per quella voglia di aiutarmi in ogni modo possibile che non è mai mancata.

Sapere di avere accanto una persona sulla quale poter contare sempre è qualcosa che non va mai dato per scontato.

A mio nonno Righetto, che per me rappresenta un esempio di forza, volontà e dedizione al lavoro. Con il suo modo di essere mi ha insegnato quanto siano importanti l'impegno, la costanza e la capacità di andare avanti anche quando le cose diventano più difficili. Sono valori che porto con me e che, in un percorso come questo, hanno assunto un significato ancora più importante.

Infine, un grazie speciale va ad Asia, che mi è sempre accanto, forse qualche volta anche un po' troppo. In questi anni mi ha sostenuto nei momenti belli e soprattutto in quelli più pesanti, sopportando stress, preoccupazioni e tutte le mie inevitabili lamentele. A mia discolpa, però, va detto che probabilmente sono più le volte in cui sono io a dover sopportare lei, quindi possiamo considerarci abbastanza pari. Scherzi a parte, grazie per la forza che riesci a darmi, per il sostegno che non è mai mancato e per esserci sempre, anche quando non è semplice.

A tutti voi va il mio grazie più sincero.

INDICE

Introduzione	5
Capitolo 1 La Banca Centrale Europea e i meccanismi di trasmissione della politica monetaria	9
1.1 Obiettivi, mandato e quadro istituzionale della BCE	9
1.2 Gli strumenti convenzionali di politica monetaria	13
1.3 Gli strumenti non convenzionali di politica monetaria	16
1.4. I tassi ufficiali, Euribor, IRS e le aspettative di mercato	20
Capitolo 2 Il mercato dei mutui residenziali in Italia e i canali di trasmissione del credito	25
2.1 Caratteristiche strutturali del mercato dei mutui residenziali in Italia	25
2.2 Dalle condizioni di mercato ai tassi commerciali: il pricing dei mutui da parte delle banche	30
2.3 Politiche di offerta bancaria, criteri di accesso al credito e dinamiche della domanda	35
Capitolo 3 L'evoluzione recente della politica BCE e l'impatto sul settore immobiliare Italiano	43
3.1 Cronologia e analisi delle recenti manovre restrittive della BCE	43
3.2 La reazione dei tassi e il costo dei mutui in Italia	49
3.3 Le dinamiche recenti del mercato immobiliare italiano	54
Capitolo 4 Analisi empirica della trasmissione monetaria sul mercato immobiliare Italiano	59
4.1 Dataset, fonti e strategia metodologica	59

4.2 La reazione dei tassi di mercato agli annunci della BCE	65
4.3 La catena di trasmissione al mercato del credito e all'economia reale: tempi e ritardi di impatto	71
4.4 Discussione dei risultati e implicazioni per il mercato italiano	75
4.5 Limiti dell'analisi empirica	78
Conclusioni	81
Bibliografia	85
Sitografia	91

INTRODUZIONE

Il mercato immobiliare riveste un ruolo rilevante nell'economia italiana, sia per la sua dimensione economica sia per il valore che la proprietà dell'abitazione assume nelle scelte patrimoniali delle famiglie. Le caratteristiche del settore residenziale e il frequente ricorso al credito per finanziare l'acquisto di un'abitazione rendono inoltre particolarmente importante il legame tra mercato immobiliare, sistema bancario e condizioni monetarie.

Le decisioni della Banca Centrale Europea (BCE) possono infatti raggiungere il settore immobiliare attraverso diversi passaggi. Le variazioni delle condizioni monetarie si riflettono inizialmente sui mercati finanziari e sulle condizioni di finanziamento applicate dalle banche a famiglie e imprese. Nel mercato residenziale, il costo e l'accessibilità del credito possono incidere sulle decisioni di acquisto delle famiglie, attraverso queste sull'attività del mercato e sulla dinamica dei prezzi delle abitazioni. Il ciclo monetario degli ultimi anni, caratterizzato dal rapido aumento dei tassi ufficiali a partire dal 2022 e dalla successiva fase di riduzione, rende interessante l'analisi di questo meccanismo.

La trasmissione degli impulsi di politica monetaria non avviene tuttavia in modo immediato e uniforme. I mercati finanziari possono reagire rapidamente alle nuove informazioni diffuse dalla BCE, mentre l'adeguamento delle condizioni applicate dalle banche, le decisioni di acquisto delle famiglie e la dinamica del mercato immobiliare possono richiedere tempi più lunghi. L'obiettivo della tesi è quindi analizzare le diverse fasi attraverso cui le condizioni di politica monetaria si trasmettono al mercato italiano, osservando la reazione dei mercati finanziari alle nuove informazioni diffuse dalla BCE e il successivo passaggio alle condizioni applicate sui nuovi mutui e al mercato immobiliare. Particolare attenzione viene dedicata alla dimensione temporale della trasmissione,

osservando come le relazioni tra le variabili considerate si manifestino nel tempo. Il lavoro è articolato in quattro capitoli.

Nel Primo Capitolo viene delineato il quadro teorico e istituzionale di riferimento, illustrando gli obiettivi e il mandato della Banca Centrale Europea. Vengono analizzati sia gli strumenti convenzionali di politica monetaria sia le misure non convenzionali adottate dalla BCE. Il capitolo approfondisce inoltre la prima fase del meccanismo di trasmissione, esaminando il ruolo dei tassi ufficiali e delle aspettative degli operatori e il modo in cui le condizioni monetarie si riflettono sui principali tassi e parametri di mercato, con particolare attenzione all'Euribor e all'Interest Rate Swap (IRS).

Nel Secondo Capitolo l'attenzione si sposta sul mercato del credito italiano e sulla successiva fase della trasmissione. Dopo una panoramica sulle caratteristiche strutturali dei mutui residenziali in Italia, l'analisi si concentra sul meccanismo di *pricing*, esaminando come le condizioni prevalenti sui mercati finanziari si riflettano sui tassi applicati dalle banche ai finanziamenti offerti alla clientela. Viene inoltre approfondito il ruolo del sistema bancario come intermediario nel processo di trasmissione, considerando il modo in cui le condizioni monetarie possono incidere sull'offerta di credito, sui criteri di accesso ai finanziamenti e sulla domanda di prestiti da parte delle famiglie.

Nel Terzo Capitolo viene presentata un'analisi descrittiva dell'evoluzione recente del contesto monetario e del mercato immobiliare italiano. Viene ripercorsa l'evoluzione delle decisioni della BCE, con particolare attenzione alla fase restrittiva avviata nel 2022 e alla successiva riduzione dei tassi ufficiali, osservandone il rapporto con l'andamento del costo dei nuovi mutui in Italia. L'evoluzione delle condizioni di finanziamento viene poi posta a confronto con l'andamento del settore immobiliare nazionale, considerando sia il volume delle

compravendite registrate dall'Agenzia delle Entrate sia la dinamica dei prezzi delle abitazioni.

Nel Quarto Capitolo viene sviluppata l'analisi empirica della trasmissione monetaria al mercato immobiliare italiano. Dopo la presentazione del dataset e della strategia metodologica, l'analisi si articola in due fasi. La prima esamina la reazione dei tassi di mercato alle informazioni diffuse in occasione degli eventi di politica monetaria della BCE, utilizzando le variazioni dell'OIS a tre mesi (OIS3M) registrate nella *Monetary Event Window*, e ne valuta successivamente la relazione con l'andamento dei tassi applicati ai nuovi mutui in Italia. Tale relazione viene analizzata attraverso correlazioni contemporanee e ritardate e approfondita mediante una regressione lineare, nella quale la variazione trimestrale del tasso sui nuovi mutui viene posta in relazione con l'OIS3M contemporaneo e con i suoi primi due ritardi trimestrali. La seconda fase approfondisce il passaggio dalle condizioni del credito al mercato immobiliare, analizzando la relazione tra i tassi sui nuovi mutui e la dinamica dei prezzi delle abitazioni attraverso il confronto tra diversi ritardi temporali. Il capitolo si conclude con una discussione dei risultati ottenuti e con una sezione dedicata ai principali limiti dell'analisi empirica.

I risultati ottenuti mostrano che la trasmissione assume caratteristiche differenti nelle diverse fasi considerate. Le informazioni diffuse in occasione degli eventi di politica monetaria della BCE vengono rapidamente incorporate nei tassi di mercato, mentre la relazione con le condizioni applicate sui nuovi mutui risulta più evidente considerando un ritardo temporale. In particolare, l'analisi delle correlazioni mostra che l'associazione più marcata tra le variazioni dell'OIS3M e quelle dei tassi sui nuovi mutui emerge con un ritardo di un trimestre. Tale indicazione trova ulteriore riscontro nella regressione stimata, nella quale il coefficiente associato all'OIS3M ritardato di un trimestre presenta la relazione

statisticamente più netta con la variazione dei tassi sui nuovi mutui e risulta significativo all'1%. Il risultato suggerisce quindi una relazione ritardata tra le variazioni delle aspettative sui tassi a breve e quelle delle condizioni applicate ai nuovi finanziamenti, senza però consentire di identificare un rapporto causale o un tempo di trasmissione stabile.

Il passaggio dalle condizioni di finanziamento al mercato immobiliare appare invece meno immediato. Le correlazioni tra i tassi sui nuovi mutui e le variazioni dei prezzi delle abitazioni risultano complessivamente deboli e irregolari e non consentono di individuare un ritardo temporale stabile. Nel complesso, i risultati suggeriscono quindi che la trasmissione della politica monetaria sia più chiaramente riconoscibile nella componente finanziaria e creditizia, mentre la relazione diventa meno evidente quando l'attenzione si sposta verso i prezzi delle abitazioni. La loro evoluzione dipende infatti anche da altri fattori economici e strutturali che agiscono contemporaneamente alle condizioni di finanziamento.

Capitolo 1

LA BANCA CENTRALE EUROPEA E I MECCANISMI DI TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

1.1 Obiettivi, mandato e quadro istituzionale della BCE

La Banca Centrale Europea (BCE), istituzione centrale dell'Unione economica e monetaria, è stata istituita con il Trattato di Maastricht del 1992 ed è divenuta operativa il 1° giugno 1998, in preparazione all'introduzione della moneta unica, avvenuta il 1° gennaio 1999. Quest'ultima è responsabile della definizione e dell'attuazione della politica monetaria dell'area euro, con l'obiettivo principale di garantire la stabilità dei prezzi e preservare il potere d'acquisto della moneta.

L'attività della BCE trova il proprio fondamento giuridico nel Trattato dell'Unione europea (TUE), nel Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) e nello Statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e della BCE, allegato ai Trattati come Protocollo n. 4 e avente il medesimo valore giuridico. In particolare, gli articoli 127 e 282 TFUE definiscono gli obiettivi, le competenze e la posizione istituzionale della BCE, mentre lo Statuto ne disciplina l'organizzazione dell'Eurosistema, il funzionamento, i rapporti con le banche centrali nazionali e il quadro operativo della politica monetaria.

Ai sensi dell'articolo 282, paragrafo 3, del TFUE, la BCE è dotata di personalità giuridica propria. Il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e l'Eurosistema rappresentano il quadro organizzativo attraverso il quale la BCE e le banche centrali nazionali esercitano le competenze attribuite dai Trattati.

Sotto il profilo istituzionale, il SEBC comprende la BCE e le banche centrali nazionali di tutti gli Stati membri dell'Unione europea, indipendentemente dall'adozione della moneta unica. L'Eurosistema, invece, è costituito dalla BCE e dalle sole banche centrali nazionali dei Paesi che hanno adottato l'euro.

Il processo decisionale è in mano alla BCE, mentre l'attuazione operativa della politica monetaria avviene secondo il principio del decentramento, in base al quale le banche centrali nazionali eseguono le operazioni di politica monetaria e le altre attività operative sotto il coordinamento della BCE. Tale assetto consente di conciliare l'unità delle decisioni con l'efficienza operativa garantita dalla presenza territoriale delle banche centrali nazionali.

La governance della BCE si fonda su tre organi decisionali previsti dai Trattati:

- il Consiglio direttivo, organo responsabile delle decisioni di politica monetaria, composto dai sei membri del Comitato esecutivo e dai governatori delle banche centrali nazionali dei Paesi dell'area euro. Esso definisce l'orientamento della politica monetaria, determina i tassi di interesse ufficiali e adotta le decisioni necessarie al perseguimento del mandato della BCE.

Dal 1° gennaio 2015, in seguito all'ampliamento dell'area euro, ai governatori delle banche centrali nazionali si applica un sistema di rotazione dei diritti di voto volto a preservare l'efficienza del processo decisionale;

- il Comitato esecutivo, composto dal Presidente, dal Vicepresidente e da altri quattro membri, nominati per un mandato unico di otto anni non rinnovabile. A esso spetta l'attuazione delle decisioni di politica monetaria, la gestione ordinaria della BCE e la trasmissione delle istruzioni operative alle banche centrali nazionali;

- il Consiglio generale, che svolge funzioni prevalentemente consultive e di coordinamento con gli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro e continuerà a operare fino al completamento dell'Unione economica e monetaria.

Accanto agli organi previsti dai Trattati opera inoltre il Consiglio di vigilanza, istituito nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico, al quale sono affidati compiti di supervisione bancaria distinti dalle funzioni di politica monetaria.

Uno dei principi fondamentali su cui si basa la BCE è quello dell'indipendenza, sancito dall'articolo 130 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE). Ciò significa che, nello svolgimento delle proprie funzioni, la BCE, le banche centrali nazionali e i membri dei loro organi decisionali non possono chiedere né ricevere istruzioni dalle istituzioni e dagli organismi dell'Unione europea, dai governi degli Stati membri o da qualsiasi altro soggetto. L'attribuzione di un elevato grado di indipendenza, come evidenziato da Rogoff (1985), fa sì che l'autonomia della banca centrale ricopra un ruolo fondamentale nel rafforzare la credibilità della politica monetaria e nel favorire il perseguimento della stabilità dei prezzi. Infatti l'obiettivo primario del Sistema europeo di banche centrali, ai sensi dell'articolo 127 TFUE e dell'articolo 2 dello Statuto, è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo tale obiettivo, la BCE sostiene le politiche economiche generali dell'Unione europea, contribuendo al perseguimento di una crescita economica equilibrata, di un elevato livello di occupazione e di un'economia sociale di mercato competitiva.

Sebbene il principio della stabilità dei prezzi sia sancito dai Trattati, la sua definizione quantitativa rientra nell'autonomia della BCE. A seguito della revisione della strategia di politica monetaria del 2021, la BCE ha adottato un obiettivo di inflazione del 2% nel medio termine, misurato attraverso l'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), considerando indesiderabili sia le deviazioni superiori sia quelle inferiori rispetto al target. Il riesame della strategia di politica monetaria pubblicato nel 2025 ha confermato la medesima impostazione, evidenziando come la frammentazione geopolitica, la transizione climatica, i cambiamenti demografici e la digitalizzazione rendano il contesto macroeconomico e inflazionistico più incerto e richiedano un approccio di politica monetaria flessibile e fortemente orientato ai dati.

L'esercizio della politica monetaria della BCE è inoltre disciplinato da un rigoroso quadro normativo e operativo. In particolare, l'articolo 123 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) e l'articolo 21 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e della BCE sanciscono il divieto di finanziamento monetario delle amministrazioni pubbliche. Queste disposizioni impediscono alla BCE e alle banche centrali nazionali di concedere finanziamenti diretti agli Stati membri o di acquistarne titoli di debito sul mercato primario, al fine di preservare l'indipendenza della politica monetaria e prevenire forme di monetizzazione del debito pubblico.

Per il perseguimento del proprio mandato istituzionale, la BCE si avvale di un articolato quadro operativo, costituito sia da strumenti convenzionali sia, a partire dalla crisi finanziaria globale del 2008, da strumenti non convenzionali, introdotti per fronteggiare circostanze economiche eccezionali e garantire l'efficace trasmissione della politica monetaria all'economia reale.

L'analisi di tali strumenti è fondamentale per comprendere il funzionamento della politica monetaria dell'Eurosistema e il modo in cui le decisioni della BCE si trasmettono progressivamente al sistema finanziario. Attraverso l'influenza esercitata sui tassi di interesse, sulle condizioni di finanziamento e sul costo del credito, tali decisioni incidono anche sul mercato dei mutui e, di conseguenza, sul mercato immobiliare.

1.2 Gli strumenti convenzionali di politica monetaria

Per perseguire l'obiettivo di mantenimento della stabilità dei prezzi, la Banca Centrale Europea dispone di un insieme di strumenti operativi attraverso i quali influenza le condizioni monetarie e finanziarie dell'area euro. Fino alla crisi finanziaria globale del 2008, la conduzione della politica monetaria dell'Eurosistema si è fondata prevalentemente sugli strumenti convenzionali, finalizzati a orientare i tassi di interesse del mercato monetario, gestire la liquidità del sistema bancario e garantire un'efficace trasmissione delle decisioni di politica monetaria all'economia reale. Attraverso tali strumenti, la banca centrale influenza il costo del credito e le condizioni di finanziamento applicate da banche e intermediari, dando avvio al meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Il quadro operativo della politica monetaria dell'Eurosistema, disciplinato dallo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea e dettagliato nella *General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*, si fonda su tre strumenti operativi fondamentali: le operazioni di mercato aperto, le operazioni permanenti (*standing facilities*) e il sistema delle riserve obbligatorie. Questi strumenti sono applicati in modo uniforme in tutti i Paesi dell'area euro e sono attuati in forma decentrata dalle banche centrali nazionali, sulla base delle decisioni adottate dal Consiglio direttivo della BCE.

Le operazioni di mercato aperto (OMA) rappresentano lo strumento principale attraverso cui l'Eurosistema gestisce la liquidità del sistema bancario, orienta i tassi di interesse e comunica l'orientamento della politica monetaria. Quest'ultime sono avviate dalla BCE, che ne definisce modalità e condizioni, mentre la loro

attuazione è affidata alle banche centrali nazionali tramite procedure standardizzate.

Lo strumento maggiormente utilizzato è costituito dalle operazioni temporanee di rifinanziamento garantite, effettuate mediante contratti di pronti contro termine o prestiti garantiti. Tra queste assumono particolare importanza le operazioni di rifinanziamento principali, che costituiscono il principale canale di immissione della liquidità nel sistema bancario, le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO), finalizzate a fornire liquidità con scadenze più lunghe senza perseguire, di norma, l'obiettivo di trasmettere segnali circa l'orientamento della politica monetaria.

Infine rientrano tra le operazioni di mercato aperto gli interventi di fine tuning, utilizzati per fronteggiare improvvise variazioni della liquidità di mercato, e le operazioni strutturali, impiegate per modificare in modo più duraturo la posizione di liquidità dell'Eurosistema nei confronti del settore finanziario.

Accanto alle operazioni di mercato aperto, il quadro operativo comprende le operazioni permanenti, che consentono alle controparti di ottenere o depositare liquidità overnight su propria iniziativa. La linea di rifinanziamento permette alle banche di ottenere credito overnight presso la Banca Centrale tramite la presentazione di adeguate garanzie, mentre la linea di deposito consente di collocare presso l'Eurosistema la liquidità eccedente. Oltre a soddisfare esigenze temporanee di finanziamento, tali strumenti delimitano il corridoio entro cui oscillano i tassi overnight del mercato monetario e contribuiscono alla stabilizzazione delle condizioni di liquidità.

Il terzo pilastro del quadro operativo è costituito dal sistema delle riserve obbligatorie, disciplinato dall'articolo 19 dello Statuto del SEBC. Le banche dell'area Euro sono tenute a detenere presso la rispettiva banca centrale nazionale una quota delle proprie passività sotto forma di riserve. Il rispetto dell'obbligo è

verificato sulla base della consistenza media delle riserve detenute nel periodo di mantenimento, consentendo alle banche di compensare temporanee oscillazioni della liquidità senza compromettere il rispetto del requisito di riserva. Il sistema delle riserve obbligatorie ha una duplice finalità: da un lato contribuisce alla stabilizzazione dei tassi del mercato monetario riducendone la volatilità, dall'altro genera un fabbisogno di liquidità che rende il sistema bancario dipendente dalle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e rafforza la capacità della banca centrale di controllare le condizioni monetarie.

I tre strumenti convenzionali operano in modo complementare. Le operazioni di mercato aperto forniscono la liquidità necessaria al sistema bancario e orientano i tassi di interesse di breve periodo, le operazioni permanenti delimitano le oscillazioni dei tassi overnight attraverso il corridoio dei tassi ufficiali, il sistema delle riserve obbligatorie contribuisce alla stabilizzazione del mercato monetario e al controllo della liquidità strutturale.

Nel loro insieme, questi strumenti costituiscono il principale canale attraverso cui le decisioni del Consiglio direttivo si trasmettono al sistema finanziario. Le variazioni dei tassi ufficiali influenzano dapprima il mercato monetario e il costo della raccolta bancaria, riflettendosi successivamente sui tassi applicati ai prestiti e ai mutui. Tramite questo processo, la politica monetaria incide sulle condizioni di finanziamento di famiglie e imprese, influenzando il costo del credito, i consumi, gli investimenti, la domanda aggregata e l'inflazione.

1.3 Gli strumenti non convenzionali di politica monetaria

La crisi finanziaria internazionale del 2007-2008 ha profondamente modificato il contesto operativo della politica monetaria dell'area euro. Di norma, la BCE orienta le condizioni monetarie e finanziarie attraverso i tassi di interesse ufficiali e gli strumenti convenzionali di politica monetaria. Tuttavia, con il peggioramento della crisi finanziaria e, successivamente, della crisi del debito sovrano europeo, i tassi di riferimento sono stati progressivamente ridotti fino a raggiungere il limite inferiore effettivo, riducendo il margine di azione della politica monetaria convenzionale. Allo stesso tempo, l'aumento dell'incertezza e la frammentazione dei mercati finanziari hanno compromesso il regolare funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, ostacolando una trasmissione uniforme delle decisioni della BCE nei Paesi dell'area euro. Per risolvere questi problemi, la BCE ha introdotto una serie di strumenti non convenzionali, andando ad affiancare quelli tradizionali ampliandone l'efficacia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e consentendo di perseguire il mandato della stabilità dei prezzi anche in circostanze eccezionali.

Le prime misure straordinarie furono adottate durante la crisi del debito sovrano. Nel 2010 la BCE istituì il *Securities Markets Programme* (SMP), con l'obiettivo di ripristinare il corretto funzionamento di alcuni segmenti dei mercati obbligazionari tramite acquisti mirati di titoli sul mercato secondario. Nel 2012 annunciò successivamente le *Outright Monetary Transactions* (OMT), uno strumento che prevedeva la possibilità di acquistare, a determinate condizioni, titoli di Stato dei Paesi sottoposti a programmi di aggiustamento macroeconomico. Anche se non è mai stato attivato, l'annuncio delle OMT contribuì in misura significativa a ridurre le tensioni sui mercati finanziari e a ristabilire la fiducia degli investitori.

A partire dal 2013, la BCE introdusse inoltre la *forward guidance*, attraverso la quale il Consiglio direttivo iniziò a fornire indicazioni esplicite sull'orientamento futuro della politica monetaria, comunicando le condizioni che avrebbero permesso il mantenimento dei tassi di interesse su livelli contenuti o eventuali modifiche dell'impostazione monetaria. Andando a influenzare le aspettative degli operatori economici, tale strumento ha permesso di ridurre l'incertezza e di orientare non soltanto i tassi di interesse a breve termine, ma anche quelli a medio e lungo termine (Woodford, 2012). Nel giugno 2014 la BCE introdusse inoltre tassi di interesse negativi sulla *deposit facility*, con l'obiettivo di diminuire il mantenimento di riserve in eccesso presso la Banca Centrale e incentivare gli intermediari a destinare una quota maggiore della propria liquidità alla concessione di prestiti a famiglie e imprese. Nello stesso anno furono introdotte le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO), successivamente rinnovate nel 2016 e nel 2019. A differenza delle ordinarie operazioni di rifinanziamento, le TLTRO prevedevano scadenze più lunghe e condizioni economiche legate all'andamento dei prestiti concessi dalle banche a famiglie e imprese, con esclusione dei mutui destinati all'acquisto di abitazioni. L'obiettivo era incentivare gli intermediari a mantenere o accrescere il credito all'economia reale, rafforzando così il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Per sostenere l'efficacia di tali operazioni, l'Eurosistema ampliò temporaneamente anche il quadro delle attività ammesse come garanzia, consentendo alle banche di accedere più facilmente alla liquidità della Banca Centrale preservando un adeguato livello di controllo del rischio.

Tra gli strumenti non convenzionali, un ruolo particolarmente rilevante è stato svolto dai programmi di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP), introdotti a partire dal 2014 e ampliati nel 2015 con il *Public*

Sector Purchase Programme (PSPP). L'APP comprendeva diversi programmi di acquisto riguardanti sia titoli pubblici sia titoli privati, tra cui obbligazioni garantite, titoli derivanti da cartolarizzazioni, obbligazioni societarie e titoli di Stato. Gli acquisti sono stati effettuati esclusivamente sul mercato secondario, nel rispetto del divieto di finanziamento monetario sancito dall'articolo 123 del TFUE, e trovavano fondamento nell'articolo 18.1 dello Statuto del SEBC, che autorizza l'Eurosistema a effettuare operazioni definitive su attività negoziabili.

Secondo la BCE, gli effetti macroeconomici dei programmi di acquisto si trasmettono principalmente attraverso tre canali. Il primo è il canale diretto, mediante il quale gli acquisti di titoli collegati al credito bancario favoriscono condizioni di finanziamento migliori per famiglie e imprese. Il secondo è il canale del riequilibrio dei portafogli, che porta gli investitori a riallocare la liquidità ottenuta dalla vendita dei titoli verso altre attività finanziarie, determinando una riduzione dei rendimenti e del costo del capitale. Il terzo è il canale di segnalazione, tramite il quale gli acquisti rafforzano le aspettative che la politica monetaria rimanga accomodante per un periodo prolungato, contribuendo a comprimere anche i tassi di interesse a medio e lungo termine.

Nel marzo 2020, per contrastare le gravi conseguenze economiche della pandemia di COVID-19, la BCE introdusse il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). Rispetto all'APP, il PEPP si distingueva per la maggiore flessibilità nella distribuzione degli acquisti nel tempo, tra le diverse attività e tra i Paesi dell'area euro, permettendo all'Eurosistema di intervenire tempestivamente nei segmenti di mercato maggiormente interessati dalle tensioni finanziarie. Gli acquisti si sono conclusi nel marzo 2022, mentre i reinvestimenti dei titoli giunti a scadenza sono stati progressivamente ridotti fino alla loro cessazione alla fine del 2024.

L'evoluzione del quadro operativo si è completata nel 2022 con l'introduzione del *Transmission Protection Instrument* (TPI), nato per contrastare dinamiche di mercato disordinate e ingiustificate che possano compromettere la trasmissione uniforme della politica monetaria nei diversi Paesi dell'area euro. Diversamente dai programmi di acquisto finalizzati a sostenere un orientamento monetario accomodante, il TPI è volto a preservare l'efficacia della trasmissione delle decisioni di politica monetaria, evitando che tensioni finanziarie impediscano il conseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi.

Nel loro insieme, gli strumenti non convenzionali hanno ampliato in misura significativa il quadro operativo della BCE, consentendole di continuare a perseguire il proprio mandato anche in presenza del limite inferiore effettivo dei tassi di interesse e di disfunzioni dei mercati finanziari. Nonostante le diverse caratteristiche e modalità di intervento, tali misure hanno perseguito gli stessi obiettivi, preservare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, sostenere condizioni di finanziamento favorevoli e garantire che le decisioni della banca centrale continuassero a riflettersi sul credito bancario, sugli investimenti, sui consumi e sull'andamento dell'inflazione.

1.4 I tassi ufficiali, Euribor, IRS e le aspettative di mercato

Il principale strumento attraverso cui la BCE attua il proprio orientamento di politica monetaria è rappresentato dai tre tassi di interesse ufficiali, fissati dal Consiglio direttivo: il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso sui depositi presso la banca centrale e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è il tasso applicato ai prestiti con cui l'Eurosistema fornisce liquidità alle banche, a fronte della presentazione di attività idonee in garanzia. Esso rappresenta il principale riferimento per il costo del rifinanziamento del sistema bancario. Il tasso sui depositi è applicato alla liquidità che gli intermediari depositano overnight presso l'Eurosistema e costituisce il limite inferiore del corridoio dei tassi di interesse, mentre il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale, applicato ai finanziamenti overnight concessi dalla banca centrale, ne costituisce il limite superiore. I tre tassi ufficiali consentono alla BCE di influenzare i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario, indirizzandoli verso livelli coerenti con l'orientamento della politica monetaria. A partire da marzo 2024, il tasso sui depositi è divenuto il principale tasso di riferimento della politica monetaria della BCE, con l'obiettivo di mantenere i tassi del mercato monetario in prossimità di tale livello.

Le variazioni dei tassi ufficiali, tuttavia, non si riflettono automaticamente sui tassi praticati a famiglie e imprese, ma influenzano prima il mercato monetario e quello finanziario, dove si formano i principali parametri utilizzati dagli intermediari (Mishkin, 1996).

Tra questi, l'*Euro Interbank Offered Rate* (Euribor) rappresenta il principale benchmark del mercato monetario dell'area euro. Introdotto con l'avvio della moneta unica nel 1999, l'Euribor riflette il costo del finanziamento in euro non

garantito nel mercato monetario all'ingrosso. È pubblicato *dall'European Money Markets Institute* (EMMI) per cinque diverse scadenze una settimana, uno, tre, sei e dodici mesi in ogni giornata operativa del sistema TARGET.

L'Euribor viene ampiamente impiegato come parametro di riferimento nei contratti finanziari e di finanziamento, difatti nel 2016 la Commissione europea lo ha classificato come *benchmark* critico ai sensi del Regolamento europeo sui benchmark. Nel mercato dei mutui residenziali, esso rappresenta il principale parametro di indicizzazione dei finanziamenti a tasso variabile. Di conseguenza, le sue variazioni si riflettono direttamente sull'importo delle rate dovute dai mutuatari, secondo le modalità previste dal contratto di finanziamento.

Per assicurare che il parametro rappresenti fedelmente le condizioni del mercato monetario, l'EMMI adotta una metodologia ibrida, sviluppata in conformità al *Benchmark Regulation*. Il calcolo dell'Euribor si basa, in primo luogo, sulle operazioni effettivamente concluse dalle banche appartenenti al panel nel mercato monetario non garantito, se tali transazioni non siano sufficienti, la metodologia prevede il ricorso a una struttura gerarchica, che combina dati osservabili e tecniche di stima secondo criteri definiti. Questo approccio consente di garantire la continuità e la robustezza del benchmark anche nei periodi che hanno una ridotta attività del mercato.

Dal punto di vista economico, l'Euribor rappresenta uno dei principali indicatori delle condizioni di finanziamento a breve termine nell'area euro. Il suo andamento dipende dal costo della raccolta interbancaria, ma include anche le aspettative formulate dagli operatori sull'evoluzione della politica monetaria della BCE. Quando il mercato ritiene probabile un aumento dei tassi ufficiali, il costo atteso della liquidità aumenta e tale previsione si riflette nell'Euribor ancora prima che la banca centrale intervenga formalmente. Allo stesso modo, prospettive di un orientamento monetario più accomodante favoriscono una riduzione del

benchmark. L'Euribor, pertanto, non rappresenta soltanto una misura del costo del denaro nel breve periodo, ma costituisce anche un indicatore delle aspettative nel mercato monetario.

Un diverso ruolo è svolto dall'*Interest Rate Swap* (IRS), parametro di riferimento del mercato degli strumenti derivati sui tassi d'interesse. L'IRS deriva dai contratti di *interest rate swap*, nei quali due controparti si accordano per scambiare flussi di interesse calcolati sul medesimo capitale nominale, una parte corrisponde un interesse a tasso fisso, mentre l'altra versa un interesse variabile, generalmente indicizzato all'Euribor. Il tasso IRS corrisponde quindi al tasso fisso che rende uguale, al momento della stipula del contratto, il valore attuale dei flussi finanziari previsti nel contratto. Nel mercato dei mutui residenziali, l'IRS, comunemente indicato come Eurirs, costituisce il parametro di riferimento utilizzato per la determinazione dei mutui a tasso fisso. Il tasso applicato al finanziamento deriva generalmente dalla somma tra il valore dell'IRS della scadenza corrispondente e lo spread applicato dalla banca

A differenza dell'Euribor, che descrive le condizioni del mercato monetario nel breve periodo, l'IRS riflette le aspettative degli operatori sull'evoluzione dei tassi d'interesse su orizzonti temporali più lunghi. Esso è infatti calcolato per differenti scadenze, generalmente comprese tra due e trent'anni, includendo le attese relative all'andamento futuro dei tassi ufficiali, dell'inflazione e del quadro macroeconomico. L'IRS non è un tasso determinato da un'autorità centrale, ma il risultato dell'incontro tra domanda e offerta nel mercato degli swap. Per questo motivo può modificarsi anche in assenza di decisioni immediate della BCE, qualora cambino le aspettative degli investitori sulla futura linea della politica monetaria.

Le aspettative degli operatori costituiscono uno degli elementi fondamentali del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. I mercati finanziari

tendono infatti ad anticipare le possibili decisioni della Banca Centrale, incorporando rapidamente nei prezzi e nei tassi di mercato tutte le informazioni disponibili sull'evoluzione del quadro macroeconomico. Di conseguenza, sia l'Euribor sia l'IRS riflettono non soltanto il livello corrente dei tassi ufficiali, ma anche le previsioni formulate dagli operatori riguardo alla loro evoluzione futura.

In questo contesto assume particolare importanza la comunicazione della BCE che, attraverso le decisioni del Consiglio direttivo, le conferenze stampa, le proiezioni macroeconomiche e gli strumenti di *forward guidance*, contribuisce a orientare le aspettative dei mercati e a rendere più efficace la trasmissione della politica monetaria (Woodford, 2012).

Nel loro insieme, i tassi ufficiali della BCE, l'Euribor e l'IRS rappresentano momenti diversi di uno stesso processo. I primi costituiscono gli strumenti direttamente controllati dalla Banca Centrale, mentre Euribor e IRS esprimono il modo in cui il mercato recepisce tali decisioni e ne anticipa gli sviluppi.

Perciò, comprendere il significato economico e le relazioni tra questi indicatori permette di interpretare con maggiore consapevolezza il meccanismo attraverso il quale le variazioni dei tassi d'interesse si trasmettono alle condizioni di finanziamento dell'economia e, successivamente, al mercato immobiliare italiano

Capitolo 2

IL MERCATO DEI MUTUI RESIDENZIALI IN ITALIA E I CANALI DI TRASMISSIONE DEL CREDITO

2.1 Caratteristiche strutturali del mercato dei mutui residenziali in Italia

Il mercato dei mutui residenziali è uno dei principali segmenti del credito alle famiglie e rappresenta il canale attraverso il quale il sistema bancario finanzia l'acquisto di abitazioni. La sua rilevanza economica è data dal fatto che tra mercato immobiliare e mercato del credito ci sia un'interconnessione come evidenziato da Iacoviello (2005). La disponibilità di finanziamenti influisce sulla capacità delle famiglie di accedere alla proprietà dell'abitazione, mentre il valore degli immobili e l'andamento delle compravendite influenzano le garanzie poste a tutela dei prestiti e l'attività di intermediazione delle banche.

Il mutuo ipotecario svolge una funzione essenziale nell'incontro tra domanda e offerta di abitazioni, permettendo di distribuire nel tempo l'onere economico dell'investimento immobiliare e rendendo possibile l'acquisto di beni il cui valore risulterebbe difficilmente sostenibile con il solo ricorso al risparmio accumulato dalle famiglie. In questo senso, il credito ipotecario svolge una funzione di riallocazione intertemporale delle risorse e di trasformazione delle scadenze, tipica dell'attività bancaria (Freixas e Rochet, 2008).

Nel contesto italiano il mutuo ipotecario è lo strumento contrattuale tramite il quale viene finanziata la maggior parte degli acquisti di abitazioni realizzati con ricorso al credito. Si tratta di un finanziamento di medio-lungo termine garantito da ipoteca sull'immobile acquistato o su un altro bene immobiliare, che attribuisce all'intermediario una tutela patrimoniale in caso di inadempimento del debitore. La presenza della garanzia ipotecaria consente alle banche di concedere finanziamenti di importo elevato e con piani di rimborso estesi.

Nel 2025 la durata media dei mutui ipotecari utilizzati per l'acquisto di abitazioni è risultata pari a circa 25,6 anni, mentre il capitale unitario medio erogato si è attestato a circa 141.400 euro (Agenzia delle Entrate-OMI e ABI, 2026), valori che evidenziano come il credito bancario rappresenti uno strumento imprescindibile per una quota significativa delle famiglie italiane.

Tra gli elementi che caratterizzano il mercato dei mutui assume particolare importanza il rapporto *loan-to-value* (LTV), cioè la quota del valore dell'immobile coperta dal finanziamento bancario. Questo indicatore sintetizza il rapporto tra capitale proprio investito dall'acquirente e capitale messo a disposizione dall'intermediario, rappresentando uno dei principali parametri utilizzati nella valutazione dell'operazione di finanziamento (Freixas e Rochet, 2008). Un livello più elevato dell'LTV riduce le risorse iniziali richieste alla famiglia e facilita l'accesso alla proprietà dell'abitazione, al tempo stesso implica una maggiore esposizione della banca al rischio di credito, in quanto diminuisce il margine di copertura della garanzia ipotecaria. Per tale ragione la determinazione del rapporto tra prestito e valore dell'immobile rappresenta un elemento centrale nell'equilibrio tra accessibilità del credito e contenimento del rischio assunto dall'intermediario. Le indicazioni di vigilanza individuano nell'80% una soglia di particolare rilevanza, anche se vi è la possibilità di concedere finanziamenti con un LTV superiore ma con adeguate garanzie integrative.

L'evoluzione dell'LTV nel corso degli ultimi due decenni mostra i cambiamenti nel contesto economico e finanziario. Dopo aver registrato valori medi superiori all'80% nella prima metà degli anni Duemila, l'indicatore si è progressivamente ridotto a seguito della crisi finanziaria internazionale e della successiva crisi dei debiti sovrani, in un contesto con criteri di concessione del credito più prudenti. Secondo l'Indagine regionale sul credito bancario della Banca d'Italia, nel 2025 il rapporto tra l'ammontare del finanziamento e il valore

dell'immobile al momento dell'erogazione è rimasto sostanzialmente stabile, attestandosi su un valore prossimo al 70% (Banca d'Italia, 2026).

Un'altra caratteristica distintiva del mercato italiano è la netta prevalenza del canale bancario nell'erogazione dei mutui residenziali. Sebbene la normativa consenta anche ad altri intermediari finanziari di concedere finanziamenti ipotecari, oltre il 95% delle nuove erogazioni continua a derivare dalle banche. Questa configurazione riflette il modello di intermediazione prevalente nel sistema finanziario italiano e rende il mercato dei mutui dipendente dalla capacità delle banche di raccogliere risorse e trasformarle in credito. In questo contesto hanno assunto maggiore importanza anche le obbligazioni bancarie garantite, strumenti attraverso i quali gli intermediari possono reperire fondi a medio-lungo termine facendo leva su portafogli di attività di elevata qualità, tra cui i mutui ipotecari.

La centralità del mutuo nel finanziamento dell'acquisto di immobili non implica tuttavia che tutte le compravendite residenziali siano assistite da un finanziamento bancario. Nel 2025 sono stati registrati 333.759 acquisti di abitazioni da parte di persone fisiche assistiti da mutuo ipotecario, pari al 45,9% del totale degli acquisti effettuati da persone fisiche (Agenzia delle Entrate-OMI e ABI, 2026). La restante parte è stata realizzata attraverso capitale proprio, il ricavato della vendita di altri immobili o il sostegno economico della famiglia. Questo dato evidenzia come il mercato immobiliare italiano continui a essere caratterizzato da un'elevata disponibilità di ricchezza patrimoniale privata, che diminuisce la dipendenza dal credito rispetto ad altri paesi europei.

La diffusione della proprietà dell'abitazione costituisce infatti uno degli elementi strutturali che caratterizzano maggiormente il contesto italiano. I dati ISTAT confermano infatti la forte diffusione della proprietà immobiliare tra le famiglie italiane, evidenziando la centralità dell'abitazione di proprietà nel

modello abitativo nazionale. Anche se il mercato immobiliare è fortemente orientato alla proprietà, l'indebitamento delle famiglie italiane continua a mantenersi relativamente contenuto nel confronto internazionale, mostrando un modello nel quale il ricorso al mutuo si combina con una significativa disponibilità di capitale proprio.

Il ricorso al finanziamento bancario influenza inoltre le caratteristiche delle operazioni di compravendita. Le analisi dell'Osservatorio del Mercato Immobiliare mostrano che gli immobili acquistati tramite mutuo presentano, in media, valori economici e superfici superiori rispetto a quelli acquistati senza ricorso al credito. Il mutuo non rappresenta quindi soltanto uno strumento di pagamento dilazionato, ma permette di ampliare le possibilità di scelta delle famiglie, consentendo l'accesso ad abitazioni che richiederebbero un impegno finanziario iniziale più elevato. In questo modo il credito ipotecario contribuisce ad ampliare la domanda effettiva di abitazioni e rafforza il collegamento tra il sistema finanziario e il mercato immobiliare.

Tra gli elementi che caratterizzano il mercato italiano assume rilievo anche il Fondo di garanzia per la prima casa, istituito con l'obiettivo di agevolare l'accesso al credito per le famiglie che dispongono di una limitata capacità di risparmio iniziale. Questo avviene attraverso la garanzia pubblica su una quota del capitale finanziato, il Fondo riduce il rischio assunto dagli intermediari e favorisce la concessione di mutui a favore delle categorie previste dalla normativa visto che strumenti di garanzia pubblica possono attenuare gli effetti delle asimmetrie informative e favorire l'accesso al credito (Stiglitz e Weiss, 1981). La disciplina vigente prevede una garanzia pubblica ordinaria del 50% e, al ricorrere delle condizioni previste dalla normativa, percentuali di garanzia più elevate. La sua operatività è stata prorogata fino al 31 dicembre 2027, con l'obiettivo di continuare a sostenere l'accesso al credito per l'acquisto della prima abitazione.

Il mercato italiano dei mutui residenziali presenta caratteristiche strutturali ben definite, riconducibili alla centralità del sistema bancario, all'elevata diffusione della proprietà dell'abitazione, alla prevalenza della garanzia ipotecaria come strumento di mitigazione del rischio e alla presenza di interventi pubblici volti a favorire l'accesso al credito. Questi elementi delineano il contesto entro il quale operano intermediari e mutuatari e costituiscono il presupposto per comprendere le modalità con cui vengono determinate le condizioni economiche applicate ai finanziamenti.

2.2 Dalle condizioni di mercato ai tassi commerciali: il pricing dei mutui da parte delle banche

Il processo tramite il quale viene determinato il prezzo del finanziamento dipende dal tasso applicato al cliente che non rappresenta infatti una scelta dell'intermediario, ma è il risultato dell'interazione tra le condizioni dei mercati monetari e finanziari, il costo sostenuto dalla banca per reperire le risorse necessarie all'erogazione del credito e il margine economico applicato all'operazione. Il pricing dei mutui può quindi essere interpretato come un processo di formazione del prezzo nel quale subentra una componente esterna che viene integrata da una componente definita dall'intermediario (Freixas e Rochet, 2008).

La differenza tra parametro di riferimento e *spread*, la Banca d'Italia lo definisce come la differenza tra il parametro di riferimento e il tasso effettivamente applicato al cliente, permette di separare, la componente del tasso riconducibile all'andamento dei mercati finanziari da quella direttamente determinata dalla banca. Il benchmark costituisce la base sulla quale viene definita l'offerta commerciale, mentre lo spread rappresenta la maggiorazione attraverso cui l'intermediario incorpora il costo dell'attività di finanziamento e il margine economico richiesto. Il tasso finale è il risultato della combinazione di più elementi che concorrono alla determinazione del prezzo del credito.

Il tasso nominale applicato al mutuo è determinato dalla somma tra un benchmark di mercato e lo *spread*. Nei mutui a tasso variabile, il benchmark è rappresentato dall'Euribor o, in alcuni casi, da un tasso ufficiale della Banca centrale europea, mentre per i mutui a tasso fisso viene utilizzato l'IRS.

Nel mutuo a tasso variabile il contratto prevede l'aggiornamento periodico del tasso sulla base dell'andamento del parametro di riferimento prescelto. Le variazioni dell'Euribor incidono pertanto sull'ammontare degli interessi dovuti e

determinano un adeguamento dell'importo della rata. La Banca d'Italia evidenzia che il principale elemento di incertezza di questa tipologia contrattuale consiste nella possibilità di futuri incrementi del parametro di riferimento, che possono tradursi in un aumento del costo del finanziamento, soprattutto nei mutui con una durata più elevata.

Nei mutui a tasso fisso, invece, il parametro di riferimento è normalmente rappresentato dall'IRS, il cui valore viene utilizzato al momento della stipula per determinare il tasso contrattuale, destinato a rimanere invariato per tutta la durata del finanziamento. Il mutuatario conosce quindi fin dall'origine l'importo delle rate e il costo degli interessi, ottenendo una maggiore certezza sugli impegni finanziari futuri, pur rinunciando alla possibilità di beneficiare automaticamente di eventuali riduzioni dei tassi di mercato.

Anche se Euribor ed IRS svolgono funzioni differenti, entrambi rappresentano indicatori delle condizioni prevalenti nei mercati finanziari e costituiscono il punto di partenza per la determinazione del tasso commerciale. L'Euribor è riferito al mercato monetario e alle operazioni con orizzonti temporali brevi, mentre l'IRS è associato a scadenze medio-lunghe, risultando per questo maggiormente coerente con la durata tipica dei finanziamenti ipotecari.

L'Euribor rappresenta uno dei principali riferimenti per il costo della liquidità nel mercato interbancario, nel quale gli intermediari riequilibrano le proprie posizioni finanziarie ricorrendo sia agli scambi tra banche sia alle operazioni di rifinanziamento presso la Banca Centrale. In questo contesto, l'andamento del tasso interbancario costituisce un'importante informazione per la determinazione dei tassi applicati ai prestiti, anche se non presenta tutti gli elementi che concorrono alla formazione del prezzo finale del mutuo.

Il benchmark di mercato non coincide infatti con il costo effettivamente sostenuto dalla banca per finanziare ciascun mutuo. L'intermediario reperisce le

risorse necessarie attraverso una pluralità di fonti, tra cui i depositi della clientela, le emissioni obbligazionarie, il mercato interbancario e le operazioni di rifinanziamento. Ciascuna di queste forme di raccolta presenta caratteristiche differenti in termini di costo, durata e stabilità.

La raccolta assume particolare rilievo nel caso dei finanziamenti immobiliari, la cui durata è generalmente medio-lunga. La banca deve infatti disporre di risorse compatibili con l'orizzonte temporale del prestito oppure sostenere il costo derivante dal rinnovo delle proprie fonti di finanziamento nel corso del tempo. Di conseguenza, nella determinazione del prezzo del mutuo non rilevano esclusivamente le condizioni correnti del mercato, ma anche il costo complessivo della raccolta e la struttura delle passività dell'intermediario.

Il costo della raccolta rappresenta pertanto una componente fondamentale del processo di pricing. Pur prendendo avvio da un parametro di mercato, il tasso finale riflette anche le modalità tramite cui la banca si finanzia e sostiene economicamente l'attività di concessione del credito. È proprio sulla base di questi elementi che viene determinata la componente discrezionale del prezzo, rappresentata dallo spread.

Nel processo di pricing contribuiscono il costo della raccolta non già riflesso nel parametro di riferimento, gli oneri amministrativi e operativi connessi all'istruttoria e alla gestione del finanziamento, il costo del capitale impiegato e la remunerazione dell'attività svolta dall'intermediario.

L'entità dello spread può variare sensibilmente tra una banca e l'altra e modificarsi nel tempo. Intermediari differenti possono infatti presentare strutture di raccolta, sostenere costi operativi o perseguire strategie commerciali diverse. Anche il contesto competitivo influenza la determinazione del margine applicato, in presenza di una maggiore concorrenza le banche possono scegliere di ridurre lo

spread per rendere più attrattive le proprie offerte, mentre in altre fasi possono preferire il mantenimento della redditività, applicando margini più elevati.

La differenza tra il tasso applicato ai prestiti e l'Euribor è definita *mark-up*, esso è la componente che esprime il margine incorporato nel prezzo finale del finanziamento. L'analisi evidenzia come questa differenza non sia costante nel tempo, ma possa modificarsi in funzione delle condizioni di mercato e delle strategie adottate dagli intermediari.

L'evidenza empirica riportata nella letteratura mostra una relazione positiva tra l'Euribor a tre mesi e i tassi applicati ai prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. L'andamento del tasso interbancario spiega una quota significativa delle variazioni dei tassi praticati dalle banche, confermando il ruolo centrale del benchmark nella formazione del prezzo del credito. Allo stesso tempo, il coefficiente stimato risulta inferiore a uno, indicando che le variazioni dell'Euribor non vengono trasferite integralmente al tasso finale applicato alla clientela. Si può osservare inoltre che l'adeguamento dei tassi bancari alle variazioni dell'Euribor non avviene necessariamente in maniera immediata (De Bondt, 2005). Nel breve periodo il prezzo dei prestiti può mostrare una reattività inferiore rispetto alle oscillazioni del parametro di riferimento, mentre su orizzonti temporali più estesi emerge un allineamento maggiore. Questo fenomeno può essere ricondotto alla presenza di costi di aggiustamento, ai tempi necessari per modificare le condizioni commerciali offerte alla clientela e alle aspettative formulate dagli intermediari sull'evoluzione futura dei mercati.

Il tasso nominale non rappresenta il costo complessivo sostenuto dal mutuatario. Oltre agli interessi, il finanziamento può infatti prevedere ulteriori oneri, quali spese di istruttoria, costi di perizia, commissioni, premi assicurativi e imposte. Per questa ragione la Banca d'Italia distingue il tasso annuo nominale (TAN) dal tasso annuo effettivo globale (TAEG). Il TAN rappresenta il tasso

utilizzato per il calcolo degli interessi sul capitale finanziato, mentre il TAEG esprime il costo complessivo del mutuo su base annua, consentendo un confronto più corretto tra offerte differenti.

Il TAEG comprende, oltre agli interessi, le principali spese necessarie per ottenere il finanziamento, quali le spese di istruttoria, le spese di incasso delle rate, gli oneri fiscali e gli eventuali costi relativi ai servizi accessori richiesti per accedere alle condizioni offerte dalla banca. Restano esclusi, gli onorari notarili e le somme eventualmente dovute in caso di inadempimento contrattuale. Nei mutui a tasso variabile il valore del TAEG mantiene carattere indicativo, poiché il costo effettivo del finanziamento può modificarsi in conseguenza delle variazioni del parametro di riferimento nel corso del rapporto contrattuale.

Anche la durata del finanziamento incide sul costo complessivo del mutuo. A parità di capitale erogato e di tasso applicato, un piano di ammortamento più lungo determina rate di importo inferiore, ma comporta un maggiore ammontare complessivo di interessi corrisposti nel corso della vita del contratto. La scelta della durata rappresenta un elemento rilevante nella valutazione economica del finanziamento, poiché influenza sia l'onere periodico sostenuto sia il costo totale del credito.

2.3 Politiche di offerta bancaria criteri, di accesso al credito e dinamiche della domanda

La determinazione del tasso di interesse costituisce un elemento fondamentale nella definizione delle condizioni economiche di un mutuo ipotecario, ma non è sufficiente. L'effettiva concessione di un finanziamento dipende dalla relazione tra la disponibilità delle banche a erogare credito e la propensione delle famiglie a ricorrere all'indebitamento per l'acquisto di un'abitazione. Il mercato dei mutui residenziali è il risultato dell'incontro tra domanda e offerta di credito, entrambe influenzate da fattori economici, finanziari e istituzionali che incidono sulle decisioni degli intermediari e dei potenziali mutuatari.

Dal lato della domanda, la decisione delle famiglie di ricorrere a un mutuo dipende dalla capacità di sostenere l'acquisto dell'abitazione e il successivo rimborso del finanziamento. Il reddito disponibile rappresenta quindi una delle principali determinanti della domanda di credito, a parità di altre condizioni, una maggiore disponibilità di risorse aumenta la capacità della famiglia di sostenere il pagamento delle rate e può favorire l'accesso al finanziamento. A questo elemento si collega la situazione occupazionale, poiché la stabilità dell'impiego e le prospettive di reddito futuro incidono sulla disponibilità delle famiglie ad assumere un impegno finanziario di lunga durata. Un peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro o una maggiore incertezza sulle entrate future, possono indurre a rinviare l'acquisto dell'abitazione e ridurre la domanda di mutui.

Un secondo fattore è rappresentato dal costo del finanziamento, un aumento dei tassi di interesse determina un maggiore onere per il mutuatario e riduce l'importo di debito che una famiglia può sostenere compatibilmente con il proprio reddito. Una diminuzione dei tassi produce invece l'effetto opposto, rendendo il finanziamento relativamente più accessibile. In questo senso, le condizioni

economiche dei mutui incidono non soltanto sul costo sostenuto da chi ha già deciso di indebitarsi, ma anche sulla decisione stessa di richiedere un finanziamento.

La domanda di mutui è inoltre collegata all'andamento del mercato immobiliare. Il livello dei prezzi delle abitazioni incide sull'ammontare delle risorse necessarie per effettuare l'acquisto e sul fabbisogno di finanziamento delle famiglie. Allo stesso tempo assumono rilievo le aspettative sull'evoluzione futura dei prezzi, l'attesa di un aumento del valore delle abitazioni può anticipare le decisioni di acquisto, mentre aspettative di riduzione dei prezzi o una maggiore incertezza possono indurre le famiglie a rinviarle. Le aspettative riguardanti il reddito, l'occupazione e l'andamento futuro dei tassi contribuiscono quindi, insieme alle condizioni correnti, a determinare la propensione delle famiglie a indebitarsi. Affinito, Santioni e Tomassetti (2023) evidenziano l'importanza di distinguere i fattori riconducibili alla domanda delle famiglie da quelli relativi all'offerta degli intermediari nell'analisi dell'evoluzione dei mutui immobiliari in Italia.

La *Bank Lending Survey* (BLS) consente di osservare anche questa componente del mercato, rilevando oltre alle variazioni degli standard creditizi, l'andamento della domanda di prestiti da parte delle famiglie e i principali fattori che contribuiscono alle sue variazioni. La distinzione è rilevante perché una riduzione delle nuove erogazioni può derivare da una minore disponibilità delle banche a concedere credito, da una minore domanda delle famiglie oppure dalla combinazione dei due fenomeni.

Dal lato dell'offerta, le banche svolgono un ruolo centrale nel processo di intermediazione finanziaria, indirizzando il risparmio verso gli investimenti e mettendo a disposizione delle famiglie le risorse necessarie per l'acquisto di un immobile. L'erogazione di un mutuo rappresenta un'attività che espone

l'intermediario al rischio di credito, ossia alla possibilità che il debitore non sia in grado di adempiere regolarmente agli obblighi di rimborso previsti dal contratto. Per questa ragione, la decisione di concedere un finanziamento è il risultato di un processo di valutazione volto a verificare la sostenibilità dell'operazione e la capacità del richiedente di far fronte al pagamento delle rate nel tempo.

Le politiche di offerta bancaria riflettono quindi l'esigenza di conciliare il finanziamento dell'economia con una prudente gestione del rischio. Gli intermediari definiscono i propri criteri di concessione del credito sulla base di molteplici fattori, tra cui le condizioni macroeconomiche, il costo della raccolta, la qualità del portafoglio prestiti, il quadro regolamentare e le prospettive economiche. In presenza di un contesto favorevole e di un basso rischio di credito, le banche possono adottare criteri di concessione più espansivi, favorendo l'erogazione di nuovi mutui. Al contrario, quando aumentano l'incertezza economica o il rischio di insolvenza, tendono ad assumere un atteggiamento più prudente, irrigidendo gli standard creditizi e selezionando con maggiore attenzione i soggetti finanziabili.

L'andamento delle politiche di offerta viene monitorato dalla BLS, l'indagine trimestrale condotta dalla Banca centrale europea presso un campione di banche dell'area euro. La rilevazione analizza le variazioni dei criteri di concessione del credito e individua i principali fattori che influenzano le decisioni degli intermediari, consentendo di valutare se gli standard creditizi siano stati irrigiditi o allentati e quali motivazioni abbiano determinato tali cambiamenti.

Le evidenze raccolte attraverso la *Bank Lending Survey* mostrano che le modifiche nelle politiche di offerta dipendono principalmente dalla percezione dei rischi relativi alle prospettive economiche e dalla propensione al rischio delle banche. Quando il quadro macroeconomico si deteriora o aumentano le incertezze sull'evoluzione dell'attività economica, gli intermediari tendono a rendere più

stringenti i criteri di concessione del credito, indipendentemente dall'andamento della domanda di finanziamenti. Ugualmente un peggioramento della qualità del portafoglio prestiti o un incremento dei crediti deteriorati possono indurre le banche ad adottare un approccio più prudente, limitando l'assunzione di nuovi rischi e preferendo i richiedenti con un profilo di solvibilità più elevato.

La definizione delle politiche di offerta non riguarda esclusivamente la scelta di concedere o meno un mutuo, ma comprende anche la determinazione delle condizioni alle quali il finanziamento viene erogato. Oltre al tasso di interesse, la banca stabilisce l'importo erogabile, la durata del prestito, le garanzie richieste e le ulteriori condizioni contrattuali, adattando questi elementi al profilo di rischio del richiedente. Ne consegue che due famiglie con esigenze finanziarie analoghe possono ricevere proposte differenti se presentano caratteristiche reddituali o patrimoniali diverse oppure si rivolgano a intermediari che adottano politiche di offerta differenti.

La teoria economica offre una spiegazione di questo comportamento attraverso il modello di Stiglitz e Weiss (1981), secondo cui, in presenza di asimmetrie informative, la banca non dispone di informazioni complete sulla reale affidabilità dei potenziali debitori e non è quindi in grado di distinguere perfettamente i soggetti più rischiosi da quelli più affidabili. Gli autori dimostrano che un aumento del tasso di interesse non rappresenta necessariamente lo strumento più efficiente per compensare un maggiore rischio di credito, poiché può determinare fenomeni di selezione avversa e di azzardo morale, attirando prevalentemente debitori con una probabilità di insolvenza più elevata. Per questo motivo gli intermediari preferiscono intervenire sui criteri di concessione del credito piuttosto che incrementare il costo del finanziamento, dando origine a fenomeni di razionamento del credito, per cui alcuni richiedenti, pur essendo disposti ad

accettare condizioni economiche più onerose, non ottengono il finanziamento richiesto.

La valutazione del merito creditizio rappresenta il principale strumento attraverso il quale le banche gestiscono il rischio connesso all'erogazione dei mutui. L'obiettivo dell'istruttoria non consiste soltanto nel verificare la situazione economica del richiedente al momento della domanda, ma soprattutto nel valutare la sua capacità di rimborsare il finanziamento lungo l'intera durata del contratto, considerando la probabile evoluzione delle sue condizioni reddituali e patrimoniali. La decisione finale deriva quindi da un'analisi complessiva che prende in considerazione sia le caratteristiche del debitore sia quelle dell'immobile offerto in garanzia, nella prospettiva di assicurare che il finanziamento sia sostenibile nel lungo periodo sia per il cliente sia per l'intermediario.

In questo modo, la concessione del credito non rappresenta soltanto una decisione commerciale, ma costituisce anche uno strumento di gestione del rischio volto a preservare la qualità del portafoglio prestiti e la stabilità dell'intermediario.

L'istruttoria svolta dalla banca si basa sull'acquisizione e sull'analisi di un insieme articolato di informazioni riguardanti sia il richiedente sia l'immobile oggetto del finanziamento. La *Guida al mutuo ipotecario* della Banca d'Italia evidenzia come l'intermediario proceda alla verifica della documentazione reddituale e patrimoniale del cliente, della sua posizione debitoria complessiva e del valore dell'immobile, determinato mediante una perizia effettuata da un tecnico indipendente. Solo al termine di questo processo la banca dispone degli elementi necessari per formulare una valutazione complessiva sulla sostenibilità dell'operazione e deliberare la concessione del mutuo.

La Banca d'Italia sottolinea come sia opportuno che l'importo della rata del mutuo non assorba una quota superiore a un terzo del reddito, così da consentire alla famiglia di far fronte alle spese correnti, agli imprevisti e ad eventuali riduzioni future delle entrate. Anche se non si tratta di un limite normativo, tale criterio costituisce un importante parametro di valutazione della sostenibilità finanziaria del mutuo.

Ulteriore importanza la assume la storia creditizia del cliente, dove la banca verifica il comportamento tenuto in relazione a precedenti finanziamenti e l'eventuale presenza di ritardi nei pagamenti o situazioni di insolvenza. L'insieme di queste informazioni consente di formulare un giudizio complessivo sul profilo di rischio del richiedente, evitando che la decisione sia fondata esclusivamente su un singolo indicatore.

Negli ultimi anni, l'importanza di una corretta valutazione della capacità di rimborso è stata ulteriormente rafforzata dall'evoluzione della regolamentazione prudenziale europea. Le Linee guida dell'*European Banking Authority* (EBA) sull'*origination* e il monitoraggio dei prestiti richiedono infatti agli intermediari di adottare procedure rigorose nella concessione del credito, basate principalmente sulla capacità effettiva del debitore di rimborsare il finanziamento lungo il suo intero ciclo di vita. Questa impostazione riflette l'esigenza di promuovere pratiche di finanziamento prudenti e sostenibili, limitando l'assunzione di rischi eccessivi e contribuendo alla stabilità del sistema bancario.

In questa prospettiva, la garanzia ipotecaria assume un ruolo primario, ma non può essere considerata l'elemento determinante della decisione di finanziamento. L'ipoteca costituisce infatti uno strumento di tutela per l'intermediario nel caso in cui il debitore risulti inadempiente, consentendo di ridurre le perdite attraverso la possibilità di soddisfarsi sul valore dell'immobile. Tuttavia, la presenza della

garanzia viene utilizzata come strumento di mitigazione del rischio e non come criterio sostitutivo della capacità di rimborso del richiedente.

Nel complesso, il volume dei mutui erogati deriva quindi dall'interazione tra due componenti distinte. Dal lato della domanda incidono la situazione reddituale e occupazionale delle famiglie, il costo del finanziamento, le condizioni del mercato immobiliare e le aspettative sull'evoluzione futura di redditi, tassi e prezzi delle abitazioni. Dal lato dell'offerta assumono invece rilievo la valutazione del rischio di credito, le condizioni di finanziamento delle banche, la qualità degli attivi, il quadro regolamentare e la propensione degli intermediari ad assumere nuovi rischi. La dinamica del mercato dei mutui non può pertanto essere ricondotta esclusivamente alle decisioni delle banche o a quelle delle famiglie, ma deve essere interpretata come il risultato dell'interazione tra domanda e offerta di credito.

Capitolo 3

L'EVOLUZIONE RECENTE DELLA POLITICA BCE E L'IMPATTO SUL SETTORE IMMOBILIARE ITALIANO

3.1 Cronologia e analisi delle recenti manovre restrittive della BCE

Il ciclo restrittivo avviato dalla Banca Centrale Europea nel 2022 rappresenta uno dei cambiamenti più rilevanti nell'orientamento della politica monetaria dell'area euro. Dopo un lungo periodo di tassi di interesse molto bassi e di utilizzo degli strumenti non convenzionali, il rapido aumento dell'inflazione spinse la BCE a modificare l'orientamento della propria politica monetaria, abbandonando progressivamente le misure espansive adottate negli anni precedenti.

L'origine di questo cambiamento nasce dalle dinamiche che caratterizzarono l'economia europea dopo la pandemia. La ripresa dell'attività economica fu accompagnata da difficoltà nelle catene globali di approvvigionamento, carenze di alcuni fattori produttivi e forti aumenti dei prezzi dell'energia e delle materie prime. A queste pressioni si aggiunsero, a partire dal febbraio 2022, gli effetti economici dell'invasione russa dell'Ucraina, che accentuarono in particolare l'aumento dei prezzi energetici e alimentari. Come evidenziato da Arce, Koester e Pierluigi (2022), la particolare dipendenza dell'area euro dalle importazioni energetiche e la sua elevata integrazione nelle catene globali del valore ne aumentarono l'esposizione agli shock internazionali che seguirono la pandemia e l'inizio della guerra.

La crescita dei prezzi, inizialmente concentrata nelle componenti interessate dagli shock di offerta, divenne sempre più diffusa. L'inflazione dell'area euro, che nell'estate del 2021 si collocava intorno al 2%, raggiunse il 10,6% nell'ottobre 2022. Arce, Koester e Pierluigi (2022) mostrano inoltre come, con il procedere della ripresa post-pandemica, ai fattori di offerta si sia affiancato un contributo crescente della domanda, soprattutto nel settore dei servizi.

In questo contesto divenne necessario evitare che un aumento dei prezzi originato in larga parte da shock esterni si trasformasse in un processo inflazionistico persistente. Particolare importanza assunse quindi l'andamento delle aspettative di inflazione. Sebbene quelle di più lungo periodo fossero rimaste complessivamente intorno al 2%, l'espandersi di un'inflazione elevata aumentava il rischio che famiglie, imprese e lavoratori tenessero conto di aspettative di aumento dei prezzi più durature nelle proprie decisioni. Come sottolineato da Arce, Koester e Pierluigi (2022), quanto più ampio e prolungato è lo scostamento dell'inflazione dall'obiettivo, tanto maggiore è il rischio di un disancoraggio delle aspettative, rendendo necessaria una risposta di politica monetaria in grado di ricondurre l'inflazione verso il target.

Il passaggio verso una politica monetaria più restrittiva non ebbe inizio direttamente con l'aumento dei tassi ufficiali. Già nel dicembre 2021 la BCE aveva annunciato la conclusione degli acquisti netti nell'ambito del *Pandemic Emergency Purchase Programme*, terminati alla fine di marzo 2022, successivamente, nel luglio dello stesso anno, furono conclusi anche gli acquisti netti dell'*Asset Purchase Programme*. Queste decisioni segnarono il progressivo passaggio da una politica fortemente espansiva a una fase di normalizzazione monetaria che avrebbe successivamente posto i tassi di interesse al centro dell'azione restrittiva della BCE.

Il passaggio decisivo avvenne il 21 luglio 2022, quando il Consiglio direttivo aumentò i tre tassi di interesse ufficiali di 50 punti base. Con effetto dal 27 luglio, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali salì allo 0,50%, quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale allo 0,75% e il tasso sui depositi allo 0%, ponendo fine alla fase dei tassi negativi. La decisione rappresentò l'avvio di un ciclo di rialzi particolarmente rapido, con l'obiettivo di riportare l'inflazione verso

il 2% nel medio periodo e al tempo stesso, di preservare l'ancoraggio delle aspettative.

Nella stessa riunione la BCE approvò il *Transmission Protection Instrument*, con l'obiettivo di contrastare eventuali dinamiche di mercato ingiustificate e disordinate che potessero compromettere la trasmissione uniforme della politica monetaria nei diversi Paesi dell'area euro. L'introduzione dello strumento assumeva particolare rilevanza proprio nella fase di normalizzazione, poiché l'aumento dei tassi avrebbe dovuto tradursi in un inasprimento delle condizioni finanziarie nell'intera area monetaria senza essere ostacolato da fenomeni di frammentazione.

Nei mesi successivi la BCE accelerò il processo di restrizione monetaria. I rialzi proseguirono nel settembre, ottobre e dicembre 2022 e continuarono nel corso del 2023. La rapidità dell'intervento rifletteva la necessità di ridurre il sostegno alla domanda e impedire che il persistere dell'inflazione determinasse effetti di secondo impatto e un disancoraggio delle aspettative. Come osservano Arce, Koester e Pierluigi (2022), il mantenimento dei tassi su livelli restrittivi agisce nel tempo attraverso una riduzione della domanda aggregata e delle pressioni inflazionistiche.

La fase dei rialzi raggiunse il proprio culmine nel settembre 2023. Il 14 settembre il Consiglio direttivo aumentò nuovamente i tre tassi di 25 punti base, portando il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali al 4,50%, quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale al 4,75% e il tasso sui depositi al 4,00%. Rispetto al livello di -0,50% presente prima dell'avvio del ciclo di rialzi, il tasso sui depositi risultava così aumentato complessivamente di 450 punti base. La BCE riteneva a quel punto che i tassi avessero raggiunto livelli che, se mantenuti sufficientemente a lungo, avrebbero fornito un contributo sostanziale al ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo.

Gli effetti della restrizione monetaria non si esauriscono tuttavia nel semplice aumento dei tassi ufficiali. La politica monetaria opera infatti attraverso il sistema finanziario, modificando progressivamente le condizioni alle quali famiglie e imprese possono ottenere credito. Lane (2023) evidenzia che l'inasprimento della politica monetaria ha determinato un aumento dei tassi privi di rischio e reso più costoso per le banche reperire risorse. L'aumento dei costi di finanziamento si è poi trasmesso ai tassi applicati ai prestiti a famiglie e imprese. L'aumento del costo dei finanziamenti rende più oneroso per famiglie e imprese ricorrere al credito, riducendo consumi e investimenti. La conseguente diminuzione della domanda di beni e servizi contribuisce a rallentare la crescita dei prezzi e, quindi, a ridurre l'inflazione. Le simulazioni presentate da Lane mostrano inoltre una risposta negativa degli investimenti residenziali a un aumento persistente dei tassi sui mutui.

Dopo l'ultimo rialzo del settembre 2023, la BCE mantenne invariati i tassi per nove mesi, prolungando la fase restrittiva per consentire agli aumenti precedentemente effettuati di trasmettersi pienamente all'economia. Tale scelta riflette una caratteristica fondamentale della politica monetaria, i suoi effetti sull'attività economica e sull'inflazione si manifestano con ritardi e intensità non prevedibili. Le stime presentate da Lane (2023) mostrano infatti come uno shock restrittivo sui tassi produca effetti sull'attività reale e sull'inflazione distribuiti nel tempo.

Il progressivo rallentamento dell'inflazione aprì successivamente una nuova fase. Il 6 giugno 2024 il Consiglio direttivo ridusse i tre tassi di interesse di 25 punti base, effettuando il primo taglio dall'avvio del ciclo restrittivo. La decisione fu motivata dal miglioramento delle prospettive di inflazione, dalla diminuzione delle pressioni inflazionistiche sottostanti e dagli effetti già prodotti dalla restrizione monetaria sulla domanda e sulle condizioni di finanziamento. Il taglio

non rappresentò tuttavia un ritorno immediato a una politica espansiva, poiché la BCE continuò a sottolineare la necessità di mantenere condizioni monetarie sufficientemente restrittive per assicurare un ritorno duraturo dell'inflazione al 2%.

Nel corso della fase successiva, il progressivo rientro delle pressioni sui prezzi consentì alla BCE di ridurre ulteriormente il grado di restrizione. Il 5 giugno 2025 il tasso sui depositi fu portato al 2,00%, mentre i tassi sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulla *marginal lending facility* furono fissati rispettivamente al 2,15% e al 2,40%. A quella data l'inflazione si collocava nuovamente intorno all'obiettivo del 2% e le condizioni di finanziamento erano divenute più favorevoli. Il Consiglio direttivo continuò tuttavia a evitare l'indicazione di un percorso predeterminato dei tassi, fondato sull'evoluzione delle prospettive di inflazione, dell'inflazione sottostante e dell'intensità della trasmissione monetaria.

La scelta di non definire in anticipo il percorso dei tassi assume particolare rilevanza in un contesto caratterizzato da shock frequenti e da un'elevata incertezza. La strategia della BCE prevede infatti che le decisioni di politica monetaria tengano conto delle cause dell'aumento o della diminuzione dell'inflazione, della sua entità e della sua durata, considerando anche che gli effetti delle decisioni sui tassi di interesse richiedono tempo per trasmettersi all'economia. La revisione della strategia del 2025 ha confermato questa impostazione, ribadendo sia l'obiettivo del 2% nel medio termine sia la necessità di calibrare la politica monetaria sulla base di una valutazione integrata delle condizioni economiche, monetarie e finanziarie.

Nel complesso, le decisioni adottate tra il 2022 e il 2025 possono essere sintetizzate in tre fasi principali: il progressivo abbandono dell'orientamento espansivo adottato negli anni precedenti, il rapido aumento dei tassi e il loro

successivo mantenimento su livelli restrittivi e infine la graduale riduzione del grado di restrizione in presenza del rientro dell'inflazione. Questo percorso ha modificato in misura significativa le condizioni di finanziamento di famiglie e imprese. Il credito ipotecario rappresenta uno degli ambiti principali attraverso cui osservare concretamente questa trasmissione, visto che le variazioni dei tassi di mercato si riflettono progressivamente sul costo dei nuovi mutui.

3.2 La reazione dei tassi e il costo dei mutui in Italia

Le decisioni di politica monetaria adottate dalla Banca centrale europea a partire dalla seconda metà del 2022 hanno prodotto effetti rilevanti sulle condizioni di finanziamento delle famiglie italiane. L'aumento dei tassi ufficiali, avviato nel luglio 2022 per contrastare la forte crescita dell'inflazione, si è progressivamente trasmesso ai tassi praticati dalle banche, determinando un rapido incremento del costo dei nuovi mutui. La successiva fase di riduzione dei tassi ufficiali, iniziata nel giugno 2024, ha invece favorito un graduale miglioramento delle condizioni di finanziamento, anche se gli effetti della precedente restrizione monetaria hanno continuato a manifestarsi sullo stock dei prestiti già erogati.

La trasmissione delle decisioni della BCE ai mutui avviene attraverso diversi passaggi. Le variazioni dei tassi ufficiali incidono sulle condizioni del mercato monetario e sui rendimenti delle attività finanziarie, andando a modificare il costo con il quale le banche possono reperire le risorse necessarie per finanziare l'attività creditizia. Il tasso applicato al mutuatario dipende infatti da un parametro di riferimento, al quale l'intermediario aggiunge uno spread destinato a remunerare i costi e i rischi associati all'operazione. Un aumento dei tassi di mercato tende pertanto a trasferirsi sul costo dei nuovi finanziamenti, anche se l'intensità e la velocità di questa trasmissione dipendono dalle caratteristiche del sistema bancario e dei contratti di credito.

L'ampiezza di questo meccanismo durante il recente ciclo monetario emerge chiaramente dall'analisi di De Jonghe et al. (2025), basata sui dati dei registri creditizi di nove paesi europei, tra cui l'Italia, nel periodo compreso tra il 2022 e il 2024, comprende infatti il più rapido e intenso ciclo di rialzo dei tassi dall'avvio dell'Unione monetaria, seguito dai primi mesi della successiva fase di allentamento. Gli autori stimano per i mutui un coefficiente di *pass-through*

prossimo a 0,9, evidenziando una trasmissione quasi completa delle variazioni dei tassi di riferimento ai tassi applicati sui nuovi finanziamenti immobiliari. La trasmissione risulta inoltre relativamente omogenea tra i diversi paesi considerati, pur presentando differenze legate alle caratteristiche dei debitori e dei contratti, essa tende a essere più elevata per i mutuatari più giovani e per i finanziamenti con scadenze più lunghe.

La rapidità e l'intensità della stretta monetaria avviata nel 2022 hanno determinato un deciso aumento del costo dei nuovi finanziamenti immobiliari.

Nel caso italiano assume rilievo la diffusione, tra le nuove erogazioni, di finanziamenti caratterizzati da periodi di determinazione iniziale del tasso superiori a un anno, elemento che insieme alla durata dei contratti, contribuisce a determinare i tempi con cui le variazioni della politica monetaria si riflettono sull'onere finanziario delle famiglie.

La trasmissione della politica monetaria non avviene infatti nello stesso momento per tutti i mutuatari. Una distinzione fondamentale riguarda i nuovi finanziamenti e i mutui già in essere. Per chi stipula un nuovo contratto, le variazioni delle condizioni di mercato si riflettono rapidamente sul tasso proposto dalla banca. Per i mutui esistenti, l'impatto dipende dalla struttura contrattuale. Nei finanziamenti a tasso variabile, le variazioni del parametro di riferimento possono modificare il costo del debito e l'importo delle rate con relativa rapidità, nei mutui a tasso fisso, il tasso rimane invece invariato per il periodo previsto dal contratto. La composizione del mercato dei mutui assume un ruolo importante nel determinare la velocità con cui una variazione dei tassi ufficiali raggiunge le famiglie.

Baptista et al. (2025) mostrano, a questo proposito, che le differenze nella struttura dei contratti di mutuo tra i paesi dell'area euro producono tempi di trasmissione differenti. Durante la stretta del 2022-2023 i pagamenti relativi ai

mutui a tasso variabile hanno reagito rapidamente all'aumento dei tassi, mentre per i finanziamenti caratterizzati da periodi di fissazione più lunghi l'aggiustamento è avvenuto, soltanto al momento della revisione delle condizioni contrattuali. Gli autori evidenziano quindi come gli effetti delle variazioni dei tassi sulle rate dei mutui possano manifestarsi con ritardi anche considerevoli.

L'aumento del costo del credito ha rappresentato uno dei principali canali attraverso i quali la restrizione monetaria ha inciso sulle decisioni economiche delle famiglie. Condizioni di finanziamento più onerose aumentano infatti il costo dell'acquisto di un'abitazione mediante indebitamento e possono ridurre la convenienza o la possibilità di ricorrere a un nuovo mutuo. Per i nuclei familiari già indebitati, l'effetto dipende dalla tipologia del contratto, quando l'aumento dei tassi determina un incremento degli interessi sostenuti dal mutuatario, il maggiore servizio del debito riduce le risorse disponibili per altre spese.

Con l'avvio della fase di allentamento monetario nel giugno 2024, la direzione del processo ha iniziato progressivamente a invertirsi. La riduzione dei tassi ufficiali e il conseguente miglioramento delle condizioni finanziarie hanno favorito una diminuzione del costo dei nuovi mutui rispetto ai massimi raggiunti durante la fase restrittiva. La riduzione dei tassi applicati ai nuovi finanziamenti non si traduce immediatamente in una diminuzione del costo medio dei mutui già erogati. I nuovi contratti quindi incorporano più rapidamente la riduzione dei tassi, mentre una parte consistente dei mutui già concessi continua a essere regolata dalle condizioni definite al momento della stipula. La lunga durata dei contratti e la presenza di finanziamenti a tasso fisso determinano infatti una trasmissione graduale delle nuove condizioni monetarie allo stock dei prestiti.

Baptista et al. (2025) evidenziano proprio questa differenza, nonostante la diminuzione dei tassi sui nuovi mutui successiva all'avvio dei tagli della BCE, il tasso medio applicato allo stock dei finanziamenti immobiliari nell'area dell'euro

è rimasto inizialmente stabile. Ciò dipende sia dalla progressiva sostituzione di vecchi mutui stipulati a condizioni particolarmente favorevoli con nuovi finanziamenti a tassi più elevati, sia dalla revisione di contratti temporaneamente a tasso fisso stipulati durante il precedente periodo di bassi tassi. Ne deriva che gli effetti della stretta monetaria possono continuare a incidere sui bilanci delle famiglie anche quando la banca centrale ha già iniziato a ridurre i propri tassi ufficiali.

I dati più recenti della Banca d'Italia confermano che il costo dei nuovi finanziamenti immobiliari si è ridimensionato rispetto ai livelli raggiunti nella fase più intensa della restrizione, senza però ritornare ai valori osservati prima del ciclo di rialzi.

Nell'aprile 2026 il TAEG sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è attestato al 3,91%, in lieve aumento rispetto al 3,81% registrato nel mese precedente. Nello stesso periodo, il 21,2% dei nuovi prestiti presentava un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno, indicando che la maggior parte delle nuove erogazioni continuava a essere caratterizzata da tassi fissati per periodi più lunghi. La dinamica osservata negli ultimi anni consente quindi di individuare con chiarezza il ruolo del mercato dei mutui nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Il ciclo restrittivo iniziato nel 2022 si è trasferito rapidamente alle condizioni applicate sui nuovi finanziamenti, aumentando il costo dell'accesso al credito immobiliare, mentre la successiva riduzione dei tassi ufficiali ha invece contribuito a un progressivo miglioramento delle condizioni offerte sui nuovi mutui. Gli effetti sulle famiglie rimangono tuttavia differenziati in funzione della tipologia contrattuale, della durata del finanziamento e del momento in cui il mutuo è stato stipulato. La reazione dei mutui alla politica monetaria non può quindi essere interpretata come un aggiustamento uniforme e immediato visto che lo stock dei finanziamenti riflette

con maggiore gradualità le diverse fasi del ciclo dei tassi. Questa distinzione è essenziale anche per comprendere gli effetti che l'evoluzione del costo del credito ha prodotto sulla domanda di abitazioni e sulle recenti dinamiche del mercato immobiliare italiano.

3.3 Le dinamiche recenti del mercato immobiliare italiano

L'evoluzione recente del mercato immobiliare italiano si inserisce in un contesto caratterizzato da profonde variazioni delle condizioni monetarie e finanziarie. La fase restrittiva avviata dalla Banca centrale europea nel 2022 ha determinato un significativo aumento del costo dei finanziamenti, mentre il successivo allentamento della politica monetaria ha progressivamente migliorato le condizioni di accesso al credito. Gli effetti sul mercato immobiliare non dipendono esclusivamente dall'andamento dei tassi di interesse, ma dall'interazione tra disponibilità di credito, domanda di abitazioni, offerta immobiliare e condizioni economiche delle famiglie.

Iacoviello e Minetti (2008) evidenziano come il settore abitativo rappresenti uno degli ambiti attraverso i quali può operare il canale del credito della politica monetaria e come la sua rilevanza dipenda dalle caratteristiche strutturali e dall'organizzazione del sistema di finanziamento delle abitazioni. In particolare, le condizioni del credito possono incidere sulla capacità delle famiglie di finanziare l'acquisto di un immobile, quindi sulla domanda abitativa. In questo quadro, il mercato immobiliare e il sistema di finanziamento delle abitazioni assumono quindi un ruolo rilevante nella trasmissione degli impulsi di politica monetaria, poiché essi possono incidere sulla ricchezza e sulla capacità di indebitamento dei soggetti economici.

Questa relazione consente di interpretare con maggiore chiarezza l'andamento recente del mercato immobiliare italiano. Dopo il deterioramento delle condizioni di finanziamento osservato durante la fase di rialzo dei tassi, il progressivo miglioramento delle condizioni di accesso al credito ha contribuito a rendere il contesto finanziario più favorevole per le famiglie interessate all'acquisto di un'abitazione. Ciò non implica una corrispondenza immediata tra variazioni della politica monetaria e andamento del mercato delle abitazioni. Le decisioni di

acquisto dipendono infatti anche dal reddito disponibile, dalle aspettative delle famiglie, dalla disponibilità di immobili e dalle caratteristiche specifiche dei diversi mercati locali. Possiamo notare che la trasmissione monetaria attraverso il settore abitativo non è uniforme, ma risente delle caratteristiche del sistema finanziario e del mercato dei mutui.

I dati più recenti mostrano che nel 2025 il mercato immobiliare italiano è stato caratterizzato soprattutto da una crescita dei prezzi delle abitazioni. Secondo le stime dell'ISTAT, l'indice dei prezzi delle abitazioni (IPAB) è aumentato in media del 4,0% rispetto al 2024. Tale crescita è stata sostenuta principalmente dalle abitazioni esistenti, i cui prezzi sono aumentati del 4,7%, mentre per le abitazioni nuove l'incremento medio è stato più contenuto, pari allo 0,6%. La diversa evoluzione delle due componenti evidenzia quindi come la crescita dei prezzi non sia stata uniforme all'interno del mercato residenziale.

Questa distinzione diventa ancora più evidente considerando l'ultima parte dell'anno. Nel quarto trimestre del 2025 l'IPAB è aumentato dello 0,9% rispetto al trimestre precedente e del 4,1% su base annua. L'incremento tendenziale è riconducibile alle abitazioni esistenti, i cui prezzi sono cresciuti del 5,2%, mentre quelli delle abitazioni nuove hanno registrato una variazione negativa dell'1,2%. La dinamica dei prezzi osservata nel corso dell'anno ha inoltre determinato, secondo l'ISTAT, un effetto di trascinamento sul 2026 pari all'1,6%.

L'aumento dei prezzi deve essere letto insieme all'andamento delle compravendite. I dati dell'Osservatorio del Mercato Immobiliare dell'Agenzia delle Entrate indicano che, nel quarto trimestre del 2025, le transazioni nel settore residenziale sono aumentate dello 0,4% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, dopo il più sostenuto incremento dell'8,5% registrato nel terzo trimestre. Il dato segnala quindi un rallentamento della crescita delle

compravendite nell'ultima parte dell'anno, accompagnato tuttavia da una crescita dei prezzi delle abitazioni.

Anche sotto il profilo territoriale il mercato immobiliare italiano presenta differenze significative. Nel quarto trimestre del 2025 l'aumento tendenziale dei prezzi ha interessato tutte le principali ripartizioni geografiche, ma con intensità diverse, la crescita è risultata più elevata nel Nord-est, pari al 4,7%, e più contenuta nel Sud e nelle Isole, dove si è attestata al 3,0%. Differenze rilevanti emergono anche tra i principali centri urbani. Nello stesso periodo Milano e Roma hanno registrato incrementi dei prezzi rispettivamente del 6,3% e del 5,0%, mentre a Torino l'aumento è stato del 3,6%. Questi dati confermano come le dinamiche aggregate nazionali siano il risultato di mercati locali caratterizzati da condizioni della domanda e dell'offerta differenti.

Le indicazioni disponibili per il secondo trimestre del 2026 suggeriscono un'evoluzione più moderata rispetto alla dinamica osservata nel 2025. ESecondo l'indagine sul mercato delle abitazioni condotta dalla Banca d'Italia, gli operatori hanno segnalato un rallentamento della dinamica dei prezzi di vendita delle abitazioni, indicando una crescita meno sostenuta rispetto al periodo precedente, mentre i margini di sconto rispetto alle richieste iniziali e i tempi necessari per concludere le transazioni sono rimasti sostanzialmente stabili su livelli storicamente contenuti. Le compravendite intermedie dalle agenzie hanno inoltre mostrato una lieve riduzione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Dal lato della domanda, le valutazioni degli agenti immobiliari indicano una situazione ancora contenuta, accompagnata però da condizioni di accesso al credito favorevoli per le famiglie. Allo stesso tempo, l'offerta di abitazioni disponibili sul mercato ha continuato a ridursi. La presenza di un'offerta limitata

può contribuire a sostenere i prezzi anche in presenza di una domanda moderata e di un rallentamento delle compravendite.

L'evoluzione recente mostra l'immagine di un mercato immobiliare che dopo aver attraversato la fase di forte irrigidimento delle condizioni finanziarie, ha beneficiato del successivo miglioramento dell'accesso al credito, senza tuttavia mostrare una risposta uniforme. Nel 2025 la crescita dei prezzi si è concentrata soprattutto sulle abitazioni esistenti ed è stata accompagnata da significative differenze territoriali, le prime indicazioni del 2026 segnalano invece una maggiore moderazione della dinamica del mercato. Le condizioni monetarie e creditizie costituiscono dunque un elemento importante per interpretare queste tendenze, ma operano insieme a fattori propri del mercato immobiliare, quali la disponibilità di abitazioni, le condizioni della domanda e le caratteristiche dei mercati locali.

Capitolo 4

ANALISI EMPIRICA DELLA TRASMISSIONE MONETARIA SUL MERCATO IMMOBILIARE ITALIANO

4.1 Dataset, fonti e strategia metodologica

L'analisi empirica sviluppata ha l'obiettivo di esaminare la trasmissione della politica monetaria della Banca centrale europea alle condizioni di finanziamento delle famiglie e al mercato immobiliare italiano. L'attenzione è rivolta al legame tra le informazioni inattese associate agli eventi di politica monetaria della BCE, l'andamento dei tassi di mercato, il costo dei nuovi mutui residenziali e la dinamica delle compravendite e dei prezzi delle abitazioni. A questo scopo vengono combinati dati finanziari ad alta frequenza con serie relative al mercato dei mutui e al settore immobiliare italiano.

Il periodo considerato è compreso tra il 2016 e il 2025. Questa scelta permette di includere fasi molto diverse della politica monetaria, gli anni precedenti alla pandemia, caratterizzati da condizioni monetarie fortemente accomodanti, la crisi legata al Covid-19, il rapido ciclo di rialzo dei tassi avviato nel 2022 e la successiva fase di riduzione dei tassi ufficiali. In questo modo è possibile esaminare il meccanismo di trasmissione in contesti monetari differenti.

Per individuare la componente inattesa della politica monetaria viene utilizzato *l'Euro Area Monetary Policy Event-Study Database (EA-MPD)* elaborato da Altavilla et al. (2019). Il database raccoglie le variazioni dei prezzi e dei rendimenti di diverse attività finanziarie osservate in finestre temporali ristrette intorno agli eventi di politica monetaria della BCE. Tra le variabili considerate figurano gli Overnight Index Swap (OIS) a diverse scadenze, che riflettono le aspettative del mercato sull'evoluzione dei tassi a breve termine, i rendimenti dei titoli sovrani, gli indici azionari e i tassi di cambio. L'utilizzo di dati intraday

permette di isolare con maggiore precisione la reazione dei mercati alle nuove informazioni diffuse dalla BCE, limitando l'influenza di altri eventi che potrebbero incidere sui prezzi delle attività finanziarie.

Il ricorso a finestre temporali ristrette consente di distinguere le decisioni già incorporate nelle aspettative degli operatori dalle informazioni effettivamente inattese. Una variazione dei tassi ufficiali pienamente anticipata dal mercato dovrebbe essere già riflessa nei prezzi delle attività finanziarie prima dell'annuncio. L'approccio ad alta frequenza considera invece la variazione registrata immediatamente intorno all'evento, assumendo che in un intervallo così breve la politica monetaria non reagisca alle contemporanee oscillazioni dei mercati finanziari.

L'EA-MPD distingue la finestra relativa alla pubblicazione della decisione di politica monetaria (*Press Release Window*), quella riferita alla successiva conferenza stampa (*Press Conference Window*) e una finestra che comprende complessivamente l'evento (*Monetary Event Window*). Tale distinzione riflette il fatto che la comunicazione della BCE può trasmettere informazioni sia sulla decisione corrente sia sull'orientamento futuro della politica monetaria. Altavilla et al. (2019) individuano diverse componenti delle sorprese monetarie, riconducibili a *Target*, *Timing*, *Forward Guidance* e *Quantitative Easing*.

Nella presente analisi viene utilizzata come riferimento principale la *Monetary Event Window*, così da considerare la risposta del mercato associata all'intero evento di politica monetaria. All'interno di questa finestra, la variazione dell'OIS a tre mesi (OIS3M) viene utilizzata come indicatore della componente inattesa della politica monetaria, ricavata dalla reazione dei tassi di mercato alle nuove informazioni comunicate dalla BCE. La scelta della scadenza a tre mesi permette di concentrare l'attenzione sul tratto a breve della curva dei tassi, particolarmente sensibile alle aspettative degli operatori sull'evoluzione della politica monetaria.

Le variazioni dei tassi privi di rischio a diverse scadenze costituiscono la base informativa utilizzata nell'EA-MPD per l'identificazione delle diverse dimensioni delle sorprese monetarie. Un aumento dell'OIS3M indica pertanto una revisione al rialzo dei tassi attesi nel breve periodo rispetto alle aspettative precedenti all'evento, mentre una sua diminuzione segnala una revisione nella direzione opposta.

Il secondo insieme di dati riguarda il costo dei nuovi mutui residenziali in Italia. Viene utilizzata la serie dell'ECB Data Portal relativa al tasso di interesse applicato alle nuove operazioni di prestito alle famiglie italiane per l'acquisto di abitazioni. La serie, disponibile con frequenza mensile, permette di osservare l'evoluzione delle condizioni applicate dalle banche ai nuovi finanziamenti. Per renderla confrontabile con le altre variabili utilizzate nell'analisi trimestrale, il dato viene trasformato in frequenza trimestrale calcolando la media delle osservazioni mensili comprese in ciascun trimestre. La documentazione relativa ai mutui residenziali distingue inoltre i tassi sulle nuove erogazioni in funzione del periodo iniziale di determinazione del tasso.

L'evoluzione del mercato immobiliare viene considerata attraverso l'andamento delle compravendite e dei prezzi delle abitazioni. I dati sulle compravendite forniscono un riferimento descrittivo sull'attività del mercato, mentre l'analisi quantitativa della relazione con le condizioni di finanziamento si concentra sulla dinamica dei prezzi delle abitazioni. Per le compravendite viene utilizzato il Numero di Transazioni Normalizzate (NTN) elaborato dall'Osservatorio del Mercato Immobiliare dell'Agenzia delle Entrate, che consente di rappresentare l'andamento degli scambi di abitazioni sul territorio nazionale.

Per i prezzi viene invece utilizzato l'Indice dei Prezzi delle Abitazioni (IPAB) elaborato dall'Istat. L'indice misura l'evoluzione dei prezzi degli immobili

residenziali acquistati dalle famiglie e comprende sia le abitazioni nuove sia quelle esistenti. L'IPAB permette quindi di osservare una dimensione diversa rispetto al numero delle compravendite: queste ultime descrivono l'attività del mercato, mentre l'indice consente di analizzare l'andamento dei prezzi delle abitazioni. Gli indici dei prezzi residenziali sono costruiti con l'obiettivo di rappresentare le variazioni dei prezzi di mercato delle diverse tipologie di immobili residenziali acquistati dalle famiglie.

Per l'analisi del mercato dei mutui e del settore immobiliare viene adottata una frequenza trimestrale, in modo da rendere confrontabili le diverse serie e analizzare i tempi con cui le variazioni delle condizioni monetarie si associano all'evoluzione delle variabili considerate. Il tasso sui nuovi mutui viene espresso come media trimestrale dei dati mensili, mentre per compravendite e prezzi vengono considerate le rispettive serie trimestrali e le loro variazioni. L'osservazione delle variazioni assume particolare rilievo nell'analisi dinamica, poiché consente di valutare come le relazioni tra le variabili cambino nel tempo.

L'analisi si articola quindi in due fasi. La prima esamina la reazione immediata dei tassi di mercato alle informazioni inattese di politica monetaria, utilizzando le variazioni dell'OIS3M registrate nella *Monetary Event Window*, e successivamente la loro relazione con le variazioni dei tassi applicati ai nuovi mutui. Quest'ultima relazione viene esaminata dapprima attraverso le correlazioni contemporanee e ritardate e successivamente approfondita mediante una regressione lineare, nella quale la variazione trimestrale del tasso sui nuovi mutui costituisce la variabile dipendente, mentre la variazione contemporanea dell'OIS3M e quelle ritardate di uno e due trimestri sono considerate congiuntamente come variabili esplicative. La seconda fase considera il successivo passaggio dalle condizioni applicate ai nuovi mutui al mercato immobiliare, concentrando l'analisi quantitativa sulla dinamica dei prezzi delle

abitazioni. In questa fase le variabili vengono osservate con frequenza trimestrale, così da confrontarne l'evoluzione e analizzare eventuali differenze nei tempi di risposta.

I tempi di risposta rappresentano un elemento centrale dell'analisi. Mentre i mercati finanziari possono reagire quasi immediatamente alle nuove informazioni diffuse dalla BCE, l'adeguamento dei tassi applicati ai mutui, delle decisioni di acquisto e dei prezzi delle abitazioni può richiedere più tempo. Per questo motivo, oltre alle relazioni contemporanee, vengono considerate quelle ottenute introducendo progressivamente ritardi trimestrali, così da verificare se le associazioni tra le variabili risultino più evidenti nello stesso trimestre oppure a distanza di tre, sei, nove o dodici mesi. Nel passaggio dall'OIS3M ai tassi sui nuovi mutui, la variazione del tasso sui mutui di ciascun trimestre viene posta in relazione con l'OIS3M dello stesso trimestre e con i valori dell'OIS3M registrati uno e due trimestri prima, coerentemente con la specificazione adottata nella regressione, nel successivo confronto con la dinamica dei prezzi delle abitazioni l'orizzonte viene esteso fino a quattro ritardi trimestrali. Questi ritardi vengono utilizzati per esaminare le relazioni dinamiche tra le variabili.

L'obiettivo dell'analisi non è attribuire l'intera evoluzione del mercato immobiliare alla politica monetaria, ma verificare se i dati mostrino relazioni coerenti con il meccanismo di trasmissione esaminato e valutare come tali relazioni cambino considerando diversi ritardi temporali. La regressione ha quindi una finalità di approfondimento della relazione tra OIS3M e tassi sui nuovi mutui e non viene utilizzata per attribuire ai coefficienti stimati un'interpretazione causale. I prezzi delle abitazioni dipendono infatti anche da altri fattori macroeconomici e finanziari, che possono agire contemporaneamente alle variazioni delle condizioni monetarie.

4.2 La reazione dei tassi di mercato agli annunci della BCE

L'analisi si concentra inizialmente sulla reazione dei mercati finanziari alle decisioni e alle comunicazioni della BCE, con l'obiettivo di misurare l'effetto annuncio della politica monetaria sui tassi di interesse a breve termine. In una seconda fase, l'analisi verifica se le variazioni osservate in corrispondenza degli eventi di politica monetaria siano associate alla successiva evoluzione dei tassi applicati dalle banche italiane ai nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni.

Per individuare la componente inattesa della politica monetaria viene utilizzato il database *Euro Area Monetary Policy Database* (EA-MPD) elaborato da Altavilla et al. (2019). Il database misura le variazioni di diverse variabili finanziarie in finestre temporali ristrette intorno agli eventi di politica monetaria della BCE. L'utilizzo di dati ad alta frequenza consente di osservare la reazione dei mercati in prossimità della diffusione delle nuove informazioni, riducendo la possibilità che le variazioni registrate siano determinate da notizie estranee all'evento di politica monetaria.

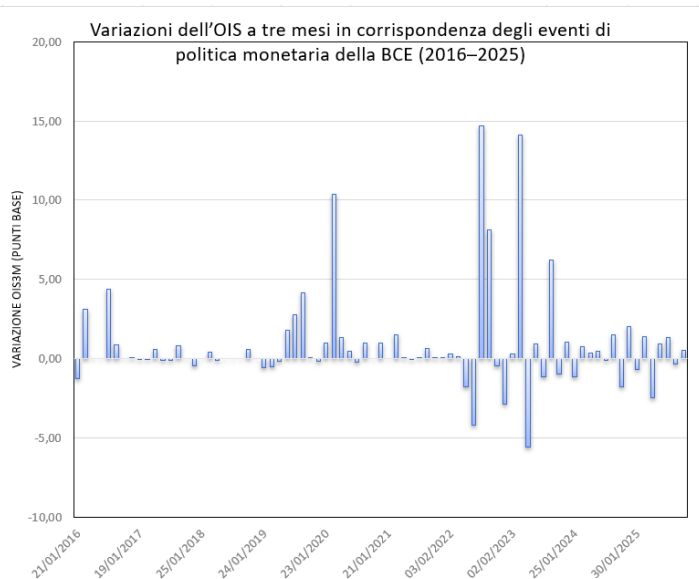
Tra le variabili presenti nel database è stata selezionata la variazione dell'*Overnight Index Swap* a tre mesi, indicata come OIS3M, considerando la *Monetary Event Window*. Quest'ultima considera la reazione del mercato nella finestra relativa al comunicato di politica monetaria e in quella relativa alla successiva conferenza stampa, permettendo di cogliere l'effetto complessivo delle informazioni diffuse nel corso dell'evento. La scelta della scadenza a tre mesi permette di concentrare l'attenzione sulla parte a breve della curva dei tassi e quindi sulle variazioni delle aspettative relative ai tassi di interesse nel breve periodo.

L'OIS3M viene quindi utilizzato nell'analisi come indicatore della componente inattesa di breve periodo della politica monetaria. Un valore positivo segnala che, in seguito alle informazioni diffuse dalla BCE, il mercato ha rivisto al rialzo le

proprie aspettative sui tassi a breve, un valore negativo indica invece una revisione al ribasso. Tale misura non deve essere interpretata come una semplice variazione del tasso ufficiale della BCE, poiché riflette la differenza tra le nuove informazioni ricevute dal mercato e quanto era già incorporato nei prezzi prima dell'evento.

Il campione comprende 79 eventi di politica monetaria tra il 2016 e il 2025. Le variazioni dell'OIS3M presentano una media pari a 0,82 punti base e una mediana pari a 0,05 punti base, mentre la deviazione standard è di circa 3,06 punti base. La mediana molto vicina allo zero segnala che la distribuzione delle variazioni è centrata su valori contenuti, mentre la differenza rispetto alla media riflette la presenza di alcuni episodi caratterizzati da movimenti di maggiore intensità.

Figura 4.1 – Variazione dell'OIS a tre mesi in corrispondenza degli eventi di politica monetaria della BCE (2016–2025).



Fonte: elaborazione propria su dati EA-MPD.

La figura 4.1 evidenzia alcuni eventi caratterizzati da movimenti più marcati. La variazione positiva più elevata si registra il 21 luglio 2022, quando l'OIS3M aumenta di 14,67 punti base. In quella riunione la BCE decise di aumentare i tre

tassi di riferimento di 50 punti base e specificò che il primo intervento nel processo di normalizzazione dei tassi era più ampio rispetto a quanto indicato nella riunione precedente. Il valore di 14,67 punti base non rappresenta quindi l'aumento del tasso ufficiale, ma la revisione delle aspettative del mercato sui tassi a breve registrata durante l'evento.

La variazione negativa più ampia, pari a -5,60 punti base, si osserva invece il 4 maggio 2023. In quella data il Consiglio direttivo aumentò i tre tassi di riferimento di 25 punti base, portando il tasso sui depositi presso la banca centrale al 3,25%. Nonostante l'aumento dei tassi ufficiali, l'OIS3M registrò una variazione negativa. Ciò mostra come il segno dell'indicatore dipenda non soltanto dalla decisione adottata, ma soprattutto da come essa si confronta con le aspettative che il mercato aveva formulato prima della riunione. Un aumento dei tassi può quindi essere accompagnato da una variazione negativa dell'OIS qualora le informazioni comunicate risultino meno restrittive di quanto precedentemente atteso.

Per mettere in relazione le sorprese osservate in occasione degli eventi BCE con i tassi sui mutui, i dati EA-MPD sono stati successivamente trasformati da frequenza per evento a frequenza trimestrale. Per ciascun trimestre è stata calcolata la somma algebrica delle variazioni dell'OIS3M registrate nei diversi eventi di politica monetaria. In questo modo si ottiene una misura della revisione cumulata delle aspettative sui tassi a breve associata alle comunicazioni della BCE avvenute all'interno dello stesso trimestre.

La variabile relativa ai mutui deriva invece dalle statistiche sui tassi di interesse bancari della BCE, che considera i tassi di interesse sui nuovi prestiti concessi alle famiglie italiane per l'acquisto di abitazioni. La serie è disponibile con frequenza mensile ed è espressa in percentuale annua. Per renderla

confrontabile con la misura trimestrale dell'OIS3M, è stata calcolata la media dei tre valori mensili appartenenti a ciascun trimestre.

Successivamente, per ciascun trimestre è stata calcolata la variazione del tasso medio sui mutui rispetto al trimestre precedente. La variabile utilizzata nell'analisi rappresenta quindi la variazione trimestrale del tasso sui nuovi mutui, espressa in punti percentuali.

Per una prima valutazione della relazione tra le due variabili, è stata calcolata la correlazione tra la variazione trimestrale dei tassi sui mutui e l'OIS3M, considerando sia il valore contemporaneo sia due ritardi trimestrali. La correlazione contemporanea è pari a 0,129, indicando una relazione positiva ma contenuta. Considerando la variazione dell'OIS3M registrata nel trimestre precedente, il coefficiente sale a 0,339, mentre con un ritardo di due trimestri si riduce a 0,152.

Il confronto tra i tre coefficienti mostra quindi che l'associazione più marcata emerge considerando l'OIS3M con un ritardo di un trimestre. Tale risultato suggerisce che la relazione tra le variazioni delle aspettative sui tassi a breve osservate in corrispondenza degli eventi BCE e quelle dei tassi applicati ai nuovi mutui risulti più evidente considerando un ritardo temporale. La reazione dei mercati finanziari alle nuove informazioni è infatti rapida, mentre l'adeguamento delle condizioni praticate dalle banche alla clientela può avvenire in maniera più graduale.

Per approfondire la relazione emersa dall'analisi delle correlazioni, è stata stimata una regressione lineare nella quale la variazione trimestrale del tasso medio applicato ai nuovi mutui costituisce la variabile dipendente. L'obiettivo è valutare se tale variazione sia associata alle variazioni dell'OIS3M registrate nello stesso trimestre e nei due trimestri precedenti, considerando simultaneamente i tre valori all'interno del modello. In questo modo è possibile osservare se la relazione

con i tassi sui nuovi mutui risulti più evidente nello stesso trimestre in cui si verificano le variazioni dell'OIS3M o a distanza di uno o due trimestri. La specificazione stimata è la seguente:

$$\Delta Mutui_t = \alpha + \beta_0 OIS3M_t + \beta_1 OIS3M_{t-1} + \beta_2 OIS3M_{t-2} + \varepsilon_t$$

dove $\Delta Mutui_t$ rappresenta la variazione trimestrale del tasso medio applicato ai nuovi mutui nel trimestre t . Le variabili $OIS3M_t$, $OIS3M_{t-1}$ e $OIS3M_{t-2}$ rappresentano invece la variazione cumulata dell'OIS a tre mesi registrata, nello stesso trimestre, nel trimestre precedente e due trimestri prima. I coefficienti β_0 , β_1 e β_2 misurano l'associazione tra ciascuna di queste variazioni dell'OIS3M e la variazione corrente del tasso sui nuovi mutui, tenendo conto contemporaneamente delle altre variabili incluse nel modello. Il termine α rappresenta l'intercetta, mentre ε_t raccoglie gli altri fattori che possono incidere sulla variazione dei tassi sui mutui e che non sono esplicitamente considerati nella regressione.

La regressione è stimata su 38 osservazioni trimestrali. Il coefficiente di determinazione R^2 , pari a 0,280, indica che le variabili incluse nel modello spiegano circa il 28% della variabilità osservata nella variazione trimestrale dei tassi sui nuovi mutui nel campione considerato. L' R^2 corretto, che tiene conto anche del numero di variabili esplicative inserite nella regressione, è pari a 0,216. Il test F consente invece di valutare la significatività complessiva del modello, il valore ottenuto è pari a 4,407, con un p-value di 0,010. Poiché tale valore è inferiore alla soglia del 5%, le variabili relative all'OIS3M considerate nel loro insieme risultano statisticamente significative nello spiegare la variazione dei tassi sui nuovi mutui.

Tabella 4.1 – Risultati della regressione tra variazione dei tassi sui nuovi mutui e OIS3M

	<i>Coefficienti</i>	<i>Errore standard</i>	<i>Stat t</i>	<i>p - value</i>
Intercetta	-0,066366934	0,045266631	-1,466133733	0,151800256
Variabile X 1	0,012580719	0,008659473	1,452827373	0,155439275
Variabile X 2	0,029765799	0,008607912	3,457958002	0,001482431
Variabile X 3	0,015293278	0,008659316	1,766106862	0,086356643

Fonte: elaborazione propria su dati EA-MPD e BCE.

L'analisi dei singoli coefficienti permette di comprendere più precisamente quale dei tre valori dell'OIS3M presenti la relazione più evidente con la variazione corrente dei tassi sui nuovi mutui. Il coefficiente relativo all'OIS3M dello stesso trimestre è positivo e pari a 0,0126, ma il relativo p-value, pari a 0,155, non consente di considerarlo statisticamente significativo ai livelli convenzionali. Non emerge quindi una relazione statisticamente significativa tra l'OIS3M contemporaneo e la variazione del tasso sui nuovi mutui.

Un risultato diverso emerge considerando l'OIS3M del trimestre precedente. Il coefficiente è positivo e pari a 0,0298 e presenta un p-value di 0,0015, risultando statisticamente significativo all'1%. Tra le variabili considerate nella regressione, è quindi l'OIS3M ritardato di un trimestre a mostrare la relazione statisticamente più netta con la variazione corrente del tasso sui nuovi mutui.

Il coefficiente relativo all'OIS3M di due trimestri prima è anch'esso positivo, con un valore pari a 0,0153. Il relativo p-value è pari a 0,086, il coefficiente non risulta pertanto statisticamente significativo al 5%, ma lo è considerando una soglia del 10%. La relazione appare quindi meno netta rispetto a quella osservata per il trimestre precedente.

I risultati della regressione sono coerenti con quanto emerso dall'analisi delle correlazioni e rafforzano l'indicazione di una relazione ritardata tra le variazioni dell'OIS3M e quelle dei tassi applicati ai nuovi mutui. Questo risultato non significa tuttavia che la trasmissione della politica monetaria richieda

necessariamente un trimestre. Indica piuttosto che, nel periodo e nella specificazione considerati, la relazione statisticamente più evidente si osserva tra l'OIS3M registrato nel trimestre precedente e la variazione corrente del tasso sui nuovi mutui. La regressione permette quindi di approfondire la relazione tra le variabili, ma non consente di attribuirle un'interpretazione causale.

I risultati devono tuttavia essere interpretati con cautela. Sebbene la regressione permetta di approfondire la relazione tra le variabili considerate e di valutarne la significatività statistica, la specificazione adottata non consente di identificare autonomamente un rapporto causale. L'andamento dei tassi sui mutui dipende inoltre da altri fattori, tra cui le condizioni di finanziamento delle banche, il rischio di credito e l'evoluzione generale dei tassi di mercato. L'analisi fornisce quindi un'indicazione della relazione temporale tra le variazioni dell'OIS3M registrate in occasione degli eventi di politica monetaria della BCE e l'evoluzione dei tassi applicati ai nuovi mutui in Italia.

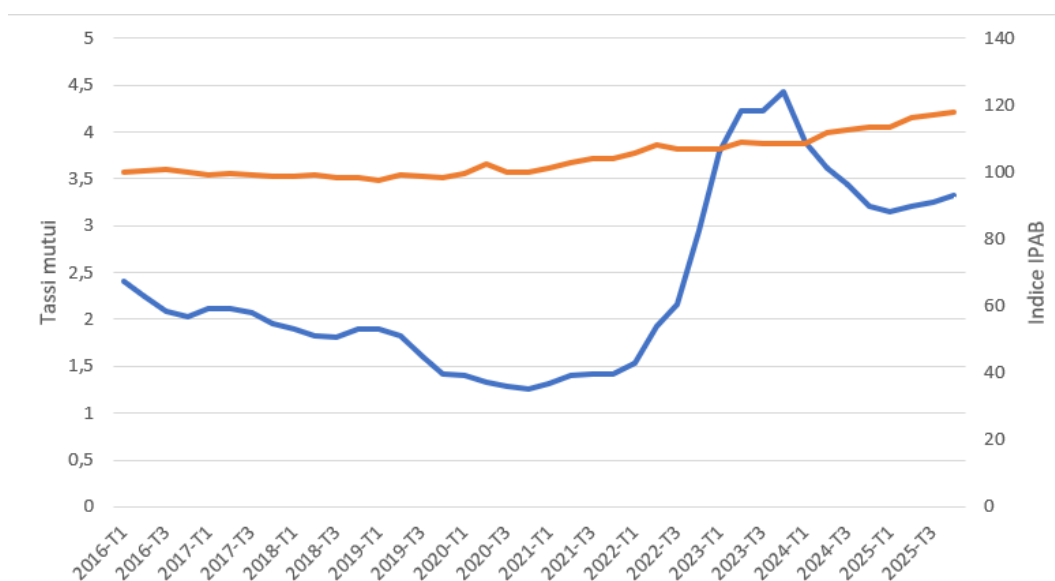
4.3 La catena di trasmissione al mercato del credito e all'economia reale: tempi e ritardi di impatto

L'analisi dell'effetto annuncio ha permesso di osservare la fase iniziale della trasmissione monetaria, nella quale le nuove informazioni diffuse dalla BCE vengono incorporate rapidamente nei tassi di mercato e si riflettono successivamente sulle condizioni applicate dalle banche ai nuovi finanziamenti. Il passaggio dai mercati finanziari all'economia reale avviene invece in modo più graduale. Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria è infatti caratterizzato da ritardi variabili e difficilmente prevedibili, poiché le variazioni dei tassi ufficiali incidono prima sui tassi di mercato e solo in un secondo momento sulle condizioni di finanziamento applicate dagli intermediari a famiglie e imprese.

Il sistema bancario svolge un ruolo centrale nella prosecuzione di questo processo. Le variazioni dei tassi di mercato influenzano il costo della raccolta e del finanziamento delle banche e vengono progressivamente trasferite ai tassi praticati alla clientela. Tale passaggio non è necessariamente immediato né completo, visto che dipende anche dalle caratteristiche degli intermediari. Il trasferimento delle condizioni del credito al mercato immobiliare rappresenta una fase ancora più graduale. Un aumento dei tassi sui mutui rende più oneroso il finanziamento per l'acquisto di un'abitazione e può quindi incidere sulla domanda e sulla dinamica dei prezzi. Le decisioni di acquisto richiedono infatti tempo e le caratteristiche dei contratti di mutuo possono attenuare o ritardare l'adeguamento alle nuove condizioni monetarie. In particolare, mentre le variazioni dei tassi si riflettono più rapidamente sui nuovi finanziamenti, i mutui già in essere, soprattutto se a tasso fisso, non registrano un adeguamento immediato. La trasmissione al mercato immobiliare può pertanto manifestarsi con ritardi maggiori rispetto alla reazione iniziale osservata sui mercati finanziari.

Per verificare come questa dinamica si sia manifestata nel mercato italiano, l'analisi considera il periodo compreso tra il primo trimestre del 2016 e il quarto trimestre del 2025. Ai tassi medi applicati dalle banche italiane ai nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni è stato affiancato l'Indice dei prezzi delle abitazioni (IPAB) pubblicato dall'ISTAT, esso misura l'evoluzione nel tempo dei prezzi degli immobili residenziali acquistati dalle famiglie. L'indice considera sia le abitazioni nuove sia quelle esistenti e consente quindi di rappresentare l'andamento complessivo dei prezzi del mercato residenziale italiano. Nell'analisi viene utilizzato l'indice generale, con base 2015=100. Entrambe le serie sono state considerate con frequenza trimestrale, in continuità con l'impostazione adottata nell'analisi precedente.

Figura 4.2 – Andamento del tasso sui nuovi mutui e dell'indice dei prezzi delle abitazioni in Italia (2016–2025)



Fonte: elaborazione propria su dati BCE e ISTAT.

L'andamento delle due serie mostra come le condizioni di finanziamento e i prezzi delle abitazioni abbiano seguito dinamiche differenti nel periodo considerato. Le variazioni dei tassi sui mutui non risultano accompagnate da un

adeguamento immediato e proporzionale dell'IPAB. Tale andamento suggerisce di non considerare soltanto la relazione contemporanea tra le due variabili, ma anche la possibile presenza di ritardi nella trasmissione. Occorre anche considerare che l'andamento dei prezzi delle abitazioni non dipende solamente dalle condizioni monetarie, ma risente anche di altri fattori, tra cui il reddito e le aspettative delle famiglie, le condizioni del mercato del lavoro e le caratteristiche dell'offerta di abitazioni.

Per approfondire questo aspetto, è stata inizialmente calcolata la correlazione tra la variazione trimestrale dell'IPAB e il livello del tasso sui nuovi mutui, considerando sia la relazione contemporanea sia ritardi compresi tra uno e quattro trimestri. I coefficienti ottenuti sono pari a $-0,034$ nel trimestre corrente, $-0,015$ con un ritardo di un trimestre, $0,031$ a due trimestri, $0,033$ a tre trimestri e $0,097$ a quattro trimestri. I valori, tutti prossimi allo zero, indicano che nel periodo esaminato non emerge una relazione lineare di intensità apprezzabile tra il livello del tasso sui mutui e la variazione trimestrale dei prezzi delle abitazioni.

Una seconda verifica è stata effettuata considerando le variazioni trimestrali di entrambe le grandezze, mettendo quindi in relazione la variazione dell'IPAB con quella del tasso sui nuovi mutui. Anche in questo caso sono stati considerati il trimestre corrente e ritardi fino a quattro trimestri. I coefficienti risultano pari a $-0,090$ nel trimestre corrente, $-0,160$ a un trimestre, $0,007$ a due trimestri, $-0,263$ a tre trimestri e $0,002$ a quattro trimestri.

Tabella 4.2 – Correlazioni tra i tassi sui nuovi mutui e la variazione trimestrale dell'IPAB

Ritardo	Tasso mutui – Δ IPAB	Δ tasso mutui – Δ IPAB
t	$-0,034$	$-0,090$
t-1	$-0,015$	$-0,160$
t-2	$0,031$	$0,007$
t-3	$0,033$	$-0,263$
t-4	$0,097$	$0,002$

Fonte: elaborazione propria su dati BCE e ISTAT.

Il coefficiente negativo più elevato in valore assoluto si osserva quindi con un ritardo di tre trimestri ed è pari a $-0,263$. Il risultato suggerisce una possibile associazione ritardata tra l'aumento del costo dei nuovi mutui e una dinamica più debole dei prezzi delle abitazioni. La relazione rimane tuttavia di intensità contenuta e non presenta un andamento regolare lungo i diversi ritardi considerati. Il valore osservato a tre trimestri non può quindi essere interpretato come prova di un effetto causale né come indicazione di un tempo di trasmissione stabile pari a nove mesi, ma rappresenta semplicemente la relazione negativa più marcata riscontrata nell'intervallo temporale analizzato.

I risultati ottenuti indicano quindi che, nel periodo 2016–2025, non emerge una relazione lineare semplice e stabile tra le condizioni di finanziamento e la dinamica dei prezzi delle abitazioni. Le correlazioni considerate evidenziano differenze a seconda del ritardo temporale adottato, ma non consentono di individuare una risposta uniforme dell'IPAB alle variazioni dei tassi sui nuovi mutui. L'analisi conferma pertanto l'importanza della dimensione temporale nel passaggio dalle condizioni del credito al mercato immobiliare, senza tuttavia identificare un ritardo costante nella risposta dei prezzi.

4.4 Discussione dei risultati e implicazioni per il mercato italiano

I risultati ottenuti consentono di ricostruire le diverse fasi attraverso cui gli impulsi di politica monetaria raggiungono il mercato immobiliare italiano. L'analisi ha mostrato che le informazioni diffuse in occasione degli eventi della BCE vengono rapidamente incorporate nei tassi di mercato, mentre la relazione con le condizioni applicate sui nuovi mutui risulta più evidente considerando un ritardo di un trimestre. Spostando l'attenzione verso i prezzi delle abitazioni, la relazione diventa invece meno evidente e non presenta un andamento altrettanto regolare. Ne emerge una trasmissione che assume caratteristiche differenti man mano che ci si allontana dalla reazione iniziale dei mercati finanziari.

La differenza tra questi passaggi assume particolare importanza nel caso italiano. Le condizioni applicate ai nuovi mutui rappresentano un collegamento diretto tra il sistema finanziario e le decisioni delle famiglie che ricorrono al credito per acquistare un'abitazione. Un aumento del costo del finanziamento riduce, a parità delle altre condizioni, l'importo che può essere sostenuto attraverso il debito e rende più oneroso l'accesso alla proprietà. La trasmissione della politica monetaria può quindi manifestarsi sulle possibilità di finanziamento e sulle scelte degli acquirenti prima di diventare chiaramente osservabile nella dinamica dei prezzi delle abitazioni.

Questo aspetto permette anche di interpretare la debole relazione riscontrata tra tassi sui mutui e IPAB. Nel mercato italiano il ricorso al credito ipotecario non interessa la totalità delle compravendite, pur rivestendo un ruolo importante. Nel 2025, il 45,9% degli acquisti di abitazioni effettuati da persone fisiche era assistito da mutuo ipotecario, mentre la restante parte veniva realizzata mediante capitale proprio, il ricavato della vendita di altri immobili o altre forme di sostegno familiare. La capacità delle condizioni creditizie di incidere sull'intero mercato risulta quindi meno diretta rispetto a un contesto nel quale la domanda di

abitazioni dipenda in misura maggiore dal finanziamento bancario. Ciò non riduce il ruolo del mutuo nel processo di trasmissione, ma aiuta a comprendere perché una variazione del suo costo non debba necessariamente tradursi in un movimento immediato e proporzionale dei prezzi.

Il ciclo monetario più recente rende particolarmente evidente questa distinzione. La fase restrittiva avviata nel 2022 si è accompagnata a un forte aumento del costo dei nuovi finanziamenti, modificando le condizioni alle quali le famiglie potevano accedere al credito. L'andamento dei prezzi delle abitazioni non ha tuttavia seguito in modo proporzionale la stessa dinamica. Nel 2025, ad esempio, il mercato residenziale italiano ha continuato a registrare una crescita dei prezzi, mostrando come il costo del mutuo rappresenti una delle variabili che incidono sulle decisioni di acquisto, ma non sia sufficiente, da solo, a spiegare l'evoluzione del valore degli immobili.

La lettura congiunta dei risultati suggerisce quindi che la relazione con la politica monetaria diventi progressivamente meno diretta lungo la catena di trasmissione. Il passaggio dalle comunicazioni della BCE ai tassi di mercato è rapido, mentre quello verso i nuovi mutui richiede un successivo adeguamento delle condizioni bancarie. Quando l'impulso monetario raggiunge il mercato immobiliare, esso interagisce con le modalità attraverso cui vengono finanziati gli acquisti e con le decisioni delle famiglie, rendendo meno immediata la risposta dei prezzi. Questa interpretazione è coerente con l'analisi svolta nel paragrafo 4.2, nella quale l'associazione tra OIS3M e variazione dei tassi sui nuovi mutui risulta più marcata considerando un ritardo di un trimestre. Il risultato trova ulteriore riscontro nella regressione stimata, tra le variabili considerate, il coefficiente associato all'OIS3M ritardato di un trimestre presenta la relazione statisticamente più netta con la variazione dei tassi sui nuovi mutui e risulta significativo all'1%. La regressione rafforza quindi l'indicazione di una relazione ritardata tra le

variazioni delle aspettative sui tassi a breve e quelle delle condizioni applicate ai nuovi mutui, senza tuttavia consentire di identificare un rapporto causale o un tempo di trasmissione stabile.

I risultati dell'analisi non indicano pertanto un'assenza di trasmissione al mercato immobiliare italiano, ma mostrano come essa assuma caratteristiche diverse nelle varie fasi del processo. Il collegamento risulta più riconoscibile nella componente finanziaria e creditizia, mentre diventa meno immediato quando l'attenzione si sposta verso i prezzi delle abitazioni, la cui dinamica dipende anche da altri fattori economici e strutturali. Nel caso italiano, le condizioni monetarie raggiungono il settore residenziale principalmente attraverso il costo e l'accessibilità del credito, ma la loro manifestazione sui prezzi dipende dal modo in cui famiglie e mercato reagiscono alle nuove condizioni di finanziamento.

4.5 Limiti dell'analisi empirica

L'analisi empirica svolta consente di esaminare le relazioni tra le informazioni di politica monetaria, l'andamento dei tassi sui nuovi mutui e la dinamica dei prezzi delle abitazioni in Italia. I risultati ottenuti devono tuttavia essere interpretati tenendo conto di alcuni limiti, legati sia alla metodologia adottata sia alla complessità del meccanismo di trasmissione monetaria.

Un primo aspetto riguarda il problema dell'endogeneità. La relazione tra politica monetaria e variabili economiche non si sviluppa in un'unica direzione, poiché le decisioni della BCE vengono adottate anche sulla base dell'evoluzione dell'inflazione, dell'attività economica e delle condizioni finanziarie. Di conseguenza, una relazione tra tassi di interesse e andamento del mercato immobiliare non permette di stabilire in quale misura le variazioni di una variabile siano direttamente determinate dall'altra. L'utilizzo delle variazioni dell'OIS3M rilevate in finestre temporali ristrette intorno agli eventi di politica monetaria consente di attenuare questo problema nella fase iniziale dell'analisi, permettendo di identificare con maggiore precisione la reazione dei mercati alle nuove informazioni diffuse dalla BCE. Tale approccio non elimina però le difficoltà di identificazione nelle fasi successive della trasmissione, quando vengono considerate variabili trimestrali come i tassi sui mutui e i prezzi delle abitazioni. Anche la regressione stimata per esaminare la relazione tra OIS3M e variazione dei tassi sui nuovi mutui deve essere interpretata in questa prospettiva, anche se consente di valutare complessivamente la relazione tra la variabile dipendente e i valori in contemporanea e ritardati dell'OIS3M, la specificazione adottata non permette di identificare autonomamente un effetto causale. I risultati devono quindi essere interpretati principalmente in termini di associazioni tra le variabili e non come stime di effetti causali.

Un secondo limite riguarda i tempi di trasmissione. Gli effetti della politica monetaria non raggiungono contemporaneamente i diversi segmenti dell'economia e i ritardi possono variare nel tempo. La reazione dei mercati finanziari alle nuove informazioni può essere molto rapida, mentre l'adeguamento delle condizioni bancarie e delle decisioni relative all'acquisto di abitazioni può richiedere periodi più lunghi. Nell'analisi sono stati considerati diversi ritardi trimestrali proprio per tenere conto di questa caratteristica, ma ciò non permette di individuare un intervallo temporale valido in modo stabile per l'intero periodo esaminato. Anche il risultato della regressione, che individua nel primo ritardo trimestrale la relazione statisticamente più netta tra OIS3M e variazione dei tassi sui nuovi mutui, non deve pertanto essere interpretato come prova dell'esistenza di un tempo di trasmissione costante pari a un trimestre. La frequenza trimestrale adottata per rendere confrontabili le diverse serie comporta una perdita di informazione sulle variazioni che si verificano all'interno del singolo trimestre.

Un altro elemento riguarda la presenza di fattori macroeconomici non considerati, che agiscono contemporaneamente alla politica monetaria. L'andamento del mercato immobiliare dipende anche dal reddito disponibile delle famiglie, dalle condizioni del mercato del lavoro, dall'inflazione, dalle aspettative degli operatori e dalle caratteristiche della domanda e dell'offerta di abitazioni. Nel periodo 2016–2025 si sono inoltre verificati eventi di particolare rilevanza, tra cui la pandemia e il successivo aumento dell'inflazione, che hanno modificato il contesto economico e finanziario nel quale si è svolta la trasmissione monetaria. Poiché tali elementi non sono inclusi direttamente né nelle correlazioni né nella regressione utilizzate nell'analisi, non è possibile separare completamente il loro contributo da quello associato alle variazioni delle condizioni monetarie.

Occorre inoltre considerare il livello di aggregazione delle variabili impiegate. Il tasso sui nuovi mutui rappresenta una misura media riferita all'intero mercato

italiano e non permette di distinguere le differenze legate alla tipologia di finanziamento, alle caratteristiche dei mutuatari o alle condizioni applicate dai singoli intermediari.

L'IPAB sintetizza l'andamento complessivo dei prezzi delle abitazioni a livello nazionale, mentre il mercato immobiliare italiano presenta differenze territoriali che possono determinare reazioni diverse alle medesime condizioni finanziarie. L'utilizzo di indicatori aggregati è coerente con l'obiettivo dell'analisi, ma non consente di cogliere pienamente questa eterogeneità.

Infine, l'orizzonte temporale considerato e il numero delle osservazioni disponibili richiedono cautela nell'interpretazione dei risultati. Il periodo 2016–2025 comprende fasi monetarie ed economiche molto differenti, ma la trasformazione delle variabili in frequenza trimestrale determina un numero relativamente contenuto di osservazioni. La regressione è infatti stimata su 38 osservazioni trimestrali, il numero relativamente contenuto di osservazioni rende opportuno utilizzare un modello semplice, con un numero limitato di variabili, e richiede cautela nell'estendere i risultati ottenuti oltre il campione considerato. Per questa ragione, l'analisi combina il confronto tra le serie, lo studio delle correlazioni contemporanee e ritardate e una regressione lineare, senza attribuire ai risultati ottenuti un significato causale.

Questi limiti non impediscono di utilizzare i risultati per valutare il percorso attraverso cui le condizioni monetarie si associano all'evoluzione del credito e del mercato immobiliare italiano, ma ne delimitano la portata interpretativa.

L'analisi permette comunque di individuare relazioni e differenze nei tempi di risposta delle variabili considerate. Una valutazione più approfondita degli effetti della politica monetaria richiederebbe invece l'utilizzo di strumenti più avanzati, un maggior numero di variabili e dati più dettagliati.

CONCLUSIONI

La politica monetaria influenza l'economia attraverso un processo di trasmissione che dalle decisioni della Banca Centrale Europea raggiunge progressivamente i mercati finanziari, il sistema bancario e le condizioni di finanziamento di famiglie e imprese. Nel mercato immobiliare, questo processo assume particolare rilevanza per il ruolo svolto dal credito ipotecario nelle decisioni di acquisto delle famiglie. La tesi ha approfondito tale meccanismo con riferimento al mercato italiano, analizzando il passaggio dalle decisioni della BCE ai tassi di mercato, ai tassi applicati sui nuovi mutui e alla dinamica dei prezzi delle abitazioni.

L'analisi teorica ha evidenziato come le variazioni dei tassi ufficiali non si trasferiscano direttamente alle condizioni applicate alla clientela, ma influenzino inizialmente i mercati monetari e finanziari. Le aspettative degli operatori svolgono un ruolo importante in questo processo, poiché le informazioni e le comunicazioni della BCE vengono incorporate rapidamente nei tassi di mercato. Le banche trasferiscono successivamente tali variazioni alle condizioni applicate ai finanziamenti. Il mercato dei mutui rappresenta quindi uno dei principali collegamenti attraverso cui le condizioni monetarie possono raggiungere le famiglie e il settore immobiliare.

Nel caso italiano, la trasmissione risente anche delle caratteristiche strutturali del mercato residenziale. Il credito ipotecario riveste un ruolo importante nell'acquisto delle abitazioni, ma non interessa la totalità delle compravendite.

L'evoluzione degli ultimi anni ha mostrato concretamente il funzionamento di questo processo. La fase restrittiva avviata dalla BCE nel 2022 si è accompagnata a un rapido aumento del costo dei nuovi finanziamenti, rendendo più oneroso

l'accesso al credito immobiliare. Con l'avvio della successiva fase di allentamento monetario, le condizioni sui nuovi mutui hanno invece iniziato a migliorare.

L'analisi empirica condotta sul periodo 2016–2025 ha permesso di approfondire questi passaggi. Nella prima fase sono state considerate le variazioni dell'OIS3M registrate in corrispondenza degli eventi di politica monetaria della BCE e la successiva evoluzione dei tassi sui nuovi mutui in Italia. L'analisi delle correlazioni mostra che l'associazione più marcata emerge considerando l'OIS3M con un ritardo di un trimestre. Tale risultato trova ulteriore riscontro nella regressione lineare stimata, nella quale sono state considerate congiuntamente la variazione contemporanea dell'OIS3M e quelle ritardate di uno e due trimestri. Tra le variabili incluse nel modello, il coefficiente associato all'OIS3M ritardato di un trimestre presenta la relazione statisticamente più netta con la variazione dei tassi sui nuovi mutui e risulta significativo all'1%. Nel complesso, i risultati indicano quindi che la relazione tra le variazioni delle aspettative sui tassi a breve e quelle dei tassi applicati ai nuovi mutui risulta più evidente considerando un ritardo di un trimestre, senza tuttavia consentire di identificare un rapporto causale o un tempo di trasmissione stabile.

Il passaggio dai tassi sui mutui ai prezzi delle abitazioni presenta invece una relazione meno evidente. Le correlazioni tra il livello del tasso sui nuovi mutui e la variazione dell'IPAB risultano prossime allo zero. Anche considerando le variazioni dei tassi sui mutui e diversi ritardi temporali, le correlazioni risultano deboli e irregolari, pur raggiungendo il valore negativo più elevato con un ritardo di tre trimestri. Non è quindi possibile individuare un tempo di trasmissione stabile né interpretare tali risultati come prova di un effetto causale dei tassi sui prezzi delle abitazioni. Nel periodo 2016–2025 non emerge, pertanto, una relazione lineare semplice e costante tra le condizioni di finanziamento e la dinamica dei prezzi immobiliari.

Il principale risultato che emerge dalla ricerca riguarda quindi la diversa intensità con cui la trasmissione monetaria può essere osservata lungo le varie fasi del processo. Il legame appare più riconoscibile nel passaggio dalle informazioni di politica monetaria ai mercati finanziari e da questi alle condizioni applicate sui nuovi mutui. La regressione rafforza questa interpretazione nella componente finanziaria e creditizia, mentre non modifica la maggiore cautela necessaria nell'interpretazione del successivo passaggio al mercato immobiliare. Quando l'impulso raggiunge il mercato immobiliare, la relazione diventa meno immediata, poiché il costo del credito interagisce con altri fattori che incidono sulle decisioni delle famiglie e sulla formazione dei prezzi.

In conclusione, il caso italiano evidenzia come il mercato dei mutui rappresenti un importante punto di collegamento tra politica monetaria e settore immobiliare, ma i risultati ottenuti mostrano anche la necessità di considerare la pluralità di fattori che intervengono nelle fasi successive del meccanismo di trasmissione. L'analisi empirica consente quindi di individuare una relazione più chiara nel passaggio dai tassi di mercato alle condizioni applicate sui nuovi mutui, mentre il collegamento con la dinamica dei prezzi delle abitazioni appare più debole e meno regolare.

BIBLIOGRAFIA

Affinito, M., Santioni, R. e Tomassetti, L. (2023), *Il ruolo dei fattori di domanda e offerta sui mutui immobiliari e sul credito al consumo delle famiglie italiane*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), n. 788, Banca d'Italia, Roma.

Agenzia delle Entrate – Osservatorio del Mercato Immobiliare (OMI) (2025), *Quaderni dell'Osservatorio del Mercato Immobiliare – Il credito immobiliare alle famiglie*, Agenzia delle Entrate, Roma.

Agenzia delle Entrate – Osservatorio del Mercato Immobiliare (OMI) (2026), *Statistiche trimestrali – Residenziale, IV trimestre 2025*, Agenzia delle Entrate, Roma.

Agenzia delle Entrate – Osservatorio del Mercato Immobiliare (OMI) (s.d.), *Statistiche trimestrali – Mercato residenziale*, Agenzia delle Entrate, Roma.

Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R. S., Motto, R. e Ragusa, G. (2019), “Measuring euro area monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, pp. 162–179, DOI: 10.1016/j.jmoneco.2019.08.016.

Arce, O., Koester, G. e Pierluigi, B. (2022), “Challenges for global monetary policy in an environment of high inflation: The case of the euro area”, *Información Comercial Española, ICE: Revista de Economía*, n. 929.

Banca Centrale Europea (2019), *Euro Area Monetary Policy Event-Study Database (EA-MPD)*, dataset associato ad Altavilla et al. (2019), European Central Bank, Frankfurt am Main.

Banca Centrale Europea (2021), *The ECB's Monetary Policy Strategy Statement*, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Banca Centrale Europea (2022), *Monetary Policy Decisions*, 21 luglio 2022, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Banca Centrale Europea (2023), *Monetary Policy Decisions*, 14 settembre 2023, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Banca Centrale Europea (2024), *Annual Report 2024*, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Banca Centrale Europea (2024), *General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Banca Centrale Europea (2024), *Key ECB Interest Rates*, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Banca Centrale Europea (2024), *Minimum Reserves*, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Banca Centrale Europea (2024), *Monetary Policy Decisions*, 6 giugno 2024, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Banca Centrale Europea (2024), *Open Market Operations*, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Banca Centrale Europea (2024), *Standing Facilities*, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Banca Centrale Europea (2024), *The Monetary Policy of the ECB*, 3^a ed., European Central Bank, Frankfurt am Main.

Banca Centrale Europea (2025), *Monetary Policy Decisions*, 5 giugno 2025, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Banca Centrale Europea (2025), *Monetary Policy Decisions*, 24 luglio 2025, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Banca Centrale Europea (2026), *The Euro Area Bank Lending Survey – First Quarter of 2026*, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Banca Centrale Europea (s.d.), *Bank Interest Rates – Loans to Households for House Purchase (New Business), Italy, Monthly*, ECB Data Portal, serie MIR.M.IT.B.A2C.A.R.A.2250.EUR.N.

Banca Centrale Europea (s.d.), *Transmission Mechanism of Monetary Policy*, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Banca d'Italia (2025), *Guida pratica al mutuo*, Banca d'Italia, Roma.

Banca d'Italia (2025), *Relazione annuale sul 2024*, Banca d'Italia, Roma.

Banca d'Italia (2026), *Banche e moneta: serie nazionali – aprile 2026*, Banca d'Italia, Roma.

Banca d'Italia (2026), *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia – II trimestre 2026*, Banca d'Italia, Roma.

Baptista, P., Dossche, M., Hannon, A., Henricot, D., Kouvavas, O., Malacrino, D. e Zimmermann, L. (2025), “The transmission of monetary policy: From mortgage rates to consumption”, *ECB Economic Bulletin*, Issue 4/2025, European Central Bank.

Bernanke, B. S. e Gertler, M. (1995), “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n. 4, pp. 27–48.

Dalla Fontana, S., Holz auf der Heide, M., Pelizzon, L. e Scheicher, M. (2019), *The Anatomy of the Euro Area Interest Rate Swap Market*, ECB Working Paper Series, n. 2242, European Central Bank, Frankfurt am Main.

De Bondt, G. J. (2005), “Interest Rate Pass-Through: Empirical Results for the Euro Area”, *German Economic Review*, vol. 6, n. 1, pp. 37–78.

De Jonghe, O., Benkovskis, K., Bielskis, K., Bonfim, D., Bottero, M., Briglevics, T., Cesnak, M., Dirma, M., Emir, M., Filep-Mosberger, P., Jouvanceau, V., Kaiser, N., Khametshin, D., Lalinsky, T., Grolmusz, V. M., Moretti, L., Nikitins, A. J., Nunnari, A., Rodriguez-Moreno, M. et al. (2025),

Household Borrowing and Monetary Policy Transmission: Post-Pandemic Insights from Nine European Credit Registers, Temi di Discussione (Working Papers), n. 1509, Banca d'Italia, Roma.

European Money Markets Institute (EMMI) (2024), *Euribor® Benchmark Statement*, EMMI, Brussels.

European Money Markets Institute (EMMI) (2024), *Euribor® Methodology*, EMMI, Brussels.

European Mortgage Federation (EMF) (2025), *Hypostat 2025: A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*, EMF, Brussels.

European Parliament and Council of the European Union (2016), *Regulation (EU) 2016/1011 on Indices Used as Benchmarks in Financial Instruments and Financial Contracts*, *Official Journal of the European Union*.

Freixas, X. e Rochet, J. C. (2008), *Microeconomics of Banking*, 2^a ed., MIT Press, Cambridge, MA.

Iacoviello, M. (2005), "House Prices, Borrowing Constraints and Monetary Policy in the Business Cycle", *American Economic Review*, vol. 95, n. 3, pp. 739–764.

Iacoviello, M. e Minetti, R. (2008), "The Credit Channel of Monetary Policy: Evidence from the Housing Market", *Journal of Macroeconomics*, vol. 30, n. 1, pp. 69–96.

Istituto Nazionale di Statistica (ISTAT) (2026), *Prezzi delle abitazioni (dati provvisori) – IV trimestre 2025*, 19 marzo 2026, ISTAT, Roma.

Istituto Nazionale di Statistica (ISTAT) (2026), *Prezzi delle abitazioni – I trimestre 2026*, ISTAT, Roma.

Lane, P. R. (2023), *The Euro Area Hiking Cycle: An Interim Assessment*, Dow Lecture, National Institute of Economic and Social Research, Londra, 16 febbraio 2023, European Central Bank.

Mishkin, F. S. (1996), *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*, NBER Working Paper n. 5464, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Mishkin, F. S. (2022), *Moneta, banca e mercati finanziari*, edizione italiana a cura di E. Beccalli, Pearson, Milano.

Rogoff, K. (1985), “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, n. 4, pp. 1169–1189.

Sirena, P. (2008), *La portabilità del mutuo bancario o finanziario*, Cedam.

Stiglitz, J. E. e Weiss, A. (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *American Economic Review*, vol. 71, n. 3, pp. 393–410.

Unione europea (2016), *Versione consolidata del Trattato sul funzionamento dell’Unione europea*, *Gazzetta ufficiale dell’Unione europea*, C 202, 7 giugno 2016.

Unione europea (2016), *Versione consolidata del Trattato sull’Unione europea*, *Gazzetta ufficiale dell’Unione europea*, C 202, 7 giugno 2016.

Woodford, M. (2012), *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposiu – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 185–288.

SITOGRAFIA

www.agenziaentrate.gov.it

www.bancaditalia.it

www.ecb.europa.eu

www.emmi-benchmarks.eu

eur-lex.europa.eu

www.hypo.org

www.istat.it