

DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT
CATTEDRA DI MACROECONOMIA E POLITICA ECONOMICA

***La risposta di politica economica
dell'Unione Europea alla
pandemia di Covid-19***

Prof.ssa Roberta De Santis

RELATRICE

Lavinia Teppati Matr. 241311

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

Indice

INTRODUZIONE	p. 4
---------------------------	-------------

CAPITOLO 1: LE POLITICHE ECONOMICHE IN TEMPI DI CRISI

1.1 Le politiche economiche durante le crisi economiche finanziarie	p. 6
1.2 Le politiche economiche durante le crisi legate a cause non economiche	p. 11
1.3 Crisi finanziarie e crisi legate a cause non economiche: un confronto	p. 15

CAPITOLO 2: LE POLITICHE ECONOMICHE DELL'UE IN RISPOSTA ALLA PANDEMIA DI COVID-19

2.1 Impatto della crisi nei paesi maggiori area Euro: Italia, Francia, Germania e Spagna	p. 19
2.2 Politiche monetarie e fiscali europee	p. 24
2.3 La crisi Covid-19 e la crisi finanziaria globale a confronto	p. 30

CAPITOLO 3: PROSPETTIVE FUTURE PER L'UE

3.1 Patto di stabilità e crescita	p. 33
3.2 Next Generation EU	p. 38

CONCLUSIONE	p. 44
--------------------------	--------------

RINGRAZIAMENTI	p.46
-----------------------------	-------------

BIBLIOGRAFIA	p. 47
---------------------------	--------------

SITOGRAFIA	p. 51
-------------------------	--------------

Introduzione

La pandemia di Covid-19 ha generato uno shock di domanda e di offerta per l'economia mondiale senza precedenti storici, rendendo necessaria una risposta immediata della politica economica.

L'Unione Europea, in particolare, è stata colpita da questo shock in un momento in cui il suo assetto era molto fragile a causa della persistenza degli effetti negativi generati dal susseguirsi della crisi finanziaria globale e di quella del debito sovrano.

I policy-maker europei sono stati chiamati ad elaborare in tempi brevissimi una risposta che, pur prendendo spunto dall'esperienza delle crisi passate, non li facesse ricadere negli errori commessi successivamente alla Crisi Finanziaria Globale, il cui paradigma dominante era stato per alcuni mesi quello dell'austerità volta al risanamento delle finanze pubbliche, con la totale assenza di programmi di resilienza a lungo termine e solidarietà tra gli Stati.

Alla luce di queste premesse, l'obiettivo di questo elaborato è duplice. Da un lato, mira ad individuare se e in che grado le politiche europee abbiano seguito le orme delle misure di contrasto adottate in occasione di crisi precedenti. Dall'altro, la tesi analizza in che modo le istituzioni europee hanno agito a fianco di quelle nazionali, con particolare riferimento alle implicazioni dovute dall'originale assetto, consistente in politica monetaria unica e politiche fiscali nazionali.

Oggetto di questa tesi è cercare di stabilire se la crisi generata dalla pandemia abbia effettivamente modificato permanentemente la strategia di politica economica nell'Unione Europea e con quali conseguenze a lungo termine.

La tesi è strutturata come segue: nel primo capitolo viene fornita una panoramica sulle principali politiche economiche attuate nell'ambito di diverse crisi finanziarie e di crisi scaturite da cause non economiche (disastri naturali e crisi epidemiologiche), evidenziandone le analogie, le differenze ed individuando gli elementi che sono stati d'esempio nella situazione attuale. Infatti, le prime accomunano la crisi Covid-19 per l'entità dell'impatto e la diffusione internazionale, le seconde presentano affinità quanto alla causa scatenante.

Nel secondo capitolo sono analizzate le politiche europee in riferimento alle particolari circostanze istituzionali ed economiche. Dapprima sono esaminate le determinanti dell'impatto asimmetrico che la crisi ha avuto nei quattro maggiori Paesi dell'area Euro (Italia, Francia, Germania e Spagna) e le conseguenti misure nazionali intraprese, successivamente sono analizzate le politiche fiscali e monetarie a livello sovranazionale che sono poi state paragonate a quelle della crisi del 2007.

Nel terzo capitolo si esaminano le prospettive future dell'Unione attraverso un'analisi degli effetti delle due più grandi novità della risposta europea alla crisi. La prima riguarda l'attivazione della

clausola di salvaguardia del Patto di Stabilità e Crescita e le ipotesi di revisione in vista della disattivazione nel 2023; la seconda consiste nell'elaborazione del Next Generation EU, il piano di ripresa di breve e lungo termine dalla crisi, del quale sono esaminati gli aspetti che condurranno ad una vera e propria rivoluzione della governance europea e quelli che garantiranno un riposizionamento dell'UE nei mercati globali. Seguono le conclusioni.

Capitolo 1

Le politiche economiche in tempi di crisi

1.1 Le politiche economiche durante le crisi economiche finanziarie

Nel formulare politiche adatte in risposta alle crisi, i policy-maker devono riconoscere il ruolo fondamentale che ricoprono i mercati finanziari. La maggior parte delle crisi cui abbiamo assistito nell'ultimo secolo sono partite proprio dai mercati finanziari e hanno assunto la forma di crisi bancarie sistemiche, nelle quali, nel settore finanziario di un paese, si verificano un gran numero di fallimenti e le aziende e le banche incontrano difficoltà nel ripagare i debiti.

Le risposte dei policy-maker a queste crisi si sono differenziate a seconda di diversi aspetti, tra i quali le condizioni economiche e istituzionali preesistenti, le cause scatenanti, la diffusione internazionale e la tesi macroeconomica prevalente nei dati periodi. Queste tematiche sono evidenti in riferimento alla Tabella 1, laddove sono riassunte le principali politiche monetarie e fiscali e riforme strutturali di lungo periodo adottate nell'ambito di sei crisi economico-finanziarie verificatesi a partire dagli anni '20 del secolo scorso.

La prima crisi esaminata è la Grande Depressione, la quale sconvolse l'economia mondiale successivamente al crollo azionario di Wall-street del 1929, risultante dalla politica monetaria eccessivamente espansiva condotta dalla Fed negli anni precedenti. Il secondo evento analizzato è la crisi degli anni '80 scoppiata negli Stati Uniti, dovuta ai fallimenti di molte Savings and Loans Associations, a causa della deregolamentazione delle banche e dalle rimozioni dei limiti sui prestiti. Successivamente vi è il riferimento a una serie di crisi che hanno colpito paesi in via di sviluppo dell'America Latina, tra cui il Messico e l'Argentina, e del sud-est Asiatico, accomunate dalla presenza di forti squilibri nelle finanze pubbliche (deficit pubblici) e nei rapporti con l'estero (importazioni nette negative e tassi di cambio deboli). Parallelamente a queste, negli anni '90 ci fu la diffusione di crisi bancarie nei paesi Nordici (Svezia, Norvegia e Finlandia), scaturite da politiche monetarie e di tassi di cambio errate ed aggravate dal collasso macroeconomico che già si stava verificando da diversi anni. In seguito, vi è l'illustrazione delle politiche principali implementate dalla FED e dalla BCE in risposta alla Grande Recessione del 2007-2009, che si è diffusa sistematicamente a livello globale a partire dalla diffusione dei mutui *subprime* nel mercato americano. Questo crollo sta alla base della crisi più recente del debito sovrano nell'Area Euro, laddove gli Stati hanno dovuto impiegare molte risorse nel salvataggio degli istituti di credito,

esacerbando gli squilibri di finanza pubblica.

Tabella 1.1: Politiche monetarie e fiscali e riforme strutturali implementate in occasione di sei crisi finanziarie

Tipo di crisi	Politica monetaria e fiscale	Riforme strutturali
Grande Depressione 1929	- Svalutazione del dollaro - Aumento della pressione fiscale (Revenue Act 1932) - Aumento della spesa pubblica, stimolo della domanda e creazione di occupazione (New Deal)	- Abbandono International Gold standard - Aumento negoziazioni con i sindacati (Relations Wagner Act 1935) - Sostegni ai disoccupati e agli anziani (Social security act 1935) - Introdotta la Deposit Insurance (Banking Act 1933) - Stabilita la Securities and Exchange Commission per la supervisione dei mercati
Savings and Loans crisis anni '80	- Acquisto diretto del governo degli asset per la liquidazione (a opera della Resolution Trust Corporation)¹	- Aumentata la regolamentazione dei Savings and Loans (Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act 1989) - Federal Deposit Insurance Corporation Act 1991²
Crisi dei mercati emergenti dell'Est Asiatico e America Latina anni '90	- Restrizioni sulle importazioni: aumenti tariffari - Tassi di cambio più flessibili: limiti sull'uso di swap facilities, ancoraggi valutari - Emergency liquidity support dal FMI e World Bank³ - Incremento dei tassi d'interesse, apprezzamento valute, limiti all'indebitamento estero per stimolare l'afflusso di capitali - Assorbimento della liquidità: aumento dei requisiti minimi di capitale e dei depositi presso le Banche Centrali - Aumento delle tasse, aumento degli investimenti pubblici e dei fondi governativi indirizzati al sistema bancario	- Regolamentazione del sistema finanziario e ricapitalizzazioni: in Thailandia fondata la Financial sector restructuring Authority e in Indonesia la Bank Restructuring Agency - Sostegno dell'innovazione attraverso incentivi fiscali alle start-ups - Politiche a sostegno della povertà: assicurazioni per la disoccupazione, programmi di lavoro pubblici, rafforzamento delle <i>social safety nets</i>, fondi di stabilizzazione sociale a favore dei poveri. - Istituzione di sistemi di diversificazione e assicurazione contro il rischio⁴
Crisi Nordiche anni '90	- Sostegni di liquidità dalla Banca Centrale: Emergency Loan Assistance (ELA) - Supporto del governo alle banche: nazionalizzazioni, ricapitalizzazioni e <i>blanket debt guarantees</i> - Riduzione del deficit pubblico e tagli di budget per indirizzare fondi al sistema bancario - Politiche fiscali per incentivare occupazione e supportare le attività	- Istituzione fondi di garanzia governativi: Government Bank Insurance Fund in Norvegia, Government Guarantee fund in Finlandia - Nazionalizzazione dei sistemi di sanità e previdenza - Politiche di "innovation-led economic growth"⁵

¹ In realtà la risposta iniziale fu quella di aumentare l'assicurazione sui depositi, provvedimento che incentivò comportamenti rischiosi delle S&L, peggiorando la crisi.

² Per garantire provvedimenti immediati e il meno costosi possibile in caso di eccessiva riduzione del capitale delle banche

³ Alla Thailandia furono concessi 17 miliardi di dollari, all'Indonesia 42 e alla Corea 58.

⁴ L'Argentina negoziò delle linee di credito tra la Banca Centrale e le istituzioni finanziarie internazionali per garantire la fruibilità di valuta straniera nel caso di un improvviso rallentamento nell'afflusso di capitali.

⁵ Istituzione del NUTEK (National Board for Industrial and Technical Development) per l'integrazione tra ricerca e politiche industriali; istituzione di 16 fondazioni semi-pubbliche di ricerca e innovazione nelle industrie; investimenti in Università e Centri di Eccellenza; aumentata la spesa in Ricerca e Sviluppo.

Crisi finanziaria globale 2007-2009	- Fornitura di liquidità a breve termine alle banche e alle istituzioni finanziarie⁶ - Fornitura di liquidità direttamente nei mercati⁷ - Abbassamento dei tassi a lungo termine - Riduzioni delle tasse e pacchetti di stimolo economico: sussidi ai settori economici, investimenti pubblici e stimolo della domanda nel breve termine	- Stabilizzazione del sistema finanziario con la ricapitalizzazione delle banche: Trouble asset relief program (TARP) - Introduzione di sistemi di regolamentazione finanziaria (Dodd-Frank Act 2010) - Riforma dei sistemi sanitari: patient protection and affordable care act (PPACA) - Investimenti in innovazione, green economy, Ricerca e Sviluppo⁸ e sostegni alle piccole e medie imprese attraverso sgravi fiscali e garanzie di credito a breve termine: American Recovery and Reinvestment Act (2009)
Crisi del debito sovrano 2010-2011	- Utilizzo degli strumenti non convenzionali della BCE⁹ e <i>Quantitative Easing</i> - Supporto al sistema finanziario dal MES - Deroga al divieto degli aiuti di Stato - <i>Bail in</i>: risoluzione delle crisi bancarie	- Istituito l'European Financial Stability Facility (EFSF) - Istituito l'European Stability Mechanism - Sistemi di regolamentazione ex ante delle finanze pubbliche¹⁰ - Supervisione delle banche: Single Supervisory Mechanism - Implementati programmi sociali¹¹

Fonte: elaborazione dell'autrice su fonti varie

Guardando alla Tabella 1, risulta evidente come il mix di politiche fiscali e monetarie implementate in risposta alle diverse crisi abbia rispecchiato l'evoluzione del pensiero macroeconomico nell'ultimo secolo. Successivamente alla crisi del 1929 le teorie Keynesiane¹² divennero la tesi prevalente, suggerendo l'utilizzo degli strumenti di politica fiscale per fronteggiare i cali della domanda aggregata, attraverso un'ampia spesa finanziata col debito pubblico. La prevalenza della politica fiscale come strumento di stabilizzazione venne meno a partire dagli anni '70, laddove si pose l'accento sulla maggiore efficacia della politica monetaria nel gestire le fluttuazioni, più precisamente sulla sua indipendenza e limitata discrezionalità. Infatti, tutti gli interventi fiscali nelle crisi degli anni '80 e '90 sono stati strettamente limitati al salvataggio delle istituzioni finanziarie, conducendo politiche restrittive e tagli di budget e facendo utilizzo delle politiche monetarie per la stabilizzazione dell'inflazione e dell'output.

⁶ La FED implementò la Term Auction Facility (TAF), la discount window, la Primary Dealer Credit Facility (PDCF), la Term Securities Lending Facility (TSLF); la BCE implementò l'*enhanced credit support*.

⁷ La BCE fece uso delle politiche non convenzionali, tra cui l'Expanded Asset Purchase Program (EAPP); la FED utilizzò la Commercial Paper funding facility (CPFF), l'Asset-backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), la Money Market Investor Funding Facility (MMIFF) e la Term-asset Backed Securities Loan Facility (TALF).

⁸ La Germania nel 2009 ha stanziato 900 milioni di euro per la Ricerca e sviluppo delle piccole e medie imprese e nel 2010 500 milioni per lo sviluppo della tecnologia ibrida delle macchine. La Francia ha introdotto crediti d'imposta e stanziato 70 milioni di euro nella ricerca nanotecnologica. La Corea e il Canada hanno investito nella decarbonizzazione di diversi settori.

⁹ Covered Bond Purchase Program (CBPP), Securities Market Program (SMP), Outright Monetary Transactions (OMT)

¹⁰ Semestre europeo, Fiscal Compact, Patto Euro-plus e Trattato sulla Stabilità.

¹¹ Youth guarantee (2013), Social Investment Package (2013), Patto Euro-plus, Europe 2020, National Youth Employment plans, EPP commitments, Youth Employment Initiative

¹² Si pensava che le recessioni avessero un andamento ciclico e ricorrente e che la causa fosse la carenza di domanda aggregata

La Grande Depressione del 2007 ha rivoluzionato nuovamente il pensiero macroeconomico, mettendo in discussione le proprietà autostabilizzanti dell'economia, e rivalutato l'efficacia delle politiche fiscali espansive e le limitazioni della politica monetaria¹³ nel poter prevenire e combattere da sola le crisi finanziarie ed economiche¹⁴. Infatti, emerge chiaramente dalla Tabella 1 come, nelle crisi del 2007 e 2010, siano stati previsti pacchetti di stimolo alla domanda aggregata che, nel caso della crisi del debito sovrano, sono derivati anche da un'autorità sovranazionale, L'Unione Europea, attraverso il MES.

In generale, le politiche fiscali, sia che siano state sfruttate pienamente o che siano venute in secondo piano, sono state prevalentemente di tipo discrezionale, a dimostrazione dell'inefficacia degli stabilizzatori automatici in tempi di crisi. Come già visto, tali interventi sono stati indirizzati maggiormente al salvataggio degli istituti finanziari ed a politiche espansive di investimento.

In merito alla politica monetaria, anche questa fu prevalentemente di tipo espansivo, con la riduzione dei tassi d'interesse ed iniezioni dirette di liquidità, ad eccezione delle crisi degli anni '90 nell'Est Asiatico e America Latina. Gli interventi che sono stati adottati in questi Paesi vanno contestualizzati in merito alla situazione preesistente. Si trattava, infatti, di mercati emergenti, piccole economie aperte che dovevano agire sul rafforzamento della valuta e quindi del tasso di cambio, tramite politiche monetarie restrittive ed alti tassi d'interesse.

Oltre che per l'apprezzamento della valuta, queste politiche restrittive furono implementate al fine di attrarre gli investitori e aumentare la credibilità della Banca Centrale¹⁵, uno degli obiettivi principali dei policy-maker nella ripresa da una crisi.

In aggiunta al rafforzamento della credibilità della Banca Centrale e dei governi, Blanchard e Summers (2019) suggeriscono altre due raccomandazioni che, alla luce della Tabella 1, sono state in parte già tenute in considerazione dai governanti nell'ambito delle varie crisi. La prima è che un qualsiasi tipo di intervento debba essere intrapreso prontamente e che i corretti strumenti siano disponibili e i giusti assetti istituzionali siano tali da garantirne lo sfruttamento. Invero, la maggior parte delle riforme strutturali effettuate in seguito alle crisi ha riguardato l'istituzione di regimi volti a prevenire il ripetersi dei crolli finanziari: le riforme prevalenti hanno previsto la creazione e l'ampliamento dei sistemi di *insurance*, dei fondi di garanzia governativi e dei sistemi di

¹³ Tra queste rientra la scarsità dell'efficacia del tasso d'interesse ai fini della riduzione del rischio, i ritardi negli effetti della politica monetaria e la difficoltà di risultare credibile nelle politiche antinflazionistiche in tempi di crisi.

¹⁴ Oltre che alla rivalutazione delle politiche fiscali, il riconoscimento del limite inferiore del tasso d'interesse ha portato sia la FED che la BCE a fare uso di strumenti alternativi quali le politiche non convenzionali, volte alla garanzia del flusso del credito e all'abbassamento dei costi di finanziamento tramite l'acquisto diretto di diverse attività.

¹⁵ In realtà non fu efficace, gli alti tassi fecero ridurre ulteriormente l'output, scacciando gli investitori.

salvataggio delle istituzioni finanziarie.

La seconda raccomandazione consiste nel prevedere, accanto a questi meccanismi di garanzia e di *bail-in*, dei sistemi di contenimento dell'azzardo morale. Difatti, durante la fase di risoluzione, ci sono gli incentivi ad abusare del privilegio all'accesso di moneta pubblica e, nel lungo periodo, gli agenti potrebbero perseguire comportamenti meno prudenti, preparando il terreno per una crisi futura. Per questo, i suddetti provvedimenti sono sempre stati accompagnati da riforme di rafforzamento della regolamentazione finanziaria e dall'aumento di limiti sull'assunzione di rischi.

In sintesi, mentre il mix di politiche monetarie e fiscali utilizzato è variato sostanzialmente in riferimento ai diversi contesti delle crisi, le tipologie riforme strutturali sono state per lo più omogenee. Infatti, da un lato i responsabili delle politiche si sono focalizzati sulla garanzia e sul salvataggio delle istituzioni finanziarie, dall'altro hanno introdotto meccanismi di regolamentazione che limitassero il rischio.

Un'altra considerazione da fare è in merito all'internazionalità delle crisi. A tal proposito, è opportuno valutare le diversità tra le risposte alle crisi nordiche degli anni '90 e la crisi finanziaria globale del 2007-2009. In entrambi i casi gli interventi sono stati immediati ed effettivi ma, mentre nei paesi nordici la crisi finanziaria è scoppiata conseguentemente a un collasso macroeconomico ed è rimasta di tipo domestico, la crisi del 2007 è stata l'origine della depressione e si è diffusa a livello globale. Tali differenze hanno fatto sì che le risposte a quest'ultima si siano focalizzate maggiormente sul sostenimento dei finanziamenti e della domanda aggregata, mentre la crisi nordica ha posto l'accento sul risanamento dei bilanci e della capacità in eccesso al fine di supportare le istituzioni, piuttosto che risolvere la crisi. In questo, il contesto della crisi del 2007-2009, ma ancor di più quello della crisi del debito sovrano, è stato più simile all'attuale crisi economica scaturita dall'epidemia di Covid-19, la cui internazionalità ha certamente complicato le cose. Infatti, tutt'ora non esiste un regime di risoluzione a livello internazionale, con istituzioni cui competono interventi sovranazionali; anche in Europa, dove il sistema è più omogeneo, vi sono stati grandi problemi a combinare le risoluzioni anche poiché gli interventi adottati dai singoli Stati hanno avuto significative ripercussioni negli altri.

Infine, in relazione alle riforme strutturali di lungo periodo effettuate a partire dalle crisi degli anni '90 in poi, va sottolineata l'importanza attribuita allo stimolo della ricerca e dell'innovazione. Tra i tanti interventi, diverse riforme hanno riguardato il miglioramento del sistema sanitario, elemento centrale dell'attuale situazione mondiale.

1.2 Le politiche economiche durante le crisi legate a cause non economiche

I periodi di recessione economica possono verificarsi non solo successivamente a squilibri nei mercati finanziari, ma anche come risultato di shock esogeni imprevedibili, quali le catastrofi naturali. Lo scopo di questo paragrafo è illustrare le principali risposte immediate e riforme strutturali implementate dalle istituzioni in risposta a crisi derivanti da due tipi di cause: i disastri naturali e le emergenze sanitarie. In particolar modo, queste ultime serviranno da base per comprendere le politiche adottate nel contesto dell'attuale pandemia di Covid-19.

Per quanto riguarda i disastri naturali, ho sintetizzato gli interventi adottati in risposta a diversi avvenimenti dai governanti di otto paesi, sia sviluppati che no. Il primo evento è la crisi Shōwa del 1927 in Giappone. Nel 1923 in Giappone ci fu già una crisi bancaria ma il verificarsi del terremoto del Kanto, che portò a problemi finanziari come risultato delle azioni prese dalla Banca del Giappone in merito agli “earthquake bills”¹⁶, ne generò una seconda. Inoltre, sono stati considerati i meccanismi di *emergency management* degli Stati Uniti in occasione di terremoti, le risposte delle istituzioni messicane all'uragano del 1996 e quelle dei governanti turchi al terremoto del 1999 in Turchia. In aggiunta, ho riassunto le politiche adottate in occasione della distruzione delle coltivazioni in Bangladesh, dovute alle alluvioni del 1998, dello tsunami nell'Oceano Indiano del 2004, del ciclone tropicale che ha colpito le isole Fiji nel 2016 e, infine, del terremoto del 2008 a Wenchuan, in Cina.

In riferimento alle epidemie e alle emergenze sanitarie, la documentazione disponibile è molto scarsa, vista la rarità di questi eventi ma soprattutto la circoscrizione ad aree molto ristrette ed a Paesi sottosviluppati che non godono dei giusti meccanismi di risposta.

Le politiche illustrate nella Tabella 2 sono il riassunto principalmente di tre epidemie verificatesi negli ultimi trent'anni: la diffusione dell'HIV nell'Africa Subsahariana negli anni '90, l'epidemia di Ebola in Sierra Leone nel 2014 e quella di SARS del 2002-2004, che si è diffusa a livello globale.

¹⁶ Sistema implementato dalla Banca del Giappone, attraverso il quale le imprese emettevano dei titoli che venivano comprati dalle banche, che a loro volta li riscontavano, vendendoli alla Banca Centrale, la quale forniva liquidità prima alle banche e poi alle imprese, per sostenere la ripresa in seguito al terremoto. Questa politica, però, favorì la diffusione di crediti deteriorati, poiché le imprese non erano in grado di ripagarli. Quindi, mentre questa disponibilità di liquidità garantì la ripresa delle imprese, vi fu una crisi del credito che sfociò nella crisi finanziaria del 1927.

Tabella 2: Risposte immediate e riforme strutturali in risposta a crisi scaturite da disastri naturali ed epidemie ed emergenze sanitarie

Tipo di crisi	Risposte immediate	Riforme strutturali
Disastri naturali	- Donazioni dalle organizzazioni non governative - Trasferimenti diretti di fondi liquidi e cibo - Utilizzo dei programmi di protezione sociale esistenti¹⁷ - Rifugi di emergenza - Liberalizzazione del commercio¹⁸ - Pacchetti di stimolo economico: salvataggio delle industrie, riduzione delle tasse, aumento della spesa per la protezione sociale - Salvataggi da istituzioni internazionali¹⁹ - Sostegni per la disoccupazione - Sostegni e liquidità dalle Banche Centrali²⁰ - Programmi per l'uguaglianza di genere e per i diritti delle donne - Revisione della sostenibilità dei debiti e allentamento dei target di finanza pubblica	- Istituzione di fondi di garanzia governativa²¹ - Istituti di emergency management²² - Istituzione di meccanismi di assicurazione²³ - Incoraggiamenti per l'assicurazione privata²⁴ - Istituzione di meccanismi di protezione sociale: assicurazioni sociali per i poveri e gli anziani²⁵ - Programmi che prevedevano sussidi per l'educazione, assicurazione sanitaria supporti sociali ai poveri e per i finanziamenti²⁶ - Miglioramenti delle infrastrutture
Epidemie ed emergenze sanitarie	- Trasferimenti diretti di cibo e fondi liquidi - Utilizzo di programmi assistenza sociale non statutari di breve termine²⁷ - Aumento delle riserve internazionali e dell'afflusso di capitali dall'estero - Programmi di investimento pubblico e revisione della sostenibilità dei debiti pubblici²⁸ - Interventi delle banche centrali e dei governi per salvare le banche e stabilizzare i sistemi finanziari - Supporti per l'educazione e per il lavoro - Aumento della cooperazione internazionale per la diffusione dell'informazione e della consapevolezza sulle malattie e per lo stabilimento di norme di prevenzione a livello globale	- Migliorati i sistemi di sicurezza sociale, combinati con la previsione di lavori sociali - Rafforzamento del sistema sanitario - Miglioramento dei servizi pubblici - Programmi di stimolo all'occupazione²⁹ - Istituzione di banche e servizi finanziari per garantire l'accesso ai finanziamenti per gli agricoltori e piccoli imprenditori - Programmi contro le disuguaglianze, specialmente di genere - Programmi di sostegno internazionale³⁰ - Misure per attrarre il turismo e gli investimenti privati³¹ - Programmi di innovazione³²

Fonte: elaborazione dell'autrice su fonti varie

¹⁷ In risposta al ciclone tropicale nelle isole Fiji nel 2016, il governo indirizzò trasferimenti diretti ai beneficiari registrati nei programmi di protezione sociale esistenti, fornendo denaro e cibo, indipendentemente se le persone risiedessero nelle aree colpite o meno.

¹⁸ Nei Paesi dove i disastri avevano distrutto le coltivazioni, vi furono riduzioni tariffarie alle importazioni per garantire le materie prime, come ad esempio in Bangladesh.

¹⁹ La BIE e la World Bank hanno contribuito con 1,7 miliardi di euro alla ripresa della Turchia dal terremoto del 1999.

²⁰ In risposta al terremoto del Kanto del 1923, la Banca del Giappone concesse prestiti alle banche nella forma di "earthquake bills".

²¹ In risposta all'uragano in Messico del 1996, fu istituito il "Fondo para desastres naturales" come prestatore di ultima istanza di attrezzatura per situazioni di emergenza, come la ricostruzione delle infrastrutture. Però, Per limitare l'azzardo morale derivante dal possibile sfruttamento di questo fondo, il governo dovette comunque incoraggiare l'assicurazione privata e l'uso dei regolari programmi di investimento dei beneficiari.

²² Nel 1979 fu fondata negli Stati Uniti la Federal Emergency Management Agency (FEMA), con la funzione di protezione civile.

²³ In Turchia fu implementato l'"Earthquake insurance program" per assicurare la solvenza finanziaria delle assicurazioni private e ridurre la dipendenza finanziaria del governo dai donatori (NGOs).

²⁴ Ad esempio, le "Cat Bond" (obbligazioni catastrofe) che permettono all'emittente di essere pagato solo all'occorrenza di determinate condizioni, come un terremoto o un tornado.

²⁵ In risposta al terremoto in Wenchuan del 1998, fu istituito un sistema a sostegno dei poveri (UCT) e degli anziani (FGS).

²⁶ Il "Temporary Assistance for Winter" programme" dopo il terremoto di Wenchuan prevedeva questi interventi.

²⁷ Il programma "RESSNER" fu utilizzato per garantire immediato accesso a fondi per acquisto di cibo e per supportare la ripresa economica in nove epidemie di ebola in Sierra Leone.

²⁸ Anche per aumentare la responsabilizzazione e la trasparenza delle istituzioni.

²⁹ In risposta all'epidemia di Ebola, nel 2003 in Sierra Leone fu implementato lo Youth Employment Support Project (YESP) per garantire ai giovani uno stipendio e una formazione.

³⁰ Il Global programme on AIDS (GPA) prevedeva l'istituzione di un comitato a livello nazionale combinato con provvedimenti a livello globale per coordinare la ricerca scientifica, diffusione dell'informazione e mobilitazione delle risorse.

³¹ Le emergenze sanitarie provocano un danno all'immagine dei Paesi colpiti, allontanando gli investitori e i turisti.

³² Miglioramento della ricerca scientifica nell'ambito sanitario, energetico ed infrastrutturale.

Per quanto riguarda le crisi scaturite da cause naturali ed epidemiologiche, il mix di politiche da adottare come risposta varia largamente a seconda delle caratteristiche dell'economia, inclusa la capacità fiscale e le proprietà del mercato del lavoro, ma anche a seconda del tipo e dell'intensità dello shock.

Guardando alla Tabella 2, risulta evidente come si sia fatto maggiore uso di interventi di politica fiscale rispetto a quelli di politica monetaria, prevalentemente indirizzando un'elevata spesa pubblica verso programmi di ripresa economica, di ricostruzione del capitale fisico e di sostegno sociale. Oltre che a perseguire politiche fiscali espansive, i policy-maker si sono focalizzati sul regolare la bilancia commerciale, agendo a livello di importazioni ed esportazioni. Infatti, molti di questi shock hanno colpito Paesi in via di sviluppo e, quindi, mercati emergenti figuranti come piccole economie aperte, facenti affidamento sull'afflusso di investimenti e di capitale per favorire la ripresa, aumentando le riserve della più stabile valuta estera. Oltre che all'afflusso di capitali finalizzati agli investimenti, sono state implementate misure di liberalizzazione del commercio tramite la riduzione delle tariffe doganali, per favorire le importazioni delle materie prime, la cui produzione è stata impedita dalle catastrofi.

Per quanto riguarda le politiche monetarie, seppur passate in secondo piano, i principali interventi sono stati espansivi, con l'abbassamento dei tassi per fornire liquidità al sistema finanziario e garantire il flusso del credito. Più che a livello macroeconomico, l'abbassamento dei tassi e il risanamento del sistema finanziario erano pensati per favorire i finanziamenti ai piccoli imprenditori e alle piccole e medie imprese. Invero, in riferimento alle catastrofi naturali, Okazaki, Okubo e Strobl (2021) hanno trovato che un'impresa che avesse avuto rapporti con una banca danneggiata avrebbe avuto una minore probabilità di ripresa e di crescita, indicando che le banche ricoprono un ruolo fondamentale nella performance delle aziende dopo i disastri, soprattutto per le piccole e medie imprese.

Ancora in riferimento ai disastri naturali, Ninno, Dorosh e Smith (2008) hanno identificato, oltre alla liberalizzazione del commercio, alle politiche di investimento espansive e al risanamento dei mercati finanziari, due prerogative fondamentali per favorire la ripresa. La prima riguarda la presenza di sistemi di assicurazione privata combinata con le garanzie dai fondi pubblici, mentre la seconda richiede l'intervento delle organizzazioni non governative (NGOs) e il sostegno internazionale. Entrambi questi aspetti, come risulta dalla Tabella 2, sono stati largamente tenuti in considerazione.

I meccanismi di assicurazione, come i *catastrophe bonds*, sono ottimi per il trasferimento del rischio dal governo ai privati, permettendo di coprire parte dei costi di riparazione delle infrastrutture, allentando la pressione sulle finanze pubbliche. Ciononostante, è difficile che tali

sistemi siano applicabili in modo efficace nei paesi più poveri, tipicamente colpiti da questo tipo di shock.

D'altra parte, l'assistenza mirata da istituzioni internazionali e NGOs può aiutare i Paesi a mantenere la stabilità macroeconomica, ad accelerare il recupero ed a proteggere i più poveri. Però, per permettere ai Paesi di accettare aiuti finanziari esterni, vi è la necessità di allentare i target di finanza pubblica, pertanto, tali interventi sono accompagnati da revisione dei debiti pubblici, come indicato nella Tabella 2.

Mentre i meccanismi di assicurazione privata sono più efficaci nei Paesi già sviluppati, gli aiuti esterni sono stati concessi più largamente nei Paesi in via di sviluppo. In questi ultimi, tali assistenze è importante che siano accompagnate dalla sicurezza di avere risorse disponibili e pronte per essere utilizzate velocemente, mentre in quelli sviluppati è importante mitigare gli effetti degli shock attraverso azioni preventive che coinvolgano il settore privato ed impegni a lungo termine, come l'istituzione della FEMA negli Stati Uniti.

Per quanto riguarda le emergenze sanitarie e le epidemie, le risposte di breve termine hanno previsto, da un lato, l'aumento dell'informazione e della comunicazione a livello mondiale, per prevenire il diffondersi dei contagi e, dall'altro, la salvaguardia del sistema sanitario in generale. Infatti, sovraccaricare il sistema può ridurre i servizi per i pazienti già esistenti e aumentare la mortalità di malattie non legate all'emergenza in corso. La sfida, quindi, è quella di implementare misure volte a controllare la diffusione dell'epidemia e garantire i regolari servizi sanitari specialmente per i più vulnerabili.

Un'ulteriore risposta immediata, sia ai disastri naturali che alle emergenze sanitarie, è la presenza di trasferimenti diretti di cibo e fondi prevalentemente ai più poveri, sia da organizzazioni esterne che dagli stessi governi. Heltberg (2007) ha trovato che i *cash transfers* sono la migliore forma di protezione sociale conseguentemente a questi shock ma che sono più adatti a una risposta di lungo termine perché richiedono meccanismi di monitoraggio della conformità per evitarne l'abuso di coloro che non ne necessitano. Per quanto riguarda i target, è stato dimostrato che tali *cash transfers* risultano più efficaci nel contenere gli effetti delle crisi se indirizzati agli individui in base al livello di povertà piuttosto che al danno subito. Questo, però, può causare diverse tensioni sociali.

Gli interventi sociali e di riduzione della povertà ricoprono un ruolo fondamentale soprattutto nelle riforme strutturali, laddove la risposta prevalente è quella di indirizzare gli investimenti verso sistemi di prevenzione e di sicurezza sociale. Questi ultimi vengono costituiti nell'ottica di mitigare

gli effetti di possibili ripetizioni future degli avvenimenti, poiché gli interventi pubblici sono più effettivi se basati su meccanismi disponibili da prima delle crisi. In mancanza di questi, la scarsità delle risorse pubbliche, l'incapacità delle istituzioni di agire velocemente e la non disponibilità delle giuste informazioni rendono molto difficile rispondere alle crisi. Alla luce di questa considerazione, guardando alla Tabella 2, alcune riforme in risposta alle emergenze sanitarie hanno riguardato il risanamento dei sistemi sanitari, mentre quelle conseguenti ai disastri naturali sono meccanismi di assicurazione e miglioramenti della resilienza delle infrastrutture.

Inoltre, indirizzare la spesa pubblica verso programmi sociali non apporta benefici solo in termini di uguaglianza e miglioramento del welfare state ma potrebbe essere un modo efficiente per progettare un'espansione fiscale. Investire nel benessere sociale aiuta a mantenere la spesa all'interno dello Stato, generando un maggiore moltiplicatore, ed aiuta anche ad aumentare il consenso politico e sociale. Da un punto di vista puramente economico, investire nella riduzione del rischio ripaga.

1.3 Crisi finanziarie e crisi legate a cause non economiche: un confronto

Per comprendere meglio la risposta dei policy-maker alla situazione attuale bisogna tener conto di entrambe le fattispecie analizzate nei precedenti paragrafi. Infatti, mentre la crisi scaturita dal covid-19 è accomunata con le crisi naturali in merito alla causa scatenante, presenta somiglianze con le crisi finanziarie analizzate per l'entità dell'impatto e la diffusione globale.

Le risposte a questi due tipi di shock differiscono per molti aspetti ma hanno degli elementi in comune. Tra questi ultimi vi sono gli obiettivi di stimolo dell'occupazione, di riguadagnare la credibilità delle istituzioni, di combattere le disuguaglianze e la presenza di riforme strutturali parallele alle risposte di breve termine.

Le politiche di stimolo dell'occupazione presentano diversi impedimenti; tra questi vi è l'elevato costo degli interventi, in termini di output e spesa pubblica, l'isteresi, ovvero la lentezza e la difficoltà con le quali i lavoratori possono ritrovare l'impiego, e la disparità con la quale i benefici delle politiche vengono distribuiti nella società. La disponibilità degli strumenti ex-ante è strettamente necessaria per preservare l'occupazione, infatti, nella risposta a quasi tutte le crisi viste, sono stati migliorati i sistemi di sicurezza sociale e predisposti fondi per garantire tale obiettivo.

In merito allo scopo di rafforzamento della credibilità delle istituzioni, vi sono stati interventi diversificati a seconda delle casistiche. Ad esempio, nelle crisi finanziarie asiatiche degli anni '90 si pensava che la credibilità potesse essere riottenuta con alti tassi d'interesse che avrebbero rafforzato

il tasso di cambio, mentre, in altri casi, si è fatto uso della politica fiscale, attraverso gli stabilizzatori automatici o le politiche discrezionali volte a ristabilire la distribuzione del benessere nella società.

La presenza di numerose riforme strutturali è funzionale alla ripresa e, inoltre, una crisi rappresenta un'opportunità per effettuare degli interventi la cui desiderabilità è sempre stata ben chiara ma non ci sono mai stati incentivi politici per implementarli. D'altro canto, focalizzarsi su riforme strutturali potrebbe far distogliere l'attenzione su rimedi più necessari di breve termine e alcuni interventi potrebbero non essere efficaci nella ripresa immediata, come quello di aumentare la trasparenza, che potrebbe solo rivelare più problemi di quanto il pubblico sapesse, compromettendo la fiducia in una ripresa. Invero, nelle crisi statunitensi degli anni '80 le autorità si rifiutarono di implementare la trasparenza e l'efficienza delle norme contabili bancarie per non arrestare il flusso del credito nel breve termine.

Gran parte dei provvedimenti di lungo termine hanno riguardato l'istituzione di meccanismi di assicurazione verso il rischio sia pubblici che privati, che hanno, però, sollevato il problema del bilanciamento tra limitare l'impatto sull'economia e contenere l'azzardo morale. Come ho già evidenziato, infatti, la garanzia di ricevere aiuti dai governanti alimenta l'interesse degli individui e delle istituzioni finanziarie a perseguire comportamenti rischiosi.

Inoltre, una risposta comune a quasi tutte le crisi è stato l'investimento nell'innovazione. Infatti, molte tra le misure adottate erano volte al rafforzamento dal lato dell'offerta dell'economia, conferendo credibilità alla sostenibilità fiscale dei governi e allo sfruttamento dei cambiamenti strutturali, imposti dalla crisi, per indirizzare le risorse da attività non più così produttive a quelle che avrebbero offerto maggiori benefici economici e sociali nel lungo periodo.

Uno tra i problemi primari che si presenta nel predisporre un programma di ripresa da una crisi è stabilire il giusto trade-off tra equità ed efficienza. Infatti, gli effetti delle politiche non si distribuiscono in modo equo, sia nel caso di quelle monetarie che fiscali. Ad esempio, le decisioni delle banche centrali di alzare i tassi tendono a limitare l'accesso al credito dei piccoli imprenditori maggiormente rispetto alle grandi imprese e politiche di austerità fiscale tendono a colpire più pesantemente i poveri, negandogli l'approvvigionamento dei beni di prima necessità. Per questo, numerose riforme strutturali dei sistemi fiscali hanno previsto una revisione degli stabilizzatori automatici che, combinati alle politiche discrezionali di sostegno, possono fortemente limitare le disuguaglianze che scaturiscono dalle recessioni economiche. Questi stabilizzatori sono rientrati in tutti i meccanismi di *social insurance* e *safety nets* che ho inserito nelle Tabelle 1 e 2.

Alcune considerazioni vanno effettuate in merito ai diversi mix di politiche fiscali e monetarie utilizzati. In entrambi i tipi di crisi le politiche di risposta sono state tendenzialmente espansive, con l'obiettivo immediato di salvare le istituzioni e gli individui attraverso pacchetti di stimolo economico e forniture di liquidità dalle banche. Ciononostante, mentre nelle crisi finanziarie il mix è variato principalmente in riferimento al pensiero economico prevalente in un dato periodo, successivamente alle crisi naturali sono sempre state preferite le politiche fiscali. Precisamente, queste erano per lo più finalizzate al sostegno delle popolazioni piuttosto che al salvataggio delle istituzioni finanziarie e alla stabilità macroeconomica. Ciò è comprensibile alla luce del fatto che, a differenza delle crisi finanziarie, le crisi da cause non economiche non hanno comportato solo costi economici, ma anche umani. Infatti, tra le tante implicazioni, il problema primario è stato la perdita di capitale fisico e, soprattutto, umano.

Un'altra differenza riguardante questo aspetto è che nelle crisi finanziarie, soprattutto in quella del 2007-2009, inizialmente le politiche fiscali sono state tendenzialmente espansive e si è fatto uso di pacchetti di stimolo economico ma, quando questi non si rivelarono efficaci, furono implementate misure di austerità fiscale per ridurre la spesa pubblica. Queste ultime andavano inevitabilmente a danneggiare maggiormente i poveri, aumentando le disuguaglianze. Quindi, mentre nelle crisi sanitarie e nei disastri naturali uno degli obiettivi fondamentali era quello di combattere la povertà nel lungo termine, nelle crisi finanziarie i policy-maker si sono focalizzati sulla ripresa immediata spostando i costi nel futuro, aggravando spesso la situazione. Tuttavia, nonostante la successiva austerità, furono comunque implementati programmi di sicurezza sociale a lungo termine.

Sia che le crisi siano state di tipo finanziario o naturale, il sistema finanziario ha subito notevoli ripercussioni ed è stato centrale nella ripresa. Nelle emergenze sanitarie e nelle catastrofi naturali è stato utilizzato prevalentemente per garantire il flusso del credito ai piccoli imprenditori e alle medie imprese, vittime principali degli accadimenti. Invece, le crisi finanziarie, laddove il sistema finanziario andava risanato piuttosto che utilizzato come strumento di ripresa, sono sempre state susseguite da una serie di interventi volti all'aumento della regolamentazione e della supervisione. La differenza tra questi approcci è meno netta in riferimento alla crisi Shōwa del 1927 in Giappone, accadimento che, oltre che far comprendere la severità dei disastri naturali nell'influenzare i sistemi finanziari, può servire da lezione anche all'attuale situazione economica. Questa crisi ha dimostrato che uno spropositato utilizzo degli strumenti finanziari disponibili alle autorità, in riferimento alle *earthquake bills*, è in grado di generare pesanti recessioni, e per questo c'è bisogno di una regolamentazione volta a limitare tale discrezionalità. Inoltre, gli *earthquake bills* possono essere

assimilati alla politica monetaria non convenzionale perseguita dalla BCE, dalla FED e dalla Banca del Giappone in risposta alla crisi del 2007. Queste banche hanno, infatti, acquistato la Carta Commerciale da alcuni settori, assumendo rischi specifici, strategia che è lontana da quella che dovrebbe essere ottimale per le banche centrali, limitandone l'indipendenza.

Capitolo 2

Le politiche economiche dell'UE in risposta alla pandemia di Covid-19

2.1 Impatto della crisi nei paesi maggiori area Euro: Italia, Francia, Germania e Spagna

La pandemia di Covid-19 ha dato vita ad una crisi che si è tradotta in una recessione economica diffusa a livello globale. I paesi europei sono stati i più colpiti sia sul livello sanitario che economico sin dall'apparizione dei primi casi all'inizio del 2020, necessitando di risposte effettive ed immediate dei policy-maker, che in parte si sono ispirati all'esperienza delle crisi passate.

In un primo momento la risposta alla crisi è stata prettamente nazionale, vista l'inefficienza dei meccanismi di gestione intergovernativa sovranazionale che ha lasciato ai paesi molta autonomia nelle misure di contrasto. Tale iniziale libertà nazionale ha dato vita al rischio che una crisi simmetrica a livello globale potesse avere effetti asimmetrici, aumentando le disuguaglianze all'interno dell'Unione Europea.

I seguenti grafici mostrano l'impatto della crisi sui principali indici economici, dal 2019 al 2022, in quattro paesi chiave dell'Unione: Italia, Francia, Germania e Spagna. Seppur tali indici mostrino un andamento simile, talune divergenze derivano dalle differenze sia nei tempi e nell'entità dell'impatto, sia nel contesto economico preesistente e nella disponibilità di spazio fiscale per adottare le misure necessarie.

Grafico 1: Tasso di crescita PIL Reale (%)

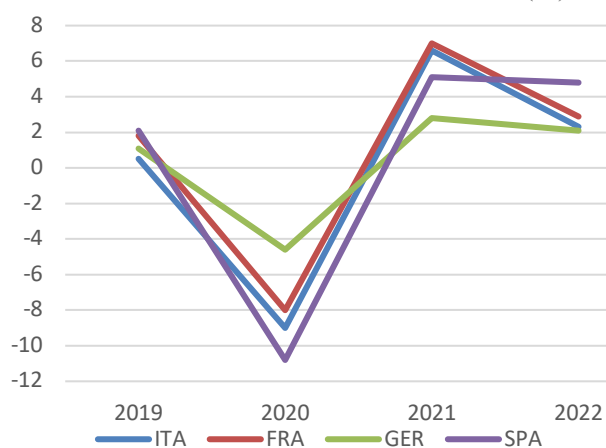


Grafico 2: Indice dei prezzi al consumo (variazione %)

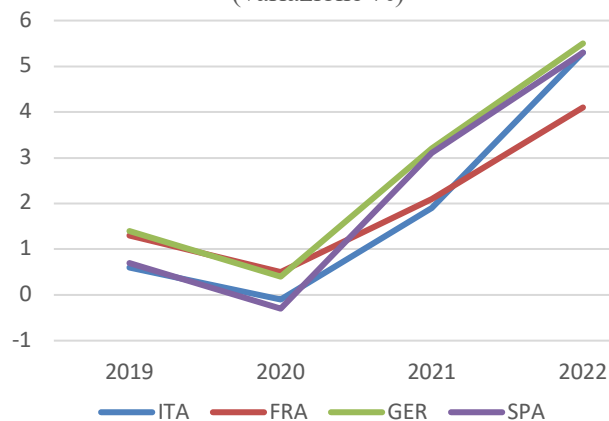


Grafico 3: Tasso di disoccupazione (%)

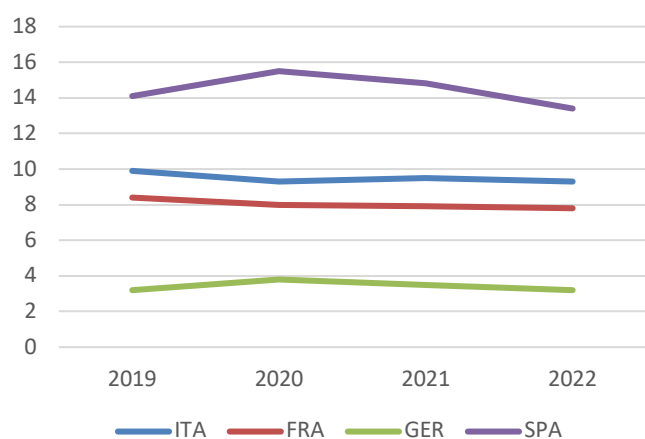


Grafico 4: Saldo di conto corrente (% sul PIL)

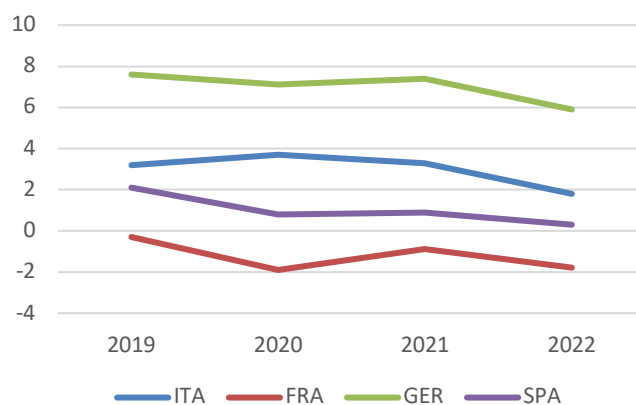


Grafico 5: Indebitamento netto (% sul PIL)

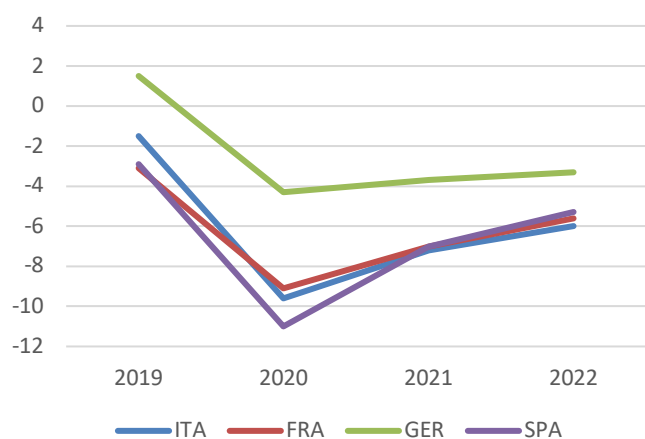
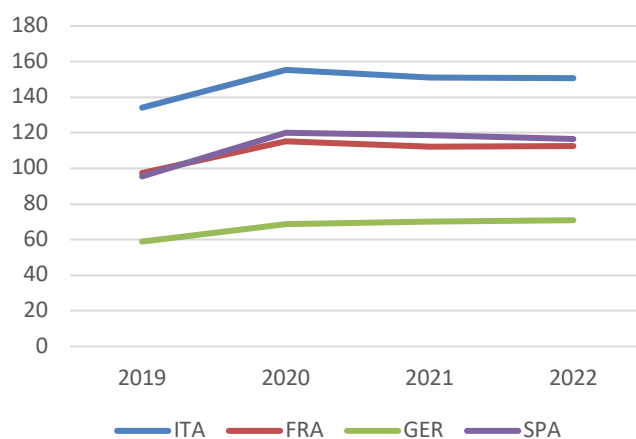


Grafico 6: Debito pubblico (% sul PIL)



Fonte: elaborazione dell'autrice su dati del FMI, 2022

Le ripercussioni disastrose sull'economia nel 2020 sono evidenti alla luce degli indici economici di tutti e quattro i Paesi, che hanno subito tassi di crescita del PIL negativi, deflazione, tendenziali incrementi nella disoccupazione, una bilancia commerciale negativa e forti squilibri nelle finanze pubbliche. Successivamente, però, con l'introduzione di misure straordinarie di politica monetaria e di bilancio, adottate soprattutto a livello europeo, c'è stata una grande ripresa su tutti i fronti, riflessa negli indici positivi del 2021, che sono migliorati ancora di più nelle previsioni per il 2022. In merito a quest'ultimo anno andrebbero fatte ulteriori considerazioni legate all'attuale situazione internazionale e alla crisi energetica cui stiamo assistendo, che sta modificando tutte le previsioni e i piani di ripresa.

La crisi innescata dall'emergenza Covid-19 è stata uno shock simmetrico che ha avuto ripercussioni sull'economia sia dal lato della domanda che dell'offerta. Dal lato della domanda, i canali di trasmissione sono stati prevalentemente la contrazione dei consumi e delle esportazioni nette, entrambi colpiti dal distanziamento sociale. In merito alla bilancia commerciale, gli effetti solitamente sono tanto più gravi quanto la crisi è asincrona tra Paesi partner commerciali, anche se le ripercussioni sul saldo di conto corrente di queste quattro economie non sono state significative, come si vede chiaramente dal Grafico 4. A tal proposito, diversi studi³³ hanno trovato che gli effetti della pandemia sulla bilancia commerciale sono stati più gravi nei Paesi in via di sviluppo rispetto alle economie avanzate come quelle analizzate in questo paragrafo. Un ulteriore canale di trasmissione dal lato della domanda sono state le scelte d'investimento delle imprese, che hanno avuto ripercussioni sui mercati finanziari. Per quanto riguarda l'offerta, il danno principale del lockdown ha riguardato l'interruzione dei processi produttivi.

I settori che più hanno sofferto a causa di questo shock sono stati il turismo, le filiere, i mercati finanziari e i prezzi dell'energia, prevalentemente quelli del petrolio, a causa della diminuzione della domanda per materie prime dalle industrie.

Tutti questi aspetti si sono riflessi nella grande contrazione che ha subito il tasso di crescita del PIL nei quattro Paesi.

Oltre che sul PIL, lo shock ha avuto forti ripercussioni sulle finanze pubbliche, a causa delle politiche fiscali e di bilancio espansive condotte per stimolare la ripresa economica e per fronteggiare l'emergenza sanitaria. Infatti, tutti e quattro i Paesi all'inizio della pandemia erano dotati di sistemi sanitari con capacità ed efficienza maggiori degli standard internazionali, che, però,

³³ Farayibi e Asongu (2020) hanno trovato che la pandemia ha avuto un impatto negativo sul tasso di cambio e sul saldo di conto corrente della Nigeria.

non sono risultati sufficienti per fronteggiare l'enorme numero di casi e di malati, dando luogo alla necessità di indirizzare gran parte della spesa pubblica alla loro espansione.

C'è anche da evidenziare che le finanze pubbliche degli Stati europei erano più vulnerabili allo scoppio della crisi rispetto al loro stato antecedente alla crisi finanziaria globale. Infatti, dopo quest'ultima e la successiva crisi del debito sovrano, i conti pubblici hanno subito un forte deterioramento sia dal lato dell'indebitamento netto che del debito pubblico, che nel 2019 ancora non erano tornati ai livelli del 2007³⁴. Quindi, la diminuzione delle entrate fiscali, causata prevalentemente dalla riduzione del reddito imponibile, parallelamente agli ingenti programmi di spesa implementati, hanno dato luogo a notevoli peggioramenti negli indici di finanza pubblica. Nel lungo termine, l'aumento dell'indebitamento netto e del debito pubblico nei paesi avanzati potrà essere fronteggiato facendo comunque affidamento sulla capacità di emissione di titoli di debito a costi relativamente contenuti, mentre i paesi emergenti incorreranno in difficoltà più grandi³⁵.

Per quanto riguarda l'inflazione, l'indice dei prezzi al consumo ha subito una contrazione generale nel 2020, che, però, si sapeva sin da subito non avrebbe inciso sulla dinamica di medio termine. La deflazione è stata dovuta alla diminuzione dei prezzi dell'energia, ma gli indicatori non hanno riflettuto una grande contrazione a causa della maggiore riallocazione del consumo nei beni alimentari, i cui prezzi sono, in realtà, aumentati. I policy-maker pensavano che il recupero dell'inflazione sarebbe stato lento e difficoltoso, ma lo scoppio della guerra in Ucraina e la conseguente crisi energetica hanno fatto schizzare l'indice nel 2022.

Sebbene l'andamento degli indici sia stato per lo più omogeneo tra i Paesi, l'impatto della crisi si è differenziato a seconda delle condizioni economico-finanziarie preesistenti (tra cui il livello di indebitamento sia pubblico che privato), la durata, la tempestività e la restrittività delle risposte dei policy-maker, e le caratteristiche dei modelli produttivi del sistema economico.

In generale, le ripercussioni sono state maggiori nei paesi del Sud Europa, tra cui Italia, Spagna e Francia, rispetto a quelli del Nord, tra cui la Germania. Questo è dipeso dal fatto che i primi sono stati colpiti maggiormente dalla pandemia in termini sanitari ed economici e, dunque, hanno dovuto adottare misure più stringenti, ma anche dalle caratteristiche di un'economia basata prevalentemente sulla manifattura e sul turismo, settori tra i più compromessi dagli accadimenti. Inoltre, i paesi del Sud erano dotati di minore disponibilità fiscale per investire sulle misure per la ripresa, poiché partivano con delle finanze pubbliche più indebolite.

³⁴ Nel decennio tra il 2010 e il 2019 lo stock di debito pubblico dei paesi europei è stato, in media, superiore al 100% del PIL, mentre nel 2017 era il 74%.

³⁵ Per questo motivo 102 nazioni nel 2020 hanno chiesto aiuto finanziario al Fondo Monetario Internazionale.

Talune divergenze si sono riscontrate nelle diverse caratteristiche del mercato del lavoro tra le quattro economie e nelle conseguenti misure adottate per fronteggiare la disoccupazione e i licenziamenti. Innanzitutto, la crisi ha posto sfide più grandi nei Paesi in cui erano prevalenti contratti temporanei, come la Spagna, laddove il tasso di disoccupazione è aumentato notevolmente rispetto agli altri paesi. Questo aumento è anche stato dovuto al fatto che la Spagna ha preferito misure di sostegno al reddito piuttosto che al blocco dei licenziamenti, provvedimento di cui l'Italia, al contrario, ha fatto largo uso insieme alla cassa integrazione. Infatti, come si vede dal Grafico 3, in Italia il tasso è addirittura diminuito nel 2020. In questo contesto, Germania e Francia hanno adottato una combinazione dei due tipi di interventi, giungendo ad un moderato incremento del tasso per la prima, e una diminuzione per la seconda.

Per quanto riguarda le tempistiche nelle misure di lockdown e nell'adozione delle misure di contrasto, c'è stata abbastanza omogeneità tra i Paesi nel 2020, anche se in Italia i provvedimenti sono stati più stringenti e adottati prima degli altri. Spagna e Germania hanno adottato misure molto più lievi, anche se sono stati due Stati agli antipodi, sia per le condizioni preesistenti che per le risposte. Invero, la Spagna all'inizio della crisi era in una situazione precaria, con un assetto economico e sanitario ridotti dall'austerità successiva alla crisi finanziaria globale, mentre la Germania aveva molto più spazio fiscale e quindi è stata in grado di adottare una risposta economica massiva, soprattutto consistente in politiche fiscali dirette piuttosto che in misure di liquidità³⁶.

Un'altra considerazione da fare è in merito alle misure a sostegno delle imprese. In questo ambito, l'Italia e la Spagna hanno proceduto con prestiti agevolati dalle finanze pubbliche, che hanno contribuito in modo sostanziale all'aumento del deficit e dell'indebitamento pubblico. La Germania ha optato per misure di liquidità e compensazioni, indirizzando molti più fondi al sostegno delle aziende rispetto agli altri paesi³⁷.

Nell'elaborare le prime risposte alla crisi, i policy-maker di questi quattro Paesi hanno indubbiamente tenuto in considerazione le misure di contrasto messe in atto nelle precedenti crisi economiche e sanitarie, prevalentemente quelle della crisi finanziaria del 2007 e dell'epidemia di SARS nel 2002-2004. Per molti studiosi, però, questo approccio non ha beneficiato alle economie

³⁶ In campo fiscale la Germania ha mobilitato l'8,3% del PIL nel 2020, la Francia il 4,4%, l'Italia il 3,4% e la Spagna il 3,7%. In quanto alle misure di deferral, l'Italia ha speso il 13,2% del PIL, la Francia l'8,7%, la Germania il 7,3% e la Spagna lo 0,8%. Riguardo alle misure di liquidità, l'Italia ha speso il 32,1%, la Germania il 24,3%, la Francia il 14,2% e la Spagna il 9,2% del PIL.

³⁷ Questo ultimo fattore ha aumentato la competitività delle imprese della Germania, penalizzando ulteriormente i paesi più fragili ed aumentando le disuguaglianze a livello internazionale. Però, questi sostegni hanno anche generato esternalità positive che hanno beneficiato l'Unione Europea.

poiché, in un primo momento, ha portato a sottostimare l'impatto e la diffusione di una crisi senza precedenti. Tali aspetti possono essere colti osservando le Tabelle 1 e 2 analizzate nel primo capitolo dell'elaborato.

Innanzitutto, sia le politiche fiscali che monetarie sono state molto espansive, anche se le prime sono state condotte a livello prettamente sovranazionale, in quanto affidate alla BCE, mentre le seconde sono state adottate a livello nazionale.

Inoltre, in linea con le crisi passate, una delle preoccupazioni principali è stata quella di preservare l'occupazione e il mercato del lavoro, con provvedimenti che si sono differenziati nei quattro Paesi, nei termini di cui ho discusso precedentemente.

Ancora, comunemente alle crisi sanitarie, un ruolo fondamentale lo ha ricoperto la diffusione dell'informazione e della comunicazione a livello globale, oltre ai miglioramenti nel sistema sanitario e nei sistemi di sicurezza e prevenzione sociale, protagonisti indiscussi della maggior parte delle politiche discrezionali intraprese.

Infine, come ho sottolineato più di una volta nel Capitolo 1, l'inclusione del sistema finanziario nelle misure di contrasto è stata significativa. Allo scoppio dell'attuale crisi, il sistema veniva dalla crisi del 2007 e del debito sovrano, reduce di molti miglioramenti e rafforzamenti che gli hanno permesso di fornire grande aiuto ai Paesi europei. Ad esempio, in Italia una tra le tante misure in questo ambito è stata quella di incrementare i finanziamenti al settore privato coperti da un sistema di garanzia pubblico.

2.2 Politiche monetarie e fiscali europee

L'assetto istituzionale dell'area Euro ha fatto sì che la gestione della crisi sia stata elaborata su due piani diversi. La politica monetaria è stata condotta a livello sovranazionale dalla Banca Centrale Europea (BCE) mentre le politiche fiscali sono state affidate prevalentemente ai singoli Stati, vista la mancanza di un organo competente a livello europeo in tale ambito. La Tabella 7 indica, da un lato, le principali politiche monetarie implementate dalla BCE in risposta alla pandemia e, dall'altro, gli interventi di tipo fiscale complementari a quelle degli Stati nazionali, fornendo aiuti finanziari e allentando i target di finanza pubblica.

In risposta alla crisi, i policy-maker europei hanno agito attivamente sia dal lato delle politiche monetarie che fiscali, con interventi di carattere fortemente espansivo. Un atteggiamento di questo tipo è stato dovuto, in primis, al contesto economico in cui si trovano ad operare le economie moderne e, in secondo luogo, alle particolari implicazioni derivanti dall'emergenza pandemica.

L'impatto economico della pandemia ha fatto emergere la necessità di un'evoluzione di paradigma nelle politiche macroeconomiche a livello mondiale e, soprattutto, a livello dell'area dell'Euro. La novità consiste nella stretta cooperazione tra le politiche di bilancio e monetarie con lo scopo del sostenimento della domanda aggregata. Il motivo di questo cambio di atteggiamento è giustificato alla luce della situazione macroeconomica in cui le economie avanzate sono finite nell'ultimo decennio, caratterizzata da tassi d'interesse e d'inflazione storicamente bassi. Queste condizioni hanno fatto cadere le economie nella "trappola della liquidità", contesto in cui i tassi d'interesse nominali hanno raggiunto il loro limite inferiore ma non riescono comunque a sostenere la domanda.

Tabella 7: principali politiche monetarie e fiscali adottate dai policy-maker europei in risposta all'emergenza pandemica di Covid-19

Politiche monetarie (BCE)	Politiche fiscali
- Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)³⁸ - Allentamento delle condizioni delle Targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III)³⁹ - Mantenimento dei tassi d'interesse a livelli storicamente bassi - Flessibilità nella vigilanza bancaria⁴⁰ - Stabilite linee di swap⁴¹	- Deroga alla disciplina ordinaria degli aiuti di stato - Applicazione della clausola di salvaguardia generale del Patto di Stabilità e Crescita - Istituzione di un fondo paneuropeo di garanzia a sostegno delle piccole e medie imprese a opera della Banca Europea per gli Investimenti (BEI) - Flessibilità nell'uso dei fondi strutturali⁴² - Istituito, nell'ambito del MES, uno strumento di sostegno per la gestione della crisi pandemica (Pandemic Crisis Support) - Next Generation EU (NGEU) - Utilizzo di meccanismi di assistenza finanziaria: Temporary Support to mitigate Unemployment risk (SURE)⁴³, European Stability Mechanism (ESM), Balance of Payments (Bop) assistance facility, European Financial Stability Facility (EFSF), European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM)

Fonte: BCE; Commissione Europea

Negli ultimi decenni si è giunti a questo risultato a partire dall'indebolimento del trade-off tra

³⁸ Programma di acquisto di titoli direttamente dal settore pubblico e privato; rientra nelle politiche di Quantitative Easing.

³⁹ Aumento della liquidità disponibile per le banche, favorito l'accesso ai finanziamenti ai più colpiti dalla crisi (principalmente piccole e medie imprese), e allentato i criteri sulle garanzie e sui collaterali.

⁴⁰ Aumento della capacità di finanziamento delle banche attraverso l'allentamento degli obblighi di riserva

⁴¹ Per l'aumento della cooperazione tra le Banche Centrali a livello internazionale

⁴² Con la rinuncia per il 2020 agli obblighi di restituzione di prefinanziamenti non spesi provenienti dai fondi SIE detenuti dagli stati membri

⁴³ Strumento per il sostegno temporaneo alla disoccupazione legata all'emergenza

disoccupazione e inflazione⁴⁴, che ha messo i policy-maker davanti a una duplice difficoltà. In primo luogo, per mantenere l'inflazione su un livello sufficientemente elevato devono tenere l'economia "su di giri" maggiormente rispetto al passato, rendendo complicato mantenere le aspettative del pubblico⁴⁵ su un livello adeguato di medio termine. In secondo luogo, la politica monetaria perde la capacità di sostenere la domanda attraverso il tradizionale canale di trasmissione del tasso d'interesse, che è già ad un livello prossimo allo zero.

La reazione delle banche centrali, in questo caso della BCE, è stata quella di optare per l'utilizzo di strumenti non convenzionali⁴⁶ che potessero trasmettere le decisioni all'economia senza passare per il canale compromesso del tasso d'interesse.

Il massiccio ricorso alle politiche non convenzionali successivamente alla crisi finanziaria globale e alla crisi del debito sovrano è stato anche dovuto alla poca collaborazione delle politiche di bilancio nello stabilizzare l'economia. Infatti, nell'area Euro le politiche fiscali hanno avuto un orientamento prettamente pro-ciclico laddove, al di là degli immediati provvedimenti di carattere espansivo in risposta alla prima delle due crisi, si sono caratterizzate di una forte austerità. Invero, l'attenzione era posta sul risanamento delle finanze pubbliche piuttosto che sulla stabilizzazione macroeconomica, lasciando quest'ultima nelle mani della sola politica monetaria.

Il riconoscimento dei policy-maker dell'inefficienza di questo mix di politiche li ha portati a rispondere con misure tempestive, sia monetarie che di bilancio, a partire dalle prime manifestazioni della crisi pandemica facendo, inoltre, un passo in avanti nell'integrazione politica e fiscale dell'Unione.

La prima lezione imparata dalle autorità europee ha riguardato il riconoscimento dell'importanza delle aspettative e dell'incapacità della politica monetaria di poter sollecitare da sola la spesa del settore privato. La domanda va, infatti, stimolata attraverso la politica fiscale, la quale ha il dovere di adattarsi agli obiettivi della politica monetaria e non viceversa.

Prima che in Europa, tali aspetti si sono riflessi nelle misure di contrasto adottate dalle autorità degli Stati Uniti, le quali si sono prefissate, fin dallo scoppio della crisi, di mantenere le politiche di bilancio espansive finché non vi sarebbe stata una stabile ripresa del tasso d'inflazione. Quanto alle aspettative, la Riserva Federale aveva annunciato la volontà di portare il tasso ad un livello anche superiore del 2 per cento, sperando nella fiducia del pubblico ad adattarsi.

⁴⁴ Relazione rappresentata nella curva di Phillips, la cui pendenza, negli ultimi decenni, si è ridotta notevolmente.

⁴⁵ Quando i tassi sono molto bassi, le aspettative sull'inflazione diminuiscono facendo aumentare i tassi reali. Questo fa contrarre ulteriormente l'inflazione e l'aspettativa di crescita della domanda, scoraggiando gli investimenti delle imprese e la spesa privata, aggravando ancora di più le aspettative.

⁴⁶ Questi hanno il vantaggio di riuscire a contenere i rendimenti dei titoli di Stato, ridurre la spesa dell'indebitamento e allargare lo spazio di manovra delle finanze pubbliche.

Tutti i provvedimenti intrapresi dalla BCE hanno avuto la stessa impronta di quelli tipicamente adottati in tempi di crisi e sono stati volti a un triplice obiettivo: assicurare una politica espansiva ed accomodante; sostenere la stabilizzazione dei mercati finanziari e salvaguardare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria; garantire liquidità per sostenere il flusso del credito. Inoltre, ha avuto un rilievo fondamentale nella credibilità di sollevamento dell'inflazione la *forward guidance*, che ha aumentato la trasparenza della BCE e la chiarezza negli obiettivi delle politiche. Il Consiglio Governativo della BCE ha strutturato la *forward guidance* sulla base dell'andamento del tasso d'interesse, chiarendo che sarebbe stato alzato solo se vi fosse stata una robusta evidenza che l'inflazione avrebbe potuto essere stabile al 2 per cento in modo sostenibile per l'economia. La credibilità di queste comunicazioni ha avuto successo nelle aspettative del pubblico, permettendo di alzare l'inflazione abbastanza facilmente nel 2021.

In combinazione con le politiche fiscali a livello nazionale ed europeo, integrate dalla risposte delle autorità macroprudenziali e di supervisione, queste misure hanno stabilizzato i mercati finanziari e hanno protetto il credito con successo. In aggiunta, il Quantitative Easing del PEPP e l'iniezione di liquidità dovuta all'ampliamento del programma TLTRO hanno contribuito ad espandere il bilancio dell'Eurosistema. In assenza di un efficace programma di acquisto degli asset privati, lo straordinario aumento dell'offerta di titoli delle imprese avrebbe avuto una forte pressione al rialzo dei costi di finanziamento, aggravando il rischio di un ulteriore declino dell'attività economica. La flessibilità nel PEPP ha permesso alle autorità di agire sugli effetti redistributivi della crisi, supportando i redditi delle famiglie attraverso lo stimolo all'occupazione, l'aumento dei salari ed avendo effetti positivi sui redditi.

Riconoscendo il ruolo fondamentale delle politiche di bilancio nel trasmettere le politiche monetarie della BCE, le autorità fiscali sono state in grado di assorbire le perdite di reddito dei settori privati⁴⁷ attraverso una vasta gamma di misure immediate e di riforme strutturali. Queste ultime sono anche state in grado di sostenere la capacità produttiva e di prevederne il rafforzamento nei prossimi anni soprattutto grazie al programma Next Generation EU.

Le misure fiscali possono essere suddivise in tre categorie a seconda dei target: gli interventi a supporto del settore sanitario; i provvedimenti di sostegno alle famiglie e al reddito, in particolare con sussidi al lavoro part-time e schemi di lavoro di breve termine per preservare l'occupazione; infine, programmi a supporto delle imprese, principalmente attraverso assistenza finanziaria diretta.

⁴⁷ Nel 2020 c'è stata una riduzione del reddito da lavoro dipendente del 3,5% ma il reddito reale delle famiglie è diminuito solo di 0,3%, mentre nella crisi del debito sovrano diminuì del 2%.

I governi nazionali sono stati in grado di mettere in atto un massiccio supporto fiscale nel 2020 grazie all'attivazione della clausola di salvaguardia del Patto di Stabilità e Crescita (PSC)⁴⁸ e alla deroga della disciplina ordinaria degli aiuti di stato. L'entità dei provvedimenti è stata di gran lunga maggiore di quella della crisi finanziaria globale in termini di politiche discrezionali, stabilizzatori automatici e misure di liquidità⁴⁹. In aggiunta, le risposte nazionali sono state accompagnate dall'efficacia delle tre *safety nets* messe in atto in occasione della pandemia: il SURE, il BEI e l'ESM. In particolare, la presenza del SURE ha garantito un aumento molto ridotto della disoccupazione (dal 7,5% nel 2019 all'8,4% nel 2021), ed è un'ulteriore tangibile espressione della solidarietà dell'Unione, in quanto i fondi derivano da contribuzioni degli Stati membri raccolte anche attraverso l'emissione degli "EU SURE social bonds".

L'attuale crisi ha confermato quello che già era stato intuito durante la crisi del debito sovrano, ovvero che, in tempi difficili, le ordinarie regole fiscali dell'UE non garantiscono una posizione capace di garantire la sostenibilità e la stabilità dell'Europa. A tal proposito, l'attivazione della clausola di salvaguardia del PSC per la prima volta ha garantito notevole flessibilità. Ciononostante, la differente disponibilità di spazio fiscale di ciascuno Stato membro ha reso la risposta fiscale disomogenea. Inoltre, nonostante l'attivazione della clausola abbia creato le condizioni per gli Stati membri per formulare un'adeguata risposta fiscale, la sua iniziale implementazione diede vita a discussioni. La Commissione aveva chiarito che la clausola non avrebbe sospeso il Patto ma che ne avrebbe solo allentato i parametri finché non si sarebbe usciti dalla recessione. Il problema risiedeva nel fatto che non vi fosse un chiaro accordo sull'identificazione del termine di una recessione economica, per questo il rischio era che sarebbe rimasta attiva troppo a lungo, intaccando la sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo termine.

La decisione di derogare la disciplina degli aiuti di Stato è derivata dal riconoscimento del ruolo fondamentale che gli intermediari finanziari stavano ricoprendo nel garantire il flusso del credito, soprattutto alle piccole e medie imprese. Quindi, i policy-maker hanno ritenuto necessario dare la possibilità agli Stati di supportare gli intermediari e tutte le altre attività che stavano subendo grandi perdite economiche. In aggiunta, un'assistenza mirata agli enti, coordinata a livello internazionale, sarebbe servita a mantenere intatto il mercato interno e le condizioni di equità. Tali aiuti, infatti, sono stati circoscritti a situazioni precisamente identificate e diretti a compensare danni

⁴⁸ Introdotta nel 2011 come parte della riforma del PSC. Concede una temporanea flessibilità nei requisiti del braccio preventivo e correttivo del Patto in occasione di una severa recessione economica nell'area Euro.

⁴⁹ Nel 2020 la spesa utilizzata per le misure discrezionali è stata superiore al 3% del PIL dell'area Euro, quella per gli stabilizzatori automatici ha ammontato a circa il 5% e quella per le misure di liquidità è costata circa il 19%. Queste ultime sono state principalmente sotto forma di schemi di garanzia dei prestiti pubblici e di differimenti nel pagamento delle tasse per le imprese.

strettamente legati alla pandemia con gli strumenti messi a disposizione⁵⁰.

Molte delle misure fiscali implementate hanno previsto la salvaguardia dell'investimento pubblico, a differenza di quello che accadde nella crisi finanziaria globale e del debito sovrano, laddove la spesa per la crescita economica è stata messa in secondo piano. In generale, molti governi hanno la tendenza a tagliare la spesa per gli investimenti in modo sproporzionato per rimediare a una posizione fiscale deteriorata. La protezione di questa spesa in tempi di crisi, però, beneficia all'economia in quanto sostiene la domanda aggregata, dato che il moltiplicatore degli investimenti pubblici è maggiore di quello di ogni altro tipo di spesa.

In altre parole, in risposta alla pandemia i governi europei si sono ispirati alla “Golden rule” che è stata adottata in occasione di crisi passate da alcuni paesi, tra cui il Regno Unito e la Germania. Questa regola ha come duplice obiettivo la sostenibilità del debito e la protezione degli investimenti, canalizzando nel loro finanziamento la maggior parte dei fondi derivanti dall'indebitamento pubblico. L'emissione di debito in questo modo viene giustificata dai prospetti di crescita economica nel lungo periodo, con l'aggiuntivo risultato di evitare politiche fiscali procicliche.

Come in tutte le crisi, anche in questo caso gli stabilizzatori automatici sono stati decisivi nel limitare la recessione. Col vantaggio di agire immediatamente e di essere mirati e temporanei, non presentano le carenze delle politiche discrezionali (il bisogno della misurazione del ciclo economico e i ritardi di attuazione). Solitamente gli stabilizzatori automatici possono essere suddivisi in due categorie. I primi consistono in elementi del budget pubblico che reagiscono al ciclo economico in modo immediato, come la progressività delle imposte; nella seconda categoria, invece, rientrano gli stabilizzatori non ciclici che operano dal lato della spesa, come l'inerzia della spesa pubblica durante le recessioni, che non può essere ridotta in modo immediato. La misura in cui questi stabilizzatori sono efficaci nello stabilizzare l'economia dipende dal comportamento degli agenti economici. In questo senso, sono più effettivi se la propensione al consumo rimane su livelli elevati. A differenza della crisi finanziaria globale, derivata da squilibri nei mercati finanziari che hanno determinato un forte shock della domanda, la crisi pandemica ha determinato un largo shock anche dal lato dell'offerta. Infatti, le misure di distanziamento sociale hanno fatto sì che i tradizionali stabilizzatori automatici della domanda aggregata, tramite la riduzione delle tasse e lo stimolo dei redditi, non si siano tradotti in un maggiore consumo ed investimento.

⁵⁰ Queste condizioni sono state elencate nella Comunicazione della Commissione “temporary framework for state aid measures to support the economy in the current covid-19 outbreak”: https://ec.europa.eu/competition-policy/system/files/2021-11/TF_consolidated_version_amended_18_nov_2021_en_2.pdf

Per questo, c'è stato il bisogno di applicare un altro tipo di stabilizzatori, detti quasi-automatici, che entrano in gioco solo quando l'economia entra in una recessione, a discrezione dei governi. Questi agiscono sia dal lato della spesa pubblica che da quella del reddito. Dal lato della spesa, aiutano a sostenere il consumo attraverso supporti alla disoccupazione o sussidi, come gli schemi di lavoro a breve termine. Dall'altro lato, possono sostenere i redditi attraverso effetti di sostituzione intertemporale. Esempi di questo tipo sono i differimenti fiscali temporanei e i crediti d'imposta. In questi due anni di pandemia tali stabilizzatori quasi-automatici sono stati largamente sfruttati dai governi europei e hanno notevolmente limitato la recessione, nonostante abbiano pesato notevolmente sulle finanze pubbliche.

Infine, parallelamente alle politiche di supporto e alla larga concessione di spazio fiscale, i policy-maker hanno dovuto pensare a un piano di ripresa e che potesse far rientrare i conti pubblici in parametri più sostenibili. Infatti, nel secondo anno della pandemia (2021), l'attenzione della politica fiscale si è concentrata sull'elaborare indicazioni più precise che potessero promuovere una sostenibile ripresa economica e supportare il bisogno di raggiungere la transizione verde e digitale.

2.3 La crisi Covid-19 e la crisi finanziaria globale a confronto

La crisi pandemica scoppiata nel 2020 è stata il secondo episodio che ha messo l'Unione Europea, dotata di questo assetto istituzionale, in grande difficoltà. L'altra grande sfida che ha dovuto affrontare è stata la crisi finanziaria globale del 2007, sfociata nella crisi del debito sovrano. L'esperienza di questa recessione è servita all'Unione per elaborare una risposta comune tra i Paesi membri all'attuale pandemia, evitando gli errori commessi in passato. È bene, quindi, capire come i policy-maker siano arrivati ad implementare le misure monetarie e fiscali di cui ho parlato nel paragrafo 2.2 confrontandole con la crisi dello scorso decennio.

La crisi scaturita dal Covid-19, come abbiamo visto, ha avuto un impatto simmetrico in tutti i paesi, con una contrazione del PIL nettamente maggiore di quella della crisi del 2007. Ciononostante, la risposta alla più recente recessione è stata molto più efficace per una serie di motivazioni.

Innanzitutto, l'Unione Europea entrò nella crisi pandemica con un assetto ideologico ed istituzionale sostanzialmente differente da quello della crisi finanziaria. Dal lato ideologico, stava venendo meno il paradigma dell'austerità fiscale; dal lato istituzionale, nel 2020 l'Europa era

preparata meglio e disponeva di più strumenti per far fronte a una crisi⁵¹.

Allo scoppio della crisi finanziaria globale, le istituzioni europee non erano pronte per creare una risposta immediata e coordinata. Inoltre, l'Unione Monetaria Europea era basata su cinque principi: un sistema monetario centralizzato, il divieto di salvataggio delle istituzioni, regole severe di finanza pubblica, evitare il default del debito sovrano e la stabilità dei prezzi. Alla BCE era proibito comprare titoli del debito pubblico nel mercato primario e non vi era un meccanismo di stabilizzazione capace di assorbire shock asimmetrici, che si pensava potessero essere affrontati con la sola rigida applicazione delle regole fiscali e con la flessibilità del mercato del lavoro. La crisi fu interpretata come conseguenza della mancanza di un'adeguata sorveglianza dei budget pubblici, della scarsa attenzione degli squilibri macroeconomici e della cattiva sorveglianza della concorrenza. Quindi, le prime misure furono implementate con l'obiettivo primario di correggere gli squilibri macroeconomici e di coordinare le politiche fiscali domestiche⁵². L'unico meccanismo di salvaguardia creato fu l'European Financial Stability Facility (EFSF), convertito nel 2012 nell'European Stability Mechanism (ESM). Però, il salvataggio dei singoli Paesi era volto alla preservazione dell'integrità dell'Unione Monetaria piuttosto che ad un atteggiamento di solidarietà.

Tale atteggiamento è risultato evidente nella diversa risposta della BCE alle due crisi. Mentre nella crisi Covid-19 è intervenuta subito ed in modo efficiente, come le altre banche centrali, nella crisi dello scorso decennio ha reagito molto lentamente rispetto alle altre banche (soprattutto alla Fed). La BCE ha fornito un ampio supporto in termini di liquidità solo in occasione del fallimento di Lehman Brothers. Dal 2009 in poi ha continuato a rimuovere liquidità anche dopo che i mercati finanziari furono messi in difficoltà dalla crisi della Grecia. Come risultato, gli spread tra i paesi più benestanti e quelli meno in Europa aumentarono notevolmente, aggravando la frammentazione dell'area Euro. La BCE reagì a questo molto lentamente, con un programma di acquisto di titoli nel mercato secondario che, però, non era sufficiente ad assorbire l'enorme impatto della crisi. In risposta al Covid, appena nel 2020 ci iniziò ad essere un aumento degli spread nei tassi a lungo termine, la BCE lanciò il PEPP, ottenendo benefici immediati. Il grande apporto di liquidità, nei modi visti nel paragrafo 2.2, ha supportato le economie permettendogli di implementare politiche fiscali molto espansive. L'austerità della politica monetaria nella prima crisi si coglie anche alla luce delle decisioni in merito ai tassi d'interesse. Infatti, la BCE tentò di innalzarli sia nel 2008 che nel 2011 per stimolare la ripresa. L'idea di proteggere l'integrità dell'Unione venne fuori solo nel

⁵¹ Ad esempio, la BCE era nella posizione di poter comprare un numero potenzialmente illimitato di titoli del debito pubblico.

⁵² Six-pack, EuroPlus pack, Semestre Europeo.

2012, con il lancio dell'Outright Monetary Transaction (OMT) di Draghi.

Oltre a motivazioni riguardanti il cambio di paradigma, le cause di un atteggiamento così diverso della BCE in risposta alle due crisi possono essere individuate in ulteriori fattori. Prima di tutto, in quanto banca centrale di un'unione monetaria in cui la politica fiscale è decentralizzata, la BCE impara molto più lentamente di, ad esempio, la Fed, gli effetti che gli shock hanno sui parametri della trasmissione degli impulsi monetari. Un primo esempio è il caso degli effetti negativi della crisi finanziaria e del debito sovrano sui mercati dell'eurozona. Mentre l'integrazione diminuiva, il grado di sostenibilità tra i titoli emessi nell'Unione Monetaria si deteriorava, rendendo la trasmissione degli impulsi meno fluida ed efficace. La BCE, dopo aver imparato il grado in cui il moltiplicatore monetario è variato in risposta a queste crisi, è riuscita a rispondere al Covid in modo più adeguato.

In sintesi, la risposta alla crisi finanziari fu quella di “contenere e prevenire”. La maggior parte delle misure erano volte ad evitare a tutti i costi che uno shock idiosincratico in un Paese membro potesse diffondersi negli altri. Quindi, in assenza di un meccanismo fiscale centrale, la reazione ad uno shock asimmetrico si pensava richiedesse il rafforzamento delle posizioni fiscali e maggiore rigidità nella sorveglianza. In quest'ottica, vi fu la severa applicazione del Patto di Stabilità e Crescita e non vi fu spazio, se non in un momento immediato, per politiche fiscali espansive.

Anche nella crisi del 2020 l'Europa mancava di un meccanismo di stabilizzazione fiscale unico e tutti gli strumenti di cui necessitava erano pensati per poter sopravvivere ad un'altra crisi finanziaria e del debito sovrano, non un'emergenza pandemica. Eppure, i policy-maker sono riusciti ad adattarsi al contesto ed hanno tentato l'assorbimento dello shock con strumenti centralizzati, distribuiti ai paesi in base all'impatto ed alla necessità. A tal proposito, le maggiori innovazioni sono state quattro: la BCE è stata la prima a concedere prestiti ad un tasso inferiore a quello di deposito e ad annunciare il PEPP, uno strumento molto più flessibile rispetto a quelli di cui solitamente dispone una banca centrale; in secondo luogo, vi fu l'utilizzo di “social bonds” per finanziare i progetti e le iniziative, come nello SURE; inoltre, vi fu la sospensione del Patto di Stabilità e Crescita; infine, fu pensata l'emissione di debito europeo, finalizzato a supportare le spese degli stati membri per lo SURE e i prestiti e le garanzie della Recovery and Resilience Facility (RRF).

Capitolo 3

Prospettive future per l'Unione Europea

3.1 Il Patto di Stabilità e Crescita

La novità più grande nell'ambito della governance fiscale europea in risposta alla pandemia è stata indubbiamente l'attivazione della clausola di salvaguardia generale del Patto di Stabilità e Crescita (PSC). Per capire come le istituzioni europee siano arrivate a questa decisione è opportuno ricostruire l'evoluzione dell'UEM negli ultimi vent'anni e focalizzarsi sugli accadimenti che hanno avuto un impatto sul PSC e sulla sua applicazione, dando vita a modifiche e riforme dello stesso. In aggiunta, è importante il riconoscimento dell'attuale crisi come un punto di svolta nell'assetto fiscale europeo e in quello del Patto, analizzandone le ipotesi di riforma in occasione della disattivazione della clausola nel 2023.

La Tabella 3.1 riassume i momenti più significativi dall'entrata in vigore del PSC fino al 2013, che hanno influito sul suo assetto portandolo ad avere la sua forma attuale. Prima del 1999, l'UEM era inserita in un periodo caratterizzato da un'importante spesa pubblica, gravi disavanzi ed elevati debiti pubblici nei futuri Paesi membri. Nel 1991, il debito pubblico medio dei Paesi europei era superiore al 60% dei rispettivi PIL. Con l'introduzione della moneta unica e le regole del trattato di Maastricht⁵³, i parametri migliorarono subito. Tutte queste regole furono incluse nella forma originale del Patto. La riforma del 2011 ha costituito il punto di svolta più rilevante ai fini dell'analisi degli effetti della pandemia, vista l'introduzione della clausola per eventi eccezionali e quella di salvaguardia. Invero, nell'attuale crisi la Commissione pensò inizialmente di applicare la prima clausola ma, quando ha visto che la necessità di spazio fiscale dei paesi richiedeva l'uso di maggiore flessibilità, ha proposto di attivare la clausola di salvaguardia. Inoltre, quest'ultima è caratterizzata da una natura non condizionata: si applica indipendentemente dal fatto che gli Stati si siano attivati fiscalmente in larga misura, basta che siano stati travolti dalla recessione.

⁵³ Tra le quali il divieto di finanziare il debito pubblico attraverso le Banche Centrali, il divieto di accesso privilegiato alla moneta pubblica dalle istituzioni finanziarie, la "no bailout clause" e le regole del 3% del deficit rispetto al PIL e 60% del debito rispetto al PIL.

Tabella 3.1: Fasi principali del Patto di Stabilità e Crescita dal 1999 al 2011

Data	Fasi del Patto
1 gennaio 1999	Entrata in vigore
2000-2003	Poca fiducia e nel Patto e scarso riconoscimento dell'autorità delle istituzioni dagli Stati ⁵⁴ . Mancanza di forti disposizioni di esecuzione.
2003	Crisi politica del Patto: governatori francese e tedesco si sono sottratti alle sanzioni per gli eccessivi disavanzi dei loro Stati, agendo in collusione per rifiutare una raccomandazione della Commissione che voleva avviare una procedura per deficit eccessivi
2005	Prima Riforma: maggiore flessibilità e discrezionalità, stabilendo OMT personalizzati tra i Paesi e l'allungamento dei tempi per correggere i disavanzi
2007-2009	Crisi finanziaria Globale: debole applicazione del Patto derivante dalla troppa flessibilità concessa dalla riforma del 2005. Finanze pubbliche deteriorate e procedure per deficit eccessivi aperte per quasi tutti i Paesi ⁵⁵
2011	Seconda Riforma: applicazione più rigorosa del PSC ⁵⁶ ; maggiore sorveglianza macroeconomica; introduzione del Semestre Europeo ⁵⁷ ; l'introduzione ufficiale della deroga alla normale disciplina prevista dal PSC in occasione di una grave recessione economica ⁵⁸ . Obiettivo principale: assicurare salde finanze pubbliche e un trasferimento di potere alle istituzioni europee.
2012	Firma del Fiscal Stability Treaty, inclusivo del Fiscal Compact. Stabilita la Golden rule
2013	Introduzione del Two Pack affiancato al Semestre Europeo

Fonte: elaborazione dell'autrice su fonti varie

Le due facce del PSC (braccio preventivo e correttivo) miravano ad evitare che i Paesi conducessero politiche fiscali insostenibili con il rischio di conseguenze drammatiche anche per gli Stati più virtuosi in caso di contagio. Il braccio preventivo richiede che ogni Stato membro presenti alla Commissione dei programmi macroeconomici annuali, per poi seguire le indicazioni della commissione e del consiglio date attraverso le *Country Specific Recommendations* (CSR).

Tra le numerose riforme della policy europea in occasione della crisi finanziaria globale, vi è stata l'introduzione del Semestre Europeo, che è diventato il nuovo strumento per la coordinazione delle politiche economiche tra le istituzioni sovranazionali e i Paesi membri. La *Recovery and Resilience Facility* (RRF), che mira a contrastare gli effetti sanitari, sociali ed economici del Covid-19, è istituzionalmente compresa nel Semestre Europeo.

⁵⁴ In questo periodo il consolidamento tra i Paesi era molto basso e le politiche fiscali molto rilassate, con bassi tassi d'interesse che venivano sfruttati per aumentare la spesa e ridurre le tasse. Invero, la mancanza di riconoscimento di autorità nelle istituzioni rese difficile l'implementazione del Patto.

⁵⁵ La riforma del 2005 ha permesso alle istituzioni europee di concedere lunghe tempistiche per il rientro degli stati nei target, grazie alla clausola di *conditional compliance*. Quindi, i Paesi sono rimasti nella procedura per deficit eccessivi per molto più tempo del previsto.

⁵⁶ Nel braccio preventivo fu prevista una più precisa supervisione e monitoraggio delle spese pubbliche, nel braccio correttivo una maggiore attenzione al debito pubblico.

⁵⁷ Con questo la Commissione e il Consiglio non danno indicazioni solo sulla sostenibilità delle finanze pubbliche, ma indirizzano le raccomandazioni per la risoluzione di squilibri macroeconomici, per stimolare la crescita, l'occupazione, le politiche sociali e la stabilità dei mercati finanziari. Oltre alla procedura per deficit eccessivi (PDE), le istituzioni europee possono aprire l'*excessive imbalance procedure* (EIP).

⁵⁸ Concretizzata nella previsione della clausola per eventi eccezionali e clausola di salvaguardia generale.

L'implementazione delle CSR negli ultimi 20 anni dell'UE è variata notevolmente, sia tra i Paesi che a seconda della fase economica. Diversi studi⁵⁹ hanno trovato che i governi tendono a implementare le raccomandazioni se sottoposti a pressioni di mercato; altri⁶⁰ invece, hanno trovato che l'implementazione è diminuita in tempi in cui la situazione economica dei paesi migliorava e la pressione sui debiti pubblici diminuiva.

Schuknecht, Moutot et al. (2011), hanno rilevato che l'implementazione delle CSR è variata notevolmente tra i primi anni del 2000 (2002-2010) e successivamente all'introduzione del Semestre Europeo. Nel primo periodo i governi avevano incentivi diversi per sottostare alle regole europee ma, con lo scoppio della crisi, la paura del contagio e la realizzazione della necessità di coordinazione nelle politiche fiscali e riforme strutturali ha portato i Paesi ad adempiere al Semestre Europeo con maggiore fiducia nelle istituzioni. Nella crisi Covid, nonostante la temporanea sospensione del PSC, la risposta degli Stati nell'ambito della RRF è stata strettamente allineata al framework provvisto dal Semestre. Ciò a dimostrazione del fatto che, in occasione delle crisi, gli stessi Paesi membri che a inizio millennio erano scettici in merito al potere e alla guida delle istituzioni europee, hanno realizzato la necessità della collaborazione e uniformità tra di loro che vada al di là del mero rispetto dei parametri fiscali imposti dal PSC.

L'attivazione della clausola di salvaguardia ha concesso molta più flessibilità ai Paesi ma non ha comunque sospeso le raccomandazioni derivanti alla Commissione, seppur ne ha notevolmente modificato gli indirizzi. Nel 2021 le raccomandazioni hanno seguito tre direzioni principali per riprendersi dallo shock. La prima prevedeva che i Paesi continuassero ad avere politiche fiscali espansive e che quelli con un rapporto Debito/PIL più elevato dovessero utilizzare largamente il RRF. Poi, perseguire una politica fiscale espansiva ma comunque prudente nell'assicurare la sostenibilità nel medio termine. Infine, quella di porre particolare attenzione alla composizione delle finanze pubbliche, specialmente riguardo alla spesa.

Con la graduale uscita dalla pandemia e il rafforzamento della ripresa, la fine del periodo di sospensione del PSC si sta avvicinando. Entro la fine dell'anno le istituzioni europee devono decidere se reinstaurare il Patto così come è o modificarlo. Negli ultimi mesi si è parlato spesso di modifica per molte ragioni. Innanzitutto, il Patto è troppo complesso e non ha raggiunto i suoi obiettivi, come una riduzione sufficiente del debito pubblico. In aggiunta, un cambiamento è necessario poiché il mondo post-Covid sarà profondamente diverso, con tassi d'interesse

⁵⁹ Di Mascio et al. (2020) e Darvas e Leandro (2015)

⁶⁰ Efstathiou e Wolff (2019)

tendenzialmente bassi, un debito pubblico elevato e la creazione del Next Generation EU che prefigura l'inizio di una politica di budget europeo profondamente integrata tra i paesi, finanziato con le proprie risorse e con uno strumento di debito comune.

Le discussioni sulla riforma del Patto sono principalmente tre. La prima è che una diagnosi errata dei problemi porterebbe a una riforma inutile. Poi, c'è il rischio che i cambiamenti possano portare ad una situazione peggiore di quella corrente. Infine, la riforma potrebbe non essere in linea con lo spirito del trattato di Maastricht e quindi rifiutata politicamente.

Riguardo al primo aspetto, bisogna innanzitutto chiedersi se l'inefficienza del Patto negli ultimi 20 anni sia stata dovuta al Patto stesso o a come è stato implementato dalle istituzioni e dai Paesi. In riferimento alla pro-ciclicità, prima di riformare il PSC bisogna vedere se, con l'assetto corrente, non sia possibile interpretarlo in modo da agire in modo meno pro-ciclico. La riforma del 2005 rese più esplicito e trasparente il rischio di pro-ciclicità, consentendo di tenere in considerazione la situazione economica corrente, le riforme in corso e la sostenibilità dei debiti nella valutazione delle politiche fiscali. Il problema di questa riforma fu che era stata data troppa discrezionalità e competenza alla Commissione, rischiando di intaccare la trasparenza nelle procedure. Un esempio di pro-ciclicità fu la richiesta della Commissione di correggere i budget nel 2010, annullando il Recovery Plan del 2009. Questa raccomandazione non aveva chiaramente tenuto in considerazione la fragilità dei Paesi in quel periodo anche se la riforma del 2005 prevedeva che la Commissione avrebbe dovuto soppesare lo stato dell'economia in caso di una possibile recessione. Un'altra critica al Patto riguarda la mancanza di trasparenza e il fatto che la sua attuale implementazione sia basata su parametri inattendibili, quale lo *structural budget* corretto per gli effetti del ciclo economico, misurato con variabili suscettibili di numerosi errori di valutazione, come l'*output gap*. Quindi, un'eventuale riforma dovrebbe migliorare la scelta e la precisione dei parametri presi in considerazione per implementare il Patto.

Il secondo rischio, abbiamo visto, è quello di modificare il Patto peggiorando la situazione ulteriormente. Le riforme proposte finora si basano su semplici regole, riguardanti principalmente la spesa corrente e la sostenibilità del debito, da utilizzare come indicatori preferibilmente rispetto all'*output gap* e, quindi, lo *structural balance*. Una proposta è quella di mettere un tetto alla spesa corrente, che però presenta una serie di problemi. Per prima cosa, è basata su prospettive di crescita, che sono difficili da prevedere e misurare, proprio come l'*output gap*. Questa regola ha il rischio di rendere la spesa pro-ciclica, dunque il tetto andrebbe aggiustato per gli effetti del ciclo economico. Anche la riforma che prevede come punto di riferimento la sostenibilità del debito presenta delle

incertezze e difficoltà nella misurazione delle variabili (struttura dei tassi d'interesse, spese e entrate pubbliche) e prevede troppo spazio per la discrezionalità delle istituzioni europee. Inoltre, il criterio della sostenibilità del debito non è immune al problema della pro-ciclicità, dato che un inaspettato rallentamento nell'economia o un incremento dei tassi d'interesse causato da un evento esogeno può peggiorare la sostenibilità del debito nel breve e medio termine e richiedere costose misure correttive.

Il terzo aspetto da considerare è quello di rispettare lo spirito del trattato istitutivo. In particolare, bisogna ricordare che le politiche di budget rimangono di competenza dei singoli Stati e ci sono limiti sul potere delle istituzioni sovranazionali in merito alle decisioni sulle finanze pubbliche, cui viene affidata più discrezionalità solo nel caso in cui le politiche nazionali possano produrre esternalità negative per tutta l'Unione. Nel prefigurare un nuovo assetto del Patto, che possa dare più poteri alle istituzioni, bisogna quindi rispettare il fatto che queste possono solo dare raccomandazioni ai Paesi e agire attraverso il braccio preventivo e correttivo. L'estensione dei poteri sanzionatori della Commissione, previsti nel braccio correttivo (procedura per deficit eccessivi), anche al braccio preventivo, potrebbero superare questi limiti. Non si potrebbe mai approvare una riforma che conferisse alla Commissione poteri di approvare, modificare o invalidare leggi interne sulle finanze pubbliche degli Stati. Infine, un altro rischio è che una riforma lo potrebbe rendere applicabile solo a un sottogruppo di Paesi, violando il principio di parità di trattamento e prevedendo misure troppo differenti tra uno Stato e l'altro.

Sulla base di queste premesse, il membro del comitato esecutivo della BCE, Lorenzo Bini Smaghi⁶¹, riconosce che non per forza ci sia la necessità di una riforma del Patto, ma una maggiore credibilità delle istituzioni nell'applicazione della sua forma corrente. La maggiore flessibilità di cui necessitano i Paesi in questo momento storico è, in realtà, già inserita nel PSC⁶², quindi il parametro del 60% del debito sul PIL non dovrà essere rispettato rigidamente dalla reintroduzione del Patto, considerandolo impossibile (negli scorsi mesi, ad esempio, il debito italiano si aggirava attorno al 150% del PIL). In altre parole, l'attuale procedura già prevede un'analisi approfondita della situazione economica di ciascun Paese, che permette di tenere in considerazione gli effetti della pandemia, compreso l'aumento del debito. Tra questi aspetti, permette di trattare il debito prodotto nel contesto del PNRR separatamente.

⁶¹ Bini Smaghi (2022)

⁶² I criteri numerici sono solo parametri di riferimento, altri aspetti sono comunque presi in considerazione nello stabilire gli OMT (effetti del ciclo economico sul percorso di riduzione del debito, la possibilità di una recessione economica, il risparmio del settore privato, la spesa primaria corrente, l'implementazione di politiche nel contesto di una strategia comune dell'Unione e altri fattori)

Una posizione differente è assunta da D'Amico, Giavazzi et al., (2022), che ritengono inevitabile una riforma del Patto e del framework fiscale europeo in generale, attraverso due piani: una revisione delle regole fiscali e la creazione di un'agenzia di debito europeo per assorbire il debito accumulato durante la pandemia. Sul piano fiscale, la proposta consiste nel mettere un tetto al tasso di crescita della spesa primaria e stabilire un target di medio termine per il debito pubblico. La ragione principale è che tenere il rapporto debito-PIL statico assicura che gli investitori siano disposti ad assorbire il debito pubblico e a considerarlo come poco rischioso. Inoltre, l'obiettivo di riduzione del debito risponde automaticamente a cambiamenti nell'ambiente macroeconomico (modifiche nei tassi d'interesse e di crescita dell'output). Tale riforma aggiungerebbe al corrente PSC notevole trasparenza, includendo il trade-off tra sostenibilità del debito e un andamento più regolare delle politiche fiscali. Questo aumenterebbe il carattere anticiclico delle politiche fiscali e un avvicinamento alla Golden rule. La seconda proposta, da accompagnare alla riforma del Patto nei termini appena visti, è l'istituzione di un European Debt Management Agency (EDA) che assorba parte dei debiti nazionali con lo scopo di ridurre il costo del debito per l'intera Unione e aiuti le operazioni della BCE nei mercati del debito. Questa proposta non cancellerebbe il debito nazionale, ma lo trasformerebbe in un'obbligazione dei confronti della EDA. In questo modo, si potrebbero risanare i parametri di finanza pubblica facilitando il rientro dei Paesi nei target del PSC.

3.2 Next Generation EU

Nel Capitolo 2 abbiamo visto che l'Europa ha risposto tempestivamente alla crisi sia con provvedimenti di breve termine che con riforme di lungo periodo, spianando la strada per una possibile futura integrazione fiscale. Il raggiungimento di questa forte cooperazione è stato il risultato delle politiche implementate su due livelli nell'ambito delle istituzioni europee. La prima "Europa" è quella sovranazionale, nella quale si riconoscono la Commissione, il Parlamento e, per i paesi che hanno adottato l'euro, la BCE. A questa si affianca l'Europa intergovernativa, alla quale appartengono tutti gli organi del Consiglio. Mentre la reazione dell'Europa sovranazionale è stata immediata, nel Consiglio gli accordi tra i rappresentanti degli Stati membri sono stati più lenti e difficoltosi da raggiungere, ma sono riusciti ad elaborare il più importante tra i risultati, il piano Next Generation EU (NGEU). Questo consiste in circa 800 miliardi di euro finanziati con

l'emissione di nuovo debito europeo da aggiungere al bilancio dell'UE⁶³. La composizione del piano è riassunta nella Tabella 4.

Tabella 4: composizione del piano NextGenEU (NGEU)

Programmi	Fondi allocati (miliardi di euro)	Descrizione
Recovery and Resilience Facility	723,8	Fondo che fornisce un sostegno finanziario diretto agli Stati, tramite sovvenzioni o prestiti, al fine dell'implementazione di investimenti e riforme per stimolare la ripresa dopo la pandemia, per aumentare la sostenibilità, la resilienza e supportare la transizione verde e digitale delle economie europee
Di cui prestiti	385,8	
Di cui sovvenzioni	338,0	
REACT-EU	50,6	Misura per l'ampliamento delle misure di contrasto alla crisi attraverso l' "iniziativa di investimento in risposta al coronavirus" e l' "iniziativa di investimento in risposta al coronavirus Plus". Aiuterà nella transizione verde e digitale.
Orizzonte europa	5,4	Programma di finanziamento per un'Europa più sostenibile. Fondi indirizzati alla transizione verde e per combattere i cambiamenti climatici.
Fondo InvestEU	6,2	Programma inserito nell'ambito del Fondo Europeo per gli investimenti strategici. Finalizzato a stimolare gli investimenti
Sviluppo rurale	8,1	
Fondo per una transizione giusta (JTF)	10,9	Fondo a sostegno degli Stati per affrontare difficoltà socio-economiche nella transizione verde
RescEU	2	Riserva Europea per contrastare le catastrofi naturali
TOTALE	806,9	Finanziati con una strategia diversificata, prevalentemente consistente in emissione di debito europeo.

Fonte: Commissione Europea

Il NGEU, insieme al SURE, costituisce un enorme passo avanti verso un'integrata e coordinata policy Europea, la cui necessità è stata riconosciuta largamente dopo l'austerità conseguente alla crisi finanziaria globale.

Per molto tempo, la critica maggiore alla governance dell'area Euro è stata la mancanza di un budget comune. Per capire se la crisi Covid è effettivamente servita come spinta per la creazione di un nuovo strumento di importanza strategica per la stabilità a lungo termine dell'UE, bisogna tener conto di due aspetti: la grandezza ed il criterio di allocazione. Il primo problema è se il NGEU sia grande abbastanza da essere considerato un effettivo strumento di risposta comune. Per rispondere, è bene compararlo con la magnitudine delle risposte dei singoli Paesi. In media, la risposta fiscale nazionale tra il 2020 e 2021 è stata di circa 800 miliardi, pari al programma. Se si aggiungono anche i 100 miliardi del SURE, lo stimolo fiscale dell'UE è stato maggiore di quello dei singoli Paesi, per

⁶³ ma la capacità della Commissione di finanziarsi con questi sarà limitata quanto alla misura, la durata e lo scopo.

una grandezza senza precedenti.

Quanto al secondo aspetto, lo scopo primario del NGEU è quello di assicurare una ripresa sostenibile, inclusiva e giusta per tutti gli Stati membri. Infatti, 50,6 miliardi saranno e sono stati allocati in base alla gravità degli effetti socio-economici⁶⁴, nell'ambito del REACT-EU.

La discrezionalità della Commissione nello stabilire criteri di distribuzione dei fondi tra gli Stati le garantisce un nuovo modo per influenzare la situazione macroeconomica nei Paesi. Infatti, per ricevere i fondi del RRF, gli Stati devono presentare i Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza (PNRR), spiegando come intendono spendere le risorse e come pensano di attenersi alle raccomandazioni della Commissione nell'ambito del Semestre Europeo. Quindi, mentre fino a pochi anni fa l'unico modo per influenzare la performance macroeconomica degli Stati era la coordinazione nell'ambito del PSC, il NGEU permetterà alle istituzioni europee di investire nella trasformazione economica e sociale dei paesi e dell'Unione. In questo modo, l'equilibrio istituzionale dell'UE viene modificato, dando più peso alla Commissione, il cui ruolo è quello di gestire i fondi, mentre il ruolo dei Parlamenti nazionali è più indebolito.

C'è da dire che la ripresa dalla pandemia richiede molto più di un sostegno di bilancio aggregato; la composizione della spesa è essenziale: il consiglio è di focalizzarsi sulla spesa che possa favorire la crescita e facilitare la riallocazione del lavoro e del capitale, tenendo sotto controllo i tradizionali drivers del disavanzo pubblico: il consumo pubblico ed i trasferimenti.

I PNRR includono una composizione di spese a sostegno della crescita, con moltiplicatori maggiori che per altri tipi di spesa⁶⁵.

L'impatto economico della RRF dipenderà però dal grado di conformità al principio di addizionalità⁶⁶ e da quanto i fondi saranno spesi in modo efficiente. In altre parole, c'è da vedere in che misura la RRF creerà un effetto di *crowding out* degli altri investimenti o se gli Stati taglieranno le spese già pianificate in risposta. La commissione stima che, nel peggiore degli scenari, vi sarà una crescita annua del PIL inferiore di 0,5% rispetto alle previsioni. In aggiunta, il FMI si aspetta che se i fondi non saranno usati in modo efficiente, il loro impatto sarebbe vano già dal 2023.

I fondi derivanti dal RRF mirano ad innovare l'UE focalizzando i PNRR su tre pilastri: la trasformazione digitale, l'inclusione sociale e la transizione verde. Il primo mira ad aumentare la

⁶⁴ La formula di allocazione è stata basata sulle previsioni della Commissione combinate ai tassi di disoccupazione passati degli Stati, alla popolazione, PIL pro-capite e disoccupazione giovanile

⁶⁵ Il 50% consiste in investimenti pubblici e circa il 30% va a supporto dei settori privati. Questo mira ad accrescere la parte di investimenti pubblici nell'area euro del 2,5% del PIL tra il 2021 e il 2026. I fondi rimanenti consistono in sussidi, pagamenti sociali e altri trasferimenti diretti.

⁶⁶ Uno dei principi dell'azione strutturale comunitaria: le risorse derivanti dai fondi dell'UE non devono sostituirsi alle spese già programmate dagli Stati membri, ma essere complementari a queste. In questo caso, gli investimenti nell'ambito dei PNRR non devono rimpiazzare investimenti che gli Stati avrebbero normalmente effettuato.

competizione dell'Unione rispetto a Paesi quali Cina e Stati Uniti che sono molto più avanzati quanto ad intelligenza artificiale e tecnologia. Gli altri due invece porterebbero l'UE su un gradino più alto rispetto alle altre potenze, rappresentandone i punti di forza. Questi, però, per far sì che l'UE non sia più vista come mediatore degli Stati membri ma come un'istituzione a sé stante, attrattiva rispetto alle altre aree avanzate, richiedono un'importante centralizzazione della capacità fiscale, per il raggiungimento di due obiettivi. Da un lato, la creazione di un innovato framework fiscale europeo può coordinare le politiche tra i Paesi e disegnare uno sviluppo a lungo termine più integrato. Dall'altro, questo framework fungerebbe da stabilizzatore e da elemento di convergenza tra gli Stati, potenzialmente producendo esternalità positive e beni pubblici dell'UE. Il risultato sarebbe un migliore policy mix europeo che eviterebbe la necessità di spingere oltre i limiti delle sue competenze la BCE, che nell'ultimo decennio ha avuto una forte dominanza fiscale nell'ambito delle politiche di Quantitative Easing. Infine, gli investitori richiedono l'emissione di un titolo sicuro anche a livello europeo, che necessita però di una capacità fiscale accentrata in grado di far fronte alle proprie obbligazioni.

L'impegno dell'UE nella transizione verde si evince anche dal fatto che, come parte del NGEU, la Commissione Europea si è impegnata nell'emissione di 250 miliardi dei bond sotto forma di green bonds. In tal modo, l'Europa non solo sta entrando nel mercato dei green bonds, ma sta anche mirando a diventare una dei più grandi emittenti. Conseguentemente, i partecipanti dei mercati finanziari sono desiderosi di sapere cosa aspettarsi dall'UE in quanto nuovo emittente di green bond e sapere se possono aspettarsi un premium negativo, il Greenium (-0,7 bps), dai bond del NGEU. Hinsche (2021), attraverso un'analisi empirica ha trovato che effettivamente esiste un greenium nel mercato dei green bond e che questo è maggiore per gli emittenti il cui rating è AAA, come l'UE.

La più grande innovazione del NGEU è il suo finanziamento tramite l'emissione di titoli, cosa che fino a poco fa era possibile solo per gli Stati Membri, che assicuravano il pagamento dei debiti con la capacità di tassazione. In mancanza di questa capacità, la solvibilità dell'UE dipende dalla solidarietà e dal contributo dagli Stati, visto che deriverà dalle entrate del budget europeo, consistente nella restituzione dei prestiti effettuati ai Paesi e nuove risorse (per esempio *digital tax* e *carbon tax*). Questa innovazione solleva la questione della compatibilità con i Trattati dell'UE. Ad esempio, in merito alla *no-bailout clause*, finché gli Stati non ricevono aiuti dall'UE, l'amministrazione delle finanze pubbliche è considerata un affare individuale e la clausola è rispettata. Ma, dopo la creazione del NGEU, dato che gli Stati sono beneficiari delle risorse raccolte dalla Commissione sui mercati finanziari, la loro responsabilità nella restituzione dei prestiti deve essere garantita dall'UE. In altre parole, l'Unione potrebbe essere accusata di agire quale

intermediario tra gli Stati ed i mercati finanziari, garantendo risorse a un tasso più favorevole di quello che avrebbero altrimenti. Questa visione, però, è chiaramente derivata da una avversione ideologica alla solidarietà tra gli Stati. Infatti, l'UE con il NGEU non agisce per assorbire i debiti esistenti e tantomeno sta fornendo i fondi attraverso i mercati finanziari. Tali fondi sono di proprietà dell'Unione, la quale deciderà come supportare l'economia in Europa. Inoltre, un framework di aiuto agli Stati era già stato previsto con l'ESM e il programma SURE, seppur siano meccanismi eccezionali da attivarsi in riferimento a determinati contesti.

L'enorme espansione fiscale del NGEU e del RRF hanno sollevato indubbiamente delle incertezze. Infatti, mentre le aspettative sono ottimistiche, i larghi costi e i benefici incerti, relativi a una crisi la cui natura è senza precedenti, richiedono attenzione nel pensare alle conseguenze economiche. La letteratura economica supporta l'idea che un'espansione fiscale possa portare l'economia al di fuori di una recessione con relativamente pochi sforzi. Però, l'incertezza macroeconomica e la scarsa fiducia potrebbero controbilanciare gli effetti dell'espansione. In questo ambito, è importante sottolineare che l'espansione prevista dal NGEU non è una totale novità in Europa, visto che l'UE sono ormai 30 anni che indirizza le sue politiche verso tutte le regioni dell'Unione con l'obiettivo di supportare la creazione di lavoro, la concorrenza, la crescita economica, la crescita sostenibile e altri ambiti. Canova e Pappa (2020) hanno effettuato un'analisi empirica sull'efficienza dei fondi concessi dall'UE ai Paesi negli ultimi 30 anni per studiare se l'espansione fiscale del NGEU potrà effettivamente avere successo. In particolare, hanno studiato gli effetti delle sovvenzioni derivanti dall'European Regional Development Fund (ERDF) e dall'European Social Fund (ESF). Hanno trovato che il primo ha avuto grandi riscontri soprattutto nel breve termine, quindi risulta utile per politiche immediate anticicliche ma che nell'arco di tre anni non producono più benefici. Al contrario, i fondi dell'ESF sono stati buoni candidati per il raggiungimento di obiettivi di medio termine, tra quali l'occupazione, gli investimenti e la produttività ma, in risposta a shock, non hanno provveduto a una politica anticiclica immediata. Questi risultati sono utili ai fini della discussione sull'effettività programmata del NGEU. Infatti, tale analisi ha dimostrato che i fondi indirizzati verso investimenti, innovazione e ricerca, per stimolare la digitalizzazione e supportare le piccole e medie imprese (previsti dall'ERDF), hanno un significativo effetto nel breve termine sulle variabili macroeconomiche, rendendole utili per immediate politiche anticicliche. Invece, i fondi indirizzati al supporto dell'educazione, sanità e povertà (previsti dall'ESF), sono effettivi solo nel medio termine. Visto che il NGEU prevede una vasta panoramica di interventi, comprendenti entrambi gli ambiti, i suoi effetti beneficeranno sia nel breve che nel medio termine. Nel breve già stiamo notando i riscontri positivi vista l'enorme ripresa dell'Europa nel 2021 e 2022.

Un'ultima considerazione va effettuata in merito agli effetti sulla contabilità nazionale dei fondi derivanti dalla RRF. La spesa pubblica programmata nella RRF è classificata come *deficit neutral* e sarà controbilanciata da una quantità equivalente di sovvenzioni dall'UE dal lato delle entrate, indipendentemente dal fatto che lo Stato le riceva o meno. In ogni caso, da un punto di vista economico, il contributo fiscale generato dalle sovvenzioni supporta la domanda aggregata e deve essere computata nella valutazione della situazione fiscale del Paese.

In questo contesto la RRF ha diverse implicazioni sulle convenzionali statistiche fiscali, specialmente sulla misurazione del debito nei conti nazionali e degli impulsi fiscali. Quanto al primo aspetto, i dati sui conti nazionali danno una visione completa sulle transazioni governative, le attività e le passività dell'UE. Invero, la spesa e le entrate nell'ambito del budget dell'UE hanno una diretta corrispondenza nei budget nazionali e i prestiti dalla Commissione o dall'ESM sono sempre stati limitati e contabilizzati come debiti per i Paesi beneficiari. Quando i fondi della RRF vengono concessi sotto forma di prestiti, continueranno ad essere contabilizzati con un equivalente aumento del debito e quando spesi aumenteranno il disavanzo. Se passati sotto forma di sovvenzioni, saranno contabilizzati solo quando il governo aumenterà i contributi al budget dell'UE per ripagare la parte di prestiti ricevuta. Quindi, i conti nazionali non rappresenteranno più l'intero quadro del disavanzo e debito pubblico. Per questo, gli analisti sostengono che i fondi provenienti dal piano dovrebbero essere contabilizzati come debiti sia se ottenuti come prestiti che come sovvenzioni. Inoltre, l'implementazione della RRF ha effetti sul modo in cui l'impulso fiscale dei paesi viene interpretato. Infatti, se i fondi sono usati per aumentare la spesa, le sovvenzioni stimoleranno le economie degli Stati ma lo *structural budget* rimarrà invariato. Quando queste sovvenzioni scadranno, un possibile deterioramento del saldo di conto corrente non implicherà un'espansione se il governo non deciderà di tagliare la spesa in concomitanza. Quindi, i contributi dall'UE andrebbero contabilizzati separatamente per verificare l'effettivo impulso di ciascuno Stato.

Conclusioni

Alla luce dell'analisi svolta nei capitoli precedenti, risulta evidente come la crisi Covid-19 abbia rappresentato un punto di svolta sia nell'assetto istituzionale che ideologico dell'Unione, concretizzatosi nell'elaborazione di una risposta senza precedenti quanto a dimensione degli interventi, grado di cooperazione internazionale e solidarietà tra gli Stati.

La forte cooperazione è stata necessitata, oltre che dal riconoscimento dell'interconnessione tra i Paesi europei, dagli effetti asimmetrici dello shock, con danni più pronunciati negli Stati del Sud, quali Italia, Francia e Spagna. Un ruolo centrale è stato il riconoscimento che l'austerità fiscale legata al Patto di stabilità e crescita possa in alcuni paesi avere ritardato il processo di ripresa economica.

Nei paesi dell'UE gli ambiti di intervento a livello nazionale sono stati pressoché allineati con le misure di contrasto messe in atto nelle precedenti crisi economiche e sanitarie, con politiche fiscali e monetarie ampiamente espansive, misure volte a preservare l'occupazione ed il mercato del lavoro, miglioramenti nei sistemi sanitari e nei meccanismi di sicurezza e prevenzione sociale. Inoltre, di cruciale importanza è stato lo sfruttamento del sistema finanziario, rafforzato successivamente alla Crisi del 2007, quale intermediario per il supporto del settore privato e delle piccole e medie imprese.

Il tipo di risposta elaborata a livello sovranazionale è stata il risultato di un'evoluzione del paradigma economico, le cui radici affondano nella crisi del debito sovrano, quando già si era intuito che, in tempi difficili, le ordinarie regole fiscali dell'UE non permettono di adottare una posizione capace di garantire la sostenibilità dell'economia europea. Tale cambiamento di paradigma consiste nella stretta cooperazione tra le politiche di bilancio e politiche monetarie, unica combinazione possibile per uscire dalla trappola della liquidità in cui sono finite ad operare le economie moderne.

Dal lato della politica monetaria, la BCE ha adottato provvedimenti in linea con quelli tipicamente intrapresi dalle banche centrali in tempi di crisi, principalmente allo scopo di salvaguardare la trasmissione della politica e garantire liquidità per non far arrestare il flusso del credito.

Le novità maggiori si sono viste nella risposta fiscale dell'UE, che è stata di supporto alle politiche nazionali nel concedere largo spazio fiscale per l'adozione dei suddetti provvedimenti, tramite la sospensione del Patto di Stabilità e Crescita e la deroga alla disciplina ordinaria degli aiuti di Stato.

I policy-maker hanno agito in questa direzione per raggiungere due obiettivi principali: evitare la pro-ciclicità delle politiche e manifestare la solidarietà dell'Unione ai Paesi in difficoltà. Tali elementi si discostano dall'atteggiamento che le istituzioni europee hanno avuto in occasione della crisi finanziaria globale e del debito sovrano, laddove lo scopo primario era quello di risanare le finanze pubbliche con forti misure di austerità, con il salvataggio degli Stati mosso dal solo motivo di preservare l'UEM. In sintesi, la risposta a queste due crisi fu quella di "contenere e prevenire", con la conseguente rigida applicazione del PSC e l'assenza di provvedimenti di ripresa e sviluppo nel lungo termine.

La determinazione delle istituzioni nel voler abbandonare la pro-ciclicità delle politiche economiche si sta manifestando nella volontà di rivedere il PSC in occasione della sua riattivazione nel 2023, in virtù di una maggiore fiducia negli Stati membri e al fine di poter concedere a questi di perseguire strategie in linea con la Golden rule, salvaguardando l'investimento per la crescita nel lungo termine e monitorando le diverse componenti della spesa pubblica. Tuttavia, a riguardo vi sono posizioni contrastanti: alcuni ritengono necessaria una vera e propria riforma del PSC, altri che vada solo rivista la sua implementazione alla luce dei valori che sono emersi in questi ultimi due anni.

Infine, l'apice dell'espansività, della solidarietà e della volontà di sviluppo nel lungo termine si è manifestato con la creazione del NexgenEU. In particolare, il finanziamento di questo piano con l'emissione di debito europeo e l'orientamento delle riforme comprese in esso verso settori strategici ed innovativi renderanno l'UE competitiva rispetto alle altre aree avanzate del mondo, prime tra tutte gli Stati Uniti e la Cina.

In sintesi, la rivoluzione del paradigma delle politiche economiche nelle recessioni si è più che manifestato in questa pandemia a livello europeo. Ciononostante, vi sono ancora troppi elementi di incertezza nella valutazione dell'efficacia a lungo termine dei provvedimenti analizzati per poter concludere compiutamente che vi sia stata una pari rivoluzione nella governance europea in forza della centralizzazione della capacità fiscale.

Ringraziamenti

Non credo sia sufficiente mezza pagina per ringraziare tutti coloro che mi sono stati accanto nella mia formazione accademica in questi ultimi tre anni, pertanto mi limiterò citare solo chi ha ricoperto un ruolo significativo nella stesura di questo elaborato.

Inizierei dalla prof.ssa De Santis, la quale mi ha guidata in questi ultimi mesi con una disponibilità ed una professionalità ineccepibile, portandomi ad elaborare una tesi di cui non avrei mai pensato di essere così soddisfatta.

Un ringraziamento d'obbligo va alla mia famiglia: ai miei nonni e, soprattutto, ai miei genitori, che mi hanno dato l'opportunità di frequentare un'università prestigiosa e hanno sempre creduto nelle mie capacità.

Ancora, devo ringraziare Erika, Livia e Silvia, poiché senza le vostre puntate di Radio Luiss, lezioni di armocromia e la vostra smemoratezza, non avrei affrontato le giornate in aula studio con lo stesso spirito.

Devo inoltre citare le amiche che mi hanno supportata e si sono subite tutti i miei sfoghi e le mie lamentele, tra cui Benedetta, Giulia, Gio e Flaminia.

Infine, l'ultimo ringraziamento va a Giovanna, le cui sopraffini destrezze dialettiche e la proattività nel porre rimedio ai miei scivoloni letterari si sono particolareggiatamente esplicitate in una tesi che, in sua assenza, avrebbe indubbiamente presentato lacune di forma.

Tutti voi che non trovate un riferimento esplicito in questa pagina ma che pensate di meritarlo, mi farò perdonare.

BIBLIOGRAFIA

- Alcidi, C., Gros, D. (2020). *Next Generation EU: A Large Common Response to the COVID-19 Crisis*. Intereconomics, ISSN 1613-964X, Springer, Heidelberg, Vol. 55, Iss. 4, pp. 202-203
- Alcidi C., Corti F. (2022) *The EU response to Covid-19: breaking old taboos?* in Vanhercke B. and Spasova S. (eds.) *Social policy in the European Union: state of play 2021. Re-emerging social ambitions as the EU recovers from the pandemic*, Brussels, European Trade Union Institute (ETUI) and European Social Observatory (OSE).
- Aguilar, P., et al (2020). *The ECB Monetary Policy response to the Covid-19 crisis*. Banco de Espana, Documentos Ocasionales N 2026.
- Angerer, J. (2019). *An overview of the Stability and Growth Pact - September 2019*. Economic Governance Support Unit (EGOV), European Parliament.
- Angerer, J. (2021). *Implementation of the Stability and Growth Pact under pandemic times*. Economic Governance Support Unit (EGOV), European Parliament.
- Armingeon, K., e Baccaro, L. (2011). *The Sorrows of Young Euro: Policy responses to sovereign debt crisis*. Academia.eu
- Arnold, N., et al. (2018). *A central fiscal stabilization capacity for the Euro area*. IMF staff discussion note, Marzo 2018, SDN/18/03.
- Atkinson, A.B. e Morelli, S. (2011). *Economic crises and inequalities*. Human Development Research Paper 2011/06.
- Barbini, M., et al. (2022). *Il policy mix cambia, ma la ripresa adesso non c'è più*. Congiunturaref, periodico di analisi e previsione.
- Berg, A. (1999). *The Asia crisis: causes, policy responses and outcomes*. IMF working paper, WP/99/138.
- Bini Smaghi, L. (2022). *The Reform of the Stability and Growth Pact: Is it really necessary?* Policy Brief 9/2022. LUISS.
- Blanchard, O., e Summers, L. (2019). *Ripensare le politiche macroeconomiche: evoluzione o rivoluzione?*. Moneta e Credito, 72 (287): 171-195
- Borio, C., et al (2010). *Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?*. Monetary and Economic Department, BIS Working Papers No. 311
- Bouabdallah, O., (2020). *Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the Covid-19 crisis*. Published as part of the ECB Economic Bulletin, Issue 6/2020.

- Canepa, A. (2015). *Crisi dei debiti sovrani e regolazione europea: una prima rassegna e classificazione di meccanismi e strumenti adottati nella recente crisi economico-finanziaria*. Rivista AIC No. 1/2015.
- Cecchetti, S.G. (2009). *Crisis and responses: the Federal Reserve in Early Stages of the Financial Crisis*. Journal of Economic Perspective, Volume 23, Number 1, Winter 2009, 51-75
- Ceron, M., et al. (2020). *Limiti e prospettive della gestione europea durante la pandemia da Covid-19*. Centro Einaudi. Biblioteca della libertà, LV, 2020 maggio-agosto, n. 228 • ISSN 2035-5866 DOI 10.23827/BDL_2020_2_3
- Corbo, V., e Hernandez, L. (1996). *Macroeconomic adjustments to capital inflows: lessons from recent Latin American and East Asian experience*. The World Bank Research Observer, Feb., 1996, Vol. 11, No. 1 (Feb., 1996), pp. 61-85
- D'Amico, L., et al. (2022). *Revising the European fiscal framework, part 1: Rules*. Voxeu.
- D'Amico, L., et al. (2022). *Revising the European fiscal framework, part 2: Debt management*. Voxeu.
- Delivorias, A. (2020). *The 'general escape clause' within the Stability and Growth Pact*. EPRS | European Parliamentary Research Service. European Parliament.
- Domenicali, C., (2020). *La Commissione europea e la flessibilità “temporale” nell’applicazione del Patto di Stabilità e Crescita*. Federalismi.it
- Draghi, M., Franco, D., (2021). *Documento di Economia e Finanza 2021. Sezione I: Programma di Stabilità*. Ministero dell’Economia e delle Finanze.
- Embrett, M., et al. (2021). *Outcomes for Implemented Macroeconomic Policy Responses and Multilateral Collaboration Strategies for Economic Recovery After a Crisis: A Rapid Scoping Review*. International Journal of Health Services 2021, Vol. 51(3), 337–349
- European Fiscal Board (2021). *Assessment of the fiscal stance appropriate for the euro area in 2022*. Commissione Europea.
- European Fiscal Board (2020). *Assessment of the fiscal stance appropriate for the euro area in 2021*. Commissione Europea.
- Executive Board of the International Monetary Fund (2021). *2021 article IV consultation—press release; staff report; and statement by the executive director for Germany*. International Monetary Fund Country Report No. 21/153.
- Executive Board of the International Monetary Fund (2021). *2021 article IV consultation—press release; staff report; and statement by the executive director for Italy*. International Monetary Fund Country Report No. 21/101.
- Executive Board of the International Monetary Fund (2022). *2021 article IV consultation—press*

- release; staff report; and statement by the executive director for France.* International Monetary Fund Country Report No. 22/18.
- Executive Board of the International Monetary Fund (2022). *2021 article IV consultation—press release; staff report; and statement by the executive director for Spain.* International Monetary Fund Country Report No. 22/45.
- Fabbrini, F., (2021). *La nuova governance economica europea post-pandemia.* Centro studi sul Federalismo.
- Freier, M., et al. (2022). *Next Generation EU: a euro area perspective.* ECB Economic Bulletin, Issue 1/2022.
- Heimberger (2020). *Potential Output, EU Fiscal Surveillance and the COVID-19 Shock.* Leibniz Information Centre for Economics.
- Hinsche, I.C. (2021). *A Greenium for the Next Generation EU Green Bonds Analysis of a Potential Green Bond Premium and its Drivers.* Center for Financial Studies.
- Linciano, N., et al. (2020). *La crisi Covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario in una prospettiva comparata.* Occasional Report CONSOB.
- Lionello, L. (2020). *Next Generation EU: has the Hamiltonian moment come for Europe?* Rivista Eurojus.
- Mariotto, C. (2021). *The Implementation of Economic Rules: From the Stability and Growth Pact to the European Semester.* Journal of Common Market Studies 2022 Volume 60. Number 1. pp. 40–57.
- Ministero dell’Economia e delle Finanze (2021). *La risposta delle Istituzioni europee alla pandemia di Covid -19. Il programma NGEU e i Piani nazionali.* Roma, dicembre 2021.
- Morelli, P., Seghezza, E., (2021). *Why was the ECB reaction to Covid-19 crisis faster than after the 2008 financial crash?.* Journal of Policy Modeling (2021) 1-14.
- Guellec, D., (2009). *Policy Responses to Economic Crisis: Investing in innovation for long-term growth.* OECD 2009.
- Okazaki, T., et al. (2021). *The Bright and Dark Side of Financial Support from Local and Central Banks after a Natural Disaster: Evidence from the Great Kanto Earthquake, 1923 Japan.* Carf working paper.
- Pappa, E. (2020). *Fiscal rules, policy and macroeconomic stabilization in the euro area.* ECB Forum on Central Banking.
- Schuknecht, L., Moutot, P., (2011). *The Stability and Growth Pact. Crisis and Reform.* ECB Occasional Paper Series No. 129 / September 2011.
- Skoufias, E., (2003). *Economic Crises and Natural Disasters: Coping Strategies and Policy*

- Implications*. World Development Vol. 31, No. 7, pp. 1087–1102, 2003
- Spilimbergo, A., et al. (2008). *Fiscal policy for the crisis*. IMF staff position note, December 29, 2008, SPN/08/01
- Stiglitz, J., (1999). *Responding to economic crises: policy alternatives for equitable recovery and development*. World bank, The Manchester School Vol 67 No. 5 Special Issue 1999
- Su, C.W., et al. (2021). *COVID-19 pandemic and unemployment dynamics in European economies*. Economic Research-Ekonomska Istraživanja, DOI: 10.1080/1331677X.2021.1912627
- Taylor, J.B. (2009). *The financial crisis and policy responses: an empirical analysis of what went wrong*. NBER working paper 14631.
- Tirivayi, N., et al. (2020). *A rapid review of economic policy and social protection responses to health and economic crises and their effect on children*. Office of Research, Innocenti Working Paper WP 2020-02, June 2020.
- Valentine, T. (2009). *Alternative policy responses to the Global Financial Crisis*. Economic papers, vol. 28, No. 3, september, 2009, 264–269
- World Bank (2001). *Managing economic crises and natural disasters*. World development report 2000-2001, chapter 9, 161-176.

SITOGRAFIA

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

<https://www.mef.gov.it>

<https://www.imf.org/en/Home>

https://ec.europa.eu/info/index_it

<https://www.consilium.europa.eu/it/european-council/>

<https://www.consob.it>

<https://www.ilsole24ore.com>

<https://www.infomercatiesteri.it>

<https://www.teleborsa.it>

<https://temi.camera.it/leg18/>