

LUISS



Dipartimento di
Impresa e
Management

Cattedra di Macroeconomia e Politica Economica

LE RISPOSTE DELL'UNIONE EUROPEA AGLI SHOCK MACROECONOMICI DEL XXI SECOLO

Prof.ssa Tatiana Cesaroni

RELATORE

Giuseppe Carrano

Matr. 239621

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

*Alla mia famiglia,
a mio padre Raffaele,
a mia madre Rosaria
ed a mio fratello Paolo.*

*A chi ha sempre creduto in me e sempre lo farà,
da quaggiù e da lassù.*

INDICE

INTRODUZIONE.....	6
1. LA NASCITA DELL'UNIONE EUROPEA	7
1.1 L'UNIONE MONETARIA EUROPEA: L'EURO.....	7
1.2 MECCANISMI DI AGGIUSTAMENTO FRA PAESI DELL'UE: LA FLESSIBILITÀ SALARIALE E LA MOBILITÀ DEL LAVORO	11
1.3 IL MERCATO UNICO EUROPEO	12
1.4 POLITICA MONETARIA E POLITICA FISCALE	13
1.5 IL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA	14
1.6 L'ADESIONE DI ALTRI PAESI ALL'UNIONE EUROPEA.....	16
2. PRINCIPALI SHOCK MACROECONOMICI EUROPEI	18
2.1 CRISI FINANZIARIA DEL 2008 E L'IMPREPARAZIONE DELL'UNIONE EUROPEA.....	18
2.2 CRISI DEI DEBITI SOVRANI IN EUROPA.....	25
2.3 L'USCITA DEL REGNO UNITO DALL'UNIONE EUROPEA: LA BREXIT	31
2.4 LA GUERRA COMMERCIALE FRA STATI UNITI E CINA: TRADE WAR.....	38
2.5 LA PANDEMIA COVID-19: L'IMPATTO DELLE MISURE DI CONTENIMENTO SULL'ECONOMIA GLOBALE ED EUROPEA.....	41
3. LA RISPOSTA DELL'UNIONE EUROPEA AGLI SHOCK MACROECONOMICI	46
3.1 LA GRANDE RECESSIONE E LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI	46
3.1.1 <i>Securities Market Programme (SMP)</i>	47
3.1.2 <i>Outright Monetary Transactions (OMT)</i>	49
3.1.3 <i>TLTRO e Asset Purchase Programme</i>	50
3.1.4 <i>QUANTITATIVE EASING</i>	51
3.2 RISPOSTE DELL'UE AI DAZI EUROPEI LEGATI ALLA TRADE WAR	52
3.2.1 <i>Unione Economica Euroasiatica: lo spazio commerciale euroasiatico</i>	53
3.3 RISPOSTA EUROPEA ALLA CRISI COVID-19	53
3.3.1 <i>Meccanismo Europeo Di Stabilità (MES)</i>	55
3.3.2 <i>Next Generation EU (NGEU) ed il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR)</i>	56
3.4 ANALISI DEI RISULTATI DI UN SONDAGGIO QUALITATIVO SULL'EFFICACIA DELLE POLITICHE EUROPEE ..	59
3.4.1 <i>Descrizione del campione di intervistati</i>	59
3.4.2 <i>Descrizione dei risultati</i>	60
3.4.3 <i>Domanda numero 1</i>	60

<i>3.4.4 Domanda numero 2</i>	61
<i>3.4.5 Domanda numero 3</i>	61
<i>3.4.6 Domanda numero 4</i>	62
<i>3.4.7 Domanda numero 5</i>	63
CONCLUSIONI	64
REFERENZE	65
SOMMARIO FIGURE	74
SOMMARIO TABELLE	75

INTRODUZIONE

L'obiettivo della tesi è analizzare i principali shock macroeconomici del ventunesimo secolo, che hanno avuto effetti sugli Stati membri dell'Unione Europea, e le risposte attuate dalle sue Istituzioni. Durante l'ultimo ventennio l'Europa ha infatti dovuto fronteggiare diversi shock all'economia come la crisi dei mutui subprime americani, la crisi dei debiti sovrani che hanno causato le recessioni del 2009 e del 2012, l'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea a seguito dell'esito del referendum del 2016, le tensioni commerciali legate alla guerra dei dazi USA-Cina e la recessione del 2020 legata alla pandemia dal Covid-19.

Per una migliore comprensione dell'elaborato nel primo capitolo della tesi vengono descritte le fasi che hanno portato alla creazione dell'Unione Europea e le sue Istituzioni. Soffermarsi sulle Istituzioni è necessario, come emergerà nei successivi capitoli, in quanto il funzionamento dell'Unione Europea è basato su una pluralità di trattati che disciplinano le rigide procedure per rispondere alle situazioni analizzate.

Il secondo capitolo si sofferma sulla descrizione degli shock macroeconomici e sul loro impatto sull'economia partendo dalla crisi finanziaria americana dei mutui subprime e passando poi alla successiva crisi dei debiti sovrani. A seguire si è parlato delle ricadute in termini economici dell'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea (cd. Brexit). Successivamente sono stati descritti l'impatto sulle esportazioni ed importazioni europee della guerra dei dazi fra Cina e Stati Uniti e la recessione del 2020 scaturita dall'epidemia Covid-19.

Il terzo capitolo descrive le misure adottate dall'Unione Europea per controbilanciare i diversi shock analizzati anche con riferimento all'efficacia degli strumenti convenzionali e non che sono stati adoperati (ad esempio il Securities Market Program, il Meccanismo Europeo di Stabilità, il Next Generation EU e il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza).

L'ultimo paragrafo del terzo capitolo della tesi si conclude con una sezione empirica riguardante l'analisi dei risultati di un sondaggio qualitativo somministrato ad un campione di 500 individui durante il mese di maggio 2022 volto ad analizzare il giudizio dei cittadini dell'Unione Europea sull'efficacia delle politiche europee nel contrastare i principali shock macroeconomici dell'ultimo ventennio.

1. LA NASCITA DELL'UNIONE EUROPEA

Il progetto di un'Unione di Stati Europei nacque all'indomani del secondo conflitto mondiale da Paesi con economie gravemente compromesse dal conflitto, convinti che la pace, la ricostruzione e lo sviluppo duraturo sarebbero Stati favoriti dalla cooperazione e dall'integrazione economica. L'attuale Unione Europea rappresenta l'evoluzione della Comunità Economica Europea (CEE)¹, nata il 25 marzo 1957 con il trattato di Roma² al fine di aumentare la cooperazione economica fra le maggiori potenze del Vecchio Continente (cfr. Commissione Europea, 2012). Con l'adesione di nuovi Stati e la stipulazione di diversi trattati l'Unione Europea ha poi assunto la struttura attuale.

L'Eurozona è il sottoinsieme di Paesi dell'Unione Europea che hanno adottato anche una valuta comune ed è una delle più importanti aree valutarie del mondo. Al fine di avere un buon funzionamento della politica monetaria e della politica fiscale è stata istituita la Banca Centrale Europea e firmato il Patto di stabilità e crescita. L'euro, la moneta comune adottata da alcuni dei Paesi facenti parte dell'Unione Europea è certamente, come raccomandava Robert Schumann, una di quelle realizzazioni concrete che creano anzitutto una solidarietà di fatto e fortificano la costruzione europea; dai sei Paesi fondatori nel corso degli anni, per il progetto ambizioso ed il buon funzionamento macroeconomico, i Paesi membri sono significativamente diventati ventisette.

1.1 L'unione monetaria europea: l'euro

L'adozione dell'euro come moneta unica da parte di alcuni Paesi membri dell'Unione Europea (la cosiddetta Eurozona) risale al 1° gennaio 1999, ma la sua circolazione nei primi dodici Paesi³ è avvenuta in maniera graduale.⁴ Dal 1999 al 2002 l'euro fu “*invisibile*”, ossia utilizzato solo per fini contabili e pagamenti elettronici. L'unione economica e monetaria (UEM) era uno dei principali obiettivi dell'Unione Europea sin dagli anni '60 e solo con il Trattato di Maastricht del 1992 furono previste le disposizioni necessarie per l'adozione dell'euro.

Prima dell'introduzione dell'euro i Paesi seguirono le raccomandazioni presenti nel *Rapporto Delors*⁵ in cui erano previste tre fasi per fare convergere le economie dei Paesi e prepararli all'introduzione della moneta unica:

¹ I membri della CEE erano solo Belgio, Francia, Germania, Italia, Lussemburgo e Paesi Bassi.

² Con il trattato di Roma venne istituita anche l'Euratom al fine di coordinare la ricerca sull'energia nucleare e di garantirne utilizzo etico e pacifico.

³ Inizialmente l'euro fu introdotto nei Paesi fondatori dell'Unione Europea: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Spagna, Portogallo. Nel 2001 si aggiunse la Grecia e negli anni successivi Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Slovacchia e Slovenia.

⁴ Dal 1° gennaio 2002 al 28 febbraio 2002 l'euro ha provvisoriamente affiancato la lira per diventare dal successivo 1° maggio la moneta unica a corso legale in Italia.

⁵ Il Rapporto prende il nome da Jacques Delors, presidente della Commissione Europea dal 1985 al 1995.

- la prima fase (1990 -1994) fu focalizzata sul completamento del mercato interno, sull'eliminazione degli ostacoli all'integrazione finanziaria, sull'aumento della cooperazione finanziaria e sulla riduzione delle divergenze fra le politiche economiche dei dodici Paesi. La prima fase iniziò nel mese di luglio 1990, con l'entrata in vigore della direttiva europea sulla liberalizzazione dei movimenti dei capitali⁶;
- la seconda fase (1994-1998) ebbe il compito di fare transitare i Paesi verso la terza fase, aumentando la convergenza economica. L'inizio della seconda fase si ricollega alla costruzione dell'istituto monetario europeo (IME) con il compito di rafforzare la cooperazione fra le banche centrali dei vari Paesi ed allineare le politiche monetarie;
- la terza fase prevede la fissazione dei tassi di cambio e l'assegnazione ufficiale del controllo delle politiche monetarie ed economiche alle istituzioni e agli organi dell'Unione Europea.

La moneta unica aveva come obiettivo l'eliminazione delle variazioni, ovvero dell'incertezza per gli agenti economici, dei tassi di cambio fra i diversi Paesi del mercato unico. I Paesi più sviluppati hanno sempre provato a ridurre questa variabilità (gli stessi accordi di *Bretton Woods*⁷ avevano questo obiettivo), aiutando chi investe all'estero e chi esporta o importa con una maggiore stabilità dei prezzi. È possibile quindi affermare che la moneta unica era ed è un mezzo per facilitare il mercato unico europeo.

Lo studio *One market, one money* (voluta dalla Commissione Europea nell'ottobre del 1990), sottolineava tutti i vantaggi e gli svantaggi conseguenti alla creazione dell'area valutaria⁸. L'obiettivo principale dell'UE era il rigore finanziario con conseguenze positive negli investimenti e nell'occupazione.

L'aumento della concorrenza avrebbe eliminato i fallimenti di mercato, come le situazioni di monopolio, rendendo l'economia più efficiente. L'allargamento dei mercati finanziari avrebbe eliminato anche la situazione di monopolio delle banche all'interno dei Paesi, situazione tipica nei mercati finanziari piccoli. Inoltre, la creazione di un mercato comune con una moneta comune avrebbe portato a economie di scala rilevanti per le imprese (secondo *Delors* almeno del 3%).

Il vantaggio più importante per i Paesi dell'Eurozona sarebbe stata la possibilità di ridurre e frenare gli *shock* negativi provenienti dall'esterno⁹. Con la moneta unica ed il mercato unico erano previsti anche molti benefici indiretti come l'eliminazione dei costi di trasformazione e cambio per le valute (un'impresa italiana che deve pagare un'impresa francese non avrebbe più dovuto sopportare commissioni bancarie per convertire le lire in franchi), la riduzione e la maggiore stabilizzazione dei tassi d'interesse per le imprese ed i Paesi stessi. Precedentemente all'entrata in vigore dell'euro uno Stato con un debito pubblico elevato era esposto maggiormente al rischio crisi e la conseguente riduzione del suo *rating* rendeva più oneroso il servizio del debito. Con l'introduzione dell'euro la rischiosità dei titoli di debito sovrani viene misurata attraverso lo spread

⁶ La liberalizzazione del movimento dei capitali era un obiettivo già noto agli economisti europei in quanto era previsto già nell'Atto Unico del 1986.

⁷ Gli accordi di Bretton Woods del 1945 prevedevano un tasso di oscillazione dell'1% intorno al valore del dollaro americano e la conversione solo di quest'ultimo con l'oro.

⁸ In macroeconomia è un'area geografica in cui un'unica moneta circola e viene legalmente accettata.

⁹ Nei successivi capitoli analizzeremo se questo obiettivo è stato raggiunto realmente.

ossia la differenza fra i rendimenti dei bund tedeschi, che rappresentano i titoli di debito pubblico considerati meno rischiosi per gli investitori, ed i rendimenti dei titoli di Stato degli altri Paesi europei (Barbosa e Costa, 2010).

Teoricamente, un vantaggio delle aree valutarie è la riduzione della discriminazione di prezzo dovuta alla mancanza di trasparenza sui prezzi stessi: se diversi Paesi usano la stessa moneta, un bene sarà venduto sempre allo stesso prezzo, data la maggiore trasparenza. Da uno studio di poco successivo all'introduzione dell'euro si comprende che nell'UEM la discriminazione di prezzo, in verità, è solamente aumentata ed i cittadini comunitari non hanno mai potuto usufruire di questo vantaggio (Barr et alii, 2003). In verità l'aumento della discriminazione di prezzo è dovuto principalmente al fatto che la legge del prezzo unico non vale nella realtà (Blanchard, 2021).

Un altro importante vantaggio dell'UEM è la riduzione della variabilità del tasso di cambio (Di Taranto, 2014). Prima dell'istituzione dell'area valutaria un'impresa italiana che acquistava da un'impresa francese doveva osservare ogni giorno il tasso di cambio fra euro e franco, preoccupandosi di stimare il tasso di cambio a distanza di trenta o sessanta giorni (periodo in cui solitamente si paga). Secondo i fautori della moneta unica, la presenza di questa incertezza e l'impossibilità per un normale cittadino di stimare un tasso di cambio portava le imprese e i cittadini a non rivolgersi o a rivolgersi difficilmente ai mercati stranieri, riducendo il benessere economico. L'unica soluzione valida per le imprese ed i cittadini sarebbe stata un regime a tassi di cambio fissi che eliminasse completamente l'incertezza sul cambio. Il regime a tasso di cambi fissi ha un effetto positivo anche sul mercato degli investimenti: un'impresa che inizia ad operare all'estero con una minore incertezza può pianificare un piano d'investimenti per il futuro. Un aumento degli investimenti porta crescita economica di tutto il sistema.

Tuttavia, l'adozione della moneta unica presenta anche lo svantaggio legato alla perdita della sovranità monetaria dei singoli Stati: la politica monetaria dell'Eurozona, siccome sotto il controllo della Banca Centrale Europea (BCE) che definisce una politica monetaria unica per tutti i Paesi, non consente risposte specifiche agli shock che colpiscono i singoli Paesi. Con una politica monetaria centralizzata, se un singolo Stato dell'Unione dovesse entrare in recessione non avrebbe la possibilità di rispondere adeguatamente alla contrazione dell'attività economica. Allo Stato resta solo il controllo sulla politica fiscale, che in caso di recessione può significare dovere attuare una politica di *austerità* (Mankin, 2015).

Una recessione può colpire più duramente un singolo Paese, che solitamente può rispondere con una politica fiscale espansiva ed un deprezzamento del tasso di cambio, ma in un'area valutaria non è possibile seguire questa strada.

Inoltre, gli Stati membri, avendo ceduto la politica monetaria, hanno perso una possibile fonte di gettito derivante dall'emissione della moneta propria. Molti studi di politica economica, fra cui quello di Martino nel 1995, facevano notare che la moneta unica avvantaggia i Paesi ad alta inflazione e svantaggia i Paesi a bassa inflazione. La presenza di questi inevitabili svantaggi allarmava studiosi come Barr et alii già nel 2003, i quali

spiegarono che l'euroscettismo era inevitabile, soprattutto in Paesi come il Regno Unito (che d'altronde ha finito per abbandonare l'intera Unione Europea).

Con una moneta unica il Pil del singolo Paese diminuisce, la disoccupazione aumenta e le differenze con gli altri Paesi dell'Unione aumentano.

Tabella 1: Valore delle esportazioni dei Paesi dell'UE (in milioni di dollari)

YEAR	1980	1990	2000	2005	2010	2015	2020
ECONOMY							
AUSTRIA	17489	41134,6	67543,28	125182,1	152559,6	152728,3	168537,66
BELGIUM	64540	117703	187906,1	334400,1	407692,3	396841,5	419891,94
CYPRUS	531,502	957,28	951,052	1464,838	1402,16	3295,319	3057,0249
ESTONIA			3829,704	7715,752	11590,6	12835,89	16380,616
FINLAND	14150,3	26570,9	45988,65	65497,62	69517,83	59817,47	66192,361
FRANCE	116423	217262	326802	463428	523767	506264,5	488372,12
GERMANY	–	421100	550447,2	970914,5	1258924	1326206	1380647,1
GREECE	5153,05	8105,16	11721,56	17278,41	27950,21	28553,86	35169,49
IRELAND	8398,35	23746,5	77222,03	109657,5	116496,5	123361,4	179772,27
ITALY	78104	170304	240517,7	373135	447301	456989,5	496119,99
LATVIA	–	–	1868,468	5161,291	9532,456	12286,49	16201,036
LITHUANIA	–	–	3809,197	11806,57	20748,18	25392,46	32767,418
LUXEMBOURG	3005,44	6304,88	8357,195	18797,18	19748,44	17139,17	13802,598
MALTA	482,727	1130,31	2452,981	2398,877	3585,934	2607,141	2680,1894
NETHERLANDS	84947,5	131775	232554,1	406372,4	574251,1	570441,5	674869,77
PORTUGAL	4639,54	16421,8	24303,26	38149,95	49406,06	55046,6	61531,443
SLOVAKIA	–	–	11831,88	31889,28	64663,54	75145,81	86103,92
SLOVENIA	–	–	8769,773	19247,72	29200,11	31929,45	44796,563
SPAIN	20720,1	55521,4	114966,3	192644,4	254417,6	282273,6	307015,02

FONTE: UNICTADSTAT 1

La tabella dimostra quanto espresso precedentemente: il valore delle esportazioni aumenta, in alcuni casi raddoppia. Per esempio, in Austria le esportazioni erano pari a 67.543,28 milioni nel 2000, mentre nel 2005 erano 125.182,1 milioni. I Paesi che con l'introduzione dell'euro hanno beneficiato di un maggiore incremento delle esportazioni sono in ordine Germania, Paesi Bassi, Belgio, Francia, Italia, Spagna, Austria, Irlanda, Slovacchia, Finlandia, Slovenia, Lussemburgo.

Uno studio del Center for European Policy studies (CEPS) del 2013 tratta del problema europeo degli squilibri di bilancia commerciale fra i Paesi membri dell'Unione. L'Alert Mechanism Report (AMR), nel 2012 ha segnalato che i Paesi Bassi ed il Lussemburgo hanno avuto un eccesso di surplus commerciale nei confronti degli altri Paesi membri. La Germania è al limite: infatti, la media dei tre anni precedenti di surplus è pari al 5,9%. Questi tre Paesi destano preoccupazione alle istituzioni europee in quanto superano la soglia limite della bilancia commerciale.

Alcuni studiosi hanno osservato che i dati di surplus commerciale non vanno osservati in termini assoluti ma in rapporto alla deviazione dagli altri Paesi dell'Eurozona: così facendo il surplus commerciale tedesco risulta

meno problematico per l'Unione Europea. Risulta comunque difficile affermare che la forza della Germania nell'esportare i propri beni nel Mondo sia un problema per l'Eurozona (Gross e Busse, 2013).

L'intervento degli organi comunitari, tramite la Excessive Imbalance Procedure (EIP), è previsto solo nel caso in cui siano presenti effetti negativi (effetti sull'economia e sui mercati finanziari soprattutto dei Paesi periferici) che interferiscano sul "buon funzionamento" dell'Unione Europea. Non esistono dei criteri assoluti per definire quando una Macroeconomic Imbalance Procedure¹⁰ è dannosa ma sicuramente un parametro da tenere presente è la vulnerabilità dell'Unione (Gross e Busse, 2013).

1.2 Meccanismi di aggiustamento fra Paesi dell'UE: la flessibilità salariale e la mobilità del lavoro

Nella creazione di un'area valutaria è necessario prevedere meccanismi di aggiustamento fra i diversi Paesi in quanto uno spostamento della domanda aggregata di un Paese potrebbe produrre effetti in un altro dell'Unione Europea. Per esempio, i cittadini tedeschi potrebbero iniziare ad acquistare e consumare più prodotti tecnologici francesi e meno tedeschi. In una situazione del genere saranno necessari dei meccanismi di aggiustamento non solo in Germania ma anche in Francia.

Un aumento del consumo dei beni da parte dei francesi comporta un aumento e uno spostamento verso l'alto della domanda aggregata, quindi una produzione aggregata ed un livello dei prezzi superiore al livello naturale. L'economia tedesca, invece, vedrebbe un processo opposto in cui la domanda aggregata diminuisce e si sposta verso il basso. L'economia tedesca si ritrova la produzione aggregata ed il livello dei prezzi inferiore a quello normale.

Variazione di questo tipo sono normali all'interno di un'area valutaria ma devono essere sempre controllate al fine di evitare eccessivi squilibri fra paesi nel breve e nel lungo termine. L'assenza di controllo e la presenza di eccessivi squilibri comporta

Il fine dei meccanismi stabiliti dall'Unione Europea è evitare che i Paesi siano obbligati a ricorrere a svalutazioni e rivalutazioni¹¹. I meccanismi sono la flessibilità dei salari reali e la mobilità del lavoro.

Il salario reale (W/P) è la remunerazione del dipendente basata sulle unità di output prodotte e non su base monetaria. È preferibile parlare di salari reali e non nominali perché con il primo il dipendente può osservare il suo potere d'acquisto. Nell'esempio riportato sopra, la Germania vedrà aumentare il tasso di disoccupazione ed i salari reali diminuiranno, mentre, in Francia lo spostamento della curva di domanda aggregata produce un aumento della produzione e del saggio di salario. Data la diminuzione dei costi del personale per gli imprenditori tedeschi, in Germania i prodotti inizieranno a costare di meno e diventeranno più appetibili sul mercato. In Francia, invece, i costi delle aziende aumentano e di conseguenza anche il prezzo per i consumatori

¹⁰ È una procedura di squilibrio di bilancio di un singolo Stato che comporta eccessivi squilibri sulla bilancia commerciale.

¹¹ Impossibili per due Paesi con una politica monetaria comune.

aumenta. La conseguenza è che i prodotti francesi saranno svantaggiati rispetto a quelli tedeschi sul mercato per la differenza di prezzo.

Con mobilità del lavoro si intende la possibilità dei lavoratori di spostarsi, al fine di trovare un'occupazione, all'interno dell'Unione. Quando in Francia iniziano ad aumentare i salari reali i lavoratori tedeschi saranno motivati a spostarsi in Francia alla ricerca di un lavoro più remunerativo di quello che possono trovare nel proprio Paese. L'aumento dell'offerta di lavoro porta i salari reali francesi a riabbassarsi e ristabilizzarsi.

Questi due meccanismi lavorano nel breve periodo evitando così tensioni fra i due Paesi dell'Unione.

Con questi due meccanismi si produce uno spostamento delle curve di offerta aggregata per portare le economie ai livelli naturali di produzione aggregata.

Se i due Paesi non avessero fatto parte di un'unione monetaria avrebbero avuto a loro disposizione anche la politica monetaria per riportare le proprie economie in uno Stato di equilibrio di lungo periodo a seguito di uno shock asimmetrico.

Nell'esempio riportato sopra è possibile vedere come le economie rispondono bene ad uno shock ma anche il costo che i due Paesi devono sopportare nel lungo periodo perché hanno deciso di fare parte di un'unione monetaria: la Francia accetterà l'inflazione pur di restare in una situazione di equilibrio mentre, la Germania ha come costo il rischio di ottenere uno shock negativo della domanda.

Un'area valutaria è ottimale in presenza di una sufficiente flessibilità di salari reali e di una sufficiente mobilità del lavoro. Se queste due condizioni sono soddisfatte i Paesi dell'Unione avranno meno problemi a adeguarsi a shock della domanda in confronto a Paesi con sovranità monetaria.

1.3 Il mercato unico europeo

La creazione di un mercato unico in Europa rientrava fra gli obiettivi storici e di primaria importanza per l'integrazione europea. Già nel 1958, con il trattato di Roma, fu istituita un'unione doganale fra Francia, Germania, Italia, Belgio, Paesi Bassi e Lussemburgo. Fu solo con l'Atto Unico Europeo (AUE) del 17 febbraio del 1985 che si arrivò a stabilire un vero piano di unione del mercato interno.

Il termine "unico" presente nel nome dell'atto richiama sia la creazione di un unico mercato sia che l'atto univa trattati di politica estera, di sicurezza comune e modifiche al trattato della Comunità Economica Europea (CEE).

Il mercato unico europeo è basato su quattro pilastri fondamentali:

- libera circolazione delle merci;
- libera circolazione delle persone;
- libera circolazione dei capitali e liberalizzazione dei pagamenti;
- libera prestazione dei servizi;

Con libera circolazione delle merci non si intende solo l'eliminazione delle barriere doganali fra gli Stati membri e l'imposizione di barriere doganali uguali verso gli Stati terzi, ma anche l'eliminazione delle barriere fiscali, la soppressione delle restrizioni quantitative e di leggi con simile scopo. Gli Stati devono rispettare fra loro il principio di non discriminazione¹². Inoltre, con il passaggio da mercato comune (istituito col trattato di Roma) a mercato la libertà di circolazione viene intesa in senso positivo¹³.

La libera circolazione delle persone è la possibilità accordata ai cittadini dell'Unione Europea di spostarsi liberamente negli Stati dell'Unione. Inizialmente la mobilità era prevista solo per i lavoratori, successivamente è stata estesa a tutti i cittadini comunitari. Il soddisfacimento di questo principio fondamentale si ottiene garantendo ai cittadini una serie di attività di supporto come il diritto di integrarsi socialmente ed il diritto di soggiorno nello Stato ospitante. Un lavoratore italiano che decide di cercare impiego in una società olandese sarà trattato al pari di un lavoratore olandese (previdenza sociale, diritto alla malattia...). Per il mercato dei lavoratori qualificati ha avuto un ruolo importante l'obbligo di riconoscere i diplomi emanati e riconosciuti dai singoli Stati.

La libera circolazione dei capitali si focalizza sulla variabile macroeconomica I, ossia l'investimento. I singoli Stati non possono impedire la libera circolazione di capitali per l'investimento, le transazioni bancarie, l'acquisto di azioni, ecc.

La libera circolazione dei capitali ha sicuramente beneficiato in particolare modo dell'introduzione dell'euro in quanto la frizione maggiore era causata dagli ostacoli di natura valutaria.

Questa libertà permette ai cittadini di potere accedere al mercato del credito di altri Stati, di potere aprire un conto bancario e potere trasferire valuta in altri Stati dell'Unione Europea.

La libertà di circolazione dei servizi prevede la possibilità di utilizzare un servizio in un altro Stato membro. Un esempio recente è rappresentato dal *roaming dati*: prima del 2015¹⁴ un cittadino italiano con telefono italiano che si trovava in un altro Stato dell'Unione Europea pagava tariffe elevate per i dati internet, tanto che finiva per non usare internet; grazie alla libertà di circolazione dei servizi oggi è possibile utilizzare i dati internet, o un qualsiasi altro servizio, in un altro Stato comunitario senza dovere pagare delle penali.

1.4 Politica monetaria e politica fiscale

L'unione economica e monetaria europea (UEM) si basa su una politica monetaria centralizzata e sottoposta al controllo della Banca Centrale Europea (BCE) ed una politica fiscale decentralizzata nelle mani dei singoli Stati.

¹² Uno Stato dell'Unione non può impedire l'ingresso delle merci da un altro Stato dell'Unione se non per particolari motivi.

¹³ Nel trattato di Roma, la libertà di circolazione delle merci nel mercato comune era intesa in senso negativo, ossia divieto per gli Stati dell'Unione di applicare un trattamento discriminatorio verso le merci di un altro Stato dell'Unione.

¹⁴ Anno di emanazione del Regolamento europeo 2015/2120 con cui si creò un Mercato Unico Digitale.

La BCE è un organo europeo con sede a Francoforte costituito ufficialmente il 1° giugno 1998. Lo statuto istitutivo della banca centrale prevede l'obiettivo primario di mantenere stabili i prezzi nell'area euro mediante il controllo della politica monetaria. La BCE attua una politica monetaria a due pilastri, ossia controlla la crescita dell'offerta di moneta e mantiene l'inflazione stabile nel medio termine. Molti studi macroeconomici hanno dimostrato che la separazione fra il governo e la banca centrale porta quest'ultima ad essere più efficiente e a godere di maggiore credibilità nel raggiungimento degli obiettivi prefissati. Per questo motivo il Trattato di Maastricht ha riconosciuto alla BCE completa indipendenza istituzionale. Un'importante critica alla BCE è la clausola di non salvataggio (*no-bailout clause*) inclusa nel Trattato di Maastricht, secondo cui la banca centrale non può salvare un singolo Stato dell'Unione in crisi. Nell'anno stesso della sua istituzione la BCE ha affermato di avere come obiettivo il mantenimento un livello di inflazione lievemente inferiore al 2% annuo. Molti economisti ritengono che un'inflazione stabile al 2% o al 3% annuo possa apportare dei benefici all'economia ed in particolare al mercato del lavoro: un aumento dei salari nominali dell'1% con inflazione al 3% è l'equivalente di un taglio dei salari reali del 2% ma un individuo senza conoscenza della materia economica noterà solo un aumento del salario nominale

La politica fiscale è decentralizzata¹⁵ in quanto l'Unione Europea non dispone di un bilancio unico ma ogni Stato ha il proprio bilancio e deve amministrare la propria politica fiscale, seppure in autonomia, nel rispetto dei vincoli inclusi nel Piano di stabilità e crescita. La necessità di imporre dei vincoli è in funzione del conseguimento di un obiettivo comune e dell'aiuto alla BCE nel perseguimento del suo obiettivo primario. Inoltre, la presenza di vincoli rende anche la politica fiscale più credibile.

Secondo le teorie keynesiane la politica fiscale è lo strumento di maggiore rilevanza in risposta alle recessioni, in quanto è particolarmente rapido (una diminuzione delle tasse viene avvertita prima dai cittadini se paragonato ad un incremento dell'offerta di moneta). In questo modo si giustifica la decisione di decentralizzare la politica fiscale nell'Unione Europea.

1.5 Il patto di stabilità e crescita

I criteri del Patto di stabilità e crescita (*Stability and Growth Pact*)¹⁶, che i singoli Paesi avrebbero dovuto seguire nell'attuazione delle politiche fiscali¹⁷, vennero stabiliti nel giugno del 1997 dal Consiglio dell'Unione Europea. La necessità di questi criteri rigidi nella disciplina di bilancio statale nasce dalla volontà dei singoli di Paesi di mantenere le condizioni economiche previste dagli indicatori economici in fase di adesione

¹⁵ Nei primi mesi del 2022 ciò è sicuramente cambiato in parte: il conflitto ucraino ha portato i Paesi membri ad effettuare una riflessione comune sulla centralizzazione della politica fiscale con riferimento alle spese militari ed una politica di difesa comune. Tale evento ha comportato una sorta di centralizzazione o di inizio di processo di centralizzazione della politica fiscale.

¹⁶ In inglese *Stability and Growth Pact*.

¹⁷ Politiche che sono decentralizzate e sotto il controllo dei governi dei singoli Stati (vedi cap.1.4).

all'Unione Europea. Il Patto ha subito delle modifiche nel 2005¹⁸ al fine di aumentare la flessibilità nei confronti dei Paesi e la discrezionalità nella definizione delle regole di bilancio.

I due parametri di bilancio sono:

- criterio del deficit: il deficit del settore pubblico non deve superare il 3% del Pil per non essere ritenuto eccessivo.
- criterio del debito: il debito pubblico di un singolo Stato non deve superare il 60% del Pil per non essere ritenuto eccessivo. In caso di superamento della soglia, lo Stato si deve impegnare a ridurre di 1/20 all'anno il debito eccedente la soglia.

Questi parametri hanno anche la funzione di breve periodo di appiattare il ciclo economico evitando ed indebolendo le fasi recessive.

Con il patto di stabilità e crescita viene attribuito un nuovo ruolo di controllo alla Commissione europea ed un nuovo ruolo di *governance* per il Consiglio europeo:

- la Commissione europea deve agevolare il funzionamento del patto di stabilità e crescita in modo rigoroso, rapido ed efficiente; presentare relazioni, pareri e raccomandazioni per il supporto dell'attività del Consiglio europeo; redigere una relazione quando il disavanzo commerciale di uno Stato membro si avvicina al parametro del 3% del Pil; fornire una relazione al Consiglio europeo quando ritiene che il superamento del parametro del 3% del Pil di uno Stato membro sia giustificabile; ed, infine, elaborare una raccomandazione di principio su richiesta del Consiglio europeo in base alla quale quest'ultimo deciderà la sanzione per lo Stato membro;
- il Consiglio europeo deve decidere ed applicare le sanzioni nei confronti degli Stati membri che non rispettano i parametri di bilancio. Invece, se dovesse decidere di non agire con le sanzioni dovrebbe giustificarsi per iscritto.

L'articolo 104 del Trattato CE prevede una rigida procedura di infrazione quando uno Stato membro non rispetta uno dei due parametri. Quando uno Stato si avvicina troppo alle soglie stabilite dai parametri, la Commissione europea emana un *early warning* (un avvertimento preventivo) allo Stato membro. Se lo Stato avrà comunque superato i parametri sarà emanata una ben più rigida raccomandazione. Nel momento in cui lo Stato membro non dovesse rispettare la raccomandazione, attuando politiche di bilancio volte al rientro nei parametri, la Commissione europea procede con la sanzione. La sanzione solitamente è un deposito infruttifero per lo Stato ed è composta da una parte fissa, ossia lo 0,2% del Pil, ed una parte variabile uguale al valore rappresentato dall'1/10 del deficit che supera la soglia del 3% del Pil.

Nel caso in cui, lo Stato membro dovesse adottare politiche fiscali correttive, la procedura d'infrazione verrebbe sospesa fino al rientro nei parametri di bilancio (Ostrihoň, 2022 e Schilirò, 2006).

¹⁸ Modifiche volute in particolare da Germania e Francia che non accettavano gli eccessivi limiti nella gestione del proprio ciclo economico.

1.6 L'adesione di altri Paesi all'Unione Europea

Il progetto dell'Unione Europea ha da subito dimostrato la propria forza e da subito ha apportato vantaggi alle economie dei singoli Stati membri. Per questi motivi, altri tredici Paesi (Repubblica Ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia, Slovacchia, Bulgaria, Romania e Croazia) sono entrati a far parte dell'Unione il 1° maggio 2004, il 1° gennaio 2007 ed il 1° luglio 2013. Inoltre, prima del conflitto in Ucraina altri cinque Paesi (Albania, Macedonia del Nord, Montenegro, Serbia e Turchia) erano candidati¹⁹ all'adesione all'UE.

I Paesi che hanno deciso di entrare a fare parte dell'Unione Europea hanno dovuto dimostrare di soddisfare i criteri di adesione²⁰, noti come “Criteri di Copenaghen²¹”, in un rapporto sulla convergenza.

Con il rispetto degli anzidetti criteri i Paesi dimostrano di rispettare condizioni democratiche, economiche e politiche: devono dimostrare di avere istituzioni stabili, un'economia di mercato funzionante e di riuscire a conseguire gli obiettivi politici, economici e monetari dell'Unione Europea.

La successiva adesione alla moneta unica per nuovi Paesi è sottoposta al rispetto di ulteriori criteri riguardanti il mercato interno: è necessaria la stabilità dei prezzi, la stabilità dei tassi di cambio, la convergenza del tasso di interesse e finanze pubbliche sane.

L'allargamento dei confini rientra fra gli obiettivi originari del progetto d'unione fra Stati; infatti, nel trattato sull'Unione europea (TUE) è previsto che tutti gli Stati che rispettino le condizioni di Copenaghen possono aderire. La stessa Unione europea aveva previsto l'allargamento dei confini perché tale politica comporta svariati vantaggi macroeconomici sia ai partecipanti sia ai nuovi Stati.

I vantaggi sono:

- maggiore stabilità;
- maggiore peso dell'Unione Europea;
- maggiore prosperità economica: gli scambi commerciali fra nuovi Stati membri e vecchi aumentano di tre volte, mentre fra i nuovi Stati aumentano di cinque volte;
- maggiori investimenti.

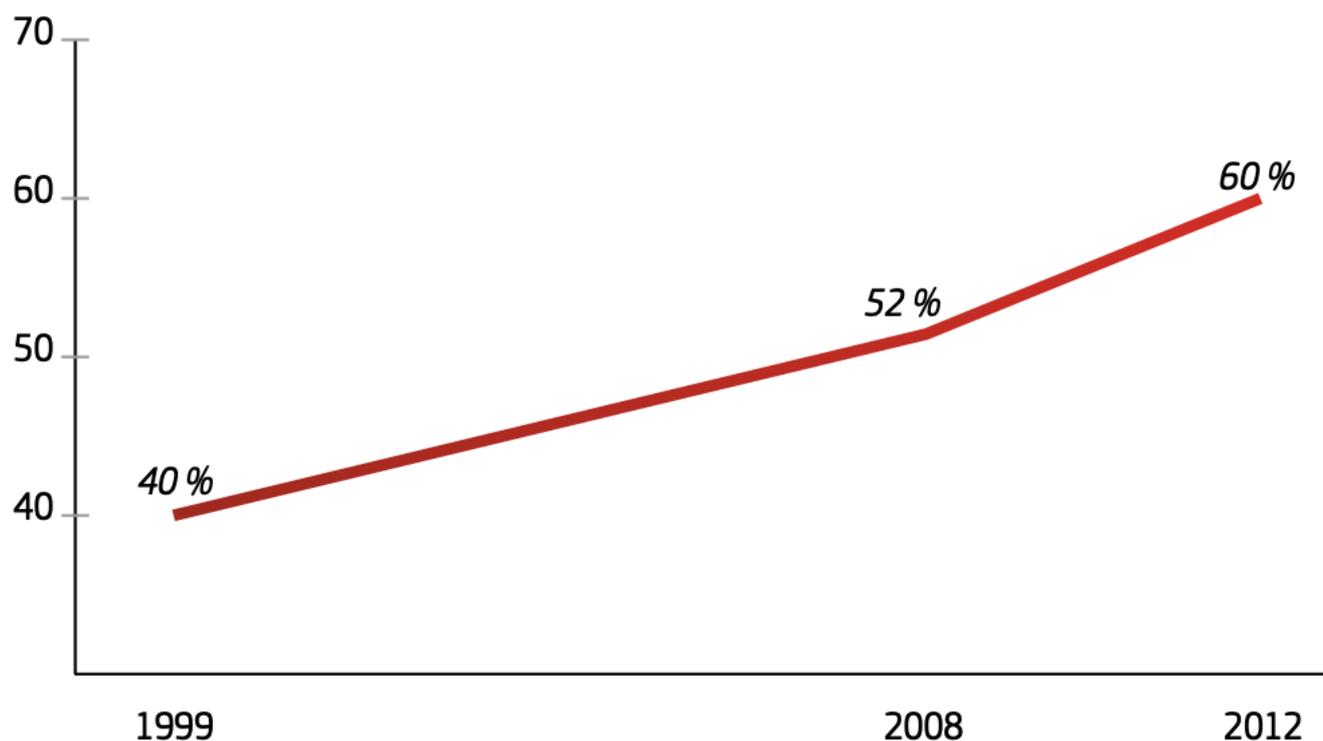
La conseguenza di questi vantaggi è la crescita economica di tutti gli Stati partecipanti all'Unione.

¹⁹ Con il mutato scenario politico dei primi mesi del 2022, l'ingresso dei cinque nuovi Paesi è rimandato.

²⁰ Sono gli stessi criteri imposti a tutti gli altri Stati prima dell'introduzione dell'euro.

²¹ In quanto stabiliti dal Consiglio europeo di Copenaghen del 1993.

Figura 1: Il Pil pro capite dei 12 Paesi che hanno aderito all'UE nel 2004 e 2007, in proporzione al Pil pro capite dei 15 Paesi che erano membri dell'UE prima del 2004.



FONTE: Unione Europea.

Il Pil dei nuovi Stati membri, che si sono aggiunti nel 2004 e nel 2007 all'UE, è cresciuto dal 40% al 60% in proporzione alla crescita del Pil degli altri Stati già membri. La crescita economica di questi Stati è di circa il 4% nel lungo periodo mentre per gli Stati già membri la crescita economica è aumentata dello 0,5% (Unione Europea, 2015).

Si stima che il Pil dei Paesi fondatori cresca nel lungo periodo dell'1% annuo grazie alla mobilità prevista dall'Unione Europea²².

²² Vedi cap.1.3.

2. PRINCIPALI SHOCK MACROECONOMICI EUROPEI

L'Unione Europea ha vissuto ed affrontato diversi shock macroeconomici dalla sua nascita. Il seguente capitolo si sofferma sui maggiori shock del XXI secolo.

I primi due paragrafi analizzano la **Grande Recessione** che importanti macroeconomisti come Francesco Daveri definiscono una crisi in due tempi: la crisi finanziaria del 2008 e la conseguente crisi economica del 2011, iniziata con la crisi dei debiti sovrani dei PIIGS nel 2010 (Daveri, 2013). La crisi finanziaria rappresenta solo l'inizio di una crisi sistematica del modello economico neoliberale²³ (Kotz, 2009).

Nell'ottica della tesi, quindi dell'Unione Europea, è importante comprendere l'origine della crisi (vedi paragrafo 2.1) per comprendere perché molti Stati europei si sono trovati in crisi con i propri debiti sovrani.

Il terzo capitolo analizza una scelta senza precedenti: l'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea, meglio conosciuta come **Brexit**.

Il capitolo successivo si sofferma sulla **guerra commerciale fra la Cina e gli Stati Uniti** con le relative ricadute per le esportazioni ed importazioni dell'Unione Europea.

Infine, il quinto capitolo analizza la crisi sanitaria scatenata dal virus **Covid-19** che è divenuta in poco tempo una crisi economica globale.

La Brexit e gli avvenimenti durante il Covid-19 sono segnali di un processo inverso alla globalizzazione? Dopo l'iper-globalizzazione degli ultimi anni, stiamo vivendo nell'epoca dello "*slowbalization*"²⁴?

2.1 Crisi finanziaria del 2008 e l'impreparazione dell'Unione Europea

La crisi finanziaria del 2008-2009 ebbe origine nell'estate del 2007 negli Stati Uniti d'America e si diffuse rapidamente nel vecchio continente e nel mondo intero. Questa crisi è nota come **Grande Recessione**, in quanto è stata la più grande recessione degli ultimi ottanta anni²⁵ fino al 2007²⁶, ma cos'è una recessione in macroeconomia? In accordo con Burns e W.C. Mitchell, la recessione nella tassonomia a due stadi rappresenta l'intera fase decrescente dell'economia in contrapposizione alla fase di crescita ed espansione economica. La definizione di J.A. Shumpeter divide il ciclo economico in quattro fasi: fase di prosperità o Boom, in cui il Pil cresce molto rapidamente; la fase di recessione, in cui l'attività produttiva ed il Pil si riducono rapidamente; la fase di depressione, in cui la disoccupazione si attesta a livelli elevati e la produzione ristagna; infine, la fase di ripresa in cui il Pil ricomincia a crescere sempre più rapidamente (Di Taranto, 2013).

²³ È possibile definire la crisi finanziaria come crisi del sistema capitalistico neoliberista perché dopo gli shock petroliferi iniziati nel 1973 gli Stati Uniti d'America iniziarono una politica neoliberista. Negli stessi anni anche il Regno Unito perseguì tale politica. Negli Stati Uniti d'America fu prevista la deregolamentazione del commercio e del settore finanziario, la privatizzazione di alcune aziende pubbliche, la riduzione in generale della presenza dello Stato nell'economia, il ridimensionamento dei sindacati. Inoltre, lo Stato rinunciò alle politiche fiscali discrezionali.

²⁴ Termine coniato dal The Economist nel gennaio del 2019 per indicare il processo inverso alla globalizzazione.

²⁵ La recessione avvenuta ottanta anni prima è la storica Grande Depressione del 1929 negli Stati Uniti d'America.

²⁶ Ad oggi possiamo affermare che la crisi economica del 2020 ha prodotto una recessione più importante.

Entrambe le definizioni evidenziano come la recessione sussegue e contrasta la fase di crescita del Pil.

Tabella 2: Crescita del Pil e dell'inflazione nell'economia mondiale prima e durante la crisi

Anno	Pil	Inflazione
2000-2006	+3,4%	+3,4%
2007	+5,4%	+4,0%
2008	+2,7%	+6,0%
2009	-0,6%	+2,5%
2010	+5,3%	+3,7%
2011-2012	+3,5%	+4,4%

FONTE: International Monetary Fund, World economic Outlook, April 2013

La tabella mostra, attraverso le due più importanti variabili macroeconomiche, come l'economia mondiale prima del 2008 fosse sicuramente surriscaldata. Dal 2007 al 2008 il Pil mondiale si dimezza passando da +5,4% a +2,7% con un'inflazione che aumenta di due punti percentuali. Successivamente, nel 2009 l'inflazione è contenuta ad un tasso pari al +2,5% ma il Pil mondiale decresce, per la prima volta da quando l'International Monetary Fund²⁷ registra l'andamento del Pil, al tasso di -0,6%.

Tre fattori dimostrano la gravità della crisi:

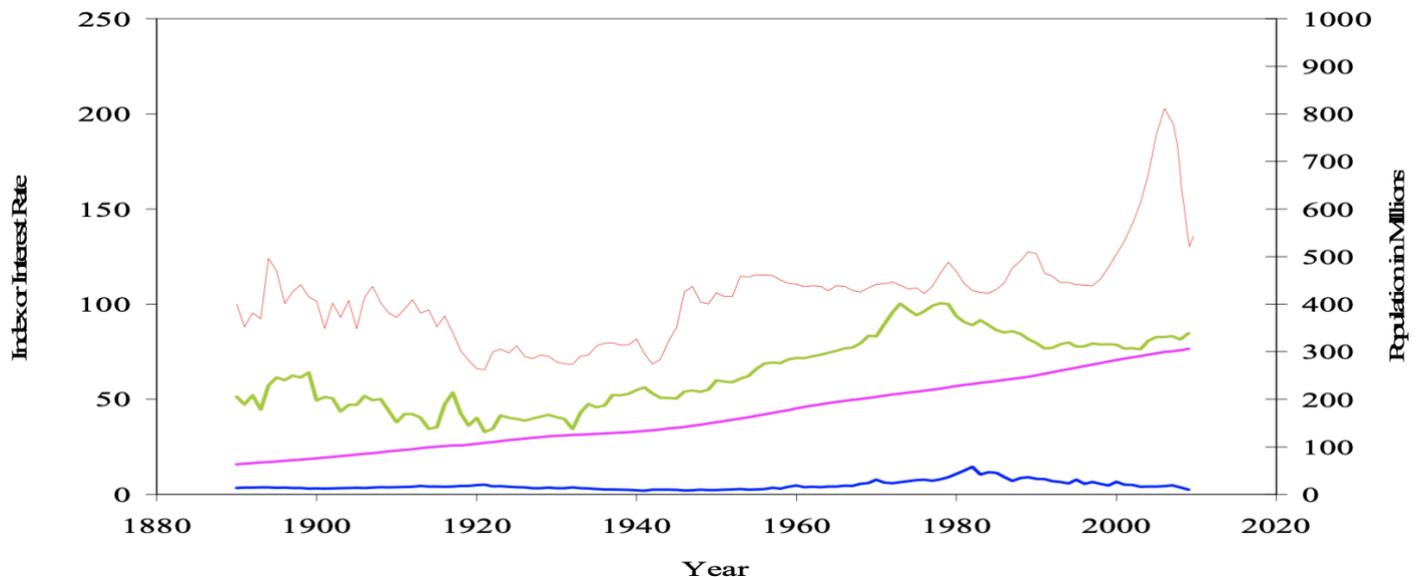
- l'aumento vertiginoso del prezzo del petrolio: fra il 2007 e l'estate del 2008 il prezzo del petrolio aumentò del 249% passando da 59 a 147 dollari al barile. Il prezzo del petrolio è sempre stato un indicatore economico molto importante per gli agenti economici in quanto rappresenta un costo per le attività produttive;
- la riduzione della capitalizzazione di borsa delle cinque più importanti banche d'affari e di investimento statunitensi: HSBC, Bank of America, JP Morgan Chase, Citigroup e Goldman Sachs ebbero una riduzione del valore di borsa di 476 miliardi di dollari pari a quasi il 60% nel 2008;
- la riduzione delle esportazioni mondiali: il flusso delle esportazioni mondiali nel primo trimestre del 2009 fu del 32% inferiore allo stesso trimestre dell'anno precedente.

Ma cosa scatenò questa gravissima crisi? La crisi è conosciuta anche come crisi dei mutui subprime o del mercato immobiliare statunitense. I mutui subprime rappresentano dei prestiti concessi dalle banche a soggetti economici con alta probabilità di essere insolventi. Questi mutui nel 2006 rappresentavano solo il 20% dei mutui concessi per il mercato immobiliare.

Le banche avevano concesso mutui per il mercato immobiliare, anche subprime, negli anni passati perché il prezzo delle abitazioni statunitensi cresceva dal 2000. Gli attori economici del mercato immobiliare statunitensi erano in esuberanza ed economisti come Robert Shiller avevano previsto che questa esuberanza era, come sempre nel mercato, irrazionale e stava portando ad una bolla (R. Shiller, 2000).

²⁷ Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) o in inglese l'International Monetary Fund (IMF) registra l'andamento del Pil mondiale dal 1978.

Figura 2: prezzo delle case statunitensi aggiustato per l'inflazione del 1890



FONTE: Standard&Poor, Case Shiller index

La figura riportata sopra mostra l'andamento dei prezzi delle case dal 1880. Il prezzo delle case è aumentato a seguito dei conflitti mondiali in modo razionale (i militari che tornava dalle guerre vinte costruivano case per godersi il resto della vita) ma l'aumento maggiore si osserva nei primi anni del ventunesimo secolo ed è un aumento assolutamente ingiustificato; quindi, una bolla come aveva affermato Robert Shiller (Giavazzi e Amighini, 2009).

L'aumento dei prezzi delle case fu dovuto anche a una politica di lungo periodo di tassi di interesse molto bassi²⁸ stabiliti dalla Fed a seguito dell'attacco dell'11 settembre 2001, possibile grazie ad una apparentemente bassa inflazione. Il prezzo delle case, in aumento negli anni, non rientrava nel calcolo dell'inflazione, mentre il costo degli affitti, non in grande aumento data l'ampia disponibilità di immobili, era pienamente incluso. L'aumento non considerevole dei costi di affitto non era in grado di influenzare particolarmente neanche l'indice dei prezzi al consumo (IPC). Se i prezzi delle case avessero fatto parte del calcolo dell'indice dei prezzi al consumo l'inflazione sarebbe aumentata rapidamente costringendo la Fed a rivedere la politica sui bassi tassi d'interesse.

Inoltre, gli agenti economici erano incoraggiati dal prendere prestiti perché il governo americano semplificò le regole per l'accesso al credito, permettendo, involontariamente, l'aumento dei mutui subprime.

Il primo campanello d'allarme per la Grande Recessione fu nell'aprile del 2007 con la bancarotta della New Century Financial, una società finanziaria specializzata nei mutui, causata proprio dall'insolvenza dei debitori di mutui subprime. Dal 2007 al 2009 oltre cento istituti finanziari fecero la stessa fine e banche più importanti come Bear Stearns, Bank of America, Goldman Sachs e Citigroup si salvarono grazie ad importanti fondi pubblici messi a disposizione dal governo di George W. Bush.

²⁸ Tassi di interesse bassi stimolano gli agenti economici a chiedere prestiti alle banche in quanto il costo del capitale di debito (interessi) si abbassa.

I mutui subprime, che rappresentavano solo il 20% dei mutui, poterono influenzare il valore di borsa delle grandi banche americane per colpa di due meccanismi di trasmissione e moltiplicazione.

Il primo meccanismo è la *cartolarizzazione*, ossia la possibilità per un istituto finanziario di cedere il proprio credito, ed il conseguente diritto ad incassare le rate del piano di ammortamento, ad uno *Special Purpose Vehicle* (SPV). Anche in diritto commerciale il rapporto fra il debitore e i successivi creditori è definito cartolarizzazione (Daveri, 2013).

La necessità per una banca di cartolarizzare è dettata dal volere diversificare il rischio, riducendolo, anche di insolvenza, del creditore. Gli SPV detenevano portafogli di attività finanziarie (mutui) molto diverse al fine di diversificare a loro volta il rischio di insolvenza: univano grandi quantità di mutui con debitori eccellenti (prime) a mutui con clienti ad alto rischio di insolvenza (subprime). Gli SPV successivamente emisero delle obbligazioni, ossia i *Mortgage-Backed Securities* (MBS), che potevano essere acquistate dagli agenti economici (in particolare dalle banche).

I singoli agenti economici non avevano né le competenze né il tempo per controllare tutti i mutui negli SPV, per questo assunsero un ruolo fondamentale le agenzie di rating come Fitch Rating, Moody's o Standard&Poor²⁹. Queste agenzie americane avevano il ruolo di controllare bene i mutui presenti negli SPV definendo il grado di solvibilità del credito. Il loro ruolo era ed è di ridurre l'asimmetria informativa rendendo più efficiente il mercato finanziario (Edward I. Altman e Herbert A. Rijken, 2004).

Le Big Three agenzie di rating utilizzano un sistema di valutazione qualitativo e non quantitativo-matematico: gli analisti valutano un set di informazioni ampio e flessibile.

Un investimento è sicuro se il giudizio di Fitch è fra BBB- e AA+, se quello di Moody's è fra Baa3 e Aa1 e se quello di Standard&Poor è fra BBB- ed AA+. Il voto che rappresenta il massimo grado di solvibilità, quindi massima sicurezza dell'investimento, è la tripla A.

Invece, un investimento è più rischioso e ad uso speculativo se ha un giudizio compreso fra SD e BB+ per Fitch, fra Ca e Ba1 per Moody's e fra DD e BB+ per Standard&Poor. Moody's è meno accurata delle altre Big Three in quanto ha un livello di giudizio in meno: infatti, il DD di Moody's equivale ad un CC per Fitch e ad un DDD per Standard&Poor. Il giudizio che rappresenta l'insolvenza è rispettivamente D, C e D (*Borsa italiana*, 2019).

Le società di rating valutavano queste obbligazioni con il massimo grado di solvibilità perché non erano in grado di controllare l'intera mole di mutui presenti negli MBS.

Una parte di MBS era composta da *Residential Mortgage-Backed Securities* (RMBS), ossia cartolarizzazioni di mutui di famiglie. Questi ultimi allargarono il problema dei subprime da una dimensione locale ad una dimensione mondiale. Infatti, prima degli anni Settanta le banche statunitensi potevano prestare soldi solo ai cittadini del proprio Stato federale (nel libro "L'Arte della vittoria"³⁰ sulla fondazione di Nike, il fondatore

²⁹ Queste 3 agenzie di rating sono definite le Big Three perché controllavano il 95% dell'attività di rating mondiale.

³⁰ vedere Knight (2019).

spiega che poteva chiedere soldi in prestito solo alle banche dell'Oregon, Stato in cui svolgeva la propria attività) e, così, le crisi restavano locali (Giavazzi e Amighini, 2009). Con le RMBS ed altri strumenti finanziari la crisi finanziaria si espanse in tutto il mondo. La cartolarizzazione è uno strumento molto utile e funzionale per l'economia ma le banche non devono mai perdere l'incentivo al controllo del debitore com'è avvenuto nei primi anni del ventunesimo secolo negli USA.

La cartolarizzazione in questo caso permise un aumento sfrenato del credito concesso perché le banche poterono liberarsi dei titoli di credito ricevendo obbligazioni (ritenute) meno rischiose dalle società di ranking (Ospina e Uhlig, 2018). Questo meccanismo si amplificò grazie al secondo meccanismo di trasmissione e moltiplicazione: *leva finanziaria*, ossia il rapporto fra capitale netto e le attività.

$$\text{Leva finanziaria} = \frac{\text{Attività}}{\text{Capitale sociale}}$$

Alle banche non è richiesto di tenere interamente le riserve dei depositi ma basta una frazione di essi.

Immaginiamo due banche ed i loro bilanci. La prima banca ha attività, come mutui ipotecari ecc., per 100 miliardi, 20 miliardi di capitale sociale e passività (depositi dei correntisti) per 80 miliardi.

La seconda banca ha attività per 100 miliardi, capitale sociale per 5 miliardi e passività per 95 miliardi. La leva finanziaria della banca 1 è uguale al 5,00% (ossia 100mld diviso 20 miliardi), mentre quella della banca 2 è pari a 20,00% (ossia 100 miliardi diviso 5 miliardi).

Tabella 3: rappresentazione dell'esempio sulla leva finanziaria

	(valori espressi in miliardi di dollari)			
	ATTIVITA'	PASSIVITA'	CAPITALE SOCIALE	LEVA FINANZIARIA
BANCA 1	100	80	20	5,00%
BANCA 2	100	95	5	20,00%

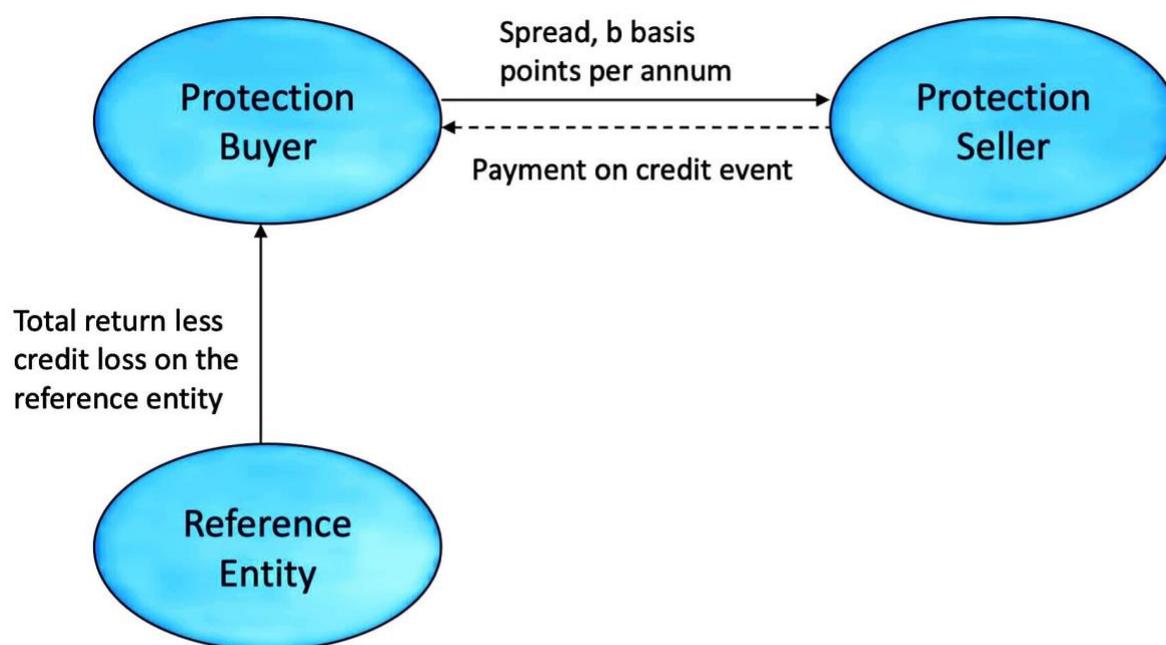
Una leva finanziaria molto alta è conveniente per le banche in quanto a fronte di un esiguo investimento dei soci (capitale sociale) il guadagno è alto (il ROE della banca 1 è pari al 50% ma quello della banca 2 è di 200% in presenza di un rendimento degli investimenti del 10%³¹) ma il rischio aumenta. Quando il prezzo delle case diminuisce ed i debitori non sono più in grado di pagare i mutui, le attività della banca (rappresentate proprio da quei mutui) diminuiscono e la banca con poco capitale sociale non è in grado di compensare le perdite dovendo dichiarare bancarotta. Nell'esempio precedente, in caso di una diminuzione delle attività del 10% la banca 1 si salva mantenendo 10 miliardi di capitale mentre alla banca 2 mancano 5 miliardi per compensare le perdite. La banca 1 potrebbe aiutare la banca 2 prestando 5 miliardi mancanti ma in momenti di crisi le banche che sopravvivono sono indebolite e poco propense a prestare soldi, ancora di più se il prestito è verso una banca con forte propensione al rischio. Inoltre, la banca sopravvissuta, vedendosi ridurre il capitale

³¹ Semplificazione in cui escludiamo i costi e vediamo solo ai ricavi.

sociale assiste ad un aumento della propria leva e del conseguente rischio in un momento di crisi in cui il rischio va minimizzato. Questo è proprio il caso della banca d'affari Lehman Brothers, fallita il 15 settembre del 2008, che prima della crisi aveva attività per 680 miliardi di dollari con un capitale netto di soli 25 miliardi, quindi una leva finanziaria del 27,5%. Strategia simile venne attuata da una c.d. *consorella* della Lehman Brothers, ossia la American Insurance Group (AIG) che assicurava il debito, quindi la solvibilità anche dei clienti subprime, della Lehman Brothers con dei *Credit Default Swaps* (CDS).

Il *Credit Default Swap* è uno strumento finanziario che appartiene alla categoria dei derivati finanziari con lo scopo di trasferire il rischio di insolvenza di un credito ad un soggetto terzo al rapporto obbligazionario, il quale guadagna un premio pagato dal creditore stesso (Jarrow, 2011).

Figura 3: spiegazione del funzionamento dei *Credit Default Swaps*



FONTE: Princeton University Press, *Credit Default Swaps*

L'AIG operava con una leva finanziaria di 125%, potendo così garantire effettivamente l'assicurazione solo in caso di fallimenti pari allo 0,8% dei capitali assicurati (sicuramente non le cifre che Lehman Brothers aveva assicurato). La AIG, a differenza della Lehman Brothers, venne salvata dal governo americano con i soldi dei contribuenti ed in particolare da Hank Paulson, ministro del Tesoro di Bush passato alla storia con il soprannome di Mr. Bailout, ossia Signor Salvataggio.

La combinazione di cartolarizzazione e leva finanziaria porta ad una crescita esponenziale del valore dei titoli derivati in circolazione.

Nel 2006 ed all'inizio del 2007 il mercato entrò in crisi ed il rialzo dei tassi di sconto operati dalla Fed fra il 2004 ed il 2006 provocò il crollo del mercato immobiliare statunitense nel 2007, che raggiunse il culmine con il fallimento della Lehman Brothers ed i necessari salvataggi governativi di altre banche e della AIG. Il mercato fra le banche si bloccò le banche iniziarono a non prestarsi più soldi a vicenda in quanto i titoli dati in garanzia dalla banca che chiedeva il prestito avrebbero potuto essere tossici con mutui subprime.

Le perdite per l'insolvenza dei debitori subprime furono di 250 miliardi di dollari; la vera perdita si ebbe con gli strumenti di cartolarizzazione e di leva finanziaria. A fine febbraio 2009 le banche americane contarono 800 miliardi di dollari di perdite di bilancio e 2200 miliardi di dollari di perdite finanziarie complessive.

Il governo americano non aveva imposto, per motivi politici, una regolamentazione volta a limitare la leva finanziaria: possedere una casa è sinonimo di ricchezza per una popolazione (Giavazzi e Amighini, 2009). Quindi la leva finanziaria rimase particolarmente alta per volontà ed utilità del governo e dei banchieri. Inoltre, i guadagni dei banchieri sempre più gonfiati grazie alla leva finanziaria venivano spesso reinvestiti in finanziamenti ai politici che non intendevano modificare la leva finanziaria (Daveri, 2013).

Tabella 4: Il valore della leva finanziaria nelle istituzioni finanziarie americane nel 2007.

Banche	Leva
Banche commerciali	9,8
Banche di credito cooperativo	8,7
Imprese finanziarie	10,0
Banche di investimento e hedge funds	27,1
Fannie Mae e Freddie Mac	23,5

FONTE: Tobias Adrian e Hyun Song Shin, *Liquidity and Financial Cycles*, Federal Reserve Bank of New York.

La tabella 4 mostra la leva finanziaria nelle istituzioni finanziarie americane nel 2007.

Il modello di cattiva regolamentazione e gestione della leva si espanse dalle banche a tutte le altre istituzioni finanziarie. Gli studiosi paragonano il mercato finanziario americano ad una piramide rovesciata dove miliardi di dollari prestati sono sostenuti da un relativamente basso capitale sociale (Giavazzi e Amighini, 2009).

L'inversione di tendenza nei prezzi del mercato immobiliare americano si ebbe nel 2005-2006, quando i prezzi iniziarono a scendere, innescando i meccanismi sopra riportati. Le famiglie statunitensi persero ricchezza in quanto le case rappresentavano il 32% della loro ricchezza. La perdita di valore portò gli agenti economici ad essere sovra indebitati e smisero di pagare i mutui. Il fallimento di istituti di credito a causa della leva finanziaria e del possesso di titoli cartolarizzati (che a loro volta si deprezzarono) fu una conseguenza inevitabile. L'economia mondiale passò subito ad una situazione di caos e le agenzie di rating corsero ai ripari declassando i titoli a *junk*. Si verificò il *credit crunch*, ossia la restrizione del credito concesso dalle imprese agli agenti economici e l'economia più forte nel mondo si trovò in recessione.

La crisi finanziaria del 2008 è definita anche *growth recession* (recessione della crescita) in quanto la diminuzione del Pil ha riguardato per lo più le economie sviluppate, mentre, economie come la Cina, l'India, l'Indonesia, Brasile e la Repubblica del Sud Africa hanno visto solo un rallentamento della crescita economica.

Figura 4: l'andamento del Pil nel 2008 e nel 2009

	2008	2009
Mondo	+2,7%	-0,6%
Paesi ricchi	+0,5%	-3,2%
Paesi emergenti	+6,1%	+2,1%
Stati Uniti	+0,4%	-2,4%
Eurozona	+0,6%	-3,9%
Germania	+1,2%	-4,8%
Francia	+0,3%	-2,3%
Italia	-1,0%	-5,5%
Spagna	+0,9%	-3,6%
Regno Unito	+0,5%	-4,8%
Cina	+9,6%	+8,7%

FONTE: Fondo Monetario Internazionale, World Economic Outlook, aprile 2013.

La figura 6 mostra l'andamento del Pil nel 2008 e nel 2009 nei Paesi sviluppati e nei Paesi emergenti, spiegando così il nome “*growth recession*”. I Paesi già sviluppati hanno avuto una crescita dello 0,5% nel 2008 e una decrescita del 3,2% nel 2009. Negli stessi anni i Paesi emergenti sono cresciuti del 6,1% e del 2,1%. Economie importanti europee (come la Germania, la Francia, l'Italia, il Regno Unito) e mondiali (Stati Uniti) non riescono ad avvicinarsi minimamente ai tassi di crescita dei Paesi emergenti

L'unico Stato che riesce a performare meglio della media dei Paesi emergenti è la Cina con una crescita del 9,6% e del 8,7% rispettivamente nel 2008 e 2009.

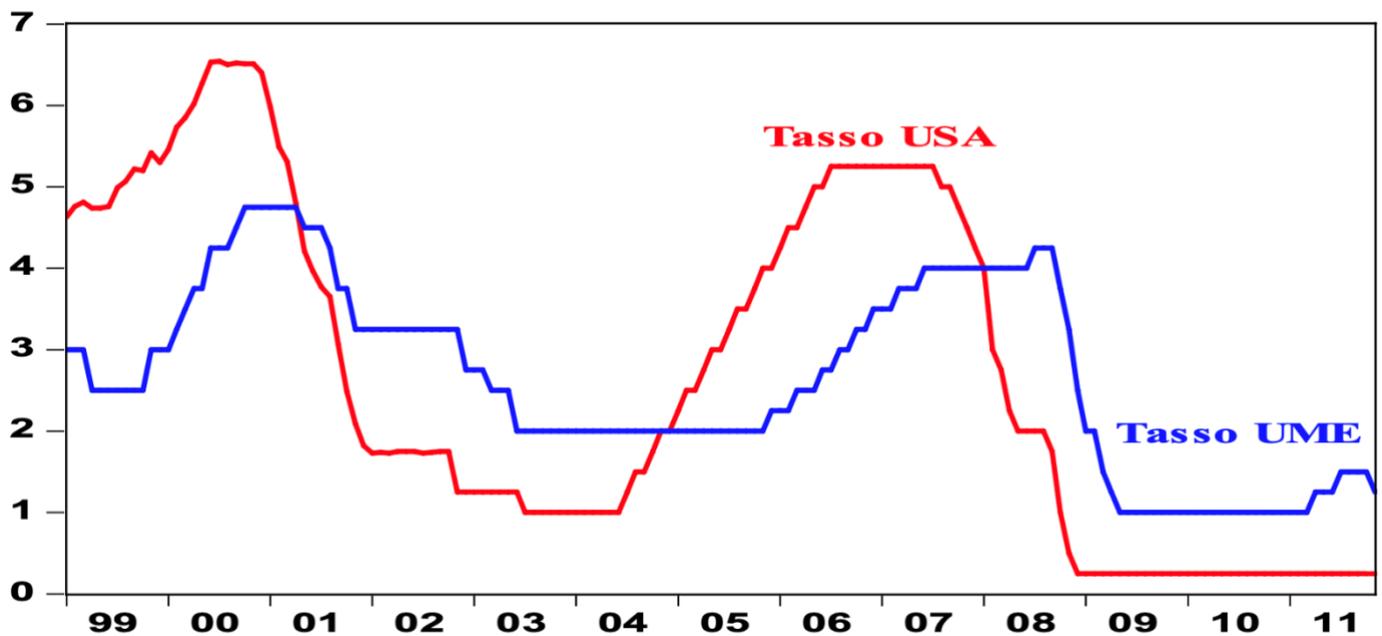
2.2 Crisi dei debiti sovrani in Europa

L'incertezza nei mercati e la mancanza di credito delle banche, scatenate dalla crisi dei subprime, ebbero importanti conseguenze non solo negli USA ma anche in Europa. Molte banche europee risentirono di questi squilibri e gli Stati dovettero necessariamente salvarle. Le banche europee risentirono degli squilibri a causa di un sistema di interdipendenza finanziario e reale fra istituti di credito dei vari Stati. La crisi da finanziaria cominciò a diventare reale: lo si comprende vedendo la riduzione del Pil, il *credit crunch*, l'effetto ricchezza, la maggiore avversione al rischio, la preferenza per la liquidità ecc.

I primi interventi a sostegno delle banche e degli istituti finanziari furono effettuati dalle Banche centrali che ridussero i tassi di interesse inaugurando una politica di espansione monetaria senza precedenti³².

³² Aumento dell'offerta di moneta.

Figura 5: percentuale del tasso di interesse negli Stati Uniti e nell'unione monetaria europea



FONTE: Bianchi, 2011

La figura sopra mostra i tassi di interesse in percentuale nell'unione monetaria europea e negli Stati Uniti dal 1999 al 2011. È possibile osservare come sia la FED che la BCE optarono per la stessa politica monetaria.

Il successivo e necessario salvataggio delle banche e di altri istituti finanziari venne concordato a livello europeo degli Stati membri insieme ad un aumento della soglia di garanzia per i depositi ed all'introduzione di meccanismi di flessibilità sugli aiuti pubblici e sul patto di stabilità³³.

La politica monetaria aiutò a stabilizzare il mercato finanziario ma fu insufficiente perché le banche trattennero la moneta emessa anziché metterla in circolo nell'economia con prestiti agli agenti economici. Inoltre, in fase recessiva la politica monetaria non riesce sempre a stimolare la domanda aggregata di beni e servizi (Bianchi, 2011).

Le decisioni coordinate fra gli Stati avevano lo scopo di fare garantire dagli Stati i prestiti interbancari e di ricapitalizzare gli istituti in difficoltà. Nello stesso periodo (luglio 2010) venne prevista anche una regolarizzazione delle attività finanziarie. Quindi l'obiettivo primario dell'Unione Europea fu evitare un collasso a catena dell'intero sistema finanziario, motore dell'economia nell'epoca del capitalismo cognitivo. Questi interventi pubblici nell'economia hanno comportato un dispendio di risorse ingente da parte degli Stati ed aggravato il rapporto debito/Pil. Il debito è aumentato anche per colpa degli stabilizzatori automatici e degli interventi discrezionali.

L'aggravio è stato particolarmente rischioso per i Paesi che avevano già un debito particolarmente elevato. I Paesi europei allo scoppiare di questa crisi avevano condizioni di finanza pubblica e tassi di crescita molto differenti: Paesi come la Germania viaggiavano con alti tassi di crescita e poco debito mentre Paesi periferici

³³ In Italia la legge costituzione 1/2012 del governo Monti modificò la costituzione introducendo il pareggio di bilancio.

avevano tassi di crescita normali ma un'alta vulnerabilità dovuta ad elevati debiti sovrani e politiche fiscali non sostenibili.

Per questo motivo l'area euro ha beneficiato di un periodo di crescita (2010) fra la crisi dei subprime e la crisi dei debiti sovrani con modalità diverse nei vari Stati: la Germania è tornata ai livelli di crescita del Pil precrisi mentre il Regno Unito ed altri Paesi dell'Eurozona hanno avuto una crescita inferiore.

Già alla fine del 2009, però, la capacità dell'Unione Europea venne messa in discussione dal rischio di insolvenza dei debiti sovrani di alcuni Stati membri. All'inizio del 2010 gli organi dell'Unione Europea scoprirono che la Grecia aveva sistematicamente mentito falsificando³⁴ i bilanci pubblici sin dagli anni dall'ingresso nell'Unione per soddisfare i parametri europei. Scoprendo queste operazioni di bilancio il deficit della Grecia nel 2009 passò dal 6,7% al 12,7% ed il rapporto debito/Pil al 127% (Gragnolati, 2015).

Il diverso valore di bilancio provocò la furia della Commissione Europea ed il crollo dei mercati mobiliari greci. La possibilità di un default greco non era assolutamente impossibile, anzi si avvicinava sempre di più a causa dell'aumento dei premi di rischio per i debiti anche di altri Stati dell'Eurozona (Gragnolati, 2015).

Con la difficoltà di altri Paesi europei nel salvare il sistema finanziario, si ritenne che il governo greco non avrebbe mai potuto saldare i propri debiti; anche le agenzie di rating definirono i titoli di Stato greci *junk*.

I titoli di Stato greci prima del crollo del mercato obbligazionario venivano scambiati con uno spread pari a 250 punti base, mentre dopo³⁵ il crollo lo spread raggiunse i 3500 punti base.

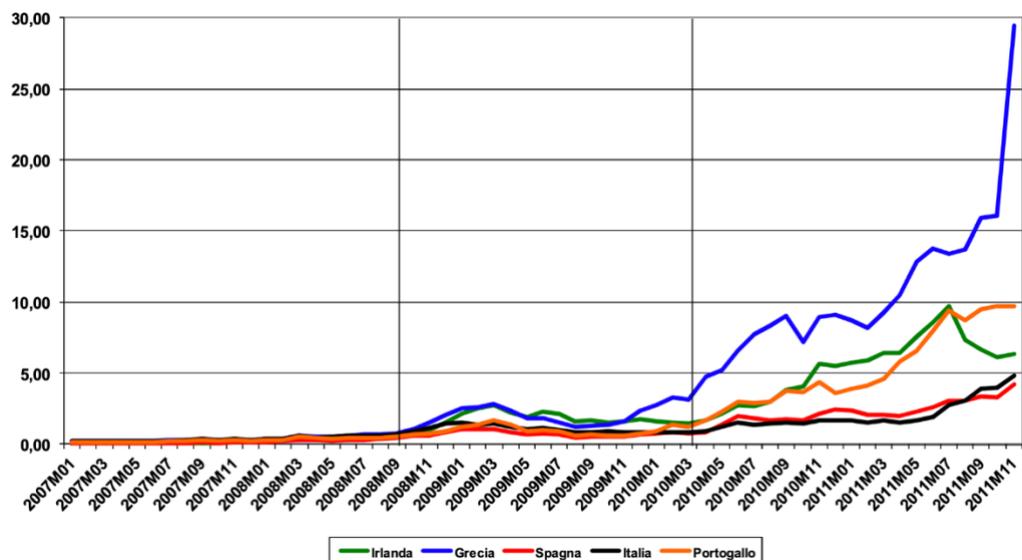
Il governo greco iniziò una politica di *austerity*, riducendo al minimo le spese dello Stato, e chiese aiuto all'Unione Europea ed al Fondo Monetario Internazionale. Con l'impegno a rivedere le proprie politiche fiscali furono concessi alla Grecia 110 miliardi di euro in prestito.

Con la paura di avere nuovamente effetti come quelli conseguiti al fallimento della Lehman Brothers, l'Unione Europea prevede un piano per il sostegno alla Grecia. I nuovi meccanismi aiutarono finanziariamente la Grecia ed introdussero a livello europeo ulteriori meccanismi in grado di evitare il riprodursi di situazioni del genere. Per quanto la Grecia sia un Paese piccolo nell'Unione (nel 2009 rappresentava il 2,5% del Pil) il suo salvataggio fu necessario per evitare un effetto a catena negli altri Stati. In assenza di un salvataggio della Grecia, i PIIGS sarebbero entrati in una crisi irrisolvibile dall'Unione nel seguente ordine: Irlanda, Portogallo, Spagna ed Italia. La figura sotto riportata mostra lo spread, ossia la differenza di rendimento fra i titoli di Stato dei PIIGS ed i bund tedeschi, fra il 2007 ed il 2011 con cadenza bimensile.

³⁴ La Grecia aveva ridotto il proprio debito contabile con degli swap in valuta non contabilizzabili.

³⁵ Ci si riferisce all'anno 2011.

Figura 6: lo spread dei PIIGS rispetto alla Germania

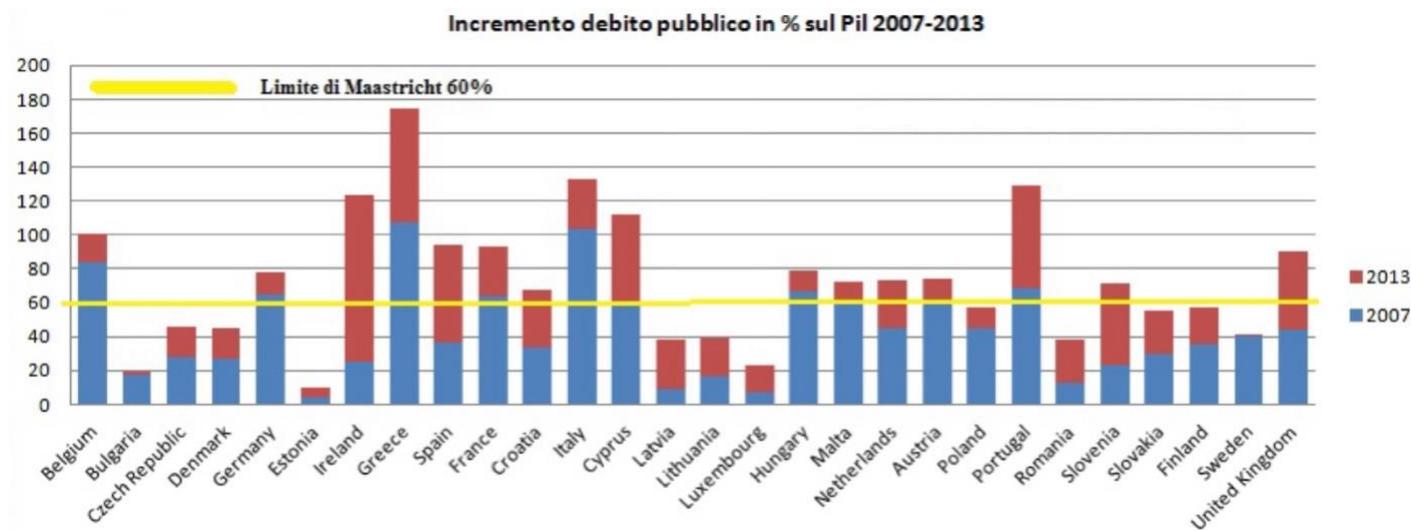


FONTE: Bianchi, 2011

Nei PIIGS fu inevitabile un innalzamento dei tassi d'interesse e dei premi pagati dai possessori di titoli di Stato per assicurarsi contro l'insolvenza.

Gli economisti vedono questo momento storico come il passaggio da una crisi finanziaria con fallimento di mercato a crisi economica con fallimento degli Stati che si erano sbilanci troppo con il debito per il salvataggio delle banche.

Figura 7: incremento dei debiti sovrani in percentuale sul Pil fra il 2007 (in blu) ed il 2013 (in rosso)



FONTE: Eurostat

La figura sopra riportata mostra il rapporto debito/Pil prima (in blu) e dopo le crisi finanziarie e dei debiti sovrani in Europa. La linea gialla mostra il limite imposto dal trattato di Maastricht³⁶.

³⁶ Vedi capitolo 1.4.

L'aumento dei tassi d'interesse comportò maggiori rischi e conseguentemente un crollo del valore dei titoli di Stato. Molte banche detenevano questi titoli ed un eccessivo crollo del loro valore avrebbe comportato importanti ripercussioni³⁷ su tutta l'area euro.

In questo momento, dopo essere passata per gli Stati, la crisi ritornò alle banche, le quali ebbero bisogno di essere ricapitalizzate (per la seconda volta in pochi anni) ma gli Stati stessi, che avrebbero dovuto salvarle, erano ancora in difficoltà. Le politiche fiscali restrittive, la riduzione del valore di borsa delle banche, la diminuzione del credito concesso dalle banche, la crisi di fiducia e l'interconnessione fra Stati avrebbe potuto innescare una recessione *double dip*.

Al centro dell'attenzione europea subentrò l'Italia, la terza economia dell'Unione Europea (rappresentava nel 2009 il 17% del Pil dell'Unione), con elevati livelli di deficit e conseguente aumento dei tassi d'interesse e del deficit³⁸. Il progetto di unione fra Stati entrò seriamente in crisi ed un default italiano era assolutamente improponibile per gli organi europei.

L'Italia, in realtà, non aveva un deficit particolarmente alto e preoccupante (nel 2011 era 3,6%³⁹) ma le misure sulle entrate fiscali godevano di bassa credibilità, la crescita reale era negativa e l'aumento della disoccupazione portava un aumento della spesa statale.

L'Europa cresce in modo troppo diverso per restare unita: la Germania viene vista come una garanzia per gli investitori, entrano molti capitali con gli interessi che si riducono e la debolezza dell'euro aumenta le esportazioni; mentre, negli altri Stati i tassi di interesse non smettono di crescere.

Mentre la Germania cresce e si arricchisce grazie anche alle esportazioni, la bassa domanda interna tedesca non riesce ad aiutare i Paesi periferici ad esportare e crescere. Inoltre, l'aumento del reddito in Germania, durante la crisi degli altri Stati europei, stimolava il progresso tecnologico aumentando il reddito potenziale nel lungo periodo.

La crisi di liquidità e di solvibilità della finanza pubblica non ha toccato altri Stati del mondo come ha toccato l'area euro. I debiti di altri Paesi (com'è possibile osservare nella figura sottostante), benché aumentati in misura maggiore non hanno comportato una crisi pubblica di tale entità. Nell'Eurozona il debito sovrano è aumentato dal 2008 al 2018 di 14,5% fino ad arrivare ad un rapporto debito/Pil dell'85%. Nei Paesi del G7⁴⁰ il debito è aumentato del 27% arrivando ad un rapporto debito/Pil pari al 117%. Gli Stati Uniti rappresentano sicuramente l'economia che ha aumentato maggiormente il proprio debito sovrano (un aumento del 31%). Nella figura sotto riportata solo la Germania è riuscita ad andare contro tendenza riducendo il proprio debito del 3% fra il 2008 ed il 2018. Dal 2014 il bilancio statale è in equilibrio e dal 2017 il debito tedesco è sceso sotto i 2000 miliardi di euro ma il risultato positivo, in termini di rapporto debito/Pil, è dovuto ai bassi tassi

³⁷ Vedi leva finanziaria nel capitolo 2.1.

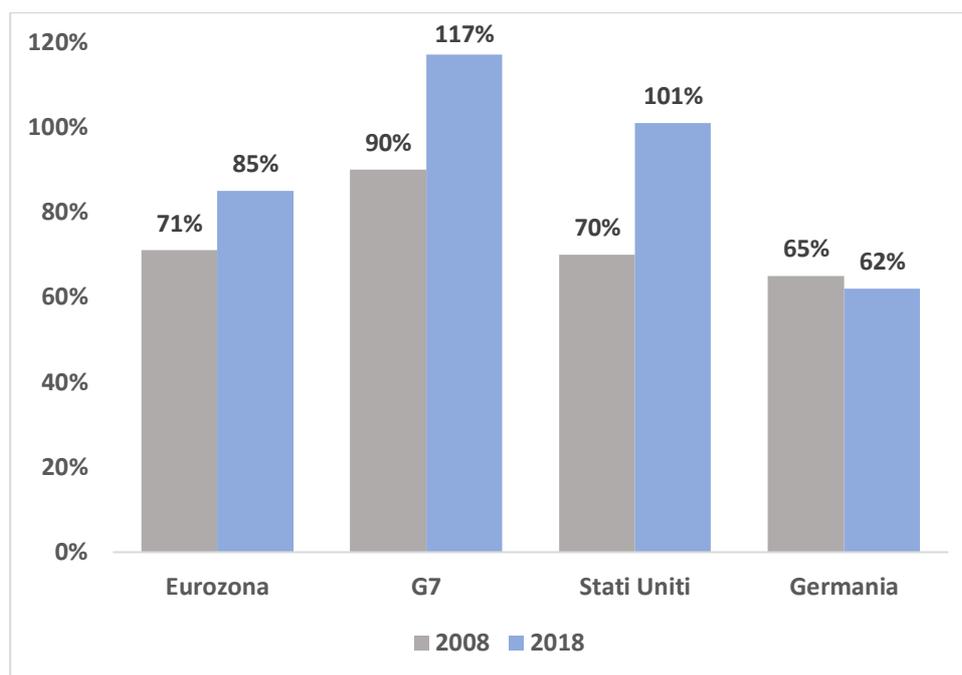
³⁸ Gli interessi rappresentano una spesa per lo Stato. Un aumento dei tassi di interesse comporta un aumento degli interessi pagati e del deficit.

³⁹ Poco distante dai criteri del patto di stabilità e crescita.

⁴⁰ Il G7 è l'insieme delle 7 economie maggiormente industrializzate del mondo

d'interesse con cui la Germania si finanzia e al tasso di crescita⁴¹ dell'economia del Paese (Quitau et alii, 2018).

Figura 8: rapporto debito/Pil prima e dopo le crisi



FONTE: International Monetary Found

Le analisi più approfondite sulla crisi dei debiti sovrani si soffermano sull'aumento dei deficit dei vari Stati. Molti studi economici, che analizzano l'economia americana, dimostrano come un aumento del deficit fiscale, inteso come aumento della spesa pubblica e non riduzione delle tasse, conduca i tassi di interesse a livelli maggiori (Engen e Hubbard, 2004). I tassi aumentano a causa del reddito disponibile che risulta essere inferiore al previsto. Infatti, l'aumento di reddito disponibile nei privati (dovuto alla politica fiscale espansionistica) non si traduce in un pari aumento del risparmio. Questa riduzione del risparmio, che può essere inteso come fondi mutuabili, comporta un aumento dei tassi di interesse, quindi, secondo la teoria neoclassica, una riduzione degli investimenti nell'economia (Ball e Mankiw 1996). Lo spiazzarsi degli investimenti è conosciuto come *crowding out effect*.

L'aumento duraturo dei deficit statali riduce in modo duraturo l'accumulazione di capitali con l'aumento nel lungo termine i tassi di interesse (Elmendorf e Mankiw, 1998; Engen e Hubbard, 2004). Inoltre, nel lungo termine si rischia che lo Stato abbia sempre più bisogno di finanziamenti con la conseguenza di un aumento dei tassi d'interesse (Gale e Orszag 2003).

Tuttavia, è necessario ricordare che gli effetti di breve e lungo termine nell'economia di una politica fiscale espansionistica finanziata col debito dipendono da diversi fattori caratterizzanti delle singole economie come la grandezza dei moltiplicatori (Spencer e Yohe, 1970) o la capacità dei governanti di usare in modo produttivo le risorse ottenute evitando il rent seeking. Un fattore che può influenzare negativamente il buon impiego di

⁴¹ Una maggiore crescita dell'economia di un Paese comporta un aumento del Pil, quindi una riduzione del rapporto debito/pil, e maggiori entrate fiscali per lo Stato.

capitali statali è la corruzione dei governati, che dovrebbero focalizzarsi sulla spesa produttiva che permetterà in futuro di ripagare il debito e non aumentarlo ulteriormente (Alesina et alii, 2008).

Per il moltiplicatore è necessario comprendere se la soluzione migliore sia un aumento della spesa pubblica o una riduzione delle tasse; sicuramente un aumento della spesa pubblica può diventare strutturale motivando così i prestatori di fondi a richiedere premi di rischio maggiori (Alesina e Ardagna, 2009).

Alcune teorie economiche contrastano con il *crowding out effect*, ossia lo spiazzamento degli investimenti. Secondo l'equivalenza ricardiana le famiglie hanno una maggiore consapevolezza e conoscenza della materia economica ed in caso di politiche di espansione fiscale risparmiano, consci del futuro aumento della tassazione per il pagamento degli interessi (Blanchard 1984, Engen e Hubbard 2004, Gale e Orszag 2004, Ardagna et alii 2004, Baldacci e Kumar 2010).

Secondo la teoria dell'economia aperta, l'aumento della necessità di capitali da parte di un governo può essere compensato dagli afflussi di capitale dall'estero (Gale e Orszag, 2004; Ardagna et alii 2004, Baldacci e Kumar, 2010).

2.3 L'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea: la Brexit

Nel 2007 i Paesi membri dell'Unione Europea firmarono un accordo in cui prevedero l'aggiunta di un articolo nel Trattato sull'Unione, l'articolo 50, che permettesse ad ogni Stato membro la libertà di distaccarsi, stabilendo anche la procedura da seguire. Il recesso dall'Unione Europea comporta l'abbandono di tutte le sue istituzioni, quali moneta unica⁴², mercato unico, politiche coordinate ecc. di cui si è parlato nel capitolo 1 (TUE, 2012). Nel 2016 il Regno Unito ha invocato la procedura di Uscita dall'Unione Europea prevista da tale articolo a seguito dell'esito positivo del referendum⁴³ popolare per l'appunto sull'uscita dall'Unione Europea, svoltosi il 23 giugno 2016. Inizia, così, un periodo di crisi, all'interno dell'Unione, che si trova ad affrontare una situazione nuova e particolarmente critica.

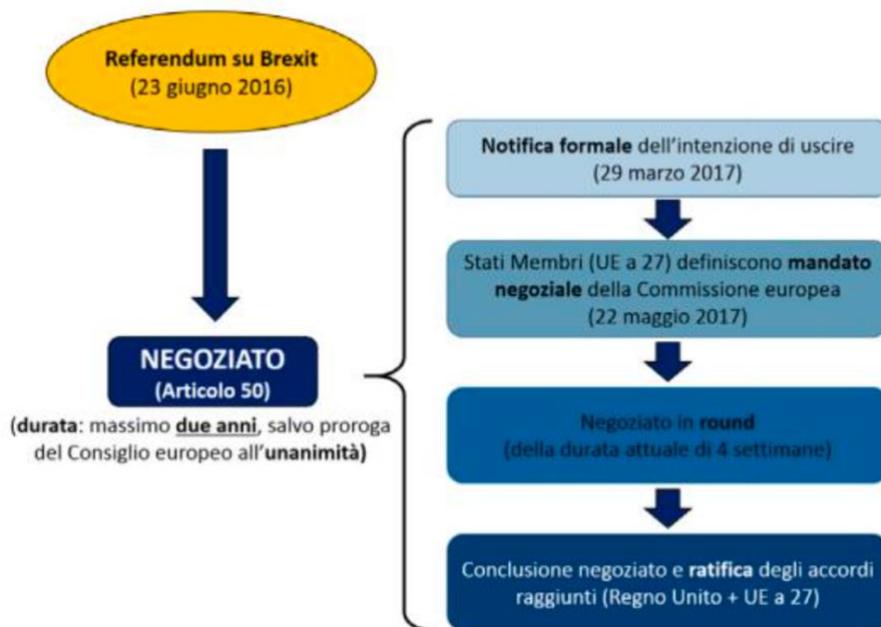
Il recesso del Regno Unito è stato visto da molti analisti come l'inizio della frammentazione dell'Unione in quanto potrebbe rappresentare un precedente per altri Paesi che sentendosi oppressi dalle stringenti politiche comunitarie o non condividendone più gli ideali iniziali potrebbero decidere di abbandonarla.

Il processo di distaccamento è composto da quattro fasi: la notificazione al Consiglio Europeo, la definizione del mandato per gli accordi di recesso, lo svolgimento della negoziazione e, infine, il raggiungimento di un accordo fra le due parti.

⁴² Ovviamente questa singola voce non è valida nel caso del Regno Unito che non entrò mai nell'Eurozona.

⁴³ Ancor prima dell'esito del referendum, i giornali mondiali coniarono il termine Brexit, dato dalla crisi di Britain Exit, con cui questo evento passerà alla storia.

Figura 9: il processo di distacco della Gran Bretagna



FONTE: elaborazione Éupolis Lombardia-ISPI

Dal punto di vista macroeconomico, la Brexit rappresenta uno shock asimmetrico per l’Unione Europea che impegnandosi da subito è riuscita in parte a ridurlo ed in parte a contenerlo. La decisione del Regno Unito ha provocato incertezza nella sicurezza nazionale, nell’economia, nel settore finanziario, nel commercio e nei cittadini europei che vivono nel Regno Unito senza essere inglesi e viceversa (Mihailovici, 2019).

Gli economisti hanno configurato da subito tre possibili scenari:

- 1) *Soft Exit*: prevede la permanenza della Gran Bretagna nell’area economica europea (mercato unico ed unione doganale). È sicuramente lo scenario migliore e si prevede per il 2030 una riduzione del Pil inglese dello 0,6%. In questo caso il Regno Unito rappresenterebbe per l’Unione un mercato estero simile a quello di Norvegia e Svizzera.
- 2) *Deep Cut*: non viene raggiunto un accordo commerciale fra Regno Unito ed Unione Europea e saranno imposte tariffe doganali e barriere non tariffarie nel commercio. Il Pil inglese nel 2030 si ridurrebbe di un valore fra 1,5% e 1’2,8%. Prevede il successivo raggiungimento di accordi commerciali fra i due Paesi e soprattutto fra i loro mercati. La crescita del Pil inglese sarebbe comunque inferiore in confronto ad un restare della Gran Bretagna nell’Unione.
- 3) *No Deal o Hard Brexit*: è lo scenario peggiore, in cui, oltre alla mancanza di un accordo per il commercio tra i due Stati, il Regno Unito dovrà negoziare nuovi accordi commerciali con tutti i Paesi terzi. Essendo un processo particolarmente lungo il Regno Unito potrebbe perdere tra 1,6 ed i 3 punti percentuali di Pil nel 2030 (Busch, Berthold, Matthes, Jürgen, 2016). Da una relazione alla Camera dei deputati italiana, il presidente di Banca d’Italia stime una perdita di Pil per il Regno Unito fra 1’1,6 ed

i 3 punti percentuali (Signorini, 2017). L'hard Brexit sarebbe pur sempre ordinata in quanto il commercio fra le parti avverrebbe sotto le regole del World Trade Organization. Un modo per alleggerirne gli effetti sarebbe un deprezzamento del valore nominale della sterlina (Berthou et alii, 2019).

Fra l'Unione Europea e la Gran Bretagna sono iniziati subito due distinti, seppure simili, negoziati:

- il primo negoziato si focalizzava sulla regolamentazione da attuare nella fase di distaccamento sui cittadini e sulle aziende che viaggiavano, vivevano e lavoravano liberamente sul suolo della controparte (i cittadini britannici in Europa ed i cittadini europei in Gran Bretagna). Inoltre, sono state discusse anche le norme per le obbligazioni finanziarie di Stati membri che il Regno aveva comprato;
- il secondo negoziato si focalizzava sui rapporti post distaccamento ed in particolare sulle norme commerciali.

Di particolare rilievo per gli Stati membri sono state le obbligazioni finanziarie in quanto il Regno Unito è sempre stato un finanziatore del bilancio europeo versando annualmente in media 13 miliardi di euro e ricevendone mediamente quasi 7 (Signorini, 2017).

Invece, per entrambe le parti gli accordi commerciali rappresentavano un punto critico in quanto la riduzione del commercio internazionale comporta importanti perdite economiche.

Al fine di avere un recesso ordinato è stato previsto un periodo transitorio dal 1° febbraio 2020 in cui il diritto europeo è stato ancora applicato nel Regno Unito e l'Ue ha trattato la controparte come un normale Stato membro. Nel periodo transitorio l'amministrazione ed i cittadini avevano il tempo di adeguarsi alla nuova situazione durante i negoziati tra Ue e Regno Unito. Non essendo stata richiesta una proroga entro il 1° luglio 2020 il periodo di transizione è finito 31 dicembre 2020 con la Gran Bretagna ufficialmente fuori dall'Unione Europea nel 2021.

Con il primo giorno del 2021 il Regno Unito non è più dunque membro dell'Unione e la normativa comunitaria non deve essere più applicata oltremarina.

Il 24 dicembre 2020, a soli 7 giorni dalla fine del periodo transitorio, il Regno Unito e l'Unione Europea hanno stipulato il Trade and Cooperation Agreement (TCA), accordo volto a regolamentare il commercio e la cooperazione fra le parti. Una forte critica a questo accordo riguarda la sostanziale esclusione dei servizi finanziari dalla regolamentazione. Anche Boris Johnson, primo ministro inglese dal luglio 2019, ha ammesso che il TCA non affronta bene il tema del settore terziario come avrebbe voluto (Gianni e Origoni, 2021).

Le banche britanniche hanno perso il cd. "passaporto europeo" o "passaporto unico" che concede il diritto di operare nell'area euro. Al fine di recuperare questa possibilità le banche, in particolare quelle d'investimento, dovranno spostare la propria sede fuori dal Regno Unito (Signorini, 2017). Questa operazione, secondo gli analisti di KPMG, avrà un importante impatto sulla struttura del sistema bancario europeo. Le nuove sedi legali per le banche che migrano dal Regno Unito sono per lo più in Germania, Irlanda, Paesi Bassi e Francia.

Sostanzialmente il TCA rappresenta la forza del Regno Unito di trovare un accordo cruciale nel brevissimo tempo a sua disposizione ma ha fatto perdere alla città di Londra il primato di sede finanziaria europea (Signorini, 2017). Inoltre, la ricollocazione dei grandi istituti finanziari nei Paesi dell'Unione comporta costi elevati e dispendio di tempo ed energie; ciò è a svantaggio della competitività degli istituti stessi.

La Brexit comporta sicuramente un rischio per la stabilità del sistema finanziario europeo (Mihailovici, 2019). Ulteriori svantaggi della Brexit per il Regno Unito sono l'aumento del costo dell'assicurazione sul debito sovrano. I Credit default Swap hanno avuto dall'ottobre precedente al referendum un aumento dello spread sia per il Regno Unito che per gli Stati europei. L'aumento non è dovuto sicuramente al rischio di default delle due parti grazie alla forza della BCE e della Banca d'Inghilterra di essere prestatori di ultima istanza ma rappresenta un problema per entrambe le parti.

Anche le borse valori temevano gli effetti della decisione popolare con le azioni inglesi ed europee che non sono riuscite a crescere come quelle statunitensi (Kierzenkowski et alii, 2016).

L'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea è stata facilitata sicuramente anche dalla mancata adesione al progetto di moneta unica. Infatti, il Paese d'oltremarica nel 2002 decise di mantenere almeno momentaneamente la sterlina britannica (GBP) a causa del cambio: l'euro era ancora troppo debole nel confronto. Introdurre l'euro in Gran Bretagna significava svalutare troppo la moneta inglese comportando un problema di competitività non smaltibile in pochi anni ed una crisi di medio/lungo termine.

Nei negoziati è stato previsto che il Regno Unito adempirà normalmente agli obblighi finanziari assunti precedentemente al recesso nei confronti dei Paesi membri.

La Brexit ha comportato conseguenze non solo per l'Unione Europea e per il Regno Unito ma anche per il resto del mondo.

Vari enti di ricerca hanno stimato ed analizzato gli effetti della Brexit sulle diverse parti coinvolte.

Secondo l'OBR⁴⁴ (Office of Budget Responsibility) il Pil britannico nel primo quadrimestre da Stato non membro si è ridotto di mezzo punto percentuale perché gli uffici hanno avuto problemi organizzativi e di confusione con le nuove procedure. Inoltre, da una loro relazione è possibile notare la previsione di una riduzione quasi pari delle esportazioni e delle importazioni (circa il 15%).

Secondo la Commissione Europea il Pil inglese entro il 2022 si contrarrà del 2,25% a causa del nuovo accordo commerciale.

Il German Economic Institute di Colonia nell'aprile del 2016 ha pubblicato un'analisi ex ante basata su dati foreword. Lo studio nei capitoli iniziali sembra riportare un particolare entusiasmo per la Brexit dal punto di vista inglese. Da questa analisi risulta che la Gran Bretagna ha una riduzione del Pil dell'11,5% causata dall'appartenenza all'Unione Europea. Il Pil perso può essere ancora recuperato ma solo con il recesso dall'Unione.

⁴⁴Tradotto in italiano è "ufficio per la responsabilità del bilancio" ed è un'agenzia indipendente dal governo inglese.

Nei successivi capoversi, sono stati analizzati i vantaggi che il Regno Unito ha tratto dall'adesione all'Unione Europea e che possono essere sintetizzati in un aumento del Pil pro capite del 20% (Busch, Berthold, Matthes, Jürgen, 2016).

Il Center for Economic and Business Research (CEBR) del Regno Unito stima che l'appartenenza all'Unione Europea apporti all'economia britannica un aumento tra 1% ed il 3%. Il CBI riporta dati in linea con il CEBR parlando di un vantaggio del 2% o del 3%.

Purtroppo, un'analisi chiara ex post delle variazioni degli indicatori macroeconomici a seguito della Brexit non è possibile perché durante il periodo transitorio l'intero mondo è stato scosso da una nuova crisi esogena: lo scoppio dell'epidemia Sars-Covid-19. La certezza è che gli investitori non hanno apprezzato la decisione del Regno Unito; infatti, gli investimenti delle imprese britanniche si sono ridotte del 2% negli ultimi mesi del 2015. L'incertezza sul futuro, che ha un ruolo importante nella macroeconomia, ha colpito maggiormente il Regno Unito che l'Unione Europea (Kierzenkowski et alii,2016).

La combinazione del recesso e della pandemia rappresenta un doppio colpo per il Paese britannico e per il suo commercio, nonostante il Regno Unito e l'Unione Europea restino inevitabilmente importanti partner commerciali (Kierzenkowski et alii,2016).

Nonostante i dati economici siano inquinati anche dalla crisi Covid-19 è possibile notare gli effetti della Brexit nella riduzione del commercio con l'Unione Europea diversa dalla riduzione con gli altri Stati del mondo (Dana Bodnar,2021).

Il 45% delle esportazioni inglesi nel 2015 era diretto verso i Paesi membri dell'Unione Europea e rappresentava il 12% del Pil britannico. Nel commercio internazionale verso l'UE erano impegnati circa tre milioni di lavoratori qualificati e non nel Regno Unito (Kierzenkowski et alii,2016). L'aumento, che gli economisti hanno stimato, del tasso di disoccupazione è di un punto percentuale e mezzo entro il 2020.

Le esportazioni inglesi sono crollate del 14,3% nel primo trimestre del 2021 a causa delle restrizioni e della fine del periodo di transizione. Il commercio internazionale, però, è crollato in misura differente fra i Paesi dell'Unione ed i Paesi del resto del mondo, ossia rispettivamente del 18,9% e del 9%.

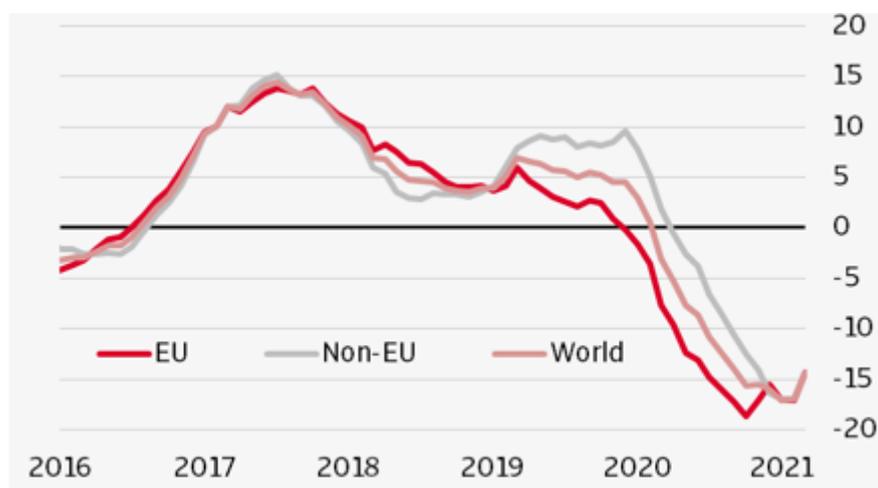
Il commercio ed il traffico di persone sono stati limitati sia dai nuovi accordi commerciali che dai nuovi e necessari controlli sanitari (Dana Bodnar,2021).

D'altra parte, il Regno Unito rappresentava il centro europeo nel settore dei servizi, avendo un importante surplus in tale ambito economico. È proprio il surplus nel settore dei servizi che colma l'importante deficit nel commercio di merci con l'Unione Europea (Kierzenkowski et alii,2016).

La riduzione degli scambi commerciali è iniziata (vedi figura sottostante) circa due anni dopo il referendum popolare ma il crollo a tassi elevati è riconducibile solo all'ultimo anno di periodo transitorio. Il commercio con l'Unione Europea, ossia la linea rossa, ha avuto una contrazione maggiore in confronto al commercio con il resto del mondo, ossia linea rosso chiaro e grigio. Questo dato è sicuramente frutto dell'incertezza dei rapporti commerciali e politici fra Regno Unito ed Unione Europea.

Nell'ultimo trimestre del periodo transitorio il commercio con l'Unione ha una piccola ripresa, dovuta principalmente all'accumulo di scorte prima dell'imposizione di dazi e controlli di dogana (Dana Bodnar,2021).

Figura 10: il commercio internazionale del Regno Unito dal referendum al 2021



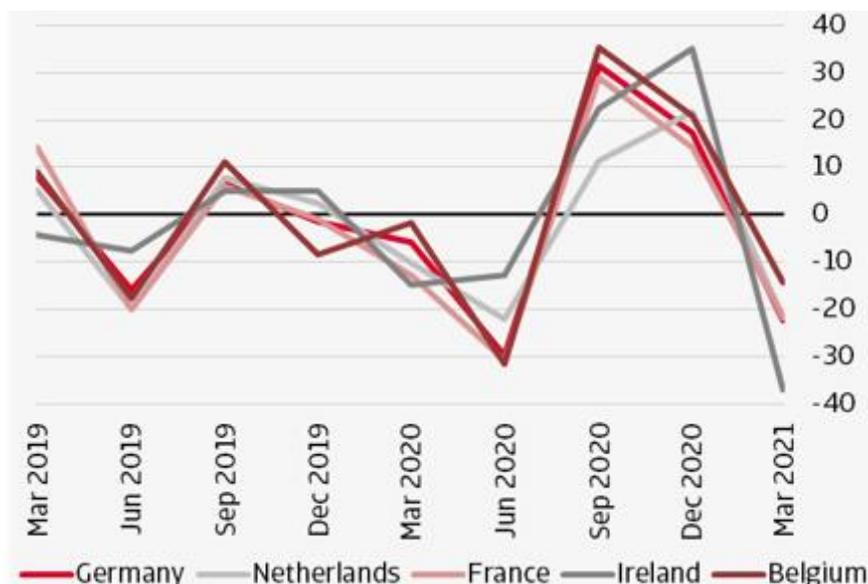
FONTE: UK ONS, Atradius.

Nel primo quadrimestre da Paese non membro, ossia il Q1 del 2021, il Regno Unito ha per la prima volta più commercio con il resto del mondo che con i Paesi dell'Unione Europea: il resto del mondo rappresenta il 51,4% del suo commercio internazionale. L'Unione Europea passa in minoranza a seguito di una riduzione del commercio con il Regno Unito iniziata due anni dopo il referendum ed a seguito della ripresa del commercio inglese maggiore con gli altri Paesi durante la pandemia.

I maggiori Paesi europei con cui il Regno Unito commercia sono Germania, Paesi Bassi, Francia, Irlanda e Belgio. È proprio con questi Paesi che il commercio si arresta maggiormente. Gli scambi bilaterali con la Germania, primo partner commerciale europeo, si riducono del 22,4%, con la Francia del 26,1%, con l'Irlanda del 37%. Le esportazioni verso l'Irlanda si sono ridotte del 42,7, un dato che rappresenta la possanza degli effetti della Brexit sul Regno Unito.

La riduzione delle esportazioni in Irlanda è riconducibile in particolare al settore farmaceutico e chimico che per anni ha preferito il Regno Unito come sede legale ed operativa per vendere anche nella vicina isola (Bodnar, 2021).

Figura 11: il commercio internazionale del Regno Unito con i suoi maggiori partner europei

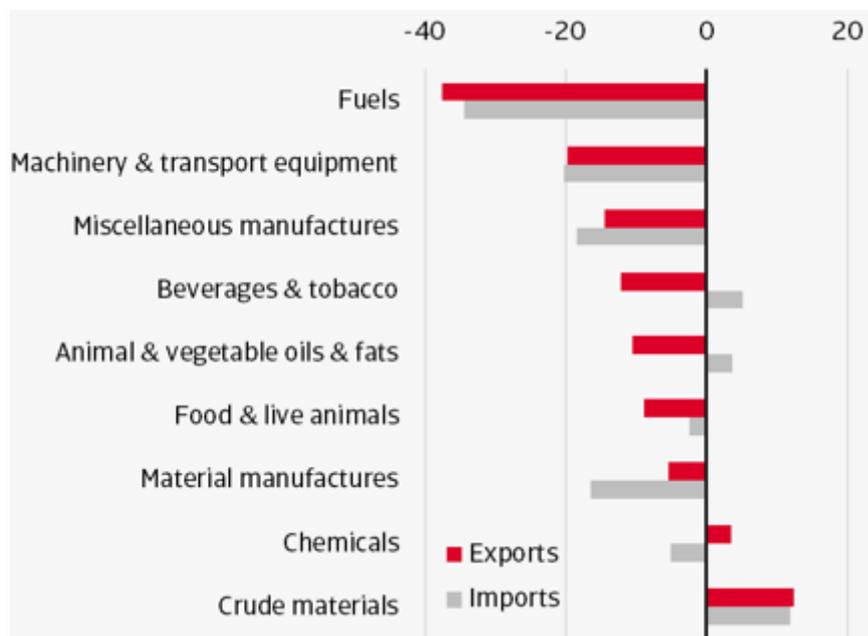


FONTE: UK ONS, Atradius

Una quota importante delle esportazioni inglesi è rappresentata dal settore dei macchinari e delle attrezzature da trasporto. Questo settore ha registrato una riduzione delle esportazioni del 19,8%.

Le esportazioni di prodotti manifatturieri risentono particolarmente la Brexit, portando le importazioni ad aumentare. Gli unici due settori che vedono un aumento delle esportazioni sono il chimico ed il commercio di materie prime (Dana Bodnar,2021).

Figura 12: : variazione del commercio internazionale del Regno Unito nei vari settori



FONTE: UK ONS, Atradius

Da un punto di vista commerciale non si è ancora raggiunto un punto di equilibrio fra Regno Unito ed Unione Europea e questo rappresenterà una sfida nei prossimi anni.

Le incertezze delle persone, degli investitori ecc. sono state alimentate anche dai dati storici dai quali era possibile desumere che un accordo commerciale richiede molti anni di trattative. Per esempio, i Free Trade

Agreement (FTA) fra Svizzera e Cina hanno richiesto 4 anni e quelli fra Unione Europea e Svizzera hanno richiesto addirittura 10 anni (Kierzenkowski et alii,2016). L'abilità con cui Unione Europea e Regno Unito hanno trovato un accordo in pochi anni dimostra la bravura dell'Unione Europea nel rispondere agli shock asimmetrici.

Gli shock negativi (riduzione delle esportazioni, riduzione degli investimenti, aumento del tasso di disoccupazione, riduzione del valore delle azioni) a cui è sottoposta l'economia britannica a seguito della Brexit possono portare il bilancio statale britannico ad un notevole incremento (Kierzenkowski et alii,2016). Il recesso di uno Stato membro per l'Unione Europea non ha effetti immediati negli indicatori tipici ma comporta una quasi certa riduzione del suo Pil di un punto percentuale entro il 2020 (Kierzenkowski et alii,2016).

2.4 La guerra commerciale fra Stati Uniti e Cina: Trade war

Un altro shock al commercio che ha colpito diverse economie europee nel ventesimo secolo ha riguardato la guerra dei dazi fra Stati Uniti e Cina.

Nel primo trimestre del 2018 gli Stati Uniti hanno iniziato la cd. "guerra commerciale" (o Trade War) con la Cina al fine di preservare la propria posizione di leadership nei mercati globali e riequilibrare la propria bilancia commerciale.

Sebbene la guerra commerciale si sia concentrata in particolare fra il 2018 ed il 2019, le frizioni fra Usa e Cina erano presenti già da anni: il 7 marzo 2016 lo US Department of Commerce aveva sanzionato il produttore cinese di apparecchiature per la telecomunicazione ZTE inserendolo nella Entity List⁴⁵. L'economista senior al Consiglio dei Consulenti Economici della Casa Bianca Chad P. Bown ha definito questo evento l'inizio della battaglia per la salvaguardia della supremazia nel mercato dei semiconduttori⁴⁶.

Nel 2018 gli Stati Uniti d'America hanno imposto tariffe sull'importazione di acciaio, alluminio, lavatrici, pannelli solari ed altre materie prime o prodotti fortemente importati dagli americani. Inizialmente le tariffe non sembravano volere ostacolare un Paese in particolare ma dopo poco apparve chiaro che l'obiettivo era ostacolare e rallentare l'economia cinese, per cui le esportazioni rappresentano una voce importante del bilancio statale.

La US International Trade Commission aveva dimostrato che l'importazione di tali prodotti danneggiava l'economia statunitense ed i suoi produttori nazionali; per questo motivo le tariffe di Trump erano di "salvaguardia" (Bown e Kolb, 2022). Queste politiche commerciali erano in linea con lo slogan elettorale del presidente americano "Make America great again".

⁴⁵ Se un'azienda straniera è nella Entity List i produttori americani devono avere una particolare licenza statale per poterci avere rapporti commerciali.

⁴⁶ La carenza dei semiconduttori nelle industrie mondiali è, al momento della stesura di questa tesi, ancora un importante problema. (Bown, Chad e Korea Institute for International Economic Policy KIEP, Sejong-si, 2020)

Nel biennio 2018-2019 le tariffe americane verso migliaia di prodotti cinesi sono aumentate fino a toccare 350 miliardi di dollari di importazioni. Il governo cinese ha risposto con ulteriori ondate tariffarie che miravano a 100 miliardi di dollari di esportazioni statunitensi (Fajgelbaum e Khandelwal, 2021).

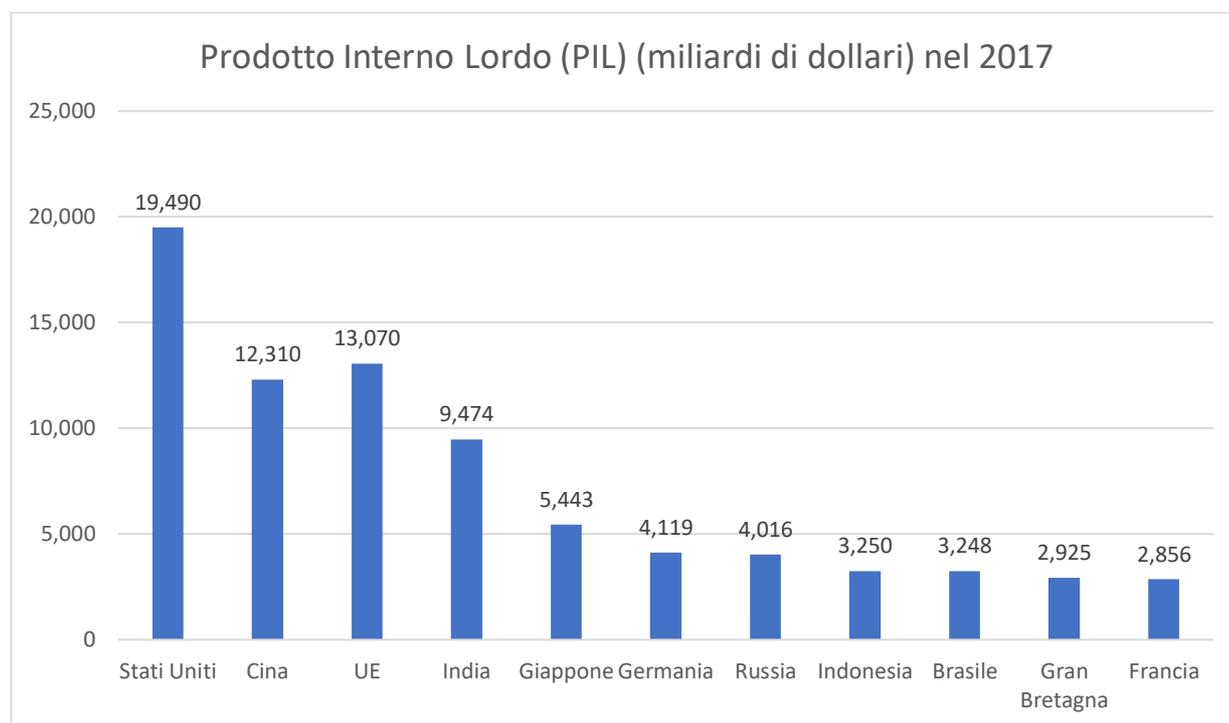
La de-escalation delle tariffe è stata possibile solo nel gennaio del 2020 grazie ad un accordo fra Stati Uniti e Cina ma le tariffe imposte precedentemente non sono state eliminate⁴⁷.

L'imposizione delle tariffe ha avuto effetti anche sul commercio con altri partner commerciali degli Stati Uniti quali l'Unione Europea ed il Canada. Le istituzioni dell'Unione Europea erano minacciate e dovevano rispondere negli stessi anni non solo al possibile spillover della Trade war ma anche alla Brexit.

Gli effetti sul commercio mondiale della Trade War spaventavano molto le istituzioni europee e gli studiosi; infatti, molti studi economici di quel periodo stimavano gli effetti fino al 2035, anno in cui si fermavano solo per l'eccessiva difficoltà di fare stime nel lunghissimo periodo. Il problema per l'UE non erano tanto le barriere tariffarie che potevano segnare le esportazioni dei propri prodotti ma l'incertezza dei mercati globali in un momento di ripresa economica dell'Unione (Plummer, 2019).

Gli Stati Uniti e la Cina rappresentano le due superpotenze mondiali con un Pil pari rispettivamente a 19,490 e 12,310 miliardi di dollari nel 2017 (insieme rappresentano quasi i due quinti del Pil globale), anno precedente alla Trade War, mentre il Pil dell'UE nello stesso anno era pari a 13,070.

Figura 13: Prodotto interno lordo in miliardi di dollari nel 2017



FONTE: CIA World Factbook e Eurostat

Gli Usa, con la collaborazione dell'UE, hanno avuto storicamente il ruolo di ridurre le tariffe commerciali al fine di aumentare la globalizzazione ed in particolare il commercio mondiale.

⁴⁷ Il dato proviene da una ricerca del 2021, quindi il 2022 è escluso dall'analisi.

Molte organizzazioni mondiali hanno lanciato l'allarme: l'OCSE nel 2019 ha avvisato che l'incertezza dovuta alle minacce fra i due Paesi rischia di rallentare gli investimenti e la crescita globale. I mercati azionari hanno risentito da subito dell'incertezza di questo biennio, riducendosi la capitalizzazione di mercato di molte aziende (Plummer,2019).

Per i Paesi dell'UE gli Stati Uniti rappresentano il partner commerciale storicamente più importante ma la Cina, con il suo costo della manodopera ridotto, rappresenta una quota importante delle importazioni.

Le tariffe statunitensi riguardanti l'acciaio e l'alluminio rischiavano di bloccare molte supply chain del fornitore a monte e creare uno shock produttivo a molte industrie.

Inoltre, i Paesi europei esportano molte automobili negli Stati Uniti e la possibilità di barriere commerciali comportava il rischio di un aggravio delle bilance commerciali e deterioramento dei Pil europei (Plummer,2019).

Purtroppo, essendo anni in cui i vari shock si sovrappongono è difficile valutare gli effetti di lungo periodo di questo singolo evento.

Una ricerca del centro studi di Confindustria analizza i danni per tutti i Paesi e per l'Italia causati dai dazi della Trade War. Ad inizio 2018, viene fatto notare che già c'erano dazi sull'import di lavatrici e pannelli fotovoltaici (in Italia pari a 8 miliardi di euro) e su acciaio ed alluminio (per un valore di 75 miliardi⁴⁸). Il danno sui rapporti internazionali fra Paesi era un rischio di non poco conto, in quanto era prevista una riduzione⁴⁹ degli investimenti esteri fra Cina e l'Italia. Le tariffe previste nel 2018 hanno prodotto effetti in modo posticipato nei Paesi dell'Unione Europea: ad esempio il dazio del 25% sull'alluminio previsto il 23 marzo è entrato in vigore il 1°maggio. La riduzione delle importazioni degli Stati Uniti d'America è stata pari a 103 miliardi di dollari, di cui solo 50 riguardavano le merci cinesi (Pensa e Pignatti, 2018). I restanti 53 miliardi di mancate importazioni hanno toccato i restanti partner commerciali e fra i maggiori esportatori negli Stati Uniti d'America ci sono Germania, Francia ed Italia.

Tabella 5: valore del deficit USA

STATI	MILIARDI	% DEL PIL
CINA	- 376	- 1,9
UNIONE EUROPEA	- 153	- 0,8
DI CUI: GERMANIA	- 65	- 0,3
ITALIA	- 32	- 0,2
MESSICO	- 76	- 0,4
GIAPPONE	- 70	- 0,4
INDIA	- 24	- 0,1
CANADA	- 23	- 0,1
COREA DEL SUD	- 23	- 0,1
TOTALE ESTERO	- 881	- 4,2

FONTE: elaborazioni CSC su dati BEA

⁴⁸ nell'aprile 2018, in cui è stata scritta la nota, 30 dei 75 miliardi erano Stati momentaneamente esentati dai dazi.

⁴⁹ Dovuta soprattutto all'incertezza.

Dalla tabella sopra riportata si può osservare come il deficit commerciale maggiore degli Stati Uniti d'America sia verso Cina ed Unione Europea. Già le prime barriere tariffarie su acciaio ed alluminio hanno danneggiato l'export di Germania ed Italia che detengono il 5% ed il 2% della produzione mondiale. Ovviamente gli effetti non sono paragonabili con quella della Cina, che è il primo produttore di acciaio ed alluminio del mondo, e dell'Asia in generale che soddisfa il 70% del fabbisogno mondiale. Volendo considerare anche l'esenzione temporanea dalle tariffe, che ha riguardato il 70% dei partner commerciali statunitensi, anche la Russia⁵⁰ rientra fra i Paesi maggiormente colpiti dai dazi (Pensa e Pignatti, 2018).

2.5 La pandemia Covid-19: l'impatto delle misure di contenimento sull'economia globale ed europea

Un altro shock che ha colpito il sistema economico mondiale è stato quello legato alle misure di confinamento degli individui e alla chiusura delle attività economiche (lockdown) da parte dei governi a seguito del diffondersi del virus Sars-Cov-2, meglio conosciuto con l'acronimo Covid-19, che è stato il fattore scatenante di una delle epidemie più importanti della storia moderna⁵¹.

Allo scoppiare della pandemia l'area euro stava già sperimentando una fase di rallentamento della crescita economica con una riduzione dei tassi di crescita e redditività delle imprese quotate. Anche nel resto del mondo la crescita iniziava ad essere minore degli anni passati, ma le imprese quotate avevano tassi di indebitamento inferiori. Tutti gli indici del mercato azionario europeo erano buoni, ma pur sempre inferiori ai valori precedenti alla crisi del 2008. I deficit sovrani erano sotto controllo e facilmente gestibili, i sistemi bancari vivevano una condizione di stabilità grazie alle riforme successive alla crisi finanziaria⁵² e le famiglie avevano un basso tasso di indebitamento rispetto al reddito disponibile.

Alla luce degli elementi sopra riportati, è possibile sostenere che l'economia europea allo scoppiare del Covid-19 è stata trovata in una situazione né particolarmente buona né particolarmente negativa.

La crisi Covid-19 non può essere paragonata alla crisi del 1929 che venne dopo un periodo di grandissima crescita né alla crisi dei debiti sovrani del 2012⁵³ che seguì un periodo già di decrescita dovuto alla crisi finanziaria del 2009.

A fine febbraio 2020, l'OCPI (Osservatorio Conti Pubblici Italiani) ha pubblicato un articolo sui possibili effetti macroeconomici mondiali di una pandemia prevenendo ciò che sarebbe accaduto. Lo studio prevedeva:

⁵⁰ La cui perdita stimata è di 830 milioni di dollari.

⁵¹ Dai dati resi pubblici, i primi casi sono riconducibili alla città cinese di Wuhan. La Commissione Sanitaria Municipale di Wuhan nella regione dell'Hubei, nella Repubblica Popolare Cinese ha avvisato l'OMS (Organizzazione Mondiale della Sanità) di un cluster di persone affette da polmonite atipica di origine virale.

La Sars-Covid-19 è paragonabile solo all'influenza spagnola del 1918-1919.

⁵² Vedi capitolo 2.1

⁵³ Vedi capitolo 2.2

- shock negativo dell'offerta di lavoro dovuto al fatto che le persone possono essere ammalate, in isolamento oppure a curare i propri cari ammalati;
- shock negativo della domanda, in particolare in determinati settori di lavoro a stretto contatto con il pubblico, dovuto alla non adattabilità del modello dello *smartworking* ed alla riduzione del reddito⁵⁴ delle famiglie;
- riduzione della produzione dovuta alla chiusura dei negozi per la riduzione dei contagi ed allo shock negativo dell'offerta di lavoro;
- riduzione del commercio internazionale e degli investimenti esteri (Frattola, 2020);

Le previsioni si sono per lo più avverate con il primo *lockdown* e con le restrizioni dovute alle successive ondate.

La contrazione della domanda ha portato ad un ampliamento dello shock negativo sull'offerta ed i vari settori economici sono stati colpiti in modo completamente differente. Infatti, il settore primario ha avuto effetti molto contenuti se paragonati a quelli del settore terziario.

Secondo l'ISTAT, durante il primo *lockdown* i consumi delle famiglie italiane⁵⁵ sono diminuiti del 4%, ma sono aumentate del 12% le spese per prodotti alimentari e per la casa. Il 29% degli italiani afferma di avere subito una forte flessione del proprio reddito, il 37% è preoccupato per la situazione economica della propria famiglia e solo il 22% è tornato a spendere dopo il primo *lockdown* come prima della crisi.

La crisi sanitaria Covid-19 è diventata crisi economica globale perché il distanziamento sociale ha incoraggiato le persone ad allontanarsi portando così ad una battuta d'arresto il mercato finanziario, gli uffici, le aziende, gli eventi. Inoltre, l'incertezza dovuta al diffondersi del virus ed alle misure restrittive imposte dai governi ha portato gli agenti economici ad evitare nuovi business ed a rifugiarsi in investimenti sicuri.

L'effetto panico nei mercati azionari non è mancato: nella nona settimana dell'anno i mercati azionari globali hanno bruciato circa 6.000 miliardi di dollari di ricchezza sociale e l'S&P⁵⁶ 500 ha perso 5.000 miliardi di dollari di valore (Ozili and Arun, 2020).

La figura sottostante riporta l'andamento dell'indice S&P500 per USA, il FTSE100 per il Regno Unito e l'Eurostoxx50 per l'area euro tra il 2008 e il 2020.

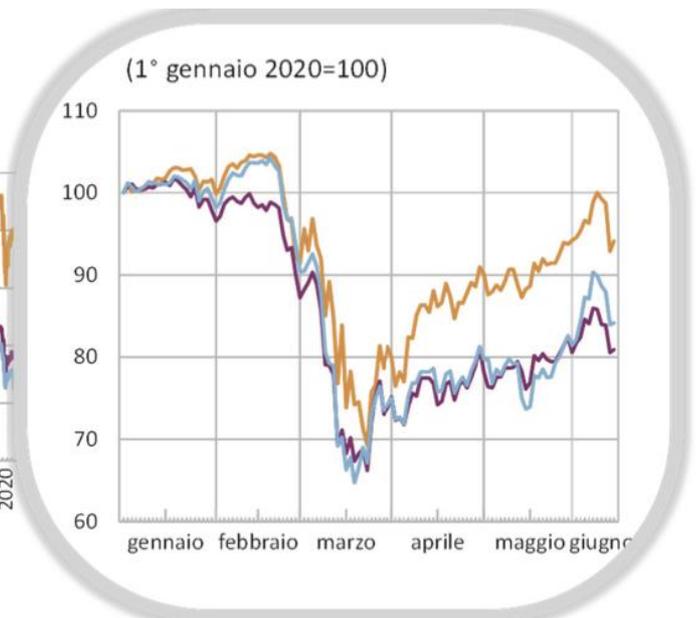
⁵⁴ Effetto reddito

⁵⁵ L'ISTAT paragona i dati della spesa media delle famiglie italiane del 2020 e del 2019

⁵⁶ Lo Standard and Poor 500, noto con l'acronimo S&P500 è un indice azionario che segue il valore di borsa delle 500 aziende statunitensi con maggiore capitalizzazione.

Figura 14: maggiori indici azionari in USA, Regno Unito ed Unione Europea

Andamento degli indici azionari nei Paesi avanzati
(dati giornalieri; 1° gennaio 2008 = 100)



FONTE: Refinitiv

La riduzione dei valori di borsa e dei redditi delle famiglie ha portato gli istituti bancari a ridurre il credito erogato per mancanza di fondi e per evitare incertezze. Gli Stati sono dovuti intervenire aumentando i propri debiti ed erogando fondi ai diversi agenti economici.

Lo shock delle finanze pubbliche è stato inevitabile con i Paesi che erogavano fondi emettendo titoli di Stato e con la riduzione delle entrate fiscali. Tale situazione sicuramente non ha avvantaggiato Paesi con situazioni di rapporto debito/Pil già elevate come l'Italia.

È stato chiaro da subito a buona parte dei governi che la risposta al virus doveva essere composta da protocolli e regole che avrebbero dovuto rispettare sia gli enti statali che i cittadini. I Paesi del G7 e G20 hanno approvato con rapidità delle linee guida virtuose ma i Paesi in via di sviluppo non sono apparsi in grado di seguire il modello.

Il rischio nell'Unione Europea è di aumentare ancora di più le diversità al suo interno: Paesi virtuosi come la Germania hanno maggiori disponibilità economiche ed un sistema sanitario migliore in confronto a Paesi meno frugali come la Grecia, l'Italia, la Spagna.

I Paesi che hanno adottato forme più severe di lockdown hanno ovviamente risentito maggiormente della decrescita, superando anche le peggiori previsioni (FMI, 2020). I governi erano interessati a controllare l'andamento del contagio ma era necessario trovare un equilibrio con la decrescita.

Anche il Fondo Monetario Internazionale (FMI) mostrava in un proprio articolo del 2020 la preoccupazione per l'aumento delle disparità fra i diversi Paesi. Ovviamente, le previsioni del FMI sono state riviste alla luce della guerra in Ucraina che da un punto di vista macroeconomico avrà importanti riflessi sull'Unione Europea.

L'analisi delle previsioni precedenti alla guerra può essere utile nella trattazione al fine di comprendere gli effetti del singolo evento. I Paesi sviluppati riusciranno a tornare ai livelli di Pil pre-pandemia già durante il 2022 ma solo alcuni fra questi riusciranno a recuperare la mancata crescita del biennio precedente. Gli Stati

che torneranno prima ai livelli di Pil naturale sono tutti extra europei: gli Stati Uniti nel 2022, il Canada nel 2023, il Giappone nel 2023. Secondo il FMI, il raggiungimento di questo traguardo per l'Italia è previsto solo nel 2025 ma il Governo italiano lo prevede nel 2023 (Liaci e Musso, 2021).

Inoltre, volendo fare un confronto, la differenza fra gli Stati Uniti ed un Paese economicamente importante nell'Unione Europea, come la Francia, è nella riduzione del Pil durante la pandemia e nelle politiche fiscali espansive dello Stato⁵⁷.

Il Pil statunitense si è ridotto del 3,4% nel 2020 ed il rapporto deficit/Pil è aumentato del 9,2% (nel 2021 è aumento di altri 5,1 punti percentuali). Invece, il Pil francese nel 2020 è crollato di 8 punti percentuali ed il rapporto deficit/Pil è aumentato del 6,1% nel 2020 e del 5,8% nel 2021.

Tabella 6: variazioni del Pil e del rapporto Deficit/Pil negli Stati Uniti e nella Francia

	PIL	Deficit/Pil	Deficit/Pil
		2020	2021
Stati Uniti	- 3,40 %	+ 9,20 %	+ 5,10 %
Francia	- 8,00%	+ 6,10 %	+ 5,80 %

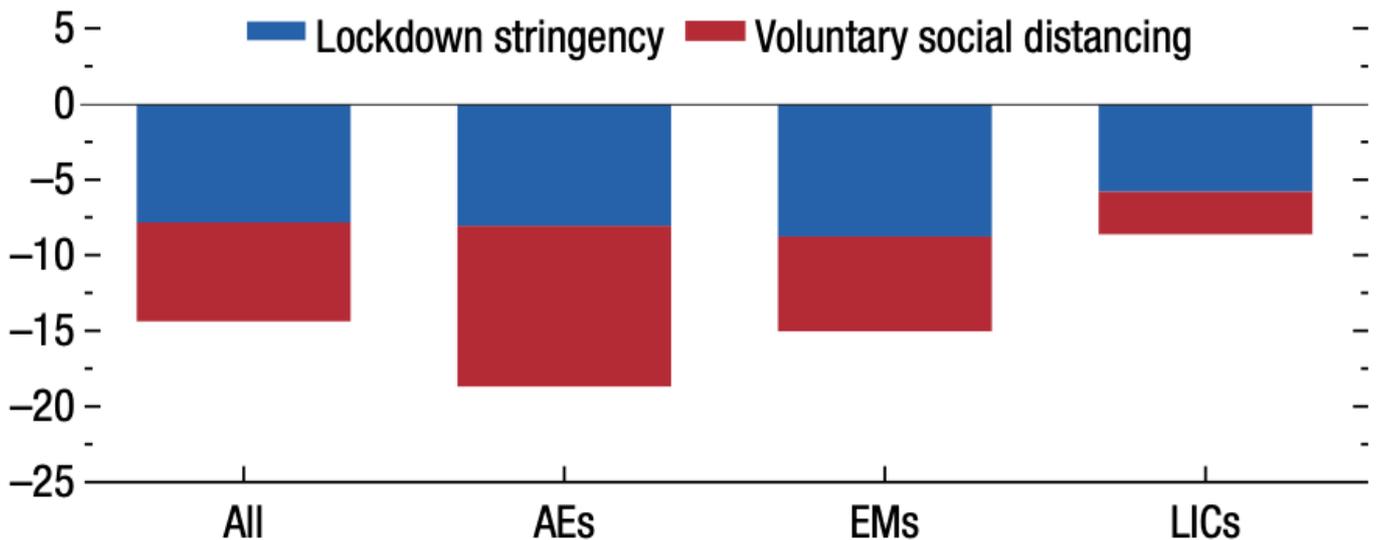
FONTE: World Economic Outlook, FMI

Il ritorno a tassi di crescita pre-pandemia sarà completamente diverso per i diversi Paesi del mondo: gli Stati Uniti nel 2022, il Canada nel 2023, il Giappone nel 2023 e l'Italia nel 2025. Il Fondo Monetario Internazionale riporta stime dei tassi di crescita fino al 2026 e la Germania, la Francia e la Spagna non torneranno a crescere ai tassi di prima entro questo termine (Liaci e Musso, 2021).

Terminato il *lockdown*, un fattore importante nella contrazione dell'economia è rappresentato dal distanziamento sociale volontario: un distanziamento sociale eccessivamente rigido e duraturo comporta un ulteriore rallentamento dell'economia. Nelle economie maggiormente sviluppate lo *smartworking* e la presenza delle necessarie infrastrutture tecnologiche hanno ridotto gli effetti economici negativi del distanziamento sociale volontario successivo al *lockdown*. Diversamente, nei Paesi meno sviluppati maggiore è Stato l'onere di sostegno dei lavoratori per le casse pubbliche. Purtroppo, la fine del lockdown non ha rappresentato subito un nuovo periodo di crescita perché il rischio pandemico non è venuto meno (FMI,2020).

⁵⁷ Un indicatore per misurare queste politiche può essere il rapporto deficit/pil

Figura 15: impatto del lockdown e del distanziamento sociale volontario sull'economia



FONTE: FMI,2020

La figura 17 mostra l'impatto del *lockdown* e del distanziamento sociale volontario sull'economia in generale. Il distanziamento sociale è minore nell'ultima colonna, che rappresenta i Paesi a basso reddito (Low Income Countries), e maggiore nei Paesi sviluppati (AEs Advanced Economies). I Paesi emergenti (EMs Emerging Countries) rappresentano una via di mezzo: non tutti i lavoratori hanno avuto a disposizione gli strumenti finanziari e le infrastrutture per poter attuare il distanziamento sociale volontario (FMI,2020).

Una vera ripresa economica sarà possibile solo negli anni e con importanti interventi dalle Istituzioni dell'Unione Europea.

3. LA RISPOSTA DELL'UNIONE EUROPEA AGLI SHOCK MACROECONOMICI

L'Unione Europea ha predisposto delle misure centralizzate per rispondere ai diversi shock macroeconomici vissuti nel ventunesimo secolo. L'attenzione dei vari organi comunitari è stata sempre molto alta perché in un mondo globalizzato un evento in un'economia lontana finisce per influenzare quasi sicuramente gli Stati dell'Unione. La risposta centralizzata dell'Unione Europea è necessaria perché lo shock esogeno che colpisce un suo Stato membro non permette di raggiungere gli obiettivi delle sue istituzioni⁵⁸.

L'articolo 3 del trattato di Lisbona prevede fra gli obiettivi la promozione del benessere dei suoi cittadini e il conseguimento di uno sviluppo sostenibile delle economie degli Stati membri.

Benché lo sviluppo dell'Unione non sia stato ancora completato (Di Taranto, 2017) le risposte dell'Unione Europea non sono mancate e nel seguente capitolo verranno analizzate.

3.1 La grande recessione e la crisi dei debiti sovrani

La crisi bancaria e dei debiti sovrani in Europa ha dimostrato la fragilità dell'Unione e della Eurozona, dovuta alla mancanza di strumenti comuni per il mantenimento della stabilità fiscale. Per questo motivo sono state previste in breve tempo diverse misure non convenzionali di supporto fiscale ai Paesi membri. La crisi finanziaria, che ha contagiato l'economia reale nel 2008, può essere vista come l'evento endogeno dal quale l'Unione Europea ha compreso di dovere riformare il suo sistema finanziario.

Per rispondere alla crisi finanziaria del 2007 tutte le banche centrali (BCE, FED, Banca d'Inghilterra) hanno abbassato i tassi d'interesse a livelli storicamente bassi (Falagiarda e Reitz, 2015). Oltre a strumenti standard ma senza precedenti storici, la BCE ha anche adoperato strumenti non convenzionali come accordi di salvataggio per le banche e di sostegno per il settore finanziario. Il salvataggio dalla crisi finanziaria ha, però, aumentato gli scompensi dei parametri⁵⁹ fra gli Stati europei.

Grazie agli interventi dell'Unione Europea è stato possibile evitare un crollo a catena degli Stati e dell'Unione stessa a seguito delle problematiche dei PIIGS (Gerner-Beuerle et alii, 2019).

I principali strumenti monetari adottati dalle istituzioni europee sono il *Securities Market Programme* (SMP) e l'*Outright monetary Transactions* (OMT).

Prima⁶⁰ dell'SMP un Paese membro dell'Unione, la Grecia, ha dovuto approvare un piano di Austerità per poter accedere ad un pacchetto di aiuti da 110 miliardi di euro, di cui 30 dal FMI ed i restanti dall'Eurozona (Oldani e Savona, 2010). Nel fine settimana successivo a questo evento i governatori delle banche centrali si

⁵⁸ Vedi capitolo 1

⁵⁹ si intendono parametri macroeconomici come il rapporto debito/pil, deficit/pil e tasso di disoccupazione.

⁶⁰ Maggio 2010

sono riuniti. L'SMP e l'OMT sono la risposta comunitaria alla crisi, successiva (almeno da un punto di vista cronologico) agli eventi in Grecia (Smith, 2020).

Dopo il salvataggio della Grecia con un prestito da 110 miliardi di euro, il governatore della banca centrale irlandese ha dichiarato che le perdite interne erano pari a 85 miliardi di euro, ossia il 55% del Pil nazionale. Anche l'Irlanda è stata salvata con un prestito dall'Unione Europea e dal FMI. Nel 2011 è Stato effettuato il salvataggio con 78 miliardi di euro anche del Portogallo da Unione Europea, FMI e BCE (la cd "Troika"). La crisi ha scatenato tutta la sua forza nel luglio 2011 quando ha attaccato anche l'Italia e la Spagna, rispettivamente terza e quarta economia dell'Unione.

3.1.1 Securities Market Programme (SMP)

Un altro strumento utilizzato per fronteggiare la crisi economica del 2009 è il Securities Market Programme⁶¹ (SMP) annunciato il 14 maggio 2010 con cui la Banca Centrale Europea ha supportato, attraverso l'acquisto, la domanda di titoli di debito sovrano di alcuni Paesi europei (Smith, 2020). Lo strumento mirava a ripristinare l'adeguato funzionamento dei meccanismi di trasmissione all'economia reale delle politiche monetarie. Il malfunzionamento del mercato dei titoli e la mancanza di liquidità stavano lacerando l'Unione Europea⁶².

Tramite questo strumento la BCE ha iniziato ad acquistare i titoli del debito nell'area euro sul mercato primario e secondario. Sono Stati acquistati in particolare i titoli di Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna (i PIIGS). Nei successivi articoli del comunicato, il presidente della BCE Jean-Claude Trichet ha rimarcato le principali condizioni che devono essere soddisfatte dai titoli per poter essere acquistati. I titoli devono:

- essere denominati in valuta euro;
- essere Stati emessi da Stati o enti pubblici dell'area euro.

Il programma si è articolato in due distinte fasi: la prima (SMP-1), in cui la BCE ha acquistato dai mercati secondari i titoli di Stato di Grecia, Irlanda e Portogallo; la seconda (SMP-2), in cui sono Stati acquisti anche i titoli di Italia e Spagna. Nella seconda fase, però, non è stata più inclusa la Grecia.

L'acquisto di titoli è avvenuto in periodi, anche consecutivi, di più settimane. Nei vari periodi gli acquisti non avevano sempre la stessa quantità obiettivo ma variavano spesso nelle dimensioni (De Pooter et alii, 2015).

⁶¹ La traduzione, "programma per il mercato dei titoli", fa già comprendere il focus dello strumento.

⁶² Il comunicato pubblicato sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea recita: "...le banche centrali dell'Eurosistema possono acquistare: a) sul mercato secondario, titoli di debito idonei negoziabili emessi dai governi centrali o da enti pubblici degli Stati membri la cui moneta è l'euro; e b) sul mercato primario e secondario, titoli di debito idonei negoziabili emessi da soggetti privati costituiti nell'area dell'euro."

Tabella 7: Titoli di debito sovrani acquistati dal Securities Market Programme

PAESE	VALORE	VALORE
	NOMINALE	CONTABILE
	(in miliardi di euro)	(in miliardi di euro)
ITALIA	102,8	99,0
SPAGNA	44,3	44,7
GRECIA	33,9	30,8
PORTOGALLO	22,8	21,6
IRLANDA	14,2	13,6
TOT.	218,0	208,7

FONTE: ECB

Dei 208,7 miliardi di euro⁶³ del programma, quasi la metà è stata investita in titoli di Stato italiani.

Il 61% delle attività⁶⁴ del 2020 della BCE sono titoli denominati in euro acquistati per finalità di politica monetaria; fra questi titoli sono iscritti anche i titoli acquistati con il SMP.

La BCE ha gestito centralmente l'acquisto dei titoli con l'aiuto delle banche centrali degli Stati membri che hanno effettivamente acquistato titoli in base alla ripartizione delle quote di capitale della BCE (Smith,2020). Il programma è terminato nel settembre del 2012, lasciando il posto all'Outright Monetary Transactions (OMT)⁶⁵, che può essere interpretato come una implementazione del SMP. Le valutazioni postume sull'efficacia di questo strumento sono contrastanti (Smith, 2020).

L'SMP ha giocato un ruolo fondamentale nell'abbassare i rendimenti dei titoli di Stato dei Paesi in questione ma a molti economisti non appare chiaro se abbiano interferito alcune concause.

La critica maggiore al programma è la tardività con cui è Stato attuato: la crisi era al culmine e l'Europa era vicino all'implosione (Smith, 2020). La tardività è sicuramente aggravata dalle tempistiche con cui le politiche monetarie influenzano l'economia reale.

Inoltre, queste misure sono successive ai morti nelle proteste greche; l'Unione Europea ha sempre avuto un focus nelle persone che in questa tardività non si ritrova.

Con l'acquisto di titoli da parte delle istituzioni dell'Unione, è stata immessa nel mercato maggiore fiducia e stabilità, oltre alla mera riduzione dei rendimenti. Al fine di garantire liquidità nel mercato dei titoli di debito l'SMP è Stato uno strumento fondamentale (ECB,2010).

Dalla necessità di salvare anche il Portogallo con la Troika si comprende probabilmente l'insufficienza del SMP e l'Unione Europea inizia a valutare un ulteriore strumento macroeconomico.

⁶³ Valore contabile.

⁶⁴ Dati di bilancio.

⁶⁵ Vedi cap.3.1.2

3.1.2 Outright Monetary Transactions (OMT)

L'Outright Monetary Transactions (OMT) è un'altra misura monetaria adottata dalla BCE nel terzo quadrimestre del 2012 per fronteggiare la recessione. Questo strumento è successivo al Security Market Programme (SMP) del 2010 che, così, viene sospeso. Gli acquisti effettuati nell'SMP terminano ma la liquidità già immessa nel sistema è rimasta ed i titoli già acquistati sono stati mantenuti fino alla loro scadenza (ECB, 2012).

La Corte di Giustizia Europea ha trovato compatibile il programma OMT con il mandato della BCE. L'intervento della BCE è giustificato dall'eccessiva crescita dei debiti sovrani, dei deficit e dei costi⁶⁶ del debito; inoltre, le eccessive divergenze finanziarie nell'Unione avrebbero portato alla frammentazione e ad una esasperazione dei nazionalismi.

L'OMT ha permesso alla BCE l'acquisto di bond sovrani con scadenza da uno a tre anni a condizione che gli Stati si impegnassero in un programma di aggiustamento macroeconomico o precauzionale (MES).

Questo strumento ha comportato una riguardevole riduzione del rendimento (per lo Stato un costo) dei titoli (Gerner-Beuerle et alii, 2019). I Paesi che fanno eccessivo riferimento ai mercati obbligazionari⁶⁷ sono soggetti maggiormente alla richiesta di un premio di rischio maggiore (Falagiarda e Reitz, 2015).

Già a distanza di un anno dall'introduzione dell'OMT lo spread⁶⁸ dei titoli di Stato ed il loro rendimento è fortemente diminuito riportando in Europa una maggiore stabilità finanziaria; ma molti economisti si sono mostrati contrari alla politica della BCE (Cœuré, 2013). Sicuramente fra le tesi a favore dell'utilizzo degli OMT è possibile notare che la BCE ha come compito principale, espresso nel mandato, la stabilità dei prezzi⁶⁹; stabilità che era messa a rischio dalla crisi dei debiti sovrani. La politica monetaria standard non era sufficiente nella situazione in cui i Paesi dell'Unione Europea versavano nel 2012. I Btp⁷⁰ decennali nel luglio 2011 avevano raggiunto un rendimento del 7% e lo spread durante l'anno era salito da valori stabilmente inferiori ai 200 punti a 570.

Un ulteriore motivo a favore dell'intervento con gli OMT è che il rapporto eccessivamente stretto fra le banche ed i debiti sovrani aveva portato allo stremo le leve di politica monetaria standard, ossia le variazioni di moneta⁷¹ ed i tassi di interesse.

La mancanza di liquidità nel mercato interbancario e l'impossibilità per la BCE con politiche standard di rimediare alla situazione avrebbe potuto portare ad una situazione di disequilibrio e la possibilità dell'uscita dall'Unione o di un default di uno Stato membro. La perdita di uno Stato membro non avrebbe fatto altro che aggravare ulteriormente la crisi già in atto.

⁶⁶ I costi rispecchiano il rischio di insolvenza del debitore.

⁶⁷ quindi i Paesi che hanno un rapporto debito/Pil e deficit/Pil elevato

⁶⁸ Lo spread è il differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato decennali di uno Stato ed i Bund tedeschi.

⁶⁹ Vedi capitolo 1.4

⁷⁰ Buoni del tesoro poliennale, ossia titoli del debito sovrano italiano

⁷¹ La leva è la moneta, in macroeconomia indicata con M, ma gli strumenti tipici di politica monetaria della Bce sono le operazioni di mercato aperto, le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e la detenzione di riserve obbligatorie.

Nonostante l'esistenza dell'euro, fino all'estate del 2012, in cui sono stati annunciati gli OMT, alcuni investitori avevano iniziato a valutare il rischio di denominazione dei titoli di Stato; un segnale di particolare sfiducia nelle istituzioni comunitarie e dei singoli Paesi. Oltre ai fatti macroeconomici ha avuto una componente importante la cd "crisi di fiducia". Sicuramente gli investitori tenevano presente che i titoli, in particolare di Italia e Spagna, potessero non essere ripagati per intero.

In realtà il rischio era dovuto a politiche fiscali non sostenibili e perdita di competitività. In questo modo si giustifica la condizione con cui la BCE aiutava con l'OMT: l'impegno degli Stati nei programmi di aggiustamento (Cœuré, 2013).

3.1.3 TLTRO e Asset Purchase Programme

Le TLTRO⁷² sono operazioni dell'area euro di rifinanziamento a lungo termine agli enti creditizi. La prima parte (TLTRO I) è iniziata il 10 marzo 2016 e la seconda (TLTRO II) il 7 marzo 2019. Un'operazione simile era stata adottata dall'Eurosistema anche a partire dal 5 giugno 2014.

L'Unione Europea ha dimostrato di avere la forza di rispondere alla crisi con le TLTRO, gli acquisti di ABS e Covered Bond.

Tramite queste operazioni l'Eurosistema ha finanziato gli enti creditizi, che hanno potuto consentire prestiti alle famiglie ed alle società non finanziarie. L'Eurosistema ha praticamente obbligato le banche a prestare capitali agli agenti dell'economia reale in quanto i prestiti passivi a cui la banca poteva accedere erano proporzionali ai prestiti attivi a famiglie e società non finanziarie.

Le banche commerciali potevano accedere ad un prestito iniziale pari al 7% dei prestiti già iscritti a bilancio, erogato in due diversi momenti⁷³ (Balfoussia e Gibson, 2016). Ulteriori importi sarebbero stati soggetti al "*l'evoluzione delle attività di prestito ammissibili delle banche in eccesso rispetto ai benchmark specifici delle banche*". Nel caso di risultati peggiori delle previsioni il prestito doveva essere restituito anticipatamente. (ECB, 2014)

Diversi studi, nella storia della macroeconomia, si sono soffermati nell'analizzare la correlazione fra la finanza e l'economia reale, in particolare tramite modelli VAR⁷⁴.

Da uno studio della Banca Greca è possibile analizzare gli effetti delle TLTRO. L'impatto di questo strumento è risultato significativo in tutta l'Eurozona ed in particolare nei Paesi maggiormente svantaggiati che hanno bisogno di una maggiore spinta nella crescita, come la Grecia.

L'allentamento delle condizioni per l'accesso al credito ha sicuramente effetti diretti sull'economia reale. fra i diversi Paesi può essere una grande differenza sull'impiego di questi crediti da parte degli agenti economici

⁷² Targeted Long Term Refinancing Operation

⁷³ settembre e dicembre 2014

⁷⁴ Modelli vettoriali autoregressivi. Sono molto usati in ambito macroeconomico.

(Balfoussia e Gibson, 2016): in Grecia i capitali potrebbero essere usati nel consumo mentre in Paesi manifatturieri come l'Italia potrebbero essere impiegati negli investimenti.

L'Asset Purchase Programme (APP) è un programma di acquisto di titoli pubblici o privati da parte dell'Eurosistema annunciato nel gennaio 2015. Il programma di articola in quattro parti:

- 1) Covered Bond Purchase Programme (CBPP3), ossia l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite
- 2) Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP), ossia l'acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione dei prestiti bancari
- 3) Public Sector Purchase Programme (PSPP), ossia l'acquisto di titoli pubblici⁷⁵
- 4) Corporate Sector Purchase Programme (CSPP), ossia l'acquisto di obbligazioni di società non finanziarie nell'Eurozona.

L'APP ha avuto un impatto sull'inflazione⁷⁶ dell'Eurozona, che non poteva restare eccessivamente bassa per un periodo prolungato, e sul Pil reale. Gli effetti sul Pil reale sono Stati ragguardevoli all'inizio e successivamente sono diminuiti; gli effetti sull'inflazione hanno avuto corso opposto con i maggiori risultati nell'ultimo trimestre del 2016 (Gambetti e Musso, 2017).

L'APP, tramite l'acquisto, ha ridotto il rendimento dei titoli (per gli emittenti un costo) ed ha migliorato l'offerta di credito delle banche. Un aumento dei prestiti (liquidità per gli agenti economici) stimola, a sua volta, gli investimenti che trainano l'intera economia. La maggiore liquidità disponibile ha anche portato ad un maggiore equilibrio nei portafogli, che sono diventati maggiormente attivi nelle attività più redditizie. La riduzione dei tassi cambio comporta successivamente un maggiore stimolo all'economia grazie alla riduzione dei tassi di cambio (Banca d'Italia).

L'APP ha sostenuto la ripresa dell'attività economica fra il 2015 ed il 2016 (Gambetti e Musso, 2017).

3.1.4 QUANTITATIVE EASING

Il Quantitative Easing (QE)⁷⁷ è uno strumento di politica monetaria non convenzionale a disposizione delle banche centrali volto a stimolare la crescita occupazionale, economica, produttiva e dell'inflazione all'obiettivo del 2% (con conseguente sostegno ai costi del debito sovrano). Il QE rientra nei *Forward Guidance*, ossia gli strumenti non convenzionali ma comunicativi con cui la banca centrale modifica le aspettative⁷⁸ degli agenti economici sui mercati. L'aumento di fiducia è dovuto all'acquisto di specifici asset dalla Banca Centrale.

⁷⁵ Titoli emessi da governi, agenzie pubbliche ed istituzioni internazionali nell'Eurozona.

⁷⁶ L'articolo di riferimento utilizza l'Harmonised Index of Consumer Prices (HICP), ossia l'indicatore utilizzato dalla BCE per l'inflazione.

⁷⁷ In italiano "alleggerimento del credito"

⁷⁸ Le aspettative in ambito economico sono un elemento rilevante. Si pensi a come l'inflazione è condizionata dalle aspettative.

La diretta conseguenza è un aumento dei prezzi dei titoli ed una riduzione dei loro rendimenti; successivamente le banche ricevono liquidità ed i tassi d'interesse per i prestiti si riducono. Gli effetti finali sono un aumento degli investimenti che trainano l'intera economia.

I primi effetti possono essere osservati sui mercati finanziari, grazie alla riduzione dei tassi d'interesse, per poi espandersi all'economia reale con una maggiore liquidità per le famiglie ed imprese.

Il QE non è sicuramente uno strumento che può essere usato ricorrentemente in quanto un eccesso di offerta di moneta nel mercato significa svalutare la valuta con tutti i successivi effetti dell'inflazione. Lo strumento, inoltre, funziona solo se banche, che ricevono liquidità dalla vendita degli asset, concedono prestiti ai cittadini. (altrimenti la moneta non arriva mai all'economia reale).

Il QE è stato usato da diverse banche centrali, fra cui la Bank of England, la FED, la BCE e la Bank of Japan, per rispondere alla crisi finanziaria. Avendo l'Unione Europea un sistema finanziario banco centrico, il QE nell'Eurozona ha riguardato i prestiti alle banche. Similmente in Giappone (Fawley e Neely, 2013).

Il QE nell'Eurozona è iniziato il 9 marzo 2015 con l'acquisto di obbligazioni di Stato, titoli di istituzioni ed agenzie statali. Al fine di evitare i problemi connessi all'inflazione è stato imposto un limite dal Consiglio direttivo della BCE. I profitti dell'acquisto dei titoli saranno molto bassi a causa della riduzione dei rendimenti (effetto che il QE ha funzionato) e verranno distribuiti alle nazioni dell'Eurozona. I profitti sono frutto anche dell'aumento di riserve combinato con i tassi negativi di deposito delle riserve in eccesso (Claeys, Leandro e Mandra, 2015). Il rischio per il funzionamento del QE è correlato alle agenzie: le agenzie nazionali non sono molte e trovare quelle idonee non è semplice (Claeys, Leandro e Mandra, 2015).

3.2 Risposte dell'UE ai dazi europei legati alla Trade War

A seguito dell'applicazione dei dazi statunitensi, l'Unione Europea al fine di rafforzare la propria rete commerciale e rendersi più indipendente dagli Stati Uniti nel commercio con i Paesi asiatici ha avviato a nuovi accordi commerciali e partnership.

Gli Stati Uniti prima della Trade war avevano condotto dei negoziati con i Paesi asiatici e del pacifico siglando nel 2016 la Trans-Pacific Partnership (TPP) con dodici Paesi⁷⁹. Il partenariato fra le economie asiatiche e del pacifico ha come obiettivi la liberalizzazione del commercio con l'eliminazione delle tariffe commerciali. Una delle prime azioni degli Stati Uniti è stato il recesso da questo accordo che è rimasto in essere per gli altri undici Paesi. Dal TPP gli Stati aderenti hanno fatto nascere il Comprehensive and Progressive Agreement on Trans-Pacific Partnership (CPTPP) a cui sono interessati ad aggiungersi Indonesia, Corea, Filippine, Thailandia e Taiwan. Anche la Cina ha presentato una formale richiesta di adesione il 16 settembre 2021 (Solís, 2021).

⁷⁹ Australia, Brunei, Canada, Cile, Giappone, Malaysia, Messico, Nuova Zelanda, Perù, Singapore, Stati Uniti, Vietnam.

L'Unione europea, dalla Trade War fra Usa e Cina ha sicuramente dovuto affrontare dei costi indiretti, tuttavia ciò ha rappresentato anche un'opportunità di allargare il proprio commercio internazionale verso l'Asia (Zalesky, 2022).

3.2.1 Unione Economica Euroasiatica: lo spazio commerciale euroasiatico

I Paesi europei non hanno mostrato interesse verso la già esistente CPTPP, ma verso l'Eurasian Economic Union (EAEU)⁸⁰. Il quadro strategico di questa unione è Stato approvato nel 2020 e si pone obiettivi di lungo termine fino al 2025 e da rinnovare successivamente.

L'organizzazione intercontinentale si focalizza sul commercio internazionale sviluppando l'integrazione economica in particolare con lo sviluppo di infrastrutture e la cooperazione industriale fra i Paesi aderenti.

L'EAEU è riuscita già a concludere degli accordi di libero scambio (FTA⁸¹) con Serbia, Iran⁸², Vietnam e Singapore. Di particolare rilevanza anche l'accordo di cooperazione commerciale ed economica con la Repubblica Popolare Cinese, con il quale i Paesi dell'Unione Europea riusciranno ad ampliare i rapporti commerciali con la superpotenza che nei prossimi anni potrebbe superare anche gli Stati Uniti.

Nel 2022 i rappresentanti dell'EAEU sono impegnati nella stipulazione di accordi commerciali congiunti con Egitto, Israele, Mongolia e Indonesia. Inoltre, l'EAEU è attiva nello sviluppo della cooperazione commerciale con Paesi lontani dalla zona target, ossia America Latina e Caraibi.

Quest'ultima zona commerciale importante per i Paesi dell'alleanza euroasiatica in quanto esportano metalli, combustibili, cereali e fertilizzanti ed importano dall'America Latina e dai Caraibi molti prodotti agricoli. Infatti, il commercio fra l'America Latina e Caraibi e EAEU nel 2018 ha raggiunto il valore di 17,6 miliardi di dollari (Zalesky, 2022).

3.3 Risposta europea alla Crisi COVID-19

Lo shock simmetrico causata dalla pandemia Sars-Covid-19 è il secondo grande evento che ha messo l'Unione Europea davanti ad importanti scelte per preservare la sua esistenza. Le risposte alla crisi non sono mancate e sono arrivate anche con una particolare celerità, proprio perché l'esistenza dell'Unione dipendeva da tutti gli strumenti utilizzati a livello comunitario. Aspettare la fine della pandemia per adottare misure comunitarie efficaci significava rischiare di arrivare ad una pressione economica troppo forte ed irreversibile (Barua, 2020).

Le misure attuate miravano a salvaguardare sia le imprese e le famiglie che i bilanci degli Stati membri.

⁸⁰ Nota anche come Unione Economica Euroasiatica (UEE)

⁸¹ Free Trade Agreement.

⁸² Con l'Iran c'è ancora un accordo intermedio.

Durante i primi di marzo del 2020, la presidente della BCE, Ursula von der Leyen, ha annunciato il *Coronavirus Response Investment Initiative* (CRII), ossia un'iniziativa attraverso cui tutte le risorse del bilancio comunitario sarebbero state messe a disposizione degli Stati membri per il sostegno immediato dell'economia reale. La caratteristica dell'immediatezza era particolarmente importante nei primi mesi di lockdown che l'Unione Europea ha dovuto affrontare⁸³: il sito dell'Unione Europea riporta "...where is most needed as quickly as possible" (European Commission, 2020). Tramite questa iniziativa sono Stati anticipati i pagamenti e reindirizzati i fondi di coesione ed assistenza. Al fine di trasformare ulteriori attività di bilancio in attività liquide, sono Stati mobilitati i fondi SIE, ossia i fondi strutturali e di investimento europei. Tale smobilizzo ha aumentato la liquidità disponibile di trentasette miliardi di euro. Con i fondi ottenuti dal CRII gli Stati hanno potuto all'inizio della crisi pandemica acquistare i dispositivi di protezione individuale (DPI), macchinari sanitari, pagare il personale sanitario e supportare l'occupazione (Hagiù e Bărbulescu, 2020). Durante l'annuncio del CRII, la presidente Ursula von der Leyen ha anche annunciato che l'applicazione dei criteri di spesa sarà molto più flessibile in confronto al passato per consentire ai singoli Stati di intervenire nelle diverse situazioni (European Commission, 2020).

La Commissione Europea ha annunciato il 13 marzo 2020 di voler utilizzare ed ampliare anche l'*EU Solidary Fund*, ossia un fondo che l'Unione Europea mette a disposizione degli Stati in caso di calamità naturali.

Successivamente l'Unione Europea si è focalizzata sull'occupazione, che non poteva ridursi in modo eccessivo per effetto del lockdown. Il *Support to Mitigate Unemployment Risk in an Emergency* (SURE), è un programma che ha messo a disposizione dei vari Stati membri cento miliardi di euro, sotto forma di prestiti garantiti per il supporto economico di misure per il lavoro come la cassa integrazione. Il programma SURE non ha avuto solo il ruolo di supporto del lavoro ma anche il ruolo di supportare il bilancio dei vari Stati membri, che si sarebbe aggravato in maniera eccessiva in poco tempo (Andor, 2020).

L'occupazione è uno dei fattori che ha risentito maggiormente la crisi scatenata dal Covid-19, infatti gli Stati Uniti hanno avuto aumenti nel tasso di disoccupazione paragonabili solo agli anni della Seconda guerra mondiale. La pandemia ha invertito la curva di crescita economica e ridotto i tassi di disoccupazione nelle principali economie mondiali, quali Stati Uniti, Giappone e Germania (Hagiù e Bărbulescu, 2020).

La creazione di un programma come lo SURE rientrava fra gli obiettivi della presidente von der Leyen, che all'inizio del suo mandato si impegnò nella creazione di un sistema di supporto del lavoro.

Il programma rappresenta una "*safety net*" per i lavoratori volta a non aumentare il tasso di disoccupazione e non una forma di indennizzo di disoccupazione; infatti, lo SURE è un prestito allo Stato e non un contributo a fondo perduto (Andor, 2020).

Nonostante le misure immediate abbiano rappresentato una risposta importante allo shock causato dalla pandemia, l'Unione Europea ha attuato anche altre misure di maggiore rilevanza: il Mes, il *Next Generation EU* e il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP).

⁸³ Ogni governo ha deciso liberamente la durata del lockdown nel proprio Paese.

3.3.1 Meccanismo Europeo Di Stabilità (MES)

Il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) è stato istituito il 2 febbraio 2012 dai Paesi membri dell'Eurozona al fine di rispondere alla crisi finanziaria e dei debiti sovrani⁸⁴ e di rispettare il principio di solidarietà insito nell'Unione Europea. La solidarietà fra gli Stati dell'Unione trova la sua origine nel discorso di Schuman del 1950 e viene citata diverse volte nei Trattati dell'Unione; ha ancora maggiore importanza, per l'effetto domino, negli Stati dell'Eurozona (Scaffidi, 2020).

Il MES prima della crisi Covid ha avuto un effetto calmiera, ossia assicurare i mercati finanziari che in caso di crisi di un singolo Stato esiste un meccanismo extra-iuris per il suo salvataggio (Scaffidi, 2020). La sua potenzialità è rappresentata dalla possibilità di disporre di 700 miliardi di euro tramite l'emissione di titoli di debito a tassi molto bassi (grazie allo status di creditore di cui gode l'Unione⁸⁵) con scadenza fino a 45 anni. I Paesi interessati ad utilizzare il MES devono presentare istanza e, se la valutazione ha esito positivo, la Commissione Europea, con l'ausilio della BCE e, ove possibile, con il Fondo Monetario Internazionale, stabilirà un *Memorandum of Understanding*⁸⁶ (MoU). All'interno del MoU sono presenti le condizioni con cui il Consiglio dei Governatori si impegna ad erogare i fondi allo Stato in crisi: le condizioni mirano al soddisfacimento della natura correttiva del MES.

Il MES, dopo essere stato utilizzato da cinque Paesi⁸⁷, è stato visto come uno strumento da riformare completamente. La rigorosa condizionalità a cui è sottoposto lo Stato che richiede il MES è uno degli elementi che ha portato a richiedere una riforma: gli Stati devono attuare delle riforme strutturali, come ristrutturazione del debito e riformare il settore bancario, ed eseguire una politica fiscale fortemente restrittiva, composta da tagli della spesa pubblica, aumento della tassazione e concessione di privatizzazioni⁸⁸ (Scaffidi, 2020).

La prima riforma del MES è stata proposta e discussa nel 2017 ed in ottica di completamento dell'Unione economica e monetaria è stato proposto un adeguamento dello strumento a Fondo Monetario Europeo. Gli eccessivi nazionalismi ed il progetto molto ambizioso non hanno permesso il raggiungimento dell'obiettivo, ma il processo di riforma, questa volta ridimensionato, è stato portato al Vertice Euro del 2019, che lo ha sensibilmente riformato. L'avvicinamento ad una concezione di *fondo salva Stati* ha alimentato in Europa il discorso sulla solidarietà positiva, ossia reale supporto ad uno Stato in crisi e non mero interesse nella stabilità della moneta (solidarietà negativa) (Borger, 2013).

Nel Consiglio europeo del 26 marzo 2020 non sono state decise misure comuni per fronteggiare la crisi economica. In questa situazione in Europa si è alimentato un ampio dibattito sul MES e sul suo utilizzo, con

⁸⁴ Vedi cap.2.1 e 2.2

⁸⁵ Solo il Fondo Monetario Internazionale gode di uno status di creditore migliore.

⁸⁶ In italiano: "protocollo d'intesa"

⁸⁷ Cipro dal 2013 al 2016; Grecia dal 2010 al 2013, dal 2012 al 2014 e dal 2015 al 2018; Irlanda dal 2010 al 2013; Spagna dal 2012 al 2014; Portogallo dal 2011 al 2014

⁸⁸ L'intervento dello Stato nell'economia nei cd "beni pubblici" comporta esternalità positive e le privatizzazioni forzate possono avere degli effetti indesiderati.

una contrapposizione fra i Paesi frugali, a favore di una linea rigorista, ed i Paesi dell'Europa meridionale, a favore di una mutualizzazione del debito e del rischio connesso e dei Coronabond (Stile, 2020).

Al fine di concedere finanziamenti alle imprese ed alle famiglie europee, l'unione ha messo a disposizione durante la pandemia il programma SURE⁸⁹ e il MES.

Dal MES è stato ricavato il *Pandemic Crisis Support* (PCS), ossia uno strumento attraverso il quale l'Unione Europea ha potuto finanziare anche gli Stati con un'economia sana. Gli Stati hanno avuto, così, la possibilità di accedere ad un prestito pari al 2% del loro Pil da restituire quando la crisi pandemica sarà terminata. Con il PCS è venuta meno il ruolo di meccanismo di salvataggio del MES ma la condizionalità non è cambiata: gli Stati che hanno ottenuto il prestito dovranno rimborsarlo a crisi pandemica finita attuando riforme per il raggiungimento degli obiettivi del Fiscal Compact⁹⁰ (Stile, 2020). Inoltre, la liquidità ottenuta tramite questo strumento deve essere impiegata per supportare i costi della crisi pandemica.

3.3.2 Next Generation EU (NGEU) ed il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR)

Il Next Generation EU (NGEU) è uno strumento macroeconomico, volto ad attenuare l'impatto economico e sociale della crisi pandemica, messo a disposizione degli Stati membri dell'Unione Europea dalle sue istituzioni. Il piano ha a disposizione 750 miliardi di euro⁹¹ (circa il 5% del Pil dell'Eurozona) da investire in ambito ecologico e digitale, stimolando la ripresa dell'economia. Il NGEU rappresenta una risposta fiscale simmetrica alla crisi iniziata nel 2020 (Bańkowski et alii, 2021). L'Unione Europea finanzia questo progetto tramite l'emissione di titoli obbligazionari europei garantiti dal *Multichannel Financial Framework* (MFF) fino al 2058 (Messori, 2020).

Il Recovery and Resilience Facility (RRF)⁹², che pone le basi per la transizione ecologica e dà agli Stati europei una maggiore stabilità e resilienza, ha un ruolo centrale⁹³ nel NGEU.

L'accordo è stato trovato nel giugno 2020 ma, ancora una volta, c'è stata una forte contrapposizione da parte di diversi Paesi, soprattutto con riferimento alla ripartizione dei 750 miliardi fra trasferimenti a fondo perduto e prestiti a tassi d'interesse vicini allo zero con restituzione a trenta anni e prima rata a cinque anni⁹⁴ (Toniolo, 2020).

⁸⁹ Vedi cap. 3.4

⁹⁰ Il Fiscal Compact, o patto di bilancio europeo, è stato sottoscritto da quasi tutti gli Stati membri dell'Unione Europea nel 2012. Il patto prevede le cd "regole d'oro" per il pareggio di bilancio: gli Stati sottoscrittori si sono impegnati ad inserire nei propri ordinamenti norme per il rispetto dei parametri di Maastricht (vedi cap. 1.5).

APPROFONDIMENTO: Di Gaspere, G. (2017) *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*. Terza edizione. Assago: Wolters Kluwer.

⁹¹ 750 miliardi di euro ai prezzi del 2018; l'importo ai prezzi correnti equivale a 806,9 miliardi di euro.

⁹² In italiano: Dispositivo di Ripresa E Resilienza.

⁹³ Ha a disposizione 723,8 miliardi di euro dei 750 stanziati.

⁹⁴ Le condizioni particolarmente vantaggiose del prestito hanno portato gli studiosi come il Professore Toniolo a definirlo praticamente un "dono".

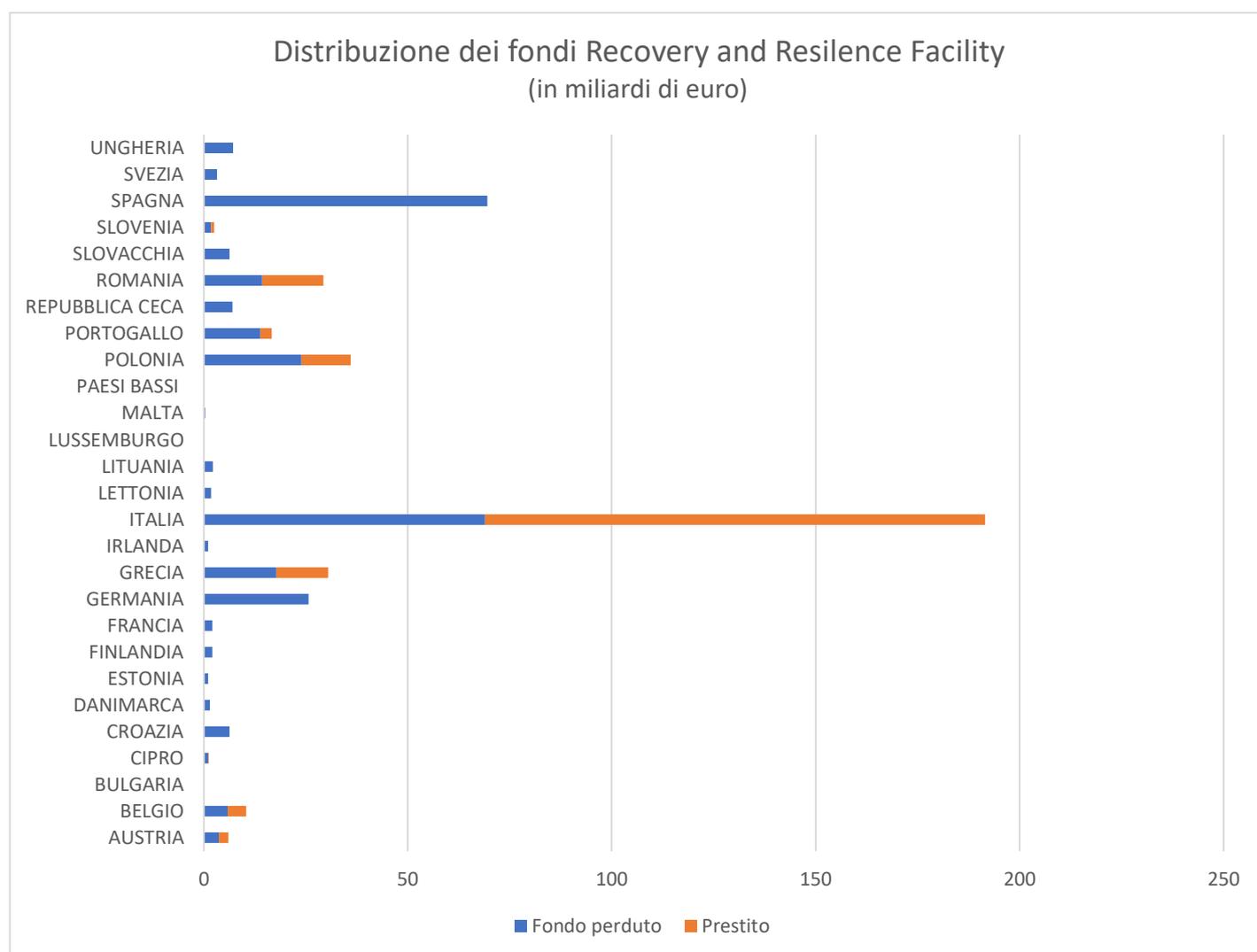
L'aumento delle sovvenzioni a fondo perduto in rapporto ai fondi a prestito comporta rilevanti effetti macroeconomici: il rapporto debito/Pil potrebbe non variare nel lungo periodo in caso di prestiti, mentre nel caso di sovvenzioni ci sarebbe un aumento solo del denominatore (Bańkowski et alii, 2021).

La Commissione Europea riporta che 385,8 miliardi di euro siano Stati erogati sotto forma di prestiti e 338 a fondo perduto (ripartizione dei fondi a disposizione del Dispositivo di Ripresa e Resilienza).

La condizionalità (altro lato della medaglia degli obiettivi) a cui sono sottoposti gli Stati permetterà loro di iniziare un percorso di crescita e di ripagare il debito (Toniolo, 2020).

Gli Stati interessati all'erogazione dei fondi del NGEU devono presentare un proprio piano di spesa pubblica, chiamato Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), per gli anni 2021-2023 con gli obiettivi perseguiti. Il 70% dei fondi verrà erogato fra il 2021 ed il 2022 dando precedenza agli Stati membri con un basso Pil pro capite, un'ampia popolazione ed un alto tasso di disoccupazione fra il 2015 ed il 2019. Il restante 30% verrà erogato nel 2023 utilizzando come criterio la perdita di Pil reale fra il 2020 ed il 2021. L'erogazione dei fondi terminerà nel 2027 (Bańkowski et alii, 2021). I prestiti erogati ad ogni Paese non potranno superare il 6,8% del Reddito Nazionale Lordo (Camera dei deputati, 2021).

Figura 16: Distribuzione dei fondi Recovery and Resilience Facility



FONTE: Camera dei deputati, 2021

La figura 18 mostra come siano Stati distribuiti fra Stati dell'Unione Europea i fondi (il 70%) dello RRF. Solo sette Paesi, ossia Cipro, Grecia, Italia, Polonia, Portogallo, Romania e Slovenia, hanno deciso di richiedere anche i prestiti oltre le sovvenzioni. Inoltre, il contributo finanziario per la Bulgaria ed i Paesi Bassi riportato nel grafico è zero perché i due Paesi non hanno ancora presentato il proprio PNRR.

È possibile notare come il NGEU abbia dato importanza all'Italia, quinta potenza mondiale per il surplus di bilancia commerciale, che, infatti, ha ottenuto una quota importante sia dei prestiti che delle sovvenzioni.

Il caso italiano è di particolare rilevanza, in quanto il Paese nei soli primi due mesi di pandemia ha aumentato il deficit pubblico di 75 miliardi ed il debito pubblico di circa 130 miliardi di euro.

La valutazione della reale efficacia del NGEU sarà possibile solo a distanza di anni attraverso l'analisi del tasso di crescita e del Pil dei diversi Paesi. Gli effetti massimi sugli indicatori macroeconomici del NGEU si vedranno sicuramente nel periodo successivo al trasferimento del 70% dei fondi (Picek, 2020).

Secondo Bańkowski, et alii, 2021, il caso migliore è rappresentato da un utilizzo dei fondi per investimenti pubblici produttivi: si stima un picco di crescita del Pil dell'Eurozona di un punto percentuale e mezzo nel 2025 (Bańkowski et alii, 2021); per l'Italia, Paese che ha ricevuto più fondi, è prevista una crescita del Pil pari al 3,1% entro il 2024 ed una riduzione del rapporto debito/Pil del 17% nel medio periodo (CDP, 2020). In tale caso è necessaria la capacità dei diversi governi di spendere le finanze ricevute in progetti validi e necessari per la crescita del Paese. Inoltre, l'aumento di capitale dello Stato ridurrebbe il costo marginale delle imprese e di conseguenza l'inflazione.

Gli Stati potrebbero anche semplicemente trasferire i fondi ricevuti alle famiglie ed alle imprese (sussidi). Gli effetti sul Pil sarebbero solo di 0,25%, a causa dell'aumento della variazione del rapporto debito/Pil. La capacità produttiva del Paese non ha un incremento e nel lungo periodo non si vedrebbero cambiamenti.

Il terzo scenario è caratterizzato dall'uso dei fondi per ripagare i titoli di debito dello Stato in scadenza, approfittando in particolare dei trasferimenti dall'Unione a fondo perduto. In tale circostanza si otterrebbe, in particolare nei Paesi con un alto rapporto debito/Pil, una riduzione della spesa pubblica in interessi legati al debito. Gli effetti sulla capacità produttiva sono presenti ma quasi impercettibili: la riduzione del tasso di interesse (r) sugli investimenti (I) delle imprese e delle famiglie comporta da un punto di vista macroeconomico un aumento degli investimenti. Un particolare beneficio di questo scenario è l'aumento degli investimenti negli altri Paesi con conseguente aumento del Pil ed ulteriore riduzione del rapporto debito/Pil.

La variazione di Pil nell'Eurozona sarebbe un aumento di 0,5% (Bańkowski et alii, 2021).

Oltre agli effetti sull'economia di un singolo Paese è necessario tenere presente anche lo spillover che la crescita di un'economia può avere su un'altra all'interno di un'area valutaria. L'attuazione di una politica fiscale espansiva in uno Stato membro comporta inevitabilmente una dissipazione dei suoi effetti all'estero. Con il NGEU tutti i Paesi dell'Unione possono espandere la propria politica fiscale simultaneamente riducendo

la dissipazione all'esterno⁹⁵. Ad esempio, in tale circostanza l'Austria otterrebbe una maggiore crescita dell'1,3% del Pil, che sarebbe invece impedita se fosse l'unico Paese ad espandere la politica fiscale. Anche l'effetto spillover avrebbe diversa entità nei diversi Paesi europei: nel caso di Italia, Spagna e Portogallo, il cui Pil aumenta per la spinta dell'economia interna, l'effetto spillover sarebbe basso; nel caso di Paesi Bassi, Irlanda, Lussemburgo, Danimarca, Belgio ed Austria, ossia Paesi il cui effetto della domanda è indotto al 70% dall'estero, avrebbero un notevole effetto spillover (Picek, 2020).

Il NGEU potrebbe rappresentare una politica di avvicinamento alla centralizzazione della politica finanziaria dell'Unione Europea. La mancanza di un'unificazione fiscale è Stato un elemento di discussione e di critica all'Unione Europea nel corso degli ultimi anni anche perché l'alternativa, in caso di crisi di uno Stato, è rappresentata dalle politiche di austerità che non comportano solo vantaggi⁹⁶ (Picek, 2020).

3.4 Analisi dei risultati di un sondaggio qualitativo sull'efficacia delle politiche europee

Per valutare l'efficacia delle politiche attuate dall'UE per rispondere agli shock macroeconomici verificatisi durante l'ultimo ventennio, in quest'ultima sezione si presentano i risultati di un sondaggio qualitativo somministrato ad un campione di 500 individui durante il mese di maggio 2022.

Più nel dettaglio, la somministrazione dei quesiti è avvenuta per via telematica, utilizzando una delle più note piattaforme disponibili⁹⁷ ed i quesiti sono stati resi quanto più chiari e semplici possibile. Tale scelta ha permesso di raggiungere un ampio numero di intervistati in poco tempo e un pubblico non solo italiano, ma anche europeo. Inoltre, l'utilizzo di una nota ed efficiente piattaforma ed un successivo controllo dei sondaggi⁹⁸ ha permesso una riduzione degli errori sistematici.

3.4.1 Descrizione del campione di intervistati

I quesiti sono stati sottoposti a 500 individui in ambito accademico (studenti, professori ed assistenti delle principali università italiane), in ambito lavorativo italiano (dipendenti delle principali aziende italiane, es. Eni, Enel e liberi professionisti) in ambito lavorativo europeo (dipendenti degli organi dell'UE, in particolare della BCE). Il sondaggio è stato somministrato in un arco temporale di 30 giorni ed interrotto pochi giorni

⁹⁵ Se tutti gli Stati dell'Unione Europea hanno politica fiscale espansiva non ci sarà nessuna famiglia o impresa straniera che approfitterà dell'aumento di spesa pubblica o riduzione della tassazione di un altro Stato.

⁹⁶ APPROFONDIMENTO: Petkov, V. S. (2014). Advantages and disadvantages of fiscal discipline in Bulgaria in times of crisis. *Contemporary Economics*, 8(1), 47–56. <https://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.130>

⁹⁷ Google Forms.

⁹⁸ Controllo di un sondaggio per volta.

prima della data di consegna della presente tesi. È stato garantito l'anonimato a tutti i partecipanti, al fine di assicurare risposte affidabili e di garantire la privacy.

L'elaborazione dei risultati ha permesso un'analisi quantitativa e qualitativa di come il campione intervistato ha percepito l'operare delle istituzioni dell'Unione Europea nella risoluzione degli shock macroeconomici precedentemente analizzati.

Il mio sforzo di condividere il sondaggio in determinati ambienti lavorativi e accademici è volto ad indirizzarlo verso un campione di individui che hanno avuto modo di approfondire nel loro percorso professionale i temi trattati nella presente tesi. Non ho previsto, sempre per garantire l'anonimato, una selezione iniziale del campione.

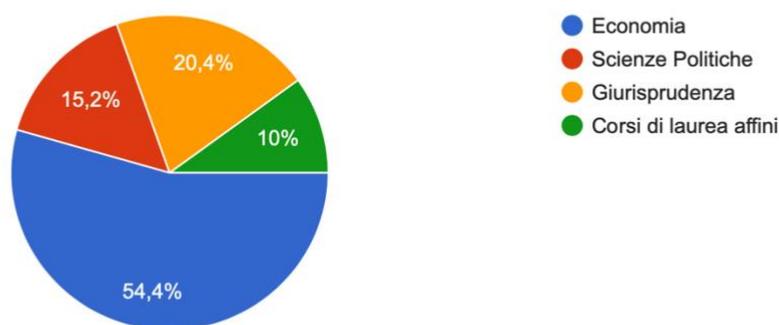
3.4.2 Descrizione dei risultati

Il sondaggio è suddiviso in cinque quesiti a risposta multipla, di cui uno con scala di Likert da 1 a 7. L'analisi dei dati provenienti dal sondaggio è accompagnata da diagrammi circolari e istogrammi a barre su base percentuale calcolata con denominatore pari al numero complessivo di intervistati.

3.4.3 Domanda numero 1

Sei iscritto ad un corso di laurea in (o sei laureato in):

500 risposte



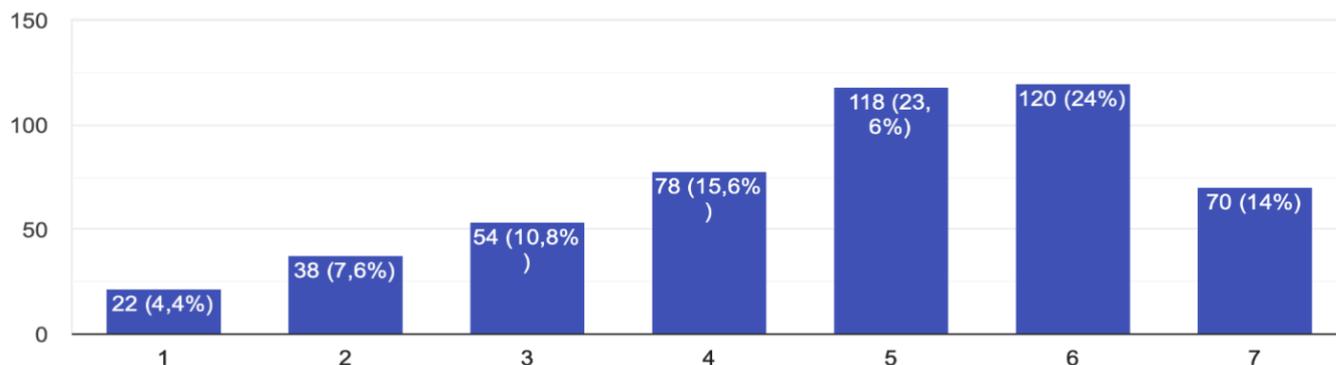
Il primo quesito è utile per comprendere il *background* dell'intervistato, in particolare per analizzare la vicinanza fra gli eventi, oggetto della tesi e del sondaggio, e lo stesso intervistato.

La maggior parte dei soggetti che hanno risposto al sondaggio studia o è laureato in ambito economico (54,4%), il 20,4% in giurisprudenza, il 15,2% in scienze politiche ed una minoranza ha studiato o è laureata in ambiti affini. La scelta fra le risposte possibili rispecchia i corsi di laurea presenti nella mia università.

Dalle risposte al primo quesito è possibile individuare subito i quattro cluster di intervisti.

3.4.4 Domanda numero 2

Quanto sei d'accordo con la seguente affermazione? L'Unione Europea ha risposto adeguatamente alle crisi economiche degli ultimi anni (crisi finanziaria del 2008-2009, crisi dei debiti sovrani, Brexit, shock al commercio mondiale da guerra commerciale fra Usa e Cina, crisi da Covid-19)
500 risposte

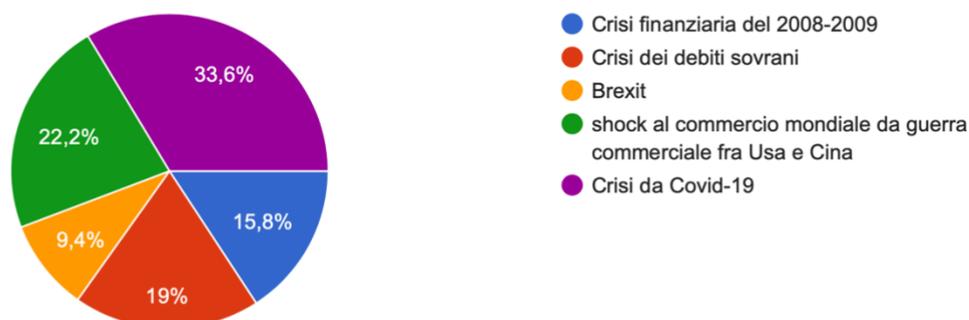


Il secondo quesito, sottoposto mediante scala di Likert da 1 a 7, approfondisce l'analisi qualitativa dell'affermazione sopra riportata. È possibile osservare come la maggior parte degli intervistati ritenga che l'Unione Europea abbia risposto adeguatamente alle crisi del nuovo millennio (il 61,6% è d'accordo, contro il 22,8% di intervistati in disaccordo ed il 15,6% di neutrali). Le minoranze sono rappresentate dagli estremi, ossia dai valori 1 (estremamente in disaccordo) e 7 (estremamente d'accordo), anche se il secondo valore è di gran lunga superiore.

3.4.5 Domanda numero 3

In base alle misure di politica economica adottate a quale crisi ritieni che l'Unione Europea abbia risposto meglio ?

500 risposte



Il terzo quesito è in positivo ed è volto a comprendere quale crisi sia stata affrontata meglio secondo i cittadini dell'Unione. La palese "vittoria" della modalità di risposta "Crisi da Covid-19" (33,6%) rappresenta la fiducia degli intervistati nelle misure messe in atto dall'Unione Europea e verso i loro futuri effetti (ad oggi ancora pochi, poiché le misure più importanti sono molto recenti).

Anche le risposte alla Trade War hanno suscitato particolare approvazione pubblica (22,2%).

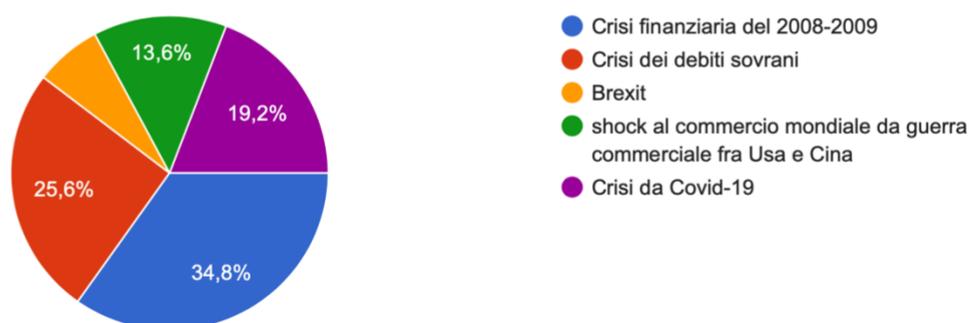
Anche la modalità di risposta "crisi finanziaria del 2008-2009" ha ricevuto particolare approvazione (15,8%) benché collegata alla successiva crisi dei debiti sovrani che nel sondaggio appare risolta in maniera migliore (19%). La preferenza sulla risoluzione della crisi dei debiti sovrani è probabilmente influenzata dall'imponente salvataggio dell'Italia in Europa. Ritengo che in un altro Paese il 19% sarebbe stato molto diverso. Inoltre, la risposta alla crisi finanziaria è composta anche da nuove normative volte a rafforzare le banche e gli intermediari finanziari nel lungo periodo, come il passaggio dai requisiti di capitale di Basilea II a quelli di Basilea III.

La risposta alla Brexit è stata meno apprezzata dagli intervistati (9,4%), probabilmente perché l'Unione Europea si è concentrata maggiormente sugli shock macroeconomici che si sono susseguiti negli anni immediatamente successivi. È, però, importante non dimenticare che, almeno nel breve periodo, la Brexit ha causato maggiori problemi allo Stato d'oltremarica che ai Paesi membri dell'Unione Europea.

3.4.6 Domanda numero 4

In base alle misure di politica economica adottate a quale crisi ritieni che l'Unione Europea abbia risposto peggio?

500 risposte



Il quesito quattro è conseguente al precedente. Dopo aver compreso quali crisi siano state affrontate meglio secondo il campione intervistato, che rappresenta i cittadini dell'Unione, è importante vedere quale sia stata la risposta meno apprezzata. La risposta alla crisi finanziaria è stata apprezzata meno di tutte (34,8%); ritengo che questo dato sia dovuto alla crisi dei debiti sovrani che ne è conseguita. In realtà anche la risposta alla crisi

successiva non è stata apprezzata (25,6%), nonostante l'Italia non abbia avuto problemi importanti come la Grecia e nonostante molte misure siano state attuate proprio per il salvataggio dell'Italia (Stato molto importante dell'Unione Europea).

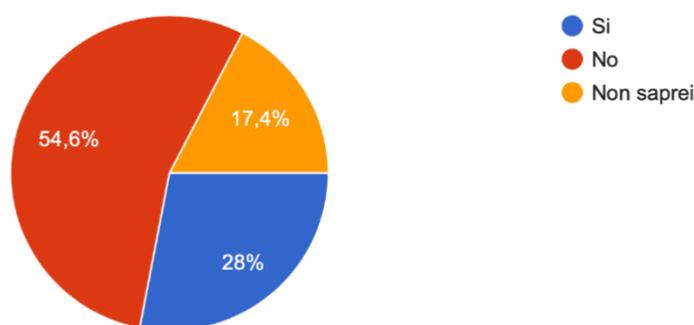
In contrapposizione all'analisi del precedente quesito, molti intervistati non hanno apprezzato la risposta alla crisi da Covid-19 (19,2%). Questo dato potrebbe essere interpretato in termini prospettici: rappresenta la fiducia negli effetti di lungo periodo delle risposte comunitarie.

Le misure dell'Unione Europea meno criticate sono quelle riguardanti la Trade War (13,6%) e la Brexit (6,8%).

Infine, pur non avendo affrontato nella tesi le ricadute sull'economia degli shock relativi al conflitto russo-ucraino, essendosi verificato nel corso della stesura della tesi, nel questionario è stata inclusa anche una domanda riguardante la percezione degli individui intervistati sull'adeguatezza delle risposte dell'Unione Europea in riferimento all'approvvigionamento delle fonti energetiche. La guerra in Ucraina sta sicuramente portando un mutamento nello scenario geopolitico mondiale ed in particolare europeo.

3.4.7 Domanda numero 5

Secondo te, l'Unione Europea sta affrontando adeguatamente la crisi scaturita dall'attuale guerra in Ucraina in relazione alle problematiche riguardanti l'approvvigionamento delle fonti energetiche?
500 risposte



La maggior parte degli intervistati (54,6%) ritiene che le politiche europee riguardanti le fonti energetiche - tema di grande preoccupazione per i Paesi membri che utilizzano combustibili fossili russi - non siano adeguate. Questo dato rappresenta la mancanza di fiducia nel futuro, almeno di breve periodo, degli intervistati nei confronti dell'Unione Europea. I Problemi del resto relativi all'approvvigionamento di energia hanno sempre concorso a causare recessioni⁹⁹. La presenza di molti indecisi (17,4%) conferma quanto appena detto. Solo il 28% ritiene che l'Unione Europea stia affrontando adeguatamente la crisi scaturita dalla guerra in Ucraina in relazione alle problematiche riguardanti l'approvvigionamento delle fonti energetiche.

⁹⁹ Si pensi agli shock petroliferi degli anni 70.

CONCLUSIONI

Nel ventunesimo secolo la globalizzazione ha accentuato la propagazione degli shock economici da un singolo Paese ad altri anche molto distanti per cui si sono accentuate le crisi per l'appunto globali. Questo avanzamento del processo di globalizzazione, di cui non viene messa in questione la validità all'interno della tesi, comporta che aree valutarie come l'Unione Europea, devono prevedere ed "armarsi" di validi e funzionanti strumenti di politica monetaria e fiscale

Tirando le somme, gli shock macroeconomici nell'ultimo ventennio non sono sicuramente mancati e alcuni sono stati di particolare rilevanza. Per questo motivo l'Unione Europea si è trovata ad affrontare, probabilmente, più crisi e di maggiore entità di quante ne fossero previste. Sicuramente la crisi dei debiti sovrani o la crisi scaturita dalla pandemia Sars-Covid-19 non possono essere poste sullo stesso piano della Trade War o della Brexit per effetti prodotti sull'Unione Europea. Il recesso dall'Unione in prospettiva può, però, preoccupare maggiormente. Alcuni studiosi hanno parlato slowbalization a seguito della crisi del 2009. Questo processo di rallentamento della globalizzazione si può notare sicuramente sia con Brexit sia con riferimento alla Trade War. Inoltre, anche le misure necessarie a fronteggiare la crisi pandemica hanno comportato una chiusura degli Stati e shock al commercio con un ulteriore allontanamento dalla globalizzazione.

A seguito delle varie crisi economico/finanziarie, il sistema di risposte è stato rivisto e sicuramente migliorato; ad esempio, per assicurare la stabilità del sistema bancario a seguito delle crisi del 2009 e del 2012 sono stati rivisti gli accordi sul capitale delle banche (accordi di Basilea) come anche l'applicazione del Programma Nazionale di Ripresa e Resilienza ha rappresentato una risposta alla recessione legata alla pandemia da covid-19.

Dai risultati del sondaggio di 5 quesiti somministrati ad un campione di 500 individui durante il mese di maggio 2022, su come sono state percepite le risposte dell'Unione Europea ai vari shock dell'ultimo ventennio si evince che i cittadini dell'Unione Europea sono stati in generale, soddisfatti delle politiche e degli strumenti utilizzati per rispondere agli shock. Più in particolare, secondo i risultati del sondaggio, tra i diversi shock macroeconomici il 33,6% degli intervistati ritiene che quello a cui l'Unione Europea ha risposto in modo più adeguato sia stato lo shock legato alla pandemia da Covid-19.

REFERENZE:

Alesina, Alberto, and Silvia Ardagna. "Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending." NBER Working Papers (National Bureau of Economic Research), no. 15438 (October 2009).

Alesina, Alberto, Filipe R. Campante, and Guido Tabellini. "Why is Fiscal Policy Often Procyclical?" *Journal of the European Economic Association* 6, no. 5 (September 2008): 1006-1036.

Allargamento dell'UE [online]. *Consiglio Europea - Consiglio dell'Unione Europea*.

Allargamento dell'UE [online]. *European Central Bank*.

Altman, E. I. e Rijken, H. A., (2004). How rating agencies achieve rating stability. *Elsevier - Journal of Banking & Finance* 28[online]. Numero dell'articolo: 2679-2714.

Andor, L., (2020). SURE — EU capacity for stabilising employment and incomes in the pandemic. *Intereconomics*[online]. **55**, 139–142.

Ardagna, Silvia, Francesco Caselli, and Timothy Lane. "Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries." ECB Working Papers, no. 411 (November 2004).

Balfoussia (2016) Financial conditions and economic activity: the potential impact of the targeted long-term refinancing operations (TLTROs). *Applied economics letters*. [Online] 23 (6).

Baldacci, Emanuele, and Manmohan S. Kumar. "Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields." IMF Working Papers (International Monetary Fund), no. 184 (August 2010).

Ball, Laurence, and Gregory N. Mankiw. "What Do Budget Deficits Do?" NBER Working Papers (National Bureau of Economic Research), no. September (1996).

Banca d'Italia - L'Unione economica e monetaria [online]. *Banca d'Italia - Il sito ufficiale della Banca Centrale Italiana*.

Banca d'Italia - Programmi di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema [online]. *Banca d'Italia - Il sito ufficiale della Banca Centrale Italiana*.

Banfi, D., (2020). Covid-19: la pandemia in 10 date da ricordare | Fondazione Umberto Veronesi [online]. *Fondazione Umberto Veronesi*.

Barbosa, L. e Costa, S., (2010). Determinants of sovereign bond yield spreads in the euro area in the context of the economic and financial crisis. *Economic Bulletin | Banco de Portugal* [online]. Numero dell'articolo: Autumn 2010.

Barr, D., Breedon, F. e Miles, D., (2003). Life on the outside: economic conditions and prospects outside euroland. *Economic Policy*[online]. **18**(37), 573–613. doi: 10.1111/1468-0327.00116_1

Berthold, B. e Jürgen, M., (2016). Brexit - the economic impact: a meta-analysis. *Econstor*[online].

Barua S., Understanding Coronanomics: The Economic Implications of the Coronavirus (COVID-19) Pandemic (April 1, 2020). Numero dell'articolo: 3566477

Blanchard, Olivier J. “Current and Anticipated Deficits, Interest Rates and Economic Activity.” NBER Working Papers (National Bureau of Economic Research), no. 1265 (January 1984).

Bilancio 2020 della BCE [online]. *European Central Bank*.

Blanchard, O. (2021) Macroeconomics. Eighth edition. Global edition. Harlow [etc: Pearson International].

Bodnar, D., (2021). Brexit disrupts UK-EU trade. *Aradius*[online].

Borsa italiana (2019). Rating: significato e funzionamento delle Agenzie di Rating [online].

Bown C. P. e Korea Institute for International Economic Policy (KIEP), Sejong-si, (2020). How the United States marched the semiconductor industry into its trade war with China. ZBW – Leibniz Information Centre for Economics [online]. 24, numero dell'articolo: 2. Doi: 10.11644/KIEP.EAER.2020.24.4.384

Bown, C. e M. Kolb (2021): “Trump’s Trade War Timeline: An Up-to-Date Guide,” *Peterson Institute for International Economy*. (Bown e Kolb, 2022)

Brexit: possibili riflessi su economia e finanza. (2017). *Testimonianza del Vicedirettore Generale della Banca d’Italia Luigi Federico Signorini*[online].

Carluccio Bianchi e Fumagalli, *Lezioni lincee di economia*, 2011.

Claeys, G., Leandro, Á. e Mandra, A., (2015). European Central Bank quantitative easing: the detailed manual. *ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft Leibniz Information Centre for Economics*[online]. Numero dell'articolo: Bruegel Policy Contribution, 2015/02.

Cœuré, B. C., (2013). Outright monetary transactions, one year on. In: *Keynote address at the conference on “the ECB and its OMT programme”* [online]. p. 14.

Cohesion policy and EU solidarity fund contribute to the coronavirus response investment initiative [online]. (2020). *European Commission*.

COVID-19: Commission sets out European coordinated response to counter the economic impact of the Coronavirus* [online]. (2020). *European Commission*.

Crisi debito sovrano 2010-2011 [online]. *CONSOB*.

Daveri, F., (2013). Macroeconomia della crisi [online]. *Zanichelli*.

De Pooter, Michiel, Robert F. Martin, and Seth Pruitt. 2015. “The Liquidity Effects of Official Bond Market Intervention.” Board of Governors of the Federal Reserve System: International Finance Discussion Papers, no. 1138 (July).

Decision of the european central bank. (2010). Legge n. 124/8, 15 maggio 2010. *Official Journal of the European Union*. 14 maggio.

Di Gaspare, G. (2017) *Diritto dell’economia e dinamiche istituzionali*. Terza edizione. Assago: Wolters Kluwer.

Di Giacinto, V., (2010). N. 746 - Sulla modellistica vettoriale autoregressiva per dati spazio-temporali [online]. *Banca d'Italia - Il sito ufficiale della Banca Centrale Italiana*.

Di Taranto, G. (2013) *La globalizzazione diacronica*. Torino: G. Giappichelli.

Di Taranto, G. (2017) *L’Europa tradita: lezioni di moneta unica*. Seconda edizione rivista e aggiornata. Roma: LUISS University Press.

ECB announces further details of the targeted longer-term refinancing operations [online]. (2014). *European Central Bank*.

ECB1: European Central Bank. 2013. "Details on Securities Holdings Acquired under the Securities Markets Programme." Press Release, February 21, 2013.

ECB Monthly Bulletin Securities markets programme. (2020). 24–26.

Economia aperta in "dizionario di economia e finanza" [online]. (senza data). *Treccani, il portale del sapere*.

Economia, R., (2020). Istat, crollano i consumi delle famiglie e tornano indietro di 20 anni [online]. *Corriere della Sera*.

Elmendorf, Douglas W., and Gregory N. Mankiw. (1998) "Government Debt." NBER Working Papers, no. 6470

Engen, Eric, and Glenn Hubbard. "Federal Government Debt and Interest Rates." NBER Working Papers (National Bureau of Economic Research), no. 10681 (August 2004).

European Central Bank. (2012) Technical features of outright monetary transactions [online].

European Union Chamber of Commerce in China. (2018). European chamber survey and analysis on US–China tariffs effects. Beijing, China: Author.

Fajgelbaum, P. e Khandelwal, A., (2021). The economic impacts of the USA-China trade war. *Nber Working Paper Series*[online]. Numero dell'articolo: 29315.

Falagiarda, M. e Reitz, S., (2015). Announcements of ECB unconventional programs: implications for the sovereign spreads of stressed euro area countries. *Journal of International Money and Finance*[online]. **53**, 276–295. Doi: 10.1016/j.jimonfin.2015.02.005

FMI (2020). The great lockdown: Dissecting the economic effects: Vol. 2. WORLD ECONOMIC OUTLOOK A long and difficult ascent. IMF.

Fawley (2013) Four stories of quantitative easing. *Review /*. [Online] 95 (1).

Frattona, E., (2020). Che effetti può avere una pandemia sull'economia mondiale? *Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani*[online].

Gambetti, L., Musso, A. ed European Central Bank (ECB) Frankfurt a. M., (2017). The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP). *ZBW Leibniz-Informationzentrum Wirtschaft Leibniz Information Centre for Economics*[online]. Numero dell'articolo: 2075.

Gale, William G., and Peter R. Orszag. “Budget Deficits, National Savings, and Interest Rates.” (Brookings Institution, Tax Policy Center) September 2004.

Gale, W G., and P R. Orszag. “The Economic Effects of Long-Term Fiscal Discipline.” Discussion Papers (Brookings Institution, Tax Policy Center), no. 8 (April 2003).

Gerner-Beuerle, C., Küçük, E. and Schuster, E. (2014) “Law Meets Economics in the German Federal Constitutional Court: Outright Monetary Transactions on Trial,” *German Law Journal*. Cambridge University Press, 15(2), pp. 281–320. Doi: 10.1017/S2071832200002959.

Gianni e Origoni, (2021). *Gianni & Origoni - GOP.it*.

Giavazzi, F. e Amighini, A., (2009). La crisi del 2007-2010. *BLANCHARD - Il Mulino*[online].

Global debt levels surging, but keep your calm | DW | 21.01.2019 [online]. *DW.COM*.

Grabowski, W. e Stawasz, E., (2017). Sovereign bond spreads in the EMU peripheral countries. the role of the outright monetary transactions. *Prague Economic Papers*. **26**(3), 360–373.

Gragnolati, T., (2015). The role of fiscal fundamentals deterioration and contagion on Italian long-term spreads in the European sovereign crisis. *RIVISTA BANCARIA - MINERVA BANCARIA* [online]. 167–2112.

Gross, D. e Busse, M., (2013). The macroeconomic imbalance procedure and Germany: when is a current account surplus an ‘imbalance’? CEPS POLICY BRIEF. Numero dell'articolo: 301.

Goulard, S., (2020). The impact of the US–China trade war on the European Union. *SAGE Global Journal of Emerging Market Economies*. 12(1), 56–68.

Hagiu, A. e Bărbulescu, M., (2020). The economic effects of the coronavirus pandemic. *Scientific Bulletin – Economic Sciences*[online]. **19**(Special Issue EtaEc), 13–24.

Heijmans, P., Hays, M. e Haroon, A., Credit default swaps. *Princeton education*[online].

Huang, E. (2018, September 12). Vietnam could be a ‘winner’ from the US–China trade war. *CNBC*.

ISTAT Istituto Nazionale di Statistica, (2021). Le spese per i consumi delle famiglie | anno 2020. Statistiche report. 9 giugno 2021, 1–17.

Kierzenkowski, R., Pain, N., Rusticelli, E. e Zwart, S., (2016). The economic consequences of brexit: a taxing decision. OECD Publishing ECONOMIC POLICY PAPER [online]. 16.

Kotz, D. M., (2008). The financial and economic crisis of 2008: a systemic crisis of neoliberal capitalism. *Department of Economics University of Massachusetts Amherst* 1–27. Amherst, MA 01003, U.S.A.

Knight, P., (2019). *L'arte della vittoria. Autobiografia del fondatore della Nike*. Tradotto da Giulina Lupi. Mondadori.

La crisi da Covid-19 - Le misure a sostegno dell'economia in Europa e in Italia [online]. *CONSOB*.

L'accordo di recesso UE-Regno Unito [online]. *Commissione europea - European Commission*.

L'Atto unico e la creazione del mercato interno [online]. (senza data). *Università degli Studi di Verona*.

L'introduzione dell'euro - MEF dipartimento del tesoro [online]. (senza data). *Home Page Sito Dipartimento del Tesoro - MEF Dipartimento del Tesoro*.

Le conseguenze di Brexit, finora - Il Post [online]. (2021). *Il Post*.

Liaci, S. e Musso, G., (2021). La ripresa economica nei principali Paesi avanzati | Università Cattolica del Sacro Cuore [online]. *Università Cattolica del Sacro Cuore*.

Linciano, N., Caivano, V., Fancello, F. e Gentile, M., (2020). La crisi Covid-19 Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata. *CONSOB Commissione Nazionale per le Società e per la Borsa*[online].

Lo scenario bancario europeo post-Brexit [online]. (2021). *KPMG*.

- Mankiw, N. G. e Taylor, M. P., (2015). *Macroeconomia*. 6. ed. Bologna: Zanichelli.
- Martino, A., (1995). Il futuro dell'Europa monetaria. *Rivista Di Studi Politici Internazionali*[online]. **62**, no. 3 (247), 323–336.
- Mihailovici, G., (2019). Does the brexit shock affect the european union's stability? *Revistă lunară* [online]. Vol. 3.(4/2019), 35–57.
- Oldani, C. e Savona, P., (2010). Tsatsiki connection: some reflections on greece public debt crisis. *SSRN Electronic Journal* [online]. Doi: 10.2139/ssrn.1699648
- Ospina, J. e H. Uhlig (2008). Mortgage-backed securities and the financial crisis of 2008: a postmortem. NBER working paper n. 24509.
- Ostrihoň, F., (2022). Exploring macroeconomic imbalances through EU Alert Mechanism Reports. *European Journal of Political Economy* [online]. 102188. Disponibile da: doi: 10.1016/j.ejpoleco.2022.102188
- Ozili, P. e Arun, T., (2020). Spillover of COVID-19: impact on the Global Economy. *SSRN* [online].
- Pensa, C. e Pignatti, M., (2018). Dazi USA: danni per tutti e rischi di guerra commerciale. *Confindustria Centro Studi CCS*. (Nota dal CCS), numero dell'articolo: 18-01.
- Petkov, V. S. (2014). Advantages and disadvantages of fiscal discipline in bulgaria in times of crisis. *Contemporary Economics*, 8(1), 47–56.
- Pierson, D. (2019, July 2). Vietnam strains to reap the rewards of the U.S.–China trade war. *Los Angeles Times*.
- Prodotto interno lordo (PIL) per Paese - mappa del mondo - mondo [online]. (senza data). *IndexMundi - Country Facts*.
- Plummer, M. G., (2019). The us-china trade war and its implications for europe. *Intereconomics* [online]. 54(3), 195–196.

- Quitze, J., Prömel, C., Vöpel, H. e Cotterell, M., (2018). Sovereign debt. *Hamburgisches WeltWirtschafts Institut - Berenberg*[online].
- Quantitative easing: che cos'è? [online]. *ItalFinance Group*.
- Rakić, D., (2021). European monetary policy | fact sheets on the european union | european parliament [online]. *European Parliament*.
- Recovery during a pandemic [online]. (2021). *WORLD ECONOMIC OUTLOOK - INTERNATIONAL MONETARY FUND*.
- Schilirò, D., (2006). The euro, the stability and growth pact and its reform. *MPRA working paper n. 37333*.
- Seah, I. (2018, October 1). *DBS group research: Singapore: Opportunity from the trade war*.
- Shiller, R. J., (2000). *Irrational exuberance*[online]. Princeton, New Jersey: Princeton University.
- Smith, Ariel (2020) "The European Central Bank's Securities Markets Programme (ECB GFC)," *The Journal of Financial Crises*: Vol. 2: Iss. 3, 369-381.
- Spencer, Roger W., and William P. Yohe. "The "Crowding Out" of Private Expenditures by Fiscal Policy Actions." (Federal Reserve Bank of St. Louis) October 1970.
- Solís, M., (2021). China moves to join the CPTPP, but don't expect a fast pass [online]. *Brookings*.
- Unione Europea, (2012). Trattato sull'unione europea Trattato [online], 26 ottobre 2012. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. 26 ottobre. p. 45.
- Unione Europea, (2015). Le politiche dell'unione europea. *Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea*[online].
- Vellano, M. & G. Adinolfi (2013) La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area dell'euro : profili giuridici. Centro interuniversitario su diritto delle organizzazioni internazionali economiche Torino: G. Giappichelli. Pagg.283-424.
- WORLD ECONOMIC OUTLOOK - challenges to steady growth [online]. (2018). *International Monetary Fund*.

Zalesky, B., (2022). *Il formato dell'integrazione eurasiatica*[online]. Edizioni Sapienza.

SOMMARIO FIGURE

Figura 1: Il Pil pro capite dei 12 Paesi che hanno aderito all'UE nel 2004 e 2007, in proporzione al Pil pro capite dei 15 Paesi che erano membri dell'UE prima del 2004.....	17
Figura 2: prezzo delle case statunitensi aggiustato per l'inflazione del 1890	20
Figura 3: spiegazione del funzionamento dei Credit Default Swaps	23
Figura 4: l'andamento del Pil nel 2008 e nel 2009.....	25
Figura 5: percentuale del tasso di interesse negli Stati Uniti e nell'unione monetaria europea	26
Figura 6: lo spread dei PIIGS rispetto alla Germania.....	28
Figura 7: incremento dei debiti sovrani in percentuale sul Pil fra il 2007 (in blu) ed il 2013 (in rosso).....	28
Figura 8: rapporto debito/Pil prima e dopo le crisi	30
Figura 9: il processo di distaccamento della Gran Bretagna	32
Figura 10: il commercio internazionale del Regno Unito dal referendum al 2021	36
Figura 11: il commercio internazionale del Regno Unito con i suoi maggiori partner europei	37
Figura 12: : variazione del commercio internazionale del Regno Unito nei vari settori	37
Figura 13: Prodotto interno lordo in miliardi di dollari nel 2017	39
Figura 14: maggiori indici azionari in USA, Regno Unito ed Unione Europea.....	43
Figura 15: impatto del lockdown e del distanziamento sociale volontario sull'economia	45
Figura 16: Distribuzione dei fondi Recovery and Resilience Facility	57

SOMMARIO TABELLE

Tabella 1: Valore delle esportazioni dei Paesi dell'UE (in milioni di dollari)	10
Tabella 2: Crescita del Pil e dell'inflazione nell'economia mondiale prima e durante la crisi.....	19
Tabella 3: rappresentazione dell'esempio sulla leva finanziaria.....	22
Tabella 4: Il valore della leva finanziarie nelle istituzioni finanziarie americane nel 2007.	24
Tabella 5: valore del deficit USA	40
Tabella 6: variazioni del Pil e del rapporto Deficit/Pil negli Stati Uniti e nella Francia.....	44
Tabella 7: Titoli di debito sovrani acquisti dal Securities Market Programme.....	48