

LUISS



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Storia dell'economia e dell'impresa

L'Unione Europea alla prova di una crisi globale

Prof. Guido Tortorella Esposito

RELATORE

Alessandro Rostislav Neglia

Matr. 225911

CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

Indice

Introduzione

Capitolo I. L'Europa: storia dell'unificazione e potenziali limiti del modello economico

1.1 Le principali tappe dell'unificazione europea

1.2 L'euro: i limiti di una moneta unica in una unione di stati

1.3 Il rischio crisi nell'eurozona

Capitolo II. La Crisi Finanziaria del 2008 e la crisi dei Debiti Sovrani del 2010

2.1 Il 2008: una crisi finanziaria che arriva da lontano

2.2 Dalla crisi finanziaria del 2008 alla crisi dei Debiti Sovrani del 2010

2.3 Considerazioni sulla risposta europea

2.4 Crisi simili, strumenti diversi

Capitolo III. La Crisi Globale innescata dalla pandemia COVID-19

3.1 Cronistoria

3.2 La crisi economica

3.3 Conclusioni

Bibliografia

Sitografia

INTRODUZIONE

Il 31 dicembre 2019, le autorità cinesi comunicano all'Organizzazione Mondiale della Sanità che nella città di Wuhan si è diffusa una "misteriosa" forma di polmonite che fa registrare un numero insolitamente alto di decessi. L'11 febbraio 2020, l'OMS denomina il nuovo virus "COVID-19". Il 21 febbraio, si registra il primo caso italiano di positività al virus nella cittadina di Codogno. Nella prima metà del mese di marzo l'Italia registra un rapido aumento di casi di contagio ed il 9 marzo il governo dichiara il *lockdown* per l'intero paese. Il contagio si diffonderà rapidamente prima in Europa, poi negli Stati Uniti e progressivamente in tutto il mondo causando la sospensione a macchia di leopardo delle principali attività sociali ed economiche. I mercati finanziari tremeranno in bilico sull'orlo di una crisi globale. Non è l'incipit di un romanzo di "science fiction" ma la storia ancora in corso della pandemia "Covid-19" e della terza più importante crisi economica e finanziaria che l'Unione Europea ed il mondo occidentale abbiano conosciuto nell'ultimo secolo.

Il seguente elaborato si propone di ripercorrere la storia dell'Unione Europea e delle due precedenti crisi economiche che l'hanno investita analizzandone le cause ed i rimedi messi in atto. Tale analisi consentirà di delineare il quadro economico e politico Europeo alla vigilia della crisi del "Covid-19" e di discutere delle misure messe in atto nel corso dell'emergenza e programmate per fronteggiare la ripresa economica nel prossimo futuro.

Il seguente elaborato si articola in tre capitoli distinti.

Il primo capitolo "*L'Europa: storia dell'unificazione e potenziali limiti del modello economico*" verte sull'unificazione dell'Unione Europea e tramite una cronistoria vengono ripercorse le tappe di integrazione economica dalla formazione della *Comunità del Carbone e dell'Acciaio* fino ad arrivare alla formazione delle principali istituzioni con cui l'Europa coordina le proprie scelte politiche ed economiche. L'analisi si concentrerà sui vincoli imposti dal trattato di Maastricht in merito alle politiche di bilancio dei singoli Stati membri. Durante l'intero elaborato la tematica relativa ai parametri di convergenza risulterà di particolare importanza specialmente per comprendere a pieno la risposta europea alla *Crisi dei Debiti Sovrani*. Verrà esposta così l'impalcatura istituzionale ed economica su cui si fonda l'area valutaria europea e verrà proposto un confronto con il modello americano. L'obiettivo è quello di identificare quali fattori, insiti nel sistema economico, possano conferire efficienza ad un'area valutaria. L'analisi si basa sulla "*teoria delle aree valutarie ottimali*" (AVO) proposta dal premio Nobel per l'economia Robert Mundell.

Il secondo capitolo *“La Crisi Finanziaria del 2008 e la crisi dei Debiti Sovrani del 2010”* è incentrato sulle due crisi che hanno colpito rispettivamente gli Stati Uniti prima e l’Europa dopo. Dopo aver ripercorso le politiche neoliberiste statunitensi degli anni 70’, vengono proposte considerazioni in merito ai principali “colpevoli” della seconda crisi finanziaria più grave nella storia con particolare riferimento ai risvolti finanziari sull’economia reale statunitense. La globalizzazione ha permesso alla “Crisi dei mutui sub-prime” di riversarsi rapidamente nel panorama europeo intaccando profondamente la stabilità delle finanze pubbliche dei paesi all’interno dell’Eurozona. L’ eccessivo “feticismo da deficit” europeo ha prodotto, come risposta, politiche di austerità troppo severe e debilitanti per molti paesi che tutt’ora soffrono di ferite ancora aperte.

Il terzo capitolo *“La Crisi Globale innescata dalla pandemia COVID-19”* sposta l’attenzione su tematiche attuali ed in particolare sulla pandemia “Covid-19” che ha messo a dura prova i sistemi economici globali. L’Unione Europea è ad un bivio, lasciare che i fervori nazionalisti abbiano la meglio o impegnarsi per ricostruire una nuova identità europea in cui le politiche si coordinino per riuscire ad a fronteggiare la crisi con meno traumi possibili e al contempo perseguire obiettivi comuni. *“Qui si fa l’Europa o l’Europa muore”* (Luigi Zingales).

Capitolo I

L'Europa: storia dell'unificazione e potenziali limiti del modello economico

1.1 *Le principali tappe dell'unificazione europea*

“Non ci sarà pace in Europa finché gli stati continueranno a basarsi sulle rispettive sovranità nazionali” (Jean Monnet)

Per riuscire a comprendere la natura e l'origine del progetto di integrazione europea è necessario tornare indietro nel tempo, agli inizi della seconda metà del secolo scorso. In quegli anni il nostro continente soffriva di una ferita ancora aperta dovuta alle due guerre mondiali da poco concluse. La necessità di trovare un primo accordo embrionale di integrazione tra i paesi europei, è infatti identificabile in quel desiderio generalizzato di interrompere le ostilità tra gli stati e di costruire progressivamente un futuro di pace e di prosperità politica ed economica.

Ripercorrendo storicamente il processo che avrebbe dovuto portare all' integrazione prima economica e poi politica dell'attuale Unione Europea, e' possibile analizzare le misure progressivamente adottate dagli stati dell'Unione mediante il “modello di Tinbergen” (1969).

Tale modello sostiene che l'integrazione di due o più mercati in un sistema economico debba necessariamente presentare una serie di fasi che risultano imprescindibili per il raggiungimento dell'unificazione politica ed economica.

L'economista sottolineava come criticità la possibile presenza di differenze tra i vari sistemi che potessero rallentare e in qualche modo impedire questo processo. Nonostante ciò, il modello composto da fasi inserite in termini piramidali, con la completa integrazione economico monetaria posta al vertice della piramide, prevede che il raggiungimento della fase “successiva” implichi il raggiungimento dell'obbiettivo precedente.

I sei livelli progressivi di integrazione sono divisi in due macro aree che definiscono due diverse azioni da compiere. Le prime quattro fasi costituiscono la c.d. “integrazione negativa”, composta prevalentemente da azioni di eterocorrezione atte ad eliminare barriere di tipo commerciale che possano creare frizioni economiche nella circolazione dei beni. Le ultime due fasi rappresentano la c.d. “integrazione positiva”, atta ad inserire regolamentazioni e istituzioni che vigilino sulla reale

applicazione da parte degli stati delle regole imposte dal mercato unico e dall'unione economica e monetaria, composte perciò da azioni di eterocompensazione.

Appare chiaro come le due forme successive di integrazione possano essere riviste la prima in un'ottica di libero mercato, in cui si tende ad adottare un approccio tendenzialmente anglosassone, e la seconda in una serie di disposizioni che ci riportano, a livello economico, ad un modello di natura "renana"¹².

La prima fase di integrazione, e conseguentemente il primo "gradino" dell'ipotetica piramide di Tinbergen in termini economici, può essere rappresentata dalla stipula del "Trattato di Parigi" e dalla conseguente formazione della "comunità del carbone e dell'acciaio" il 18 Aprile del 1951.

L'accordo si prefiggeva come obiettivo, l'abbattimento di barriere doganali tra Italia, Francia, Germania Occidentale, Lussemburgo, Belgio e Paesi Bassi e la possibile prevenzione di conflitti tra gli stati aderenti, nella gestione del carbone e dell'acciaio sotto un aspetto geografico, politico ed economico.

A livello territoriale, le materie prime oggetto dell'accordo erano situate principalmente nei confini tra Francia e Germania; a livello politico, l'accordo si poneva l'obiettivo di evitare che i paesi aderenti potessero riarmarsi segretamente per avviare un eventuale nuovo conflitto bellico; a livello economico, secondo il "principio di libera concorrenza", l'abbattimento delle barriere commerciali avrebbe comportato la possibilità di mantenere i prezzi dei due beni bassi.

Tra i padri fondatori dell'accordo è doveroso ricordare i due ideatori francesi, Jean Monnet e Robert Shuman, i quali vedevano nel trattato la possibilità di iniziare un qualcosa di più vasto che una semplice riduzione di barriere commerciali. La CECA infatti, definita dallo stesso Shuman "un primo passo nella federazione d'Europa", riveste in termini storici un ruolo più importante di una semplice alleanza tra stati di natura commerciale; rappresenta il primo pilastro su cui si sarebbero venute a formare le radici di un'organizzazione di natura sovranazionale che coinvolgesse aspetti di natura economica e politica.

Nel 1957, i sei paesi aderenti alla CECA, ampliano gli accordi del "trattato di Parigi" e stipulano un nuovo accordo: "i Trattati di Roma". Questi ultimi, prevedono la formazione della CEE "*la comunità economica europea*" e la TCEEA "*la comunità europea dell'energia atomica*".

¹ Il modello "renano" si riferisce ad un sistema economico in cui le istituzioni pubbliche sono attivamente inserite nel tessuto imprenditoriale.

² NEDERGAARD P., SNAITH H., *'As I Drifted on a River I Could Not Control': The Unintended Ordoliberal Consequences of the Eurozone Crisis*, JCMS: Journal of Common Market Studies, 2015.

La CEE, entrata in vigore il 1 gennaio del 1958, rappresenta il naturale sviluppo della piramide di Tinberghen con l'abolizione delle barriere doganali nella circolazione dei beni tra i paesi aderenti.

La TCEEA, entrata in vigore tramite il trattato EURATOM, aveva come obiettivo principale, la gestione dell'energia atomica e il controllo di questa da parte dei sei paesi. Nel corso della storia il trattato non subì profondi mutamenti a livello legislativo come invece successe alla CEE che risultò un altro pilastro per l'Europa che conosciamo oggi.

La CEE, la TCEEA e la CECA rappresentano i tre pilastri di quelle che tutt'oggi vengono definite "comunità europee" che vennero ufficialmente unificate nel 1965 con il c.d "trattato di fusione", entrato in vigore il 1 luglio 1967.

Il documento ricopre una particolare importanza, perché per la prima volta si comprende la rilevanza di una regolamentazione comune che inzializza la formazione di istituzioni tramite la creazione di una commissione e un consiglio delle comunità europee unici che possano supervisionare la gestione dei beni oggetto dei tre trattati; il "trattato di fusione" rappresenta pertanto l'ingresso nella fase di "integrazione positiva".

Il primo vero allargamento della comunità risale al 1973, quando ai 6 paesi fondatori, si aggiungono rispettivamente Irlanda, Regno Unito e Danimarca. Tuttavia, proprio quell'anno, il conflitto arabo-israeliano produce forti shock nel mercato energetico e indirettamente sull'economia globale; l'aumento dei prezzi del petrolio e la limitazione nelle quote di esportazioni da parte dei paesi del Medio Oriente determinava una crisi che investiva tutta l'Europa causando una inevitabile volatilità dei prezzi dei beni ed un transitorio arresto del processo di sviluppo economico.

Nel 1981 aderì alla comunità, la Grecia; il Portogallo e la Spagna entrarono nella comunità europea, solo nel 1985. L'ambizioso progetto di unificazione politico-economica stava prendendo forma, ma si comprese come l'aumento degli stati membri e la contestuale crisi costringesse i protagonisti europei a catalizzare il passaggio da una fase embrionale di istituzionalizzazione, come quella del 1965, a una forma di regolamentazione più rigida ed efficiente.

E' necessario proiettarci nel 1985 quando vennero firmati gli "accordi di Shengen"; il trattato rispondeva alle esigenze formatesi in quegli anni, costituendo uno spazio comune di mobilità di persone e merci, con la totale elisione di frontiere tra gli stati membri.

Un anno più tardi nel 1986 e più precisamente il 17 febbraio, venne firmato l'"atto unico europeo" che andava ad emendare i trattati di Roma e a definire le funzioni e l'ambito di operabilità della Comunità economica europea.

L'obiettivo, era quello di porre le basi per un mercato libero interno supportato da una precisa regolamentazione di matrice politica.

Il testo era organizzato principalmente in due macro-aree: una prima parte composta da una "Dichiarazione solenne" in cui venivano esposti i principi cardine su cui l'unione europea avrebbe tentato di fare perno coadiuvata dalle possibili istituzioni sovranazionali che avrebbero vigilato sull'attuazione degli stessi; una seconda parte che riguardava principalmente la riforma della "comunità economica europea" in cui si designavano gli strumenti con i quali attuare i piani prestabiliti e le procedure di collaborazione in termini di politica monetaria.

La dichiarazione solenne poneva le radici per quell'azione di convergenza ("catching up") che permettesse l'eliminazione di fattori di discrepanza sociale ed economica dei paesi membri.

Venivano inoltre istituzionalizzati il "Consiglio europeo" e il "Parlamento europeo" prodotto della cooperazione politica tra gli stati grazie all'armonizzazione tra i sistemi legislativi.

La riforma della "comunità economica europea" introdusse principalmente il fondo strutturale di investimento di sviluppo regionale (fondo a gestione indiretta) ed il "sistema monetario europeo" (SME) che cercava di sopperire alla forte volatilità dei cambi dei paesi membri, coartando le politiche monetarie di questi ultimi al fine di mantenere tassi di cambio entro limiti prestabiliti.

Il sistema monetario introduceva anche una forma di contribuzione economica alla quale gli stati dovevano sottostare tramite il conferimento di una percentuale delle proprie riserve da destinarsi al fondo comune.

La riforma toccava anche l'ambito legislativo sotto un duplice aspetto: il primo prevedeva la formazione della c.d. "procedura di cooperazione" che pone le delibere del Consiglio sotto parere del Parlamento e della Commissione; il secondo introduceva le linee guida alle procedure di "cooperazione" in termini di politica estera e di politica di sicurezza comune.

Il 7 febbraio 1992, viene firmato da 12 paesi il "Trattato sull'unione europea" anche conosciuto come "Trattato di Maastricht"; l'accordo pone le basi per l'ultimo gradino della piramide di Tinbergen l'"unione economica e monetaria".

Il concordato, oltre a rafforzare l'identità europea tramite l'introduzione di 3 pilastri, introduce i parametri d'accesso per gli stati extra europei e getta le radici per la formazione e l'entrata in vigore della moneta unica: l'euro.

Tra i tre pilastri su cui si veniva a costituire l'Unione Europea, il primo prevedeva l'integrazione e il buon funzionamento della Comunità europea tramite uno spazio geografico in cui i cittadini

potessero sentirsi protetti a livello sociale ed economico e in cui muoversi liberamente; il secondo pilastro integrava la politica estera di sicurezza comune (PESC) che mirava a sostenere una politica attiva di difesa di valori comuni nei confronti dei paesi extra europei; il terzo pilastro faceva leva sul coordinamento in materia di giustizia e polizia.

Il trattato di Maastricht ricopre una particolare importanza al fine della disamina storica del processo di integrazione europea, poiché pone le basi per la moneta unica nell'Unione.

La proposta di una valuta comunitaria, a dir il vero, non era da attribuirsi ai primi anni 90', ma era stata avanzata ben prima di tale accordo e precisamente agli inizi degli anni 60'. L'idea fu poi accantonata a causa della crisi degli anni 70' con le conseguenti fluttuazioni dei prezzi.

Nel 1986 si comprende come la piena integrazione economica tra i vari paesi, non potesse prescindere dall'adozione di una valuta comune al fine di colmare le lacune generate dalle volatilità dei tassi di cambio delle singole monete nazionali. Il progetto di integrazione venne strutturato in 2 macro-fasi progressive che prevedevano il graduale abbandono delle valute locali e la graduale adozione dell'Euro: se nella prima fase le monete nazionali avrebbero continuato a circolare con lo stringente vincolo di tassi di cambio fissi, la seconda fase avrebbe previsto la sostituzione delle valute con l'attuale Euro.

Nel 1999, vennero creati gli organi predisposti alla gestione di una politica monetaria comune; vennero cioè istituiti la "Banca Centrale Europea" (BCE) ed il "sistema europeo delle banche centrali" (SEBC), diretti eredi dell'"Istituto monetario europeo" (IME) costituito nel 1994.

Al fine di rispettare quell'azione di convergenza su cui si basava e si basa tutt'ora il progetto europeo, il trattato esponeva i c.d. "criteri di convergenza"; regole che ogni stato doveva rispettare al fine di poter disporre dei requisiti di accesso e di adozione della moneta unica.

I 5 criteri, che si rivelarono da subito stringenti, prevedevano:

1. Un rapporto tra deficit pubblico e PIL non superiore al 3%.
2. Un rapporto tra debito pubblico e PIL non superiore al 60% (Belgio e Italia furono esentati).
3. Il tasso d'inflazione non superiore dell'1,5% rispetto a quello dei tre Paesi più virtuosi.
4. Il tasso d'interesse a lungo termine non superiore al 2% del tasso medio degli stessi tre Paesi.
5. La permanenza negli ultimi 2 anni nello SME senza fluttuazioni della moneta nazionale.

I parametri validi per i paesi già aderenti all'Unione Europea, rappresentarono anche i vincoli per il "lasciapassare" per tutti i paesi che avevano interesse a partecipare alla comunità e che ancora non vi si erano inseriti.

Il progetto europeo, assumeva quindi la conformazione di una vera e propria entità sovranazionale che guidasse le politiche dei paesi membri nel rispetto di principi comunitari.

Nei successivi 20 anni, vennero firmati altri due trattati: il "trattato di Amsterdam" nel 1997 e il "trattato di Nizza" nel 2001. Il contenuto e gli obiettivi dei due patti di natura principalmente giuridica, si configurarono in tre principali aspetti: nella necessità di ridisegnare e completare la struttura dei trattati comunitari; modificare la composizione delle varie istituzioni europee, rispettivamente Parlamento, Consiglio e Commissione ed identificare gli accordi che avrebbero guidato lo svolgimento delle politiche dei vari stati.

Una delle principali tematiche introdotte nel "trattato di Amsterdam" e successivamente modificata nel "trattato di Nizza", fu la c.d. "cooperazione rafforzata".

La procedura consente agli stati membri, di perseguire politiche comunitarie senza il consenso unanime degli altri stati all'interno dell'Unione Europea. Il principio giuridico trova la sua "ratio" nella possibilità per gli stati di accelerare l'iter burocratico nella formazione e attuazione di politiche che non sono prettamente inserite nelle politiche di cooperazione. E' anche possibile comprendere come tale regola trova origine in quelle diversità economico sociali che diversificano le varie aree europee che necessitano di politiche differenziate.

L'ultima modifica alla struttura dell'Unione europea, vissuta in tempi recenti, è il prodotto del "trattato di Lisbona" entrato ufficialmente in vigore il 1 dicembre 2009.

L'accordo ha conferito al Parlamento europeo la possibilità di designare gli obiettivi e quindi la dimensione politica da attuare all'interno dell'eurozona. Inoltre viene sancita la parità di poteri legislativi tra Parlamento e Consiglio.

In questo scenario, il Parlamento ricopre il delicato ruolo di garante e custode della "carta dei diritti fondamentali" custodita nel "trattato di Lisbona".

A tali misure si affianca infine, il conferimento di maggiori poteri ai cittadini a cui spettano il diritto di voto nei confronti dei membri che compongono il Parlamento.

Giunto a questo punto, il lungo percorso dell'unificazione Europea aveva portato ad una piena integrazione monetaria. In parallelo erano stati sviluppati gli strumenti necessari ad una

integrazione politica che potesse guidare le politiche economiche e monetarie. Tuttavia tale integrazione politica era ancora incompiuta.

1.2 L'euro: i limiti di una moneta unica in una unione di stati

I padri dell'Unione europea avevano ideato un'area valutaria, in cui l'imposizione di criteri di convergenza potesse rappresentare il volano di una crescita economica armonica. Ai governi era richiesta una limitazione del deficit del proprio bilancio statale non superiore al 3 per cento rispetto al proprio PIL ed un debito pubblico inferiore alla soglia del 60 per cento del PIL.

L'adozione di una valuta unica non significava semplicemente la rimozione delle valute nazionali e la libera circolazione delle persone; significava istituire una banca centrale, la BCE, che potesse condurre l'intera politica monetaria all'interno dell'eurozona. La scelta di costituire l'area valutaria significava così, l'imposizione della politica monetaria ai paesi membri.

Tutt'oggi infatti, la banca centrale svolge importanti funzioni come la fissazione dei tassi di interesse e di cambio e rappresenta il prestatore di ultima istanza verso tutti quegli istituti di credito che possono periodicamente soffrire di crisi di liquidità.

In generale la politica monetaria rappresenta uno degli strumenti più importanti di cui un paese può godere per rispondere a cicli economici negativi. Un'eventuale congiuntura economica negativa può essere interrotta ad esempio, tramite la riduzione dei tassi di interesse con la conseguente facilitazione dell'accesso al credito ed un aumento della competitività in termini di esportazioni.

L'istituzione di un'unione monetaria, non solo priva i singoli paesi del controllo sui tassi di interesse, ma abolisce anche i tassi di cambio, dal momento che la valuta è unica. Questo secondo aspetto risulta particolarmente delicato se si considera che molti paesi nel corso della storia hanno intrapreso svalutazioni competitive al fine di abbassare il prezzo delle merci nazionali rendendole più appetibili.

Proprio in merito alla bilancia commerciale, la disparità che si è manifestata tra gli import e gli export dei vari paesi, doveva essere sin da subito il sintomo più lampante che qualcosa non funzionasse. Il paese che presenta un saldo commerciale negativo è impossibilitato ad adottare svalutazioni della propria divisa nazionale³; l'eccesso di importazioni deve essere finanziato tramite

³ Normalmente l'eccesso di importazioni causa una riduzione del tasso di cambio che fa registrare un aumento dei prezzi per le importazioni rendendo le esportazioni più appetibili.

indebitamento. Si può ben capire però come quest'ultima soluzione non può che risultare provvisoria e non continuativa.

Il controllo centralizzato della politica monetaria può perciò funzionare a patto che le condizioni economiche dei vari paesi, che compongono l'area valutaria, risultino simili a tal punto che tutti possano risentire dei medesimi contraccolpi e possano mettere in atto interventi di politica economica che possano essere validi per l'intera area monetaria.

Nonostante il principio di similarità funga da volano per la buona riuscita di un'area valutaria, gli Stati Uniti, non presentano tale caratteristica; anzi, i vari stati mostrano un tessuto economico molto variegato a seconda della vocazione agricola o industriale. Inoltre, alcuni stati sono cronicamente in debito e altri sono prestatori netti.

E' lecito domandarsi dunque, quali fattori e quali strumenti abbiano permesso agli USA di costituire un'area valutaria tanto solida e coesa rispetto all'Europa⁴.

Il primo fattore meritevole di menzione, è l'unicità della lingua; la possibilità per ogni cittadino americano di spostarsi nel territorio statunitense con la consapevolezza di non soffrire un divario linguistico, rappresenta un aspetto che, nei momenti ad esempio di shock del mercato del lavoro di un determinato stato, non diventa preclusivo della scelta di emigrare verso un altro stato.

Naturalmente spostarsi tra i vari stati vuol dire per il cittadino sostenere dei costi ed in alcuni casi dover interfacciarsi con delle limitazioni lavorative derivanti da particolari abilitazioni che cambiano da uno stato all'altro. In Europa, nonostante la migrazione all'interno dell'Ue sia libera, le barriere linguistiche e culturali sembrano influenzare negativamente ed incidere in maniera molto profonda sul processo di integrazione dei cittadini europei all'interno dell'eurozona.

Un ulteriore problema è riconducibile all'approccio verso il mercato del lavoro. Se infatti negli Stati Uniti, i cittadini tendono ad emigrare verso gli stati in cui vi è più lavoro, senza che questa dinamica influisca concretamente sull'economia statunitense, in Europa le cose sono diverse. I vari stati, specialmente quelli più piccoli in termini di popolazione, hanno interesse a preservare una quantità di posti di lavoro sul proprio territorio al fine di stimolare l'economia, la cultura e l'identità del paese. Un italiano in Irlanda, nonostante l'apparente facilità di lavorare in un altro paese, rimarrà profondamente legato culturalmente e politicamente al paese di origine; aspetto che invece generalmente non sussiste per gli americani che migrano per motivi lavorativi in stati differenti da quelli di origine sentendosi comunque cittadini americani.

⁴ Joseph E. Stiglitz, *L'EURO*, (2018)

Un terzo fattore che conferisce al sistema statunitense una maggiore armonia economica è rappresentato dai meccanismi di adeguamento; eventuali crisi di singoli stati, vengono supportate dall'intero governo federale tramite aiuti automatici. Durante fasi economiche negative, i cittadini si rivolgono ai programmi assistenziali nazionali contro la disoccupazione che sono in gran parte finanziati dal governo federale. In Europa, il finanziamento non viene erogato tramite il bilancio federale, ma direttamente dal singolo stato; questo comporta che gli ammortizzatori sociali, gravino direttamente sul bilancio del paese già in crisi. Inoltre, la maggior discrezionalità del governo federale statunitense, consente a quest'ultimo di riallocare fondi, destinati ad esempio alla spesa militare, verso stati in difficoltà. In Europa, questa dinamica non si presenta a causa dell'esiguo bilancio dell'Unione disponibile per interventi anticiclici.

Mentre la fissazione di un tasso di interesse unico all'interno dell'area monetaria possa rappresentare una forte limitazione, negli Stati Uniti l'adozione di diversi strumenti di adattamento da parte di varie istituzioni statali supportate dal bilancio federale ha ridotto l'impatto di congiunture economiche negative⁵. Ciò ha messo in risalto quanto all'Europa manchino delle istituzioni complementari necessarie a far fronte a periodi di crisi dei singoli stati.

Secondo la teoria delle "aree valutarie ottimali" del premio Nobel Robert Mundell⁶, i due principali obiettivi da perseguire in uno spazio valutario affinché questo possa essere considerato ottimale, sono: il raggiungimento della piena occupazione all'interno di tutti i paesi ed un abbattimento, o quanto meno una riduzione, degli squilibri commerciali.

Gli strumenti di politica fiscale e monetaria generalmente impiegati per far fronte a cicli economici negativi sono tre: la riduzione dei tassi di interesse al fine di agevolare i consumi e gli investimenti; la riduzione del tasso di cambio per incentivare le esportazioni ed infine gli interventi di politica fiscale quali l'aumento di spesa pubblica o simmetricamente, la riduzione delle imposte⁷.

La valuta unica, elide i primi due interventi lasciando ai singoli stati la possibilità di mettere in capo interventi di politica fiscale. Se però analizziamo il quadro europeo e l'imposizione dei parametri di convergenza, è intuibile come il ricorso alla politica fiscale risulti particolarmente limitato se non nullo. L'aspetto più preoccupante, è che molti paesi all'interno dell'eurozona, per far fronte ai periodi di crisi, sono stati costretti ad adottare politiche fiscali restrittive per rientrare nei parametri di convergenza; il contrario di quanto avrebbero dovuto fare.

⁵ Un esempio di programmi assistenziali nazionali possono essere: *Medicaid* e *Medicare*

⁶ Robert Mundell, A theory of Optimum Currency Areas, in "American Economic Review" CI (1961), pp. 657-65.

⁷ I tre interventi rappresentano i principali strumenti, di vocazione keynesiana, per far fronte a crisi economiche

Analizzando ad esempio il rallentamento dell'economia durante la crisi del 2008, è possibile notare come tutti i paesi tranne il Lussemburgo abbiano sfiorato il rapporto deficit/PIL al 3 per cento, almeno una volta. Nonostante la crisi avesse profondamente contratto la domanda aggregata, gli stati si sono visti costretti ad aumentare la tassazione e a diminuire la spesa pubblica per rientrare nei parametri.

Le politiche di austerità, volte a far ripartire l'economia, hanno perciò ulteriormente indebolito il sistema economico.

Sin dalle origini, l'approccio monetario e fiscale europeo volto a far fronte a cicli economici negativi, si discostava dalla teoria keynesiana abbracciando l'idea che il taglio dei disavanzi pubblici avrebbe ricostituito la fiducia e incentivato gli investimenti a tal punto che i mercati avrebbero trovato al loro interno i giusti anticorpi. La teoria della fiducia o anche "confidence theory" risalente al presidente statunitense Herbert Hoover, non ha però mai trovato la sua conferma nel mondo reale. Il tentativo di riduzione del deficit, in prossimità della crisi del 1929, non trasferì alcuna forma di fiducia al mercato a tal punto da causare un vero e proprio crollo dei mercati finanziari.

Caratteristico il fatto che nessun modello macroeconomico anche di impronta neoliberalista, adotta questa teoria per fare proiezioni sul PIL. In oltre lo stesso FMI ha definito le politiche di austerità inefficaci sulla fiducia e quindi sull'economia⁸.

E' possibile comprendere come l'intera politica economica dell'Unione Europea, si divida su due fronti: da una parte vi è un rigore monetario e dall'altra un obiettivo di liberalizzazione dei mercati: "ciò è stato fatto anche per consentire alle grandi imprese multinazionali di riorganizzarsi e di sfruttare pienamente le economie di costo e le possibilità di finanziamento ovunque si trovino" (Augusto Graziani).

Questo "*feticismo del deficit*"⁹, rischia di risultare nocivo a causa di regole esageratamente semplicistiche come quelle descritte dai criteri di convergenza. Quest'ultime, rischiano di supportare politiche non adeguate e che non tengano conto dei trend economici, facendo incagliare i paesi più in difficoltà in circoli viziosi di politiche restrittive.

E' preoccupante notare, come i criteri di convergenza, coadiuvati alle politiche di austerità abbiano fatto registrare risultati discordanti e allo stesso tempo preoccupanti. I dati hanno confermato tale

⁸ Si veda, Dean Baker, *The Myth of expansionary Fiscal Austerity*, Center for Economic and Policy Research, ottobre 2010

⁹ Come viene definito dal premio Nobel per l'economia, Joseph e. Stiglitz

dinamica, individuando riduzioni del disavanzo molto inferiori alle aspettative a causa di forti rallentamenti delle varie economie che hanno inciso sul gettito fiscale facendo quindi registrare un aumento di spesa pubblica per gli ammortizzatori sociali.

La dinamica descritta, avvalorata la tesi della mancanza di strumenti correttivi europei per fare fronte alle crisi. Il premio Nobel per l'economia Milton Friedman, padre del paradigma monetarista e scettico sull'introduzione della moneta unica scriveva "Una valuta comune è un eccellente strumento monetario a certe condizioni, molto meno in altre. Che sia buono o cattivo dipende primariamente dai meccanismi di aggiustamento disponibili per assorbire gli shock economici e le dislocazioni che possono colpire le diverse entità parte di una valuta comune. I tassi di cambio flessibili rappresentano potenti meccanismi di aggiustamento e dunque bisogna riflettere bene prima di scegliere soluzioni alternative".

Un altro problema collegato agli spazi valutari, deriva dal rischio per i paesi di interfacciarsi con una duratura bilancia commerciale in negativo¹⁰. Questo aspetto fa sorgere, per il paese che registra importazioni maggiori alle esportazioni, la necessità di finanziare la differenza tramite indebitamento. L'impossibilità per un paese di attuare svalutazioni competitive, almeno in termini nominativi, lo priva della possibilità di accrescere la competitività dei prodotti tramite una svalutazione della moneta rispetto alle altre.

E' anche vero però che se i prezzi nel paese scendono, raffrontati a quelli altrui, come conseguenza di economia interna debole e di riduzione della domanda aggregata, si registrerà una diminuzione del tasso di cambio reale che conferirà un aumento della competitività sia nei confronti dei paesi dell'area valutaria, sia degli altri.

Le "svalutazioni interne", rappresentano uno tra i più importanti meccanismi di adattamento a disposizione dei singoli stati. Questa dinamica risulta ancora più marcata se riletta insieme alle politiche di austerità; se l'economia è vacillante e la domanda aggregata è carente, la deflazione sarà elevata e il meccanismo sarà teoricamente tanto più efficace e rapido.

E' importante notare come in questo clima di politiche rigorose, l'unico obiettivo per rispondere agli squilibri esterni da parte degli stati, sarebbe dovuto essere quello di non mantenere l'economia interna esageratamente forte, lasciando che le cose seguissero il loro corso.

¹⁰ KENEN P., The theory of optimum currency areas, 1969.

Al problema della bilancia commerciale negativa, gli stati rischiano così di doversi scontrare con il grosso problema della disoccupazione; è infatti vero che quest'ultima avrebbe comportato una flessione negativa dei salari e conseguentemente dei prezzi. Questo avrebbe incentivato i prodotti locali e di conseguenza le esportazioni ne avrebbero beneficiato a tal punto che l'economia sarebbe tornata ai livelli precedenti di occupazione.

Per quanto il meccanismo sembri teoricamente privo di grandi rischi, non tiene conto dei potenziali effetti sul tessuto sociale; il processo di adattamento non è immediato e così pensato comporta tanto dolore per tutti coloro che perdono il posto di lavoro. Per colmare tale lacuna, il sistema stesso avrebbe dovuto presentare delle solide "reti di sicurezza" alla base, tali da supportare tutta l'eventuale sofferenza generata dalla disoccupazione. Nella realtà dei fatti le politiche di bilancio particolarmente rigorose hanno incanalato i fondi sociali necessari verso altri capitoli di spesa.

I paesi dell'eurozona hanno adottato ampiamente le svalutazioni interne come strumento di risoluzione delle crisi. I dati tuttavia mostrano una tendenza dei prezzi dei paesi in crisi, ad aumentare meno rispetto ad altri paesi europei. E' opinione comune che questo meccanismo di potenziale adattamento economico non abbia fatto registrare i risultati attesi, o quanto meno, non sia riuscito a riportare i paesi ai livelli di piena occupazione.

In generale se in alcuni paesi le politiche della Troika hanno comportato flessioni sia in termini di domanda che di offerta, in altri le esportazioni non sono aumentate a sufficienza da contrastare le negatività riscontrate sul settore di tutti quei beni che non rientrano nel commercio internazionale; i c.d. "*nontraded goods*". Proprio in merito a questo secondo aspetto, i dati registrati nell'arco temporale compreso tra il 2010 ed il 2015, dopo la Crisi del Debito Sovrano, hanno mostrato solo un modesto aumento del tasso medio del volume delle esportazioni: l'1,75% di Cipro, l'1,18% per la Grecia, il 6,40% per l'Irlanda, il 4,58% per il Portogallo ed infine il 5,42% per la Spagna.

Per quanto tali dati non possano essere letti con ottimismo, può esistere un altro modo per diminuire il disavanzo commerciale; se è vero che la diminuzione dei redditi comporta anche una riduzione delle importazioni, allora si potrebbe ipotizzare un pareggio delle partite correnti al prezzo però di soffocare l'economia. E' proprio grazie a questo secondo meccanismo che molti paesi, tra i quali la Grecia, sono riusciti ad elidere gli squilibri della bilancia commerciale.

E' interessante interrogarsi su quali possano essere state le cause che non hanno permesso alle svalutazioni interne di funzionare, o quanto meno non risultare sufficienti. Ma qualsiasi sia la risposta a questo quesito, bisogna considerare che il meccanismo non per forza comporti una

riduzione salariale; e anche se questa riduzione si verificasse, non è detto che questa produca matematicamente un calo dei prezzi dei beni da esportazione.

A posteriori, le cause di questo semi-fallimento delle svalutazioni interne sembrerebbero ricondursi a quella rigidità salariale che impedisce flessioni nelle retribuzioni anche in presenza di alti tassi di disoccupazione¹¹. Molti economisti ritengono che tale problematica, si riscontri specialmente in quei paesi caratterizzati dalla forte presenza di sindacati coadiuvati ad interventi da parte degli stati volti a tutelare il lavoratore; tutto ciò creerebbe delle “*safety net*” che manderebbero il meccanismo delle svalutazioni interne in corto circuito. Questa dottrina economica però viene parzialmente smentita osservando come anche i paesi in cui i sindacati sono più deboli presentino alti tassi di disoccupazione.

Un'altra causa che spiegherebbe la natura della rigidità salariale, è individuabile nella teoria dei “salari efficienti” anche denominata “Shapiro–Stiglitz theory” dai due economisti che la formularono; la teoria si basa sul principio secondo il quale, nonostante i sistemi economici caratterizzati da alti tassi di disoccupazione potrebbero raggiungere una condizione di equilibrio tramite una riduzione dei salari, questi spesso non tendono a decrescere perché questo comprometterebbe la produttività dei lavoratori stessi. E' infatti comprensibile come l'abbassamento delle retribuzioni, causerebbe uno stato di incertezza tra i lavoratori che si ripercuoterebbe sulla produttività stessa; le imprese per evitare questo possibile calo di efficienza rispondono tenendo i salari più alti rispetto al livello che porrebbe l'offerta e la domanda di lavoro in equilibrio.

Vi è un ulteriore aspetto che può ulteriormente rallentare la crescita economica degli stati all'interno dell'eurozona in una condizione di crisi; i tassi di interesse in prossimità dello zero e in alcuni casi negativi.

Se è vero che la BCE controllando la politica monetaria, può stimolare l'economia degli stati più in difficoltà, è anche vero che le elite nazionali fondatrici dell'Europa, non si sarebbero aspettate un abbassamento dei tassi di interesse tanto marcato da raggiungere un punto in cui non sarebbe più stato possibile abbassarli, cioè lo zero.

¹¹ La BCE stessa, che pone come principale obiettivo il controllo sul fenomeno inflazionistico, ha rilevato nella stagnazione salariale il principale vincolo.

1.3 Il rischio crisi nell'eurozona

Come già enunciato i tassi di cambio fissi comportano, per i paesi in cui vigono, in coincidenza con periodi di crisi, lunghi periodi di disoccupazione ed una profonda inclinazione all'indebitamento nel caso in cui alla base non siano presenti strumenti ed istituzioni che possano controbilanciare gli shock negativi. Le crisi producono costi diretti ed indiretti che per dimensione e per durata possono influire sul sistema economico per anni intaccando la produttività del paese e quindi la crescita stessa.

La persistenza di deficit commerciali comporta, per i paesi che ne soffrono, la necessità per questi di finanziare la differenza tra importazioni ed esportazione tramite indebitamento o investimenti diretti; facendo riferimento cioè ad afflussi di capitale.

Il problema che può nascere dall'eccessivo indebitamento dello stato, si ricollega direttamente alla fiducia dei creditori, i quali percepiscono il rischio di non riuscire ad ottenere quanto prestato. Se a quanto detto aggiungiamo l'irrazionalità del mercato, è possibile comprendere come il "*sentiment*" dei prestatori non per forza presenta variazioni gradualistiche, ma al contrario può subire drastiche riduzioni che prescindano dall'*effetto notizia*. Questo arresto improvviso di afflussi di capitali, i c.d. "*sudden stops*", è prodotto da una parte dalla negazione da parte dei creditori di concedere dilazioni di pagamento allo stato e dall'altra dall'impossibilità per il paese di trovare ulteriori prestatori. In questo scenario, l'unica soluzione per il paese è quella di rinunciare alla propria sovranità economica, chiedendo fondi al FMI che eroga pacchetti di salvataggio subordinati a condizioni economiche particolarmente limitative.

Un altro problema che può scaturire da una prolungata bilancia commerciale in negativo, è l'infiacchimento della domanda aggregata. Salvo il caso che il paese non riscontri un drastico aumento degli investimenti, l'unica soluzione per il governo è quella di incentivare la spesa pubblica affinché vi sia un aumento in termini di produttività ed un aumento generale dell'occupazione. E' così possibile comprendere ancora la stretta relazione tra deficit commerciale e disavanzo pubblico.

In questa dinamica si riscontra l'importanza per il governo di elaborare dei piani di investimenti ponderati affinché la crescita di produttività, e la conseguente ripresa economica, siano sufficientemente stabili da attrarre investitori che pongano fiducia nel paese a tal punto da consentire al governo di finanziare gli investimenti effettuati. Nel caso in cui il governo non riuscisse a finanziare il disavanzo pubblico, le strade da percorrere si limiterebbero da una parte ad una politica fiscale restrittiva e dall'altra alla pericolosa soluzione del *signoraggio* coadiuvata al

grosso rischio di inflazione e nei casi peggiori ad iperinflazione come è avvenuto in paesi extraeuropei come in occasione della “Crisi Argentina”.

In generale le crisi possano presentare una duplice natura: le crisi economiche, cioè il prodotto di flessioni della domanda aggregata e della conseguente disoccupazione; le crisi finanziarie o di natura debitoria in cui i grandi creditori, quali le banche, non possono erogare prestiti alle aziende ed ai privati a causa dell'eccessivo indebitamento.

Per quanto risulti difficile concepire come uno stato possa non comprendere che l'indebitamento al quale sta andando incontro sia eccessivo ed immaginare che i creditori non riescano a riporre la giusta lungimiranza verso i propri debitori, le ragioni di questi due atteggiamenti possono essere spiegate.

Esse sono in gran parte riconducibili alla miopia del mercato finanziario ed ai suoi protagonisti. In generale la crisi americana del 2008 è l'esempio più lampante di come il mondo finanziario, trasportato da un'eccessiva euforia, non abbia riposto la giusta attenzione a quello che stava succedendo realmente. E' infatti giusto ricordare come i prestiti bancari siano volontari; e se è vero che da una parte vi è un mutuatario poco diligente, dall'altra però ci dovrebbe essere un prestatore responsabile che dovrebbe essere un esperto nella gestione dei rischi.¹² Se a quanto detto aggiungiamo la mancanza di altruismo politico che spesso i governi mostrano durante i propri mandati, il risultato non può che produrre incentivi, o quanto meno un'inclinazione, a perseguire la strada dell'agevolazione al credito, percepito come catalizzatore economico, e dall'aumento della spesa pubblica. Tutto ciò porterà ad una prosperità economica temporanea o comunque a breve termine, a spesa dei governi e delle generazioni future.

Inoltre esiste un ulteriore fattore, che può fornire una motivazione all'eccessivo indebitamento da parte di uno stato: i frequenti salvataggi nei confronti dei prestatori da parte di organismi sovranazionali (oggi è il FMI, domani la BCE e domani l'altro i governi stessi). L'indebitamento assume così una forma di opportunismo nel breve termine che verrà ripagato dalle generazioni future tramite interventi di “*bail-in*” in cui, socializzando le perdite, viene fatto ricadere l'onere sul settore privato.¹³

Vi è un terzo aspetto dell'Area Valutaria unica che, così come pensata nell'eurozona, ha costituito un rischio crisi: la moneta stessa, l'Euro.

¹² In letteratura economica i problemi di asimmetria informativa sono noti come “frizioni finanziarie” e rappresentano delle barriere al trasferimento efficiente di fondi nei mercati finanziari.

¹³ Joseph E. Stiglitz, *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Einaudi, 2002

Il progressivo accesso dei vari stati all'interno dell'eurozona, obbligava i vari paesi a dover confrontarsi inevitabilmente con la conversione della propria valuta in euro. Per quanto il tasso di cambio venisse calcolato in modo tale da non influire in maniera troppo negativa sul paese aderente, cioè non erodendo troppo né la competitività del paese in termini di importazioni ed esportazioni, né in termini di potere d'acquisto all'interno del paese stesso, con il tempo il tasso di cambio all'interno dell'eurozona ha registrato valori molto discordanti tra vari paesi; in alcuni era troppo alto ed in altri troppo basso. Ad esempio, nei paesi in cui il tasso risultava troppo elevato, la bilancia commerciale risultava sistematicamente in negativo. Una probabile percezione distorta del tasso di cambio da parte dei prestatori, euforici che la moneta unica avesse introdotto una florida era economica per tutta l'eurozona, spinse verso il basso i tassi di interesse. Se da una parte lo spread diminuì drasticamente, dall'altra gli stati, travolti da questa euforia, non persero tempo a indebitarsi grazie a tassi sempre più bassi.

Un esempio esplicativo di questa dinamica è ricollegabile al caso spagnolo in cui, il paese in pochi anni, aveva visto una notevole espansione del mercato immobiliare che ha dato vita in breve tempo ad una bolla speculativa che vedeva coinvolti gli istituti di credito. A dirla tutta, i politici spagnoli in quel periodo erano a conoscenza della bolla immobiliare che si stava venendo a formare. Gli interventi per arginare l'eventuale collasso del mercato immobiliare prevedevano una diversificazione dell'economia a tal punto da sorreggere economicamente il paese nel momento del tracollo. Al momento dello scoppio della bolla, nonostante tutto, i provvedimenti pensati non sono riusciti ad essere sufficientemente incisivi e il paese è caduto in una profonda crisi. Il caso spagnolo ripercorre una dinamica molto simile alle cause della crisi irlandese.

L'esempio della Spagna dimostra come il paese, inserito nell'area valutaria, si sia ritrovato inerme a livello di scelte di politica economica per contrastare la situazione che si stava venendo a creare. Il problema di base nella vicenda non è da attribuirsi tanto all'indebitamento, quanto all'impossibilità di intraprendere interventi statali che modificassero i tassi di interesse. Se il paese, avesse avuto una propria valuta, avrebbe potuto alzare i tassi di interesse per rallentare l'accesso al credito e impedire la formazione della bolla immobiliare. Così non è stato perché la moneta unica impedisce questi aggiustamenti per il singolo stato.

Se a questa dinamica aggiungiamo la vocazione neoliberista sulla quale l'Unione Europea stava facendo perno per stimolare l'economia in quegli anni, la Spagna avrebbe trovato molte difficoltà ad appellarsi ad una politica fiscale restrittiva fatta di imposte su plusvalenze o restrizioni sull'erogazione creditizia da parte delle banche.

Appare così un contesto fatto di euforia e simmetricamente di limitazioni in cui la miopia dei mercati e la necessità di rispettare i vincoli di bilancio imposti dal Trattato di Maastricht, hanno impedito a molti paesi, inseriti nell'eurozona, di intraprendere quanto fosse giusto per loro stessi e di essere adeguatamente preparati a fronteggiare le crisi che sarebbero venute.

Capitolo II

La Crisi Finanziaria del 2008 e la crisi dei Debiti Sovrani del 2010

2.1 Una crisi finanziaria che arriva da lontano

La crisi finanziaria statunitense, scoppiata nel 2007 ed anche rinominata *Grande recessione*, è considerata in ambito economico la seconda crisi finanziaria più grave della storia per dimensione e diffusione dopo la crisi del 1929 denominata anche la *Grande depressione*.

Le origini della *Grande recessione*, lontane dal continente europeo in termini sia temporali che geografici, sono da attribuire a quel movimento di politiche neoliberiste adottate dagli Stati Uniti negli anni settanta che, contrapponendosi all'ideologia economica keynesiana, ponevano l'accento sull'eliminazione della presenza dello stato dall'economia. E' intuibile come tale filone di pensiero economico, non fosse altro che il prodotto di quelle dottrine liberiste generate dagli economisti della *Scuola di Chicago* che, subito dopo la *Grande depressione*, erano state etichettate come non idonee a fronteggiare i problemi delle nuove economie moderne.

Le politiche neoliberiste, supportate apertamente dal presidente statunitense Ronald Regan e dal primo ministro del Regno Unito Margaret Thatcher dagli inizi degli anni ottanta, ponevano l'accento, oltre che sulla deregolamentazione statale, sulla riduzione della spesa pubblica e dell'imposizione sul reddito. Inoltre, il *reaganismo* abbracciava l'idea comune che i governi avrebbero dovuto prestare particolare attenzione al fenomeno inflazionistico tramite il rafforzamento della propria valuta ed un intervento da parte dello stato sul fronte della domanda aggregata che potesse sostenere ed incentivare l'economia a raggiungere gli obiettivi prestabiliti¹⁴.

In questo clima, vennero condotti importanti interventi di liberalizzazione dei mercati associati ad estese privatizzazioni di istituzioni finanziarie, quali le banche ed imprese, fino a quel momento in possesso dello stato a causa del loro salvataggio dopo la crisi del '29. Tuttavia, questo processo di progressiva liberalizzazione si associò al permanere di una elevata richiesta da parte dei cittadini americani di servizi pubblici ed in generale di mantenimento del *welfare state*, ai quali erano stati abituati durante il periodo di crisi. Ciò causò un progressivo aumento del debito pubblico.

In quegli anni sia gli Stati Uniti che gran parte dei paesi occidentali dovettero inoltre interfacciarsi con la crescente globalizzazione dei mercati e del settore finanziario. Il fenomeno, che si

¹⁴ Ennio De Simone, *Storia economica dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica*, 2014.

configurava come propulsivo allo sviluppo, presentava nuove opportunità ma anche nuove difficili sfide per le imprese e più in generale per l'economia. Infatti, le politiche che fino a poco tempo prima dovevano tener presenti prevalentemente gli equilibri di singoli paesi, ora dovevano confrontarsi con un panorama mondiale di più ampio respiro.

La *finanziarizzazione dell'economia* inserita in questo scenario subì una tale crescita che coinvolgendo gli investitori istituzionali, quali fondi pensione, compagnie di assicurazione e banche, negli scambi economico-finanziari, portò le istituzioni finanziarie a marcare ulteriormente la vocazione speculativa nel breve termine tramite la negoziazione di titoli e l'uso di strumenti finanziari innovativi. Specialmente nei primi anni del 2000, nel mondo finanziario vennero forgiati tutta una serie di nuovi strumenti creati per far fronte alle nuove e più variegate necessità degli operatori economici: i derivati.

Gli strumenti derivati sono dei titoli con valore variabile in base ad un'attività finanziaria sottostante o un indice; nella pratica trovano la propria funzione in termini di copertura, arbitraggio o speculazione.

Il forte assetto neoliberista delle politiche americane e la formazione di un mercato finanziario tanto globalizzato quanto veloce nelle transazioni, permise agli Stati Uniti di costituire un sistema economico dinamico supportato da una valuta solida come il dollaro. Tutto ciò causò un profondo ottimismo nell'ottica degli investitori che permise al panorama economico statunitense di attirare capitali da altri paesi. La crescita del valore della *Borsa americana* subì un'impennata del 110% nel periodo tra il 2002 ed il 2004.

Questa forte euforia spinse le banche statunitensi a concedere prestiti a privati senza prestare troppa attenzione a quale fosse il reale merito creditizio dei soggetti richiedenti; fu proprio il settore immobiliare ad essere il più colpito da questa vivacità generalizzata. Gli istituti di credito, iniziarono così ad erogare prestiti per l'acquisto di abitazioni che si configuravano come particolarmente rischiosi in termini di solvibilità da parte del debitore. Questa tipologia di mutui, che viene definita *sub-prime* per indicare il mediocre merito di credito, si distaccava dai *prime loan* che al contrario, rappresentano la classe di prestiti più sicuri.

E' infatti importante notare come prima del 2000, le istituzioni finanziarie che erogavano prestiti, attribuivano particolare importanza a quale fosse la situazione patrimoniale del soggetto prenditore. Questa pratica fu rivoluzionata tramite l'introduzione di nuove tecnologie atte a valutare matematicamente e quantitativamente l'esposizione al *rischio di credito* per nuove classi di mutui immobiliari dal carattere particolarmente rischioso. Tra i più importanti metodi di valutazione, vi è

il *FICO score* che prende il nome dalla compagnia che lo ideò la *Fair Isaac Corporation*. Il modello si prefiggeva l'obiettivo di predire eventuali insolvenze da parte di debitori tramite il calcolo di un valore numerico.

La conseguente riduzione dei costi di transazione nell'erogazione creditizia, permise alle banche statunitensi di far evolvere il proprio modello di concessione dei prestiti in accordo con il presupposto che il credito rimanesse in bilancio fino al termine dello stesso, il c.d. *Originate To Hold*. Si sviluppò una nuova forma di concessione basata sulla *cartolarizzazione* del titolo, il c.d. *Originate to Distribute*, in cui il mutuo stesso veniva accorpato ad un titolo di debito standardizzato con la possibilità di essere ceduti entrambi ad altri istituti di intermediazione finanziaria.

Il processo di cartolarizzazione unito alla formulazione di nuovi strumenti derivati, permise agli intermediari che erogavano i prestiti *sub-prime*, di costituire uno strumento innovativo: i *Collateralized Debt Obligation* o anche CDO. Quest'ultimi sono obbligazioni che hanno collateralmente uno o più debiti come garanzie al loro interno e che a loro volta sono garantiti da altre obbligazioni: le *Asset-Backed security* o semplicemente ASB. Questa tipologia di strumenti prevede che vi sia una *società veicolo* o *SPV* che, acquistando il titolo, separa i flussi finanziari in base al grado di rischio derivante dalle varie attività. Il meccanismo di cartolarizzazione è così costituito da due differenti fasi: se nella prima, vi è una sostituzione del creditore nel prestito tramite l'acquisizione del credito da parte delle SPV nei confronti delle banche erogatrici, nella seconda, la società veicolo si indebita sul mercato tramite l'emissione di titoli obbligazionari.

La divisione in *tranche* prevede che le obbligazioni, valutate singolarmente tramite un livello di rating, vengano pagate in ordine crescente di rischio e quindi simmetricamente anche di interesse. Nella letteratura finanziaria vengono suddivisi i flussi in cinque diverse classi di rischio: *CDO super senior tranche*, *CDO senior tranche*, *CDO senior*, *CDO mezzanine tranche* ed *equity tranche*. In generale questa tipologia di strumento è caratterizzata da una grande problematica: la presenza di garanzie sottostanti unita a questa minuziosa divisione per classi di rischio può rendere particolarmente complessa l'individuazione del reale soggetto possessore dell'attività.

La dinamica così descritta, vedeva le banche erogatrici di mutui rischiosi, coprirsi dal rischio di insolvenza tramite l'accorpamento di tali prestiti in strumenti finanziari che, mediante la cartolarizzazione, venivano successivamente immessi nei mercati finanziari di tutto il mondo.

In questo clima si stava manifestando una dinamica particolarmente rischiosa; molti investitori propensi al rischio, convinti che le prospettive per il mercato immobiliare avrebbe visto i prezzi delle abitazioni crescere, si indebitavano eccessivamente con l'illusione che se nel caso non fossero

più stati in grado di ripagare i finanziamenti accesi, avrebbero potuto rivendere l'immobile per adempiere al proprio debito. Inoltre gli intermediari da un lato incentivavano i privati ad aprire mutui che non potevano permettersi, dall'altro, in virtù della normativa troppo liberale, celavano alle famiglie le informazioni che avrebbero permesso loro di valutare correttamente le condizioni dei prestiti.

Un altro fattore cruciale, è l'operato delle agenzie di rating in quel periodo. Queste da un lato fungevano da principali consulenti nella formazione dei CDO ed in generale di strumenti complessi, dall'altro valutavano e classificavano il rischio di insolvenza a livello obbligazionario. Si può comprendere facilmente come questa duplice funzione potesse comportare un conflitto di interessi per le agenzie che, se da una parte ricevevano elevate commissioni per la consulenza, dall'altra erano spinte a gonfiare spropositatamente i giudizi di questa tipologia di prodotti finanziari al fine di incentivarne la vendita.

Il mercato dei mutui subprime stava così assumendo dimensioni mastodontiche anche grazie al prezzo degli immobili in rapida crescita foraggiato dalla florida economia americana che in quegli anni percepiva grandi afflussi di capitali provenienti da Cina ed India. Se non bastasse, la politica monetaria della FED, a cavallo tra il 2003 ed il 2006, era volta a stimolare l'economia tramite il mantenimento di tassi di interesse particolarmente bassi. Questo aspetto si riversò inevitabilmente anche sul mercato dei mutui immobiliari incentivando l'accensione di prestiti ad interessi esigui¹⁵.

In poco tempo, la relazione inversa tra aumento dei prezzi degli immobili e gli standard richiesti per l'accesso ai mutui subprime, causò nel panorama statunitense il fenomeno del *piggyback mortgage*, cioè la possibilità per i richiedenti di aprire più prestiti.

Il mercato immobiliare americano era ora una gigantesca bolla speculativa in cui i prezzi delle case non riflettevano più il reale valore delle stesse ed il perverso meccanismo finanziario su cui si reggeva era pronto a crollare.

Nel 2006, dopo che il mercato immobiliare aveva registrato le quotazioni massime, il valore delle abitazioni iniziò a calare drasticamente mettendo in luce una dinamica che vedeva coinvolti i debitori dei mutui sub-prime; fu subito chiaro come su molti di questi gravassero dei prestiti di valore superiore all'immobile stesso. In ambito finanziario tale fenomeno è definito *underwater loan*. La risposta a questo collasso dei prezzi fu quella, per molti debitori, di abbandonare semplicemente la casa dichiarandosi quindi ufficialmente insolventi. In poco tempo il fenomeno si

¹⁵ John B.Taylor, *Housing and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City 2007, pp. 463-476

espanse a macchia d'olio e si verificarono 1,6 milioni di pignoramenti da parte degli istituti di credito che avevano erogato i prestiti. Il valore degli strumenti derivati su cui si poggiavano i prestiti, subirono una tale flessione che ciò si riversò sul valore delle attività bancarie e conseguentemente sul loro capitale netto.

Tutto ciò comportò, per le banche, una sfrenata corsa alla vendita delle attività iscritte in bilancio al fine di recuperare i fondi necessari a far fronte alle perdite. La dinamica sembrava ripercorrere quel *deleveraging* vissuto dal sistema bancario statunitense durante la Grande depressione con lo stesso risultato di un netto rallentamento dell'economia.

La discesa sfrenata dei prezzi degli immobili, che dal 2007 al 2009 registrò una flessione del 25%, si riflesse rapidamente sull'intero mercato finanziario quantificando una perdita del valore dei titoli del 50% nei due anni. Questo clima di incertezza, unito alle quotazioni al ribasso, costrinse gli istituti di credito ad alzare repentinamente per famiglie ed imprese il costo del credito, anche definito *spread creditizio*; ciò aggravò ulteriormente lo stato economico del paese, registrando una netta contrazione degli investimenti e dei consumi.

Il culmine di questo tracollo finanziario, fu raggiunto nel 2008 quando molte delle principali banche americane dovettero prendere misure radicali. A marzo dello stesso anno per esempio, la quinta banca americana a livello di investimenti, la Bear Stearns si fece acquisire da J.P Morgan Chase per un valore del 7% rispetto al valore di mercato registrato solamente l'anno precedente. Molte altre società invece furono poste sotto amministrazione controllata dal governo statunitense che, tramite il Tesoro e la FED, ne dirigeva di fatto l'operato. Tra le più grandi ricordiamo la Fannie Mea e Freddie Mac¹⁶. Il 14 settembre 2008, la Merrill Lynch, la terza banca americana per dimensioni, fu costretta all'acquisizione da parte di Bank of America. Il giorno successivo la Lehman Brothers, banca di investimenti con un attivo totale di 600 miliardi di dollari, appellandosi al *Chapter 11*, dichiarò istanza di fallimento consegnandosi alla storia come il più grande caso di fallimento bancario.

L'amministrazione Bush comprese subito l'importanza di salvare il sistema bancario dal collasso per evitare un'ulteriore ripercussione negativa sull'economia. Il 3 ottobre 2008, lo stesso presidente George W. Bush firmò il programma di ricapitalizzazione del sistema finanziario nominato *Emergency Economic Stabilization Act*. La legge produsse il *Troubled Asset Relief Program* (TARP), programma di investimenti governativi, atto all'acquisto dei titoli garantiti da ipoteca al fine di iniettare liquidità per tutte quelle istituzioni finanziarie in difficoltà. La seconda fase del

¹⁶ Ben S. Bernanke, *La Federal Reserve e la crisi finanziaria. Quattro lezioni*, 2014, Il Saggiatore

programma era invece stata pensata per permettere l'acquisto di azioni di banche ed altre istituzioni, da parte del governo. L'intero pacchetto di salvataggio vide un costo complessivo di 700 miliardi di dollari. L'investimento governativo in titoli azionari ha prodotto entrate di circa 441 miliardi a fronte di un esborso di 426 miliardi. Secondo il Dipartimento del Tesoro, nel report pubblicato nei primi giorni di settembre del 2013, nominato "La crisi finanziaria cinque anni dopo: risposte, riforme e progressi", scriveva: "il TARP ha aiutato a stabilizzare il sistema finanziario fornendo capitali a più di 700 istituti bancari di tutta la Nazione in modo che potessero continuare a supportare le economie locali con prestiti ed investimenti. Oggi le banche hanno restituito il 99% dei fondi investiti dal Tesoro e quest'ultimo ha già realizzato guadagni provenienti da dividendi, warrant e altre entrate. E se in passato le partecipazioni delle banche nel TARP superavano il 98%, oggi la percentuale è scesa sotto l'1%."

2.2 Dalla crisi finanziaria del 2008 alla crisi dei Debiti Sovrani del 2010

La crisi finanziaria americana dei mutui sub-prime, a causa di quella crescente globalizzazione finanziaria vissuta negli anni '90, aveva colpito inevitabilmente anche il continente europeo e specialmente quei paesi con mercati finanziari più sviluppati. Il primo vero dissesto bancario europeo, è da attribuirsi alla Northern Rock, banca britannica che aveva forti implicazioni nel mercato dei derivati strutturati. Altre banche importanti come la francese BNP Paribas risentì del declassamento da parte delle agenzie di rating dei titoli garantiti da ipoteca.

La situazione macroeconomica europea all'alba della crisi americana era caratterizzata dalla presenza di bassi tassi di interesse; se da una parte le autorità di vigilanza europee per molti anni avevano valutato i titoli dei debiti dei vari membri dell'eurozona come *risk free* o comunque particolarmente sicuri, dall'altra le politiche monetarie sostenevano l'idea che una facilitazione al credito fosse la chiave di volta per una crescita economica.

Quando la crisi americana si trasformò progressivamente in una crisi finanziaria globale, la conseguente successiva recessione colpì anche i paesi europei. Molte istituzioni finanziarie sull'orlo del collasso necessitarono importanti stanziamenti di fondi pubblici statali per il salvataggio. La contrazione delle entrate fiscali, unita alla spesa dei vari governi per salvare le banche, causò per i paesi europei più deboli, deficit di bilancio particolarmente marcati.

Come conseguenza diretta di questo peggioramento generalizzato dei bilanci pubblici, gli operatori dei mercati finanziari iniziarono a dubitare della certa solvibilità dei debiti erogati a livello dei

singoli stati europei. Tutto ciò causò un innalzamento dei tassi di interesse causata da una sempre più preoccupante percezione del rischio di credito dei paesi più in difficoltà.

La vera crisi scoppiò in Grecia nel 2010, dopo che il rallentamento economico aveva prodotto un minor gettito fiscale seguito da un innalzamento della domanda della spesa pubblica. Proprio quell'anno, in aggiunta alla situazione già critica, si iniziò a sospettare che il governo ellenico avesse truccato i conti e che le stime del deficit di bilancio per quell'anno fossero probabilmente il doppio di quanto reso pubblico¹⁷, cioè 6% del PIL e con un rapporto deficit/Pil intorno al 100%.

Il declassamento alla categoria “spazzatura”, da parte della nota agenzia di rating Standard & Poor's, della solvibilità greca in merito ai propri titoli, fece precipitare le quotazioni del debito pubblico greco con il conseguente aumento spropositato degli interessi che il governo doveva pagare per raccogliere fondi. In questo clima, si diffuse la paura che la Grecia non sarebbe riuscita a ripagare i propri debiti dichiarandosi ufficialmente in default. L'incertezza della situazione greca spinse i responsabili delle politiche economiche europee a temere che il fallimento greco avrebbe comportato, da una parte il fallimento di molte istituzioni finanziarie con significative partecipazioni da parte di altri stati europei, dall'altra che la recessione avrebbe colpito tutta l'eurozona mettendo in dubbio la persistenza della moneta unica.

In questa situazione, i paesi più solidi in termini economico-finanziari, come la Germania e la Francia, insieme ad interventi diretti da parte della BCE, hanno contribuito a finanziare una serie di prestiti diretti alla Grecia per scongiurare un probabile default. Tuttavia, lo stato ellenico si ritrovò in poco tempo a dover affrontare massicce proteste e scioperi a causa della riduzione contabile di più della metà del valore del debito detenuto da investitori privati.

Le misure di salvataggio del paese produssero inoltre un malcontento generalizzato sia da parte dei paesi finanziatori sia da parte dei cittadini greci; la motivazione di tali turbolenze nasceva dal fatto che i cittadini francesi e tedeschi non vedevano di buon occhio che le loro tasse fossero destinate a salvare un altro paese. Dal punto di vista greco invece, i cittadini non accondiscendevano all'idea che gli stanziamenti ricevuti fossero condizionati all'adozione di misure fiscali particolarmente restrittive.

In poco tempo la crisi si propagò rapidamente nell'eurozona colpendo Irlanda, Portogallo, Spagna ed Italia. I problemi che affliggevano la Grecia si ripresentarono con simili caratteristiche in

¹⁷ Rossi Salvatore, *La crisi globale ed europea le politiche per la stabilità finanziaria*, 2012

Portogallo ed Italia, mentre la natura della crisi irlandese e spagnola era ricollegabile ad un fallimento bancario generalizzato prodotto di un'eccessiva erogazione di prestiti finiti in sofferenza.

Presto il debito pubblico dei PIIGS¹⁸ arrivò ad un livello tale che il fallimento dei vari paesi avrebbe potuto compromettere l'intero sistema bancario europeo e conseguentemente quello mondiale. In Italia infatti, nei primi giorni di luglio 2011, il differenziale dei rendimenti dei titoli italiani rispetto ai titoli tedeschi (spread) raggiunse i 500 punti base per approdare nel mese di novembre 2011 a 570 punti base. La motivazione di tale aumento incontrollato dello spread può essere ricollegabile alla dinamica greca: l'incremento infatti, era dovuto ad una percezione sempre più marcata del rischio connesso ai titoli di stato italiani ed al fenomeno noto come *flight to quality* che vedeva i titoli tedeschi preferiti rispetto a quelli italiani.

I responsabili delle politiche economiche si resero conto che la situazione europea aveva raggiunto un punto di non-ritorno e che se non fossero stati presi provvedimenti drastici la moneta unica sarebbe stata messa in crisi. Misure di austerità, volte al risanamento dei bilanci pubblici dei paesi europei tramite politiche fiscali molto restrittive, unite ad interventi atti a ricomporre la stabilità finanziaria, vennero adottati dall'Unione Europea dal 2010. In particolare, nel 2010 venne istituito il *Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF)* al fine di aiutare gli stati in difficoltà tramite la ricapitalizzazione del sistema bancario, acquisto di titoli di debito sovrano e tramite la concessione di prestiti.

Le misure per far fronte alla crisi vennero tuttavia considerate poco risolutive o comunque temporanee. Sul fronte finanziario infatti, si diffondeva il timore che nuove turbolenze dei mercati in un periodo così sensibile avrebbero potuto far collassare le istituzioni di intermediazione finanziaria a tal punto che lo stesso meccanismo di trasmissione monetaria sarebbe stato compromesso.

Le tensioni sui titoli bancari europei, accompagnate dalla crescente crisi di liquidità sul mercato interbancario, spinsero la BCE ad adottare, oltre alle misure di rifinanziamento esistenti, importanti *operazioni di mercato aperto*.

Le operazioni di mercato aperto ("open market operation"), che si caratterizzano per la loro flessibilità, si avvalgono principalmente dell'acquisto e della vendita di titoli di stato presso gli operatori, al fine di controllo della "base monetaria". Tramite iniziativa della BCE, si avvia il processo bilaterale con le singole banche secondo aste periodiche a tasso fisso o a tasso variabile.

¹⁸ Acronimo delle nazioni più in difficoltà in termini economico-finanziari durante la Crisi del debito sovrano: Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna

Con l'acquisto di titoli, la BCE immette liquidità all'interno del sistema economico; con la vendita, vi è una riduzione di liquidità nel sistema. La compravendita di titoli, può avvenire *a pronti* o *a termine*: se nella prima tipologia, il contratto di acquisto si struttura su due date corrispondenti al pagamento e alla consegna del bene, nei contratti a termine la struttura finanziaria è su tre diverse date in cui la prima corrisponde alla stipula del contratto, la seconda all'acquisto e la terza alla consegna. Quest'ultima tipologia di contratto viene preferita perché risulta maggiormente flessibile.

Le operazioni di mercato aperto hanno però un altro ruolo fondamentale all'interno del sistema economico; tramite la compravendita di titoli, sul mercato primario, la BCE può influenzare i tassi d'interesse e regolare così gli obiettivi inflazionistici.

A cavallo tra il 2011 ed il 2012, vennero condotte due importanti operazioni di mercato aperto definite *Long Term Refinancing Operation (LTROs)* composte da aste a scadenza annuale, con la particolarità di essere a soddisfacimento illimitato. Purtroppo le due operazioni comportarono effetti positivi temporanei e senza dubbio non definitivi. In questo contesto, la vera svolta si ebbe nell'estate del 2012 quando venne avviata una terza operazione di acquisto illimitato di titoli governativi definita *Outright Monetary Transaction (OMT)*. Oltre a rappresentare un segnale chiaro da parte della BCE, i mercati si tranquillizzarono anche grazie al celebre discorso pronunciato dall'ex presidente della Banca Centrale Europea, Mario Draghi, che sosteneva che sarebbe stato fatto tutto il necessario per preservare il futuro dell'euro, "*whatever it takes*".

Da quel momento gli spread sui titoli sovrani, specialmente di Grecia, Spagna ed Italia iniziarono a scendere simmetricamente all'aumento di valore dei titoli obbligazionari. E' interessante domandarsi se il discorso pronunciato da Mario Draghi possa aver avuto una tale ripercussione sulla fiducia dei creditori europei al punto da aiutare sostanzialmente, a costo zero, il ripristino della stabilità dei mercati finanziari.

Altre due operazioni di rifinanziamento a lungo termine vennero condotte rispettivamente nel 2014 e nel 2016, il *Targeted long Term Refinancing Operation I* ed il *Targeted long Term Refinancing Operation II*.

2.3 Considerazioni sulla risposta europea alla Crisi del Debito Sovrano

La sfida proposta dalla Crisi del debito sovrano all' Europa ha sollevato non poche critiche sulle modalità di risoluzione.

Il primo aspetto da considerare nasce da quelle marcate limitazioni alle quali i paesi in crisi hanno dovuto sottostare per ricevere i finanziamenti necessari per non dichiararsi in default. Abbiamo già commentato come la Grecia, non vedesse di buon occhio i pacchetti di salvataggio ricevuti. Nello specifico, le misure elaborate dalla Troika hanno privato gli stati in crisi, in cambio degli stanziamenti ricevuti, d' ingenti porzioni di sovranità economica nei confronti dei paesi finanziatori. La dinamica di rimborso infatti non ricalca propriamente le condizioni dei normali prestiti. La condizionalità di restituzione imposta dall'eurozona "*mira infatti ad assicurare la conformità delle prassi economiche a ciò che i ministri delle Finanze dei paesi dell'eurozona pensano che il paese in crisi dovrebbe fare*"¹⁹. Il punto focale della questione non è tanto il salvataggio delle banche e dei mercati finanziari in generale ma il fatto che queste imposizioni, in merito alla restituzione dei fondi ricevuti, abbiano effettivamente comportato contrazioni economiche ingenti. Le politiche della BCE, volte a risanare i bilanci dei paesi in crisi, unite all' errata previsione che interventi simili avrebbero riportato i vari sistemi economici a crescere, hanno invece aggravato le disuguaglianze, aumentato la disoccupazione, il numero di suicidi ed anche aumentato il debito pubblico in rapporto al PIL. La dinamica che ne è scaturita ha visto molti paesi costretti a sottostare a politiche fiscali tanto restrittive quanto mal programmate nella pratica.

Tante altre sarebbero state le politiche macroeconomiche adatte a rispondere alla crisi. L'Europa ha intrapreso la strada dell'austerità e della ristrutturazione del debito invece che sostenere una politica economica volta alla crescita. Potremmo effettivamente dire che proprio le politiche macroeconomiche scelte sono state il principale fattore scatenante delle recessioni e delle depressioni che hanno aggravato la Crisi del debito sovrano.

Analizzando i programmi di austerità, l'idea di base è che il controllo e la formulazione di obiettivi di bilancio possano effettivamente produrre una riduzione significativa del deficit primario e che nel lungo periodo questo possa far registrare un avanzo primario. Gli interventi alla base di questo processo sono: l'aumento delle entrate e il taglio della spesa pubblica.

Prima di trattare queste due manovre, è giusto focalizzare l'attenzione su quale potessero essere effettivamente le intenzioni alla base di questo programma. In macroeconomia, secondo il principio del *moltiplicatore del pareggio di bilancio*, gli stati possono effettivamente intraprendere politiche

¹⁹ Joseph E. Stiglitz, *L'EURO*, (2018)

fiscali restrittive che a lungo termine possono risultare propulsive per l'economia. Il meccanismo si basa sul principio secondo il quale uno stato che preleva un'imposta, possa investire i proventi in modo da creare un'espansione dell'economia. Appare subito chiaro che il meccanismo del moltiplicatore, risulti essere efficace solo se da una parte vi è un'allocazione corretta degli investimenti e dall'altra se il prelievo fiscale non penalizza troppo i contribuenti. Il principio si basa perciò su una forma di investimento statale a lungo termine che produca un effetto espansionistico della spesa pubblica che superi l'effetto della contrazione impositiva. E' chiaro che il concetto di investimento in periodo di crisi possa apparire rischioso per i più scettici anche perché è atteso che il moltiplicatore produca i suoi effetti solo nel lungo termine; ma è anche vero che il possibile incremento della produttività futura potrebbe risultare efficace nel migliorare progressivamente la situazione del bilancio statale negli anni successivi.

Molti paesi inseriti nell'eurozona hanno intrapreso, a livello di politiche economiche, la direzione opposta. Prendendo come esempio la Francia, il governo ha adottato una riduzione dell'imposizione sul reddito delle società ed un taglio della spesa pubblica per compensare la riduzione del gettito. Il risultato atteso, in base al principio del moltiplicatore del pareggio di bilancio appena esposto, sarebbe stato una flessione negativa economica. Il governo francese intraprese le misure prima esposte illudendosi che la diminuzione delle imposte permettesse alle società di aumentare gli investimenti a tal punto di registrare un netto miglioramento per la domanda e per l'offerta aggregata. Ciò che causò un cortocircuito in questo meccanismo fu la contrazione a livello europeo della domanda di prodotti. Se la domanda cala, le imprese non hanno alcun incentivo a effettuare investimenti strategici per la produzione. Probabilmente, a posteriori, la scelta francese della riduzione fiscale per le imprese, sarebbe risultata vincente se l'alleggerimento dell'imposizione fiscale avesse interessato solo le imprese che investivano sul territorio al fine di creare posti di lavoro.

Come abbiamo già detto, i programmi di austerità si basavano sull'aumento delle entrate statali; i programmi pensati per riuscire ad ottenere questo aumento, facevano leva da una parte sull'imposizione fiscale, dall'altra sulle privatizzazioni.

Quasi tutti gli economisti sono d'accordo con la tesi che un buon sistema fiscale debba essere costituito in modo tale da non risultare disincentivante per l'attività economica ed in particolare per il risparmio e per l'occupazione. A posteriori sembrerebbe che le politiche fiscali della Troika pretese nei confronti della Grecia non abbiano perseguito tale filosofia. La più grande negatività delle aliquote, imposte dalla Troika, è che queste si sono rilevate particolarmente elevate; per molti prodotti l'Iva ha raggiunto il 23% e le imposte sul reddito si sono attestate indicativamente sul 22%.

E' comprensibile come un'aliquota fiscale effettiva del 40% risulti, specialmente per le fasce di popolazione più povere, un'imposizione sproporzionata rispetto alla situazione economica dello stato ellenico.

Oltre a questo aspetto è necessario considerare un fattore sociale. Specialmente in un momento di difficoltà economica, come quello vissuto dalla Grecia in quegli anni, un sistema fiscale imposto da organismi sovrastatali come la Troika, difficilmente può essere accettato dai cittadini del paese senza ripercussioni. Il risentimento, il senso di ingiustizia crescono negli animi dei contribuenti che avranno maggiori incentivi a non ottemperare alle norme. Se l'imposizione fiscale, che nella normalità dovrebbe rappresentare il prodotto di un consenso democratico, si trasforma in una coercizione dall'"alto" gli stessi cittadini opteranno per l'evasione fiscale.

L'esempio forse più esplicativo di questa grave ingiustizia perpetrata nei confronti dei cittadini greci è rappresentata dall'imposta patrimoniale imposta dalla Troika. In generale le proprietà fondiarie rappresentano, in tempo di crisi soprattutto, l'ultimo bene disponibile al cittadino che lo separa dalla reale povertà. Come è immaginabile, l'imposta venne accolta con vivo dissenso da parte della popolazione. La rigida applicazione della tassa, avrebbe causato la perdita per molti disoccupati dell'unico bene con un reale valore patrimoniale.

Il reale problema non è stato tanto l'introduzione dell'imposta, ma l'applicazione della stessa; l'imposta ad esempio, poteva essere configurata come progressiva ed applicabile solo sulle grandi proprietà immobiliari, al fine di lasciare un maggiore respiro alle classi sociali più in difficoltà. Probabilmente quest'ultima ipotesi sarebbe stata più complessa da attuare, a causa di un'effettiva mancanza di un sistema catastale nazionale, a cui però la Troika avrebbe potuto porre rimedio richiedendo ad ogni cittadino un'autodichiarazione delle caratteristiche dell'immobile posseduto. Inoltre, per scongiurare ogni eventuale dichiarazione poco veritiera, si sarebbero potute imporre delle sanzioni molto severe.

L'esempio appena trattato dimostra come la configurazione di un sistema di politica fiscale sbagliato possa essere tanto nocivo per l'economia quanto risultare controproducente per le entrate statali.

La seconda modalità per uno stato di accrescere le proprie entrate è operare azioni di privatizzazione. Queste operazioni sono a tutti gli effetti delle vendite del patrimonio statale che permettono ad un paese di ricevere un "*cash flow*" nel breve periodo originato dalla vendita. In linea generale le tesi che supportano azioni di privatizzazioni, si basano sul presupposto che lo stato non possa gestire adeguatamente una determinata attività e che la vendita ad un privato o addirittura

ad un altro stato, possa conferire maggiore efficienza alla gestione. Il rischio dell'operazione nasce nel momento in cui il soggetto acquirente diventa monopolista e sfruttando la sua posizione incide negativamente sui consumatori proponendo prezzi di vendita, del proprio bene o del proprio servizio, maggiori dei costi di produzione. Quest'ultimo aspetto ci fa intuire subito come le privatizzazioni possano effettivamente nel lungo periodo comportare un danno al sistema economico. Ma i problemi non finiscono qui purtroppo. Nel momento in cui la privatizzazione comporta l'acquisto dell'attività da parte di un governo straniero, gli interessi dei cittadini del paese in cui è avvenuta la privatizzazione rischiano di ricadere in secondo piano rispetto agli interessi del governo acquirente. E' giusto descrivere questa dinamica perché anche in questo caso, l'esempio greco ha dovuto interfacciarsi con la crescente "germanizzazione" economica di molte attività dello stato ellenico.

Un esempio esplicativo di tale dinamica può essere quello del sistema aeroportuale greco. Fino al 2013 infatti, un'azienda tedesca possedeva innumerevoli partecipazioni nell'aeroporto di Atene mentre gran parte degli aeroporti regionali interessavano una società sempre tedesca ma controllata da enti pubblici tedeschi. Il caso in questione, oltre a non essere isolato, ha evidenziato un operato irresoluto da parte della Troika che di fronte ad un conflitto di interessi ha evidenziato posizioni maggiormente filotedesche.

Ancora una volta le azioni volte ad un determinato obiettivo economico, nella pratica si sono dimostrate controproducenti e generatrici di rancore e dubbi sull'operato politico della Troika.

Per uno stato che vuol ristabilire il bilancio pubblico, ai due strumenti macroeconomici appena descritti volti ad aumentare le entrate statali, si aggiunge la necessità di operare riduzioni della spesa pubblica.

I tagli alla spesa pubblica sono da sempre misure molto sensibili per le quali i responsabili delle politiche economiche devono riservare particolare attenzione e cautela per evitare che il welfare del paese venga denaturalizzato eccessivamente e allo stesso tempo non vengano commesse delle ingiustizie verso particolari classi lavorative e sociali. I tagli alla spesa devono quindi essere pensati in modo tale da soppesare gli effetti sulla diminuzione del PIL e sulla diminuzione del benessere dei cittadini. L'idea di base è che vi siano alcuni settori dell'apparato pubblico che risultano strategici per il buon funzionamento statale; si pensi alla scuola, alla sanità o ai programmi di previdenza sociale. Al contrario ci sono settori come la difesa che in periodi di pace possono risentire meno di eventuali tagli di spesa. Nel primo capitolo di questo elaborato, ripercorrendo le tappe dell'unificazione europea, è stato descritto un arco temporale circa di 50 anni senza che apparisse, nella trattazione cronologica, un conflitto bellico che coinvolgesse in prima persona gli

stati che attualmente fanno parte dell'eurozona. Questo aspetto non può essere trascurato e probabilmente, in un periodo di crisi generalizzata come quello vissuto dall'Europa in quegli anni, un eventuale taglio alla spesa per la difesa nazionale non avrebbe causato un eccessivo indebolimento dello stato stesso.

Passando dal generale al particolare e riprendendo ancora una volta come esempio il caso greco, la Troika ha intrapreso delle politiche volte al taglio del sistema previdenziale statale definendo le pensioni dei cittadini greci spropositate. Tale giudizio non teneva presente che, specialmente in quegli anni, una larghissima fetta di popolazione greca percepiva una pensione che per molti non assicurava neanche la sopravvivenza. I dati relativi ai pensionati a rischio povertà in Grecia, registravano nel 2013 un preoccupante 45% rispetto a tutti i pensionati e con una pensione media di 665 euro mensili.

In generale il concetto di pensione esprime una forma di retribuzione differita in cui il lavoratore, avendo svolto una determinata professione ed avendo versato una parte del proprio salario in contributi, è legittimato a ricevere una remunerazione nel momento in cui cesserà l'attività lavorativa. Da questo rapporto di lavoro, ne deriva un vero e proprio contratto tra il lavoratore e lo stato in cui quest'ultimo si impegna a erogare al soggetto la pensione proporzionalmente alla quantità di contributi versati. Imporre un taglio dei sistemi previdenziali con la conseguente diminuzione media delle pensioni, significa da parte dello stato non adempiere al rapporto contrattuale con il lavoratore o comunque modificare le clausole contrattuali unilateralmente.

La diminuzione delle pensioni medie proposte dalla Troika nei confronti della Grecia avrebbe esposto lo stato greco ad un vero e proprio reato definito *wage theft*, traducibile con "furto di salario". Fortunatamente per i cittadini greci, il Consiglio di Stato greco ha dichiarato l'illegittimità dei tagli pensionistici proposti.

Ancora una volta, le "proposte" della Troika non hanno creato solo scompiglio e disapprovazione negli animi dei cittadini greci, ma l'aumento della tassazione, unita ad una politica fiscale restrittiva ha fatto sorgere in molti lavoratori la sensazione che la tassazione fosse sproporzionata alla proiezione delle possibili pensioni future; tutto ciò ha contribuito nuovamente all'aumento dell'evasione fiscale.

Le misure di austerità imposte ai vari paesi europei più in difficoltà non hanno prodotto i risultati sperati. La motivazione di tale fallimento è difficile da ricondurre a singoli fattori ma è ben chiaro che le politiche della Troika, oltre ad essere state elaborate sulla base di modelli discutibili, si sono dimostrate particolarmente inefficaci nella pratica. E' probabile inoltre, che gli strumenti utilizzati

per perseguire il pareggio di bilancio, abbiano fatto trasparire un'impostazione politica da parte della Troika troppo allineata agli interessi ed alla linea politica dei paesi economicamente più stabili.

2.5 Crisi simili, strumenti diversi

Nel 2008, quando negli Stati Uniti la crisi era ormai al culmine, gli europei, non capendo probabilmente l'entità della problematica statunitense o illudendosi che questa non sarebbe uscita dai confini nazionali, percepivano il proprio sistema finanziario come più sicuro e maturo di quanto non lo fosse realmente. I banchieri dell'eurozona infatti erano convinti che il loro modello finanziario avesse indirettamente dato una lezione alla finanza statunitense, punita per l'eccessivo "turbocapitalismo" che l'aveva caratterizzata nell'ultimo decennio.

Effettivamente le banche europee non erano eccessivamente "avvelenate" da quei *prestiti Ninja* che in pochi mesi avevano messo in ginocchio una superpotenza come gli USA. Purtroppo, interfacciandosi con la Crisi dei debiti sovrani di pochi anni dopo, gli europei hanno compreso quanto la visione del loro sistema economico-finanziario fosse distorta.

Confrontando quindi queste due crisi, che presentano inevitabilmente molte somiglianze, e confrontando le differenti risposte da parte dell'Europa e da parte degli Stati Uniti, è possibile trarre alcune considerazioni.

Il primo aspetto da rimarcare è l'interconnessione bancaria tra i vari stati europei che, se non perfettamente integrata, costituisce un elemento di fragilità per tutta l'area valutaria. Come abbiamo già sostenuto nel primo capitolo, nel momento in cui una banca statunitense entra in crisi, non è il singolo stato in cui è localizzata la banca a dover stanziare fondi per salvarla, ma è lo stesso bilancio federale statunitense a provvedere. In Europa, le varie banche inserite nei singoli stati sono effettivamente interconnesse ma, nell'eventualità in cui il singolo istituto di credito presentasse una situazione di crisi, deve essere quel determinato stato a erogare i fondi necessari per salvarlo. Se però contemporaneamente falliscono più banche, le cose cambiano. Lo stato dovrà stanziare una tale quantità di fondi che il bilancio statale ne risentirà profondamente. Da questa dinamica si comprende anche il perché il possibile fallimento del singolo stato inserito nell'eurozona, possa effettivamente far colare a picco tutti gli altri stati interconnessi finanziariamente.

Il secondo insegnamento di cui possono far tesoro sia gli europei sia gli statunitensi, è che crisi come quella dei mutui sub-prime prima e quella dei Debiti sovrani dopo, necessitano di immediate iniezioni di liquidità nel sistema finanziario. La stabilità dei mercati finanziari, così globalizzati e così inseriti nei sistemi economici, risulta un aspetto fondamentale che permette ai paesi in periodi di crisi di non rimanere esclusi dai mercati di capitali che spesso fungono da motore propulsivo per l'economia dei singoli stati. Come già affermato per il caso europeo, sembrerebbe che semplicemente grazie ad un discorso di fiducia verso l'intera Unione Europea, il “*whatever it takes*”, il mercato finanziario abbia riacquisito la sicurezza necessaria per uscire da quell'indecisione fatale che per mesi aveva paralizzato l'intera eurozona.

Un altro aspetto da considerare è senza dubbio la stabilità delle banche inserite sul territorio. Se da una parte abbiamo descritto i due differenti approcci nel salvataggio bancario da parte degli Stati Uniti rispetto all'Unione Europea, le crisi che si sono venute a creare sono inevitabilmente anche il prodotto del mancato controllo da parte di organismi di vigilanza, unito alla spregiudicatezza del sistema bancario nella gestione del rischio e dei capitali. Probabilmente le due crisi non si sarebbero palesate in termini così catastrofici o comunque sarebbero state attenuate se negli USA, quanto in Europa, si fossero costituita preventivamente una regolamentazione bancaria e finanziaria adeguata a percepire che qualcosa non stava andando per il verso giusto. In Europa ad esempio, nel 2012, venne istituita l'*Unione Bancaria Europea* che, composta da tre diverse aree di regolamentazione in termini di vigilanza, risoluzione di crisi e di garanzia sui depositi, ha posto l'intero sistema bancario sotto un controllo accurato permettendo alla BCE non solo di aumentare la stabilità dell'intero sistema, ma anche di rafforzare i meccanismi di trasmissione monetaria. Negli Stati Uniti, simmetricamente, l'amministrazione Obama, varando il *Dodd-Frank Act* il 21 luglio 2010, ha trasmesso maggior rigore alla legislazione bancaria in termini di patrimonialità tramite criteri di capitale e liquidità più stringenti.

Un altro elemento più sottile che però accomuna le due crisi e' riconducibile agli effetti della disuguaglianza. La gestione della crisi, nel quadro europeo, ha incrementato disuguaglianze sociali che si sono inevitabilmente riversate sui risultati economici in termini di decrescita della domanda aggregata. Il caso statunitense ha vissuto la disuguaglianza in termini differenti. Il *reaganismo* basava il proprio modello sulla c.d *trickle down economics*, cioè l'idea che la deregolamentazione, unita ad un abbassamento della pressione fiscale, avrebbe incentivato le classi sociali più abbienti ad aumentare consumi e gli investimenti e che anche le fasce più in difficoltà avrebbero risentito positivamente di questo stimolo economico “dall'alto”. L'idea di sviluppo economico così pensato, non teneva però conto di quella dinamica di concessione di credito verso chiunque che gli istituti

bancari hanno vissuto nei primi anni 2000. La combinazione tra i due aspetti ha così provocato, nel corso dell'evoluzione del panorama finanziario statunitense di quegli anni, l'aggravarsi di una non apparente disuguaglianza sociale che all'alba della crisi del 2008 ha mostrato tutta la sua negatività e sofferenza.

L'ultimo aspetto che mi preme sottolineare è il differente approccio, alla risposta della crisi, in termini di spesa pubblica che hanno mostrato gli USA e l'Europa. La fase di ripresa economica americana post-crisi iniziata nel 2009, ha visto l'economia statunitense crescere per quasi un decennio ad un tasso del 2,5-3%. Il ciclo espansionistico è, da una parte il più duraturo della storia, e dall'altra il prodotto di ingenti aumenti della spesa pubblica. Gli stanziamenti da parte della FED, unita alla spesa pubblica hanno rappresentato un propulsore economico per consumi ed investimenti, nonostante il fatto che il settore privato sia il cuore trainante dell'economia statunitense, con i consumi che rappresentano il 70% dell'intero PIL e gli investimenti fissi delle aziende che ammontano invece al 14%. L'efficacia della risposta americana alla Crisi del 2008 a fronte dello sviluppo successivo della Crisi dei debiti sovrani in Europa e delle sue conseguenze depressive, pone dubbi sul modello europeo basato su interventi di austerità'. La risposta europea, motivata da un "feticismo da deficit" cui sono conseguiti gli interventi di austerità ed alcune modalità di risoluzione della crisi che sono sembrate troppo condizionate da fattori di "politica" interstatale, ha probabilmente mostrato quanto l'eurozona sia ancora troppo giovane, slegata ed eccessivamente legata a parametri, come il deficit/Pil, che possono risultare fuorvianti in un periodo di difficoltà economico-finanziaria.

CAPITOLO III

La Crisi Globale innescata dalla pandemia COVID 19

3.1 Cronistoria

Il 31 dicembre 2019, le autorità cinesi comunicano all'Organizzazione Mondiale della Sanità che nella città di Wuhan, che conta una popolazione di 11 milioni di abitanti, si è diffusa una "misteriosa" forma di polmonite che sta facendo registrare un numero insolitamente alto di decessi. L'epicentro del contagio è identificato nel cuore della città ed in particolare nel mercato del pesce e animali vivi. La vicenda, agli occhi della stampa europea, è confinata al territorio cinese e, dal punto di vista sanitario, apparentemente derubricata ad una forma di influenza stagionale con una più alta contagiosità. A pochi giorni dall'inizio del 2020, le autorità cinesi attribuiscono le polmoniti ad un virus denominato 2019-nCoV appartenente alla categoria dei virus polmonari SARS. Gli esperti, negli ultimi giorni di gennaio, sottolineano che il virus, inizialmente trasmesso da animale ad uomo, si trasmette facilmente da persona a persona. Il contagio a Wuhan è in espansione ed è accompagnato da un progressivo aumento di decessi per cui vengono applicati protocolli di emergenza volti al confinamento (*lockdown*).²⁰

Il 30 gennaio l'Italia chiude i voli da e per la Cina. Il giorno successivo, il primo ministro Giuseppe Conte, in una conferenza stampa, dichiara l'emergenza sanitaria a causa di due cittadini cinesi positivi sul territorio nazionale.

L'11 febbraio, l'OMS dichiara che il nuovo virus è denominato "COVID-19" in riferimento alla famiglia virale dei "coronavirus", alla malattia respiratoria ("d" per "disease") ed all'anno di comparsa (19).

Il 21 febbraio, si registra il primo paziente italiano positivo al nuovo Covid-19. È residente a Codogno ed appena 3 giorni prima aveva preso parte alla partita giocata a San Siro tra Atalanta e Valencia. In pochi giorni i casi di Covid-19 aumenteranno a tal punto che verranno istituite delle "zone rosse" in Lombardia e Veneto per limitare la mobilità da e verso i comuni maggiormente colpiti dalla malattia.

²⁰ <https://lab24.ilsole24ore.com/storia-coronavirus>

Nella prima metà del mese di marzo l'Italia vede un rapido aumento di casi di contagio specialmente nelle regioni del nord. La Lombardia, vivrà un "esodo" di coloro che vivendo al sud, temono di non poter far ritorno alla propria abitazione. La situazione giorno dopo giorno si aggrava anche in considerazione del fatto che una proporzione elevata di nuovi positivi ricoverati in ambiente ospedaliero ha bisogno di cure intensive. Le strutture ospedaliere manifestano carenza di posti letto sia di degenza ordinaria che intensiva. Il personale sanitario è chiamato a fronteggiare una emergenza non consueta e si registra un numero crescente di decessi.

Il 9 marzo il governo, estendendo le misure di contenimento per arginare la situazione già critica, dichiara il *lockdown* per l'intero paese. Negli stessi giorni altri paesi europei a partire dalla Spagna registrano esponenziale incremento dei contagi da Covid-19 con conseguenze simili sui ricoveri ospedalieri e sull'incremento dei decessi. Dopo poco segue un trend simile negli Stati Uniti.

L'intera economia italiana è paralizzata e la situazione peggiora progressivamente anche negli altri stati europei.

I mercati finanziari tremano a causa della crescente preoccupazione sulla situazione economica globale. L'11 marzo, l'indice di borsa italiano Ftse Mib registra una flessione del 16,92% consegnando alla storia la peggior seduta giornaliera.²¹ La crisi non appare né semplicemente italiana né semplicemente europea, tanto che i mercati globali rilevano contrazioni significative a causa della forte diminuzione delle attività economiche che i vari paesi stanno vivendo. Il *Dow Jones*, il 13 marzo registra un calo del 12%, segnando la peggior flessione giornaliera dal 1987.

I contagi si espandono a macchia d'olio e i governi dei vari paesi intraprendono misure differenti; se in alcuni paesi, quali l'Italia, le limitazioni all'attività produttiva ed economica risultano più stringenti, altri paesi adottano un approccio più "moderato" e liberalista in cui si tende a non contingentare le attività lavorative ed economiche viste come indispensabili. Questa seconda soluzione è stata adottata, in una prima fase, dal Regno Unito dopo le dichiarazioni del primo ministro Boris Johnson con le quali asseriva che la lotta alla pandemia sarebbe terminata con il raggiungimento dell'"immunità di gregge"; una situazione tale per cui, almeno il 60% dei cittadini britannici avrebbero dovuto contrarre il virus con il tacito riconoscimento che un certo numero di vite avrebbero dovuto essere sacrificate durante il processo.

Contestualmente, durante la seconda metà del mese di marzo, negli Stati Uniti la FED decide di abbassare i tassi di interesse allo 0,25% per contrastare gli effetti potenzialmente catastrofici della pandemia sull'economia americana. Alla misura viene inoltre accostato un ingente programma di

²¹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/ftse-mib>

“*Quantitative Easing*” in cui si prevede l’acquisto di titoli governativi e obbligazioni garantite da mutui per 700 miliardi di dollari.

La situazione europea peggiora progressivamente ed il numero di paesi che adottano il *lockdown* all’interno dell’eurozona continua ad aumentare. La crescente preoccupazione economica derivante dalle possibili conseguenze della pandemia è inizialmente ulteriormente ampliata dalle dichiarazioni di Christine Lagarde, presidente della Banca Centrale Europea. Lagarde comunica ai paesi dell’eurozona che tra gli obiettivi della BCE non è inclusa la riduzione degli spread e che, come presidente BCE, non vuole essere ricordata per un altro “whatever it takes”.

Nonostante tali dichiarazioni, il 19 marzo la BCE avvia un programma di acquisto di attività per 750 miliardi e la Commissione Europea concede ai vari governi di sfiorare dai parametri di bilancio contenuti nel “patto di stabilità” (PS) con l’obiettivo congiunto di iniettare liquidità nei vari sistemi economici. Quest’ultima misura sembrerebbe in controtendenza rispetto sia alle dichiarazioni del Presidente Lagarde sia in rapporto a quel “feticismo del deficit” che tanto aveva caratterizzato le politiche economiche europee in occasione della Crisi dei Debiti Sovrani del 2012. La sospensione dei limiti non riguarda tanto il rapporto deficit-Pil al 3% o il rapporto debito/Pil al 60%; è inerente specialmente all’interruzione degli obblighi di riduzione del “deficit strutturale” che tiene conto del saldo di bilancio corretto per il ciclo economico. La possibilità per gli stati di sfiorare dai parametri di bilancio per circostanze eccezionali, era stata introdotta nel “*Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance nell’Unione economica e monetaria*” nel 2012 in cui i 25 paesi firmatari, accettavano di sottostare a cinque regole sulle proprie politiche di bilancio. Più in particolare il *titolo III all’art.3 lettera c* dispone “*le parti contraenti possono deviare temporaneamente dal loro rispettivo obiettivo di medio termine o dal percorso di avvicinamento a tale obiettivo solo in circostanze eccezionali, come definito al paragrafo 3, lettera b)*”. L’articolo inoltre fa riferimento all’“*obiettivo di medio termine*” che rappresenta un valore target per il saldo di bilancio strutturale per ogni singolo paese e che prefigura un risultato di bilancio tale da fornire un margine di sicurezza rispetto alla soglia del 3% del Pil, assicurando così la stabilità delle finanze pubbliche.²²

Nello stesso periodo, oltre oceano negli Stati Uniti si registra un drastico aumento della disoccupazione e proprio nella seconda parte di marzo il governo federale riceve una richiesta di 3,2 milioni di sussidi di disoccupazione. La richiesta di sussidi, generalizzata e concentrata in un arco temporale di poche settimane, non trova precedenti simili nella storia statunitense. Questo dato è il primo e forse più rilevante segnale del reale grande impatto della pandemia sull’economia

²² “Finanza pubblica, politica e istituzioni”, Mauro Milillo e Renato Loiero, Pearson, 2019

statunitense. Alla fine di marzo, gli Stati Uniti sono tra i paesi con la maggiore progressione dei contagi ed il paese con il più elevato numero totale di pazienti positivi al Covid-19. Il Congresso e la Casa Bianca approvano ed annunciano un programma di stanziamenti a supporto dell'economia e del settore sanitario per un totale di 2000 miliardi di dollari.

Nei primi giorni di aprile, il governo italiano emana il c.d. “*decreto liquidità*” che si pone l'obiettivo di fornire liquidità alle imprese italiane paralizzate dal *lockdown*. In particolare il decreto si struttura su più fronti: da una parte viene fornita una garanzia statale sui prestiti verso le imprese che oscilla dal 70% al 100% in base all'entità del prestito richiesto, vengono inoltre previsti pagamenti più veloci della Pubblica amministrazione, sono sospese temporaneamente le situazioni di morosità con il fisco e viene esteso il c.d. “*golden power*” per evitare che molte società italiane in crisi vengano acquisite da stranieri.

La pandemia prosegue a ritmi alternati nei vari paesi e nella prima metà del mese di maggio l'Italia vede l'inizio della “fase due” che comporta la riapertura contingentata di alcune attività produttive. Il 19 maggio viene emanato il “*decreto rilancio*”²³ con il quale vengono introdotte misure in materia di sanità, sostegno all'attività produttiva e sostegno economico alle politiche sociali. Più in particolare i 55 miliardi del decreto vedono agevolazioni sull'adeguamento energetico e sismico per le seconde case, l'introduzione di bonus ed incentivi per l'acquisto di auto elettriche ed ibride, un prolungamento per la cassa integrazione, un aumento delle pensioni di invalidità ed infine una proroga sulla durata dei contratti a termine e degli apprendistati in scadenza.

Il 27 maggio viene presentato da parte della Commissione europea, un piano di ripresa per l'intera Unione Europea. Il piano, approvato il 21 luglio, è composto da due diversi strumenti: 1. Un piano denominato “Next Generation EU” che ha lo scopo di aiutare i paesi europei, in particolare quelli più colpiti a livello economico dalla pandemia, mediante uno stanziamento per investimenti di 750 miliardi di euro; 2. Uno stanziamento di ben 1074,3 miliardi di euro a copertura del bilancio a lungo termine che include il pacchetto di interventi settennali per il periodo 2021-2027²⁴. A questi fondi si aggiungono i 540 miliardi di euro derivanti dalle tre reti di sicurezza europea per la tutela rispettivamente: delle imprese, dei lavoratori e per gli Stati membri. Si raggiungono così i 2364,3 miliardi di euro con i quali l'Europa si impegnerà a sostenere la ripresa economica degli stati colpiti dalla pandemia e con i quali verranno finanziati i progetti europei tramite fondi diretti ed indiretti.

²³ <http://www.governo.it/it/dl-rilancio>

²⁴ https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/recovery-plan-europe_it

3.2 La crisi economica

La crisi economica generata dalla pandemia di Covid-19 è di natura molto diversa dalla crisi “sub-prime” del 2008 e dalla “Crisi dei Debiti Sovrani” del 2012. Lo shock economico causato dalla pandemia ha infatti una natura al tempo stesso “esogena” e “simmetrica”.

È uno shock esogeno in quanto non è generato da fattori insiti nel sistema economico a differenza delle altre due crisi che trovavano la propria origine nel sistema finanziario anche se con dinamiche differenti. È uno shock simmetrico in quanto gli effetti della crisi si sono ripercossi in maniera pressoché equivalente su tutti i paesi a differenza della dinamica che ha visto, nella Crisi dei Debiti Sovrani, i paesi europei con più alti livelli di debito maggiormente colpiti.

La crisi del Covid-19 ha inoltre la peculiarità di aver colpito l'economia sia in termini di domanda aggregata da parte dei consumatori, con il conseguente aumento dell'incertezza sui piani di investimento, sia in termini di offerta aggregata a causa dell'interruzione forzata e generalizzata della produzione. Questo ultimo aspetto è particolarmente importante in quanto, come sottolineato nel primo capitolo, un eventuale shock simmetrico in un'area valutaria che presenta paesi con forti discrepanze economiche, rischia di provocare un impatto sull'economia asimmetrico per intensità e per modalità di risoluzione.

In un tale scenario fin dal mese di Marzo risultava evidente in ambienti istituzionali della Commissione Europea che solo una risposta di politica economica coordinata e coraggiosa avrebbe potuto evitare che le esternalità macroeconomiche negative gravassero a tal punto sul sistema da sfaldare l'intero tessuto economico europeo. Si pensava ad una risposta economica orientata su tre obiettivi principali: il potenziamento della sanità per riuscire a salvaguardare nell'immediato ed in futuro il diritto alla vita, il ripristino dei livelli di occupazione persi a causa della crisi ed in ultimo fornire tutela verso lavoratori autonomi ed imprese per i redditi persi.

Per quanto riguarda il primo obiettivo, ovvero la fornitura di attrezzature mediche e più in generale il potenziamento dei presidi sanitari, il mercato unico europeo poteva funzionare in prima istanza come catalizzatore per il trasferimento di beni sanitari essenziali. È importante considerare come l'abbattimento di barriere per la libera circolazione di servizi e beni sanitari potrebbe essere riletto in chiave solidaristica tra i vari stati membri.

Le politiche di distribuzione in ambito nazionale potevano così muoversi su due diversi fronti: se da una parte dovevano perseguire l'obiettivo della tutela alla salute salvaguardando un diritto

costituzionale del cittadino, dall'altra parte le politiche dei singoli paesi potevano muoversi secondo un forte spirito di cooperazione e solidarietà in termini europei.

Nonostante tali premesse, durante lo sviluppo della pandemia, la richiesta di attrezzature sanitarie e strumenti di protezione individuale, quali mascherine, guanti ed occhiali protettivi, si è sviluppata in modo asimmetrico in conseguenza della stessa asimmetria di crescita di focolai nei vari stati. La dinamica così descritta ha visto alcuni stati adottare, a causa della crescente preoccupazione, misure di limitazione alle esportazioni di beni sanitari nazionali. Il rischio derivante da queste misure avrebbe potuto comportare un'allocazione inefficiente delle risorse all'interno dell'Eurozona e quindi che i beni sanitari non arrivassero a chi realmente ne necessitava come: operatori sanitari, i pazienti stessi o le squadre di intervento sul territorio. Le politiche di restrizione alle esportazioni potevano così portare ad un effetto domino in cui i singoli paesi membri, per paura di non disporre una quantità sufficiente di beni sanitari per fronteggiare l'entità dell'emergenza, riducessero ulteriormente le quote di esportazione. Tutto ciò rischiava di creare delle strozzature nel sistema economico tali da ostacolare la produzione e da trattenere le risorse in determinati stati membri. Questo rallentamento generalizzato della produzione e della distribuzione di beni sanitari, poteva incoraggiare ulteriormente l'accumulo di scorte lungo le catene di approvvigionamento. Si configurava così una potenziale tendenza alla chiusura economica nazionale proprio in un momento in cui la solidarietà risultava fondamentale per rispondere ad un'emergenza generalizzata.

In realtà, durante l'emergenza, la Commissione ha adottato una serie di provvedimenti per garantire una fornitura adeguata di beni sanitari per tutti gli stati dell'eurozona. Il primo contributo è da ricondurre al *meccanismo di protezione civile dell'Unione Europea* il c.d. "rescEU", fondo istituito per fronteggiare catastrofi naturali e rischi emergenti, tutelando i cittadini europei con un'azione coordinata. Inoltre, la Commissione è entrata in stretto contatto con i fornitori di dispositivi medici di protezione richiedendo a questi un potenziamento della produzione. In aggiunta è stato istituito un gruppo direttivo esecutivo predisposto alla gestione di possibili mancanze di farmaci dovute alla pandemia.

Il secondo obiettivo, ovvero il ripristino dei livelli di occupazione, era di fondamentale importanza in quanto è risultato immediatamente chiaro che la paralisi economica connessa all'interruzione delle attività produttive nei vari paesi all'interno dell'eurozona, potesse portare ad una crisi senza precedenti in termini di aumento dei senza lavoro.

La risposta più concreta a questa problematica è stato il *Piano Sure (support to mitigate unemployment risks in an emergency)*, proposto e messo in atto dalla Commissione Europea. Il piano è stato integralmente composto da prestiti verso i singoli stati membri per un totale di 100

miliardi di euro emessi a fronte dell'emissione di obbligazioni comuni. I fondi così stanziati hanno l'obiettivo di finanziare i programmi nazionali di tutela dell'occupazione come ad esempio la cassa integrazione a livello italiano. Il programma oltre ad andare incontro alle difficoltà dei lavoratori disoccupati, potrebbe fungere da primo passo per l'istituzione di un fondo comune di garanzia per i sussidi alla disoccupazione a livello europeo.

Secondo i dati *Eurostat*, il tasso di disoccupazione nell'area euro ha registrato lievi incrementi tra febbraio e luglio: febbraio al 7,3%, marzo al 7,4%, aprile al 7,3%, giugno al 7,8% e a luglio arrivando al 7,9%. Nonostante i dati si rivelino leggermente inferiori alle stime degli analisti (a luglio era previsto un tasso del 8,0%) l'Europa ha subito un crollo delle ore lavorate a seguito dei *lockdown* generalizzati.²⁵

L'elemento più preoccupante in questo panorama deriva dal fatto che questo tendenziale aumento della disoccupazione ha interessato specialmente agli stati del sud Europa i quali già prima della pandemia registravano valori negativi in termini di occupazione a seguito della crisi del 2012. Le proiezioni diffuse dalla BCE in occasione del Consiglio direttivo dell'11 settembre 2020, hanno sottolineato come *“l'aumento del tasso di disoccupazione nel secondo trimestre è stato significativamente inferiore alle attese, mentre il calo dell'occupazione nominale è stato solo leggermente inferiore alle attese”*. Le proiezioni per l'autunno, formulate con un significativo grado di incertezza, rilevano che una seconda ondata di contagi potrebbe effettivamente portare la disoccupazione a livelli insostenibili specialmente per i paesi europei in cui le reti sociali welfare di protezioni risultano meno solide.

Un altro fattore importante da inserire nell'analisi delle conseguenze della pandemia sui livelli di occupazione e sulle possibili misure di contrasto è la disuguaglianza sociale. E' infatti probabile che la crisi risulterà particolarmente marcata verso tutti i soggetti con un basso reddito che vivono in paesi in cui il lavoro spesso non è tutelato da un rapporto contrattuale o dove il mercato del lavoro risulta particolarmente flessibile.

Il terzo obiettivo inerente alla tutela delle imprese e dei lavoratori autonomi è stato considerato di particolare importanza per l'Unione Europea non solo per contrastare l'aumento della disoccupazione ma soprattutto per permettere alle imprese di non risentire eccessivamente del blocco delle attività a causa dei *lockdown*.

La *Banca europea degli investimenti (BEI)* ha istituito ed espresso le modalità di erogazione del *Fondo di garanzia paneuropeo*. Gli stati membri dell'Unione, proporzionalmente alle quote capitale

²⁵ https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Employment_statistics/it

nella BEI, hanno concorso economicamente alla dotazione del fondo per 25 miliardi di euro. Dal fondo vengono erogati finanziamenti per le imprese che hanno subito ingenti perdite a seguito della crisi. Il 65% dell'intero fondo sarà destinato alle piccole e medie imprese, il 23% sarà invece erogato a tutte quelle imprese che contano almeno 250 dipendenti e la restante parte sarà allocata verso imprese del settore pubblico.

Prendendo come esempio il caso italiano in tema di tutela verso le imprese, possiamo notare come le misure prese siano state prevalentemente di natura fiscale.

In particolare le misure proposte sono consistite in un alleggerimento provvisorio dell'onere tributario verso le imprese e i lavoratori autonomi. Se da una parte l'obiettivo era la salvaguardia della liquidità disponibile, dall'altra vi era la necessità di non ridurre drasticamente le entrate dello stato. Se nella normalità sono le banche a fungere da "agenti di riscossione" in favore dell'Agenzia delle Entrate prelevando le entrate fiscali direttamente dai contribuenti, con questa "proroga" dell'onere tributario, le banche non attingeranno più dal contribuente, ma utilizzerebbero le risorse di una facility di prestito disposta direttamente dalla BCE.²⁶

Questa surroga del canale di credito permette ai contribuenti di non patire un onere tributario eccessivamente elevato in un periodo di crisi. Inoltre, questa surroga consente di non intaccare le entrate statali proprio in un momento così delicato dove vi è un aumento sproporzionato della spesa per gli ammortizzatori sociali e per la spesa sanitaria.

3.4 Conclusioni

La crisi "Covid-19" ha imposto all'Unione Europea una sfida di resilienza che sembrerebbe essersi risolta con l'accordo del 21 luglio e con il piano "*Next Generation EU*". Tramite questo accordo, la Commissione europea potrà indebitarsi per 750 miliardi di euro al fine di rilanciare l'economia. Il debito che si genera sarà estinto successivamente tramite le nuove imposte esplicitamente destinate ad alimentare il bilancio dell'Unione.

La novità è alquanto interessante perché si adotta per la prima volta un meccanismo di risoluzione di una crisi economica in linea con un modello di matrice federale. Nonostante la strada sembri essere delineata dal varo del piano, lo slancio riformista che questo comporta dovrà costantemente essere consolidato e mai interrotto.

²⁶ "*Covid-19: come trasferire liquidità alle imprese con due strumenti innovativi in linea con le misure non convenzionali della BCE*", Giuseppe Di Gaspare e Samuele Crosetti, Amministrazione in cammino, 3 giugno 2020

Interessante notare come il piano “*Next Generation EU*”, coadiuvato dal nuovo quadro di bilancio pluriennale 2021-2027, pur avendo l’obiettivo di rilanciare l’economia Europea dopo la crisi “Covid-19” risulti nel contempo un forte stimolo alla transazione verso una crescita sostenibile basata sulla *green economy* che fondi le proprie radici sul nuovo “*Green Deal*”. In questo scenario la “*Conferenza sul futuro dell’Europa*” in autunno, richiesta da Ursula von der Leyen, Emanuel Macron e Angela Merkel, potrebbe realmente rappresentare un dibattito che conferisca una identità europea rafforzata dalla crisi e in cui gli obiettivi comunitari possano trasmettere importanti funzioni di legittimazione.

Il vero punto focale per il futuro europeo è la capacità di individuare i giusti obiettivi. Il dibattito della “*Conferenza sul futuro dell’Europa*”, rischia di risultare sterile se non vengono delineati con chiarezza le strade da percorrere per perseguire la volontà europea. Purtroppo attualmente gli obiettivi della Conferenza non risultano particolarmente chiari probabilmente a causa delle disomogeneità di approccio alla politica comunitaria da parte dei diversi paesi dell’Unione. Le scelte necessarie rischiano di non essere supportate da un’identità europea sufficientemente coesa e centralizzata come ad esempio dimostrato dalle vicende politiche che hanno visto i “paesi frugali” non accettare con facilità stanziamenti a fondo perduto.²⁷

Il necessario consolidamento del sistema politico dell’Unione Europea dovrebbe essere attuato tramite investimenti in tre diverse aree: confini, istituzioni decisionali e condivisioni.

Il rafforzamento di questi tre aspetti dovrebbe essere alla base dell’agenda europea con la consapevolezza che la mancanza di coesione politica potrebbe impedire, o quanto meno rallentare, tutti i buoni propositi su cui l’Unione vuole investire nei prossimi anni.

Per quanto riguarda i confini, le frontiere europee sono deboli e spesso poco delineate. La tematica risulta molto sensibile perché definire i confini significa anche delineare l’ambito delle sovranità nazionali. La sfida che viene proposta in quest’ottica è quella dell’immigrazione. Se durante la pandemia il flusso migratorio ha subito un rallentamento, in seguito il trend di immigrazione potrà ritornare a pieno regime. La sfida è quindi quella di riformare le politiche migratorie ed abbandonare il “sistema Dublino” che si è dimostrato inefficiente nella gestione dei migranti e spesso causa di dibattiti politici. La soluzione sembrerebbe essere la centralizzazione della gestione di politiche migratorie in capo a Bruxelles coadiuvata ad un nuovo regime più equo nella distribuzione dei migranti. Se gli accordi di luglio hanno introdotto un debito comune e un

²⁷ “*I nuovi traguardi europei*”, Maurizio Ferrara, Corriere della Sera, 31 agosto 2020

potenziamento della sovranità fiscale, adesso questo progresso deve essere compiuto in termini di sovranità territoriale.

Il rafforzamento delle istituzioni in termini deliberativi è fondamentale per un'Europa sempre più caratterizzata da un'eccessiva presenza di regole decisionali. E' fondamentale che la tutela dei cittadini europei in termini parlamentari risulti più marcata. Il Parlamento non ha l'importanza che merita e forse sarebbe più corretto estendere il voto a maggioranza qualificata per coinvolgere maggiormente i rappresentanti designati dai cittadini europei.

La questione però risulta molto sensibile in quanto non tutte le rappresentanze a maggioranza qualificata rispettano principi democratici. Prendendo ad esempio le politiche di bilancio e le conseguenti restrizioni imposte dai criteri di convergenza è possibile notare subito come, nonostante queste regole seguano effettivamente un principio maggioritario, nell'atto pratico le regole vanno appannaggio dei paesi nordici. E' possibile inoltre che le competenze dell'UE si rafforzerebbero se oltre alla sovranità fiscale, vi fosse una coesione anche in termini sovranità tributaria tale da disincentivare alcune politiche opportunistiche di alcuni paesi nordici, quali l'Olanda.

In merito al principio di rafforzamento della condivisione, è possibile notare come la crisi generata dal Covid-19 abbia fornito indirettamente una possibilità all'Europa di ricostituire quel senso di solidarietà pesantemente eroso durante la Crisi dei debiti sovrani e negli anni successivi. La pandemia ha permesso all'Europa di comprendere come senza spirito solidaristico e senza una vera unione politica non si possa trattare l'emergenza in termini comunitari. Il concetto di condivisione si riveste di significato solo nel momento in cui la solidarietà politica ed economica sarà percepita come una virtù da perseguire e non come un costo da evitare.

E' giusto ammettere che l'Unione Europea è un contesto *glocalizzato* in cui, se da una parte la globalizzazione ha permesso al virus di diffondersi in tutto il mondo nel giro di poche settimane, dall'altra le realtà locali si sono trovate inermi di fronte ad un'emergenza che ha costretto, almeno per qualche tempo, a rivalutare l'importanza di sentirci cittadini europei.

La sfida che è stata proposta all'Europa è tanto drammatica quanto complessa ma come è stato affermato dall'economista Luigi Zingales "Qui si fa l'Europa o l'Europa muore" e se è vero che la parola spetta ora alla politica bisognerà attendere per capire se i leader europei si impegneranno per ricoprire un ruolo nella storia al fianco di Schuman, Adenauer e De Gasperi o i fervori nazionalisti avranno la meglio.

Le premesse sembrano tuttavia incoraggianti. Ursula Von der Leyen, Presidente della Commissione UE, ha dichiarato, in occasione del discorso sullo Stato dell'Unione tenuto il 17 Settembre 2020

davanti al parlamento Europeo: *“L’Europa sara’ quella che noi vogliamo che sia”* La Presidente ha indicato le priorit  dell’ UE per il prossimo futuro. *“L’unione della sanita’”* in quanto se la sanita’ e’ di competenza nazionale una protezione globale richiede progredire con l’integrazione in piu’ tappe. *“L’Unione dell’ Eguaglianza e dei Diritti”* per perseguire la quale la Commissione proporr  il voto a maggioranza qualificata per decisioni in politica estera e sui diritti umani. Al centro tra questi due obbiettivi si inseriscono alcune tematiche rilevanti. *“Green Economy e digitale”* investendo il 37% del Recovery Fund per il *“Green Deal”* ed il 20% sull’innovazione digitale. *“Migrazione”* con l’abolizione del regolamento di Dublino da rimpiazzare con un nuovo sistema Europeo di governance delle migrazioni. Il tutto supportato da forti meccanismi di solidariet . *“Competitivita’”* in quanto le economie Europee hanno ancora bisogno di sostegno e si dovr  trovare un delicato equilibrio tra aiuto finanziario e sostenibilit  fiscale. Il buon funzionamento del Mercato Unico potr  creare le migliori oppportunit  di crescita.

Bibliografia

- Ben S. Bernanke, 2014 *“La Federal Reserve e la crisi finanziaria. Quattro lezioni”*, Il Saggiatore
- Dean Baker, ottobre 2010 *“The Myth of expansionary Fiscal Austerity”*, Center for Economic and Policy Research
- Ennio De Simone, 2014 *“Storia economica dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica”*, Franco Angeli
- Giuseppe Di Gaspare e Samuele Crosetti, 3 giugno 2020 *“Covid-19: come trasferire liquidità alle imprese con due strumenti innovativi in linea con le misure non convenzionali della BCE”*, Amministrazione in cammino
- John B. Taylor, 2007, *“Housing and Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Kansas City,”* Kansas City
- Joseph E. Stiglitz, 2002 *“La globalizzazione e i suoi oppositori”*, Einaudi
- Joseph E. Stiglitz, 2018, *“L’EURO”*, Et saggi
- Kenen P., 1969., *“The theory of optimum currency areas”*,
- Maurizio Ferrara, 31 agosto 2020, *“I nuovi traguardi europei”*, Corriere della Sera
- Mauro Milillo e Renato Loiero, 2019, *“Finanza pubblica, politica e istituzioni”*, Pearson
- Nedergaard P., Snaith, 2015 *‘As I Drifted on a River I Could Not Control’: The Unintended Ordoliberal Consequences of the Eurozone Crisis*, JCMS: Journal of Common Market Studies.
- Robert Mundell, 1961, *A theory of Optimum Currency Areas*, in *“American Economic Review”*
- Rossi Salvatore, 2012 *“La crisi globale ed europea le politiche per la stabilità finanziaria”*

Sitografia

- <https://lab24.ilsole24ore.com/storia-coronavirus>
- https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Employment_statistics/it
- <http://www.governo.it/it/dl-rilancio>
- https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/recovery-plan-europe_it
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/ftse-mib>