

Gli strumenti dell'intervento pubblico dell'economia in risposta alle crisi

Prof. Mauro Milillo

RELATORE

Federico Coppari

CANDIDATO

Sommario

| | |
|--|-----------|
| Introduzione | 3 |
| Capitolo 1 – Le crisi nella storia: evoluzione e dinamiche ricorrenti | 5 |
| 1.1 Definizione e classificazione delle crisi | 5 |
| 1.2 Le principali crisi economiche dal XXI secolo ad oggi..... | 9 |
| 1.3 Impatti economici e sociali delle crisi: inflazione, disoccupazione, debito pubblico, disuguaglianze | 16 |
| 1.4 Indicatori e segnali premonitori delle crisi economiche: come riconoscerle prima che esplodano | 22 |
| Capitolo 2 – Cause delle crisi economiche del millennio: fallimenti dello stato e squilibri macroeconomici..... | 26 |
| 2.1 I fallimenti del mercato: monopoli, asimmetrie informative, esternalità, beni pubblici | 26 |
| 2.2 Passaggio dallo Stato interventista a quello regolatore in Italia | 30 |
| 2.3 Politiche monetarie non convenzionali..... | 32 |
| 2.4 Aspetti psicologici e aspettative negli shock economici | 35 |
| Capitolo 3 – Il ruolo dello Stato e della finanza pubblica nella gestione delle crisi | 39 |
| 3.1 Teorie economiche sull'intervento pubblico in tempo di crisi..... | 39 |
| 3.2 Strumenti della politica fiscale e monetaria per la stabilizzazione | 43 |
| 3.3 Politiche di austerità e spending review: effetti sulla finanza pubblica e sull'economia | 47 |
| 3.4 Il ruolo delle regole europee di finanza pubblica nelle crisi | 50 |
| Capitolo 4 – Prevenzione e risposta alle crisi: modelli, soluzioni e riforme | 54 |
| 4.1 Meccanismi europei di vigilanza finanziaria | 54 |
| 4.2 Le risposte alle crisi recenti | 57 |
| 4.3 Next Generation EU e nuova governance economica europea..... | 61 |
| 4.4 Riforme strutturali e investimenti pubblici: strategie per costruire resilienza | 64 |
| Conclusioni..... | 68 |
| Ringraziamenti..... | 70 |
| Bibliografia..... | 71 |
| Sitografia | 72 |

Introduzione

Negli ultimi decenni, il mondo si è trovato ad affrontare una serie di crisi economiche (con cause di svariata origine) che hanno messo seriamente in discussione le basi stesse del sistema capitalistico globale. Non si è trattato soltanto di shock economici, ma di eventi che hanno inciso in profondità anche sul tessuto sociale e politico delle nazioni, lasciando conseguenze visibili ancora oggi. Basti pensare alla crisi finanziaria del 2008, che ha mostrato con chiarezza quanto fragili e interconnessi fossero i mercati internazionali, oppure alla pandemia da COVID-19, capace in pochi mesi di bloccare interi settori produttivi, modificare radicalmente le nostre abitudini quotidiane e ridefinire comportamenti sociali ed economici. A questi eventi si aggiungono le tensioni geopolitiche degli ultimi anni e le sfide sempre più pressanti poste dal cambiamento climatico. Ognuno di questi momenti, a suo modo, ha contribuito a modulare il ruolo dello Stato, a mettere in discussione i meccanismi tradizionali dei mercati e a sfidare la solidità delle odierne istituzioni democratiche. È in questo scenario che il dibattito sul rapporto tra Stato e mercato ha riacquisito una centralità che sembrava quasi smarrita durante gli anni della globalizzazione più spinta, facendo sì che tornassero alla ribalta interrogativi fondamentali, ancora oggi aperti come: quali dovrebbero essere i limiti dell'intervento pubblico? In che modo si può bilanciare la libertà economica con la necessità di tutelare le finanze statali e il bene collettivo? E soprattutto, quali strumenti hanno oggi a disposizione i governi per affrontare crisi di portata così vasta senza mettere a rischio la sostenibilità dell'intero sistema?

Questa tesi nasce dalla volontà di approfondire tali interrogativi, infatti, l'obiettivo principale è quello di analizzare l'evoluzione del ruolo dello Stato nell'economia contemporanea, attraverso lo studio delle principali crisi degli ultimi decenni, delle teorie economiche che ne hanno orientato la gestione e delle politiche pubbliche messe in campo come "ammortizzatori" o "campanelli d'allarme". In questo modo, il lavoro intende offrire una riflessione chiara, consapevole e, per quanto possibile, utile a comprendere come l'interazione tra potere pubblico e mercato abbia modellato, e continui a modellare, le società in cui ogni giorno ci "connettiamo". La mia ricerca sarà suddivisa in quattro capitoli, rispettivamente:

Il primo capitolo ha come obiettivo l'analisi sul concetto stesso di crisi, non limitandosi a quella economica, ma ampliando lo sguardo alle diverse tipologie che la storia recente ci ha mostrato. Saranno ripercorse le principali "perturbazioni" del XX secolo, confrontandone le caratteristiche e analizzandone gli impatti a lungo termine. La parte finale sarà dedicata agli indicatori e ai segnali premonitori che precedono questi eventi, strumenti essenziali per anticipare, o almeno mitigare, le conseguenze delle crisi future.

Il secondo capitolo indaga invece le cause delle crisi economiche a livello teorico, senza trascurare le conseguenze psicologiche che esse hanno sugli individui e sulle comunità. Saranno introdotte le cosiddette politiche monetarie non convenzionali e verrà fatto un excursus sulla situazione italiana. In particolare, si analizzerà il periodo successivo al cosiddetto “Miracolo economico”, per comprendere come la crescita rapida e non sempre equilibrata abbia contribuito alla fragilità attuale del sistema economico italiano.

Il terzo capitolo affronta il tema della gestione delle crisi economiche da parte dello Stato e delle principali entità sovra-nazionali. In primo luogo, saranno prese in esame le idee di alcuni tra i più influenti filosofi ed economisti, come Adam Smith e John Maynard Keynes: due figure lontane per epoca e contesto storico, ma accomunate dall’aver elaborato visioni destinate a influenzare profondamente la teoria e la pratica economica. Le loro riflessioni, pur risalenti a secoli fa, risultano infatti ancora oggi ricche di spunti e capaci di offrire chiavi di lettura attuali da confrontare alle politiche messe in atto dagli organi nazionali e sovra-nazionali.

Il quarto capitolo sposterà invece lo sguardo dal presente al futuro. L’analisi si concentrerà sulle nuove forme di intervento pubblico nell’economia contemporanea e ai meccanismi di prevenzione e sorveglianza che i governi e le istituzioni stanno mettendo in atto. Verranno anche introdotte le principali normative e regole (a livello comunitario e nazionale) per comprendere al meglio l’origine e il fine delle risposte a tali eventi. La parte conclusiva offrirà una riflessione prospettica sul futuro dell’Unione Europea e sulle manovre attualmente in corso per garantire una maggiore stabilità economica e politica in un contesto globale sempre più complesso e dinamico.

In conclusione, questa tesi non pretende di offrire risposte definitive né soluzioni universali a tali circostanze. Piuttosto, mira a contribuire al dibattito con uno sguardo riflessivo e consapevole sulle dinamiche che caratterizzano il presente, facendo affidamento alle scuole di pensiero, ai regolamenti imposti dagli organi sovra-nazionali ed alla gestione di politiche fiscali e monetarie da parte dei singoli stati. In un’epoca segnata da trasformazioni profonde e da un’incertezza continua, diventa quindi fondamentale e necessario interrogarsi sul ruolo dello Stato non solo come regolatore dei mercati, ma anche come attore economico e sociale, capace di sostenere la resilienza delle comunità e di rafforzare la capacità dei sistemi di sopportare gli svariati tipi di shock globali.

Capitolo 1 – Le crisi nella storia: evoluzione e dinamiche ricorrenti

1.1 Definizione e classificazione delle crisi

Crisi è un termine antico: deriva dal greco *krisis* che rappresentava (nella medicina) al tempo il momento decisivo in cui bisognava fare una determinata scelta affinché il paziente potesse salvarsi o meno. Al giorno d'oggi per crisi si intende un avvenimento inaspettato, improvviso e destabilizzante che interrompe lo status quo di un sistema provocando cambiamenti e richiedendo misure e risposte straordinarie. Crisi è “una rottura dell'andamento previsto o prevedibile delle cose”¹. Nella lettura economica e politica essa viene associata alla perturbazione dell'equilibrio di un sistema con un'intensità abbastanza elevata da permettere una generazione di effetti (molto spesso non previsti) concatenati fra loro in ambiti simili o meno, ad esempio a livello economico, politico, sociale, ambientale, eccetera. Le crisi possono derivare da shocks esogeni o endogeni e si caratterizzano per un'elevata e imminente incertezza, accompagnata da urgenza, rischi non considerati e il rischio di escalations. Tali situazioni implicano sfide ardue e considerevoli per i decisori coinvolti, i quali spesso devono intervenire in modo congiunto e sincronizzato (anche se ciò non accade molto spesso nella realtà) sia a livello locale che transnazionale. Per provare a capire con più facilità i vari tipi di crisi e le loro conseguenze, possiamo provare a suddividerle in sette tipologie principali: economica, geopolitica, sanitaria, ambientale, sociale, tecnologica e umanitaria.

1.1.1 Crisi economica/finanziaria

Le crisi economiche si manifestano con una caduta dell'attività produttiva, l'aumento della disoccupazione e la diminuzione della domanda di lavoro, la galoppante variazione dei prezzi e del tasso di inflazione, il collasso di interi settori e in alcuni casi il fallimento degli Stati sovrani. Le cause possono essere sia di natura endogena come bolle speculative o squilibri macroeconomici che esogene come shock dell'offerta o crisi globali. Esempi emblematici di questo tipo di crisi sono la Grande Depressione del 1929 e la crisi dei mutui subprime del 2008. Molto spesso, come nel caso della bolla dot-com del 2001, le crisi finanziarie nascono da un eccesso di credito e ottimismo, che creano speculazioni e malfunzionamenti del mercato, per poi dissipare la fiducia dei creditori e degli investitori facendo esplodere la bolla. Nonostante le innovazioni finanziarie e regolatorie, anche a seguito della crisi dei debiti sovrani, il mercato a memoria breve tendendo a dimenticare gli errori passati facendo sì che la crisi diventi una sorta di

¹ Yves Mény, "La crisi politica," in *L'Unione Europea in crisi*, a cura di Luisa Torchia (Milano: Giuffrè, 2017), 5.

ciclo di lungo corso del sistema capitalistico. A livello macroeconomico, in generale, per la risoluzione di questi eventi eccezionali occorre adottare misure e politiche fiscali e monetarie straordinarie per evitare l'insorgenza di un circolo vizioso e per ripristinare la fiducia da parte degli operatori economici e dei consumatori. Molto spesso servono misure anche drastiche (e spesso impopolari) per rimettere in moto il sistema.

1.1.2 Crisi geopolitiche

Le crisi geopolitiche includono conflitti aperti, tensioni tra Stati, imposizione di condizioni inique, guerre commerciali e minacce alla sicurezza collettiva. Questo tipo di crisi racchiude eventi che modificano gli equilibri internazionali, condizionano autorità nazionali e sovra-nazionali e possono generare talvolta effetti domino in diversi ambiti causando anche eventuali crisi energetiche, umanitarie, eccetera. Il più recente esempio è rappresentato dal conflitto armato tra la Russia e l'Ucraina dato che tale crisi si è estesa in tutto il mondo avendo un contagio globale e producendo drammatici effetti sull'andamento dei prezzi delle materie prime, sull'inflazione, sulla politica energetica e sul riarmo dell'Unione Europea. In contesti fortemente interconnessi, tali crisi sono in grado di compromettere il commercio, spingere verso la militarizzazione dei singoli stati, far vacillare le relazioni tra i diversi governi e alimentare il rischio politico. Come se non bastasse, la gestione delle crisi geopolitiche non richiede solo strumenti diplomatici ma anche meccanismi multilaterali di sicurezza, monitoraggio e prevenzione dei conflitti.

1.1.3 Crisi sanitarie

Le crisi sanitarie possono essere causate da un'epidemia fuori controllo (col rischio che diventi pandemia) di agenti patogeni che mette sotto pressione la sanità pubblica generando vittime, panico e disorganizzazione. Possono essere anche causate anche dalla sola mancata capillarizzazione del settore sanitario statale. L'esempio più lampante di crisi sanitaria è quella dovuta alla pandemia di COVID-19. Questa è stata definita dalla World Health Organization come “the most significant health challenge that the world has confronted in over 70 years of WHO’s existence”², con milioni di morti, ospedali al collasso ed effetti economici paragonabili a quelli delle più gravi crisi finanziarie. Le conseguenze delle crisi sanitarie non si limitano alla salute pubblica: esse modificano i comportamenti e le abitudini di consumo, i processi tecnologici e pongono sfide alla governance globale. Esse evidenziano l'importanza della cooperazione scientifica e delle capacità degli Stati di coordinarsi e di effettuare manovre tempestive e incisive.

² World Health Organization. *The COVID-19 Pandemic and Continuing Challenges to Global Health*.
<https://www.who.int/about/funding/invest-in-who/investment-case-2.0/challenges>.

1.1.4 Crisi ambientali e climatiche

Le crisi ambientali riguardano l'interazione tra l'essere umano e l'ambiente che lo circonda. Comprendono fenomeni come cambiamento climatico, perdita di biodiversità, inquinamento e assottigliamento dello strato di ozono che ricopre l'atmosfera e aumento delle calamità naturali. A differenza delle crisi economiche, quelle ambientali coprono un orizzonte temporale molto più esteso ma non per questo meno grave. Gli effetti di questa crisi li sentiamo già sulla nostra pelle (basti pensare al solo aumento della temperatura media globale) dato che è attuale ed i suoi effetti saranno ancora più intensi nelle decenni a venire. Affrontare queste crisi richiede un cambio di prospettiva nei modelli industriali e nei consumi. Le politiche ambientali devono essere integrate nelle strategie economiche e territoriali, promuovendo l'uso efficiente delle risorse, della produzione di energia pulita e dell'economia circolare. Per comprendere al meglio quanto questo tipo di crisi sia impattante, basti considerare che il rapporto dell'IPCC ³ del 2022 sottolinea come il cambiamento climatico rappresenti un rischio crescente e sistemico, con impatti interconnessi su settori vitali quali la sicurezza alimentare, l'acqua e la salute pubblica, richiedendo una risposta coordinata a livello globale.

1.1.5 Crisi sociali

Le crisi sociali (e istituzionali) nascono in contesti in cui la fiducia nelle istituzioni si logora, le disuguaglianze crescono, le società si frammentano, le identità ed i valori vengono meno e l'individuo non si sente rappresentato da chi gestisce il proprio paese. Quando il patto sociale si indebolisce, emergono tensioni latenti che possono tradursi in tensioni, instabilità e conflitti. Queste crisi si manifestano attraverso proteste diffuse, manifestazioni violente, assenza dello Stato o anche perdita di credibilità verso i rappresentanti del potere politico o nel caso più violento episodi e conflitti legati ad identità culturali, religiose o etniche diverse da quelle insite nella maggior parte del popolo. Spesso, le crisi non si presentano in modo isolato ma si intrecciano in un vero e proprio groviglio: una crisi del lavoro (innescata ad esempio da difficoltà economiche) può alimentare il disagio sociale, mentre una gestione inefficace di un qualsiasi tipo di emergenza può compromettere gravemente la fiducia nella politica e nelle autorità pubbliche. Come se non bastasse, la crescente diffusione di fake news e disinformazione (esacerbate dalla recente proliferazione di intelligenze artificiali addestrate a generare contenuti *deepfake* o simili), amplificata dai social media, rischia ancora di più di compromettere la fiducia nei confronti dei media tradizionali e delle istituzioni democratiche. In un contesto del genere è pertanto

³ Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), *Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability*. <https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg2/>.

fondamentale rafforzare i meccanismi di responsabilità, trasparenza ed inclusività nella governance pubblica.

1.1.6 Crisi tecnologiche

Una crisi tecnologica (o digitale) può essere definita come un evento inatteso ed improvviso che compromette, o deteriora nel peggiore dei casi, in modo critico le funzionalità, la sicurezza, la tutela di chi fa uso di tale tecnologia e la tutela dei sistemi tecnologici e informatici. Questo tipo di crisi colpisce in maniera indiscriminata persone, imprese ed istituzioni. Citando l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), “the various dimensions mentioned above (economic, social, technical, law enforcement, national security and international security) are as interrelated in the digital environment as they are outside of it”⁴. Questo tipo di crisi non racchiude unicamente problemi tecnici, ma genera anche ricadute economiche, sociali e politiche. Ad esempio, possono causare perdita della produttività di un'intera regione del mondo e creare danni economici diretti, possono erodere la fiducia degli investitori o degli utenti finali, possono creare un effetto domino in settori interconnessi (come ad esempio la logistica, la sanità e la finanza) ed infine possono “gettare la benzina sul fuoco” di attacchi informatici di stato alimentando rischi geopolitici. Altri esempi possono essere attacchi, disinformazione digitale, manipolazione dei dati, crash e blackout digitali. Occorre quindi regolamentare in modo stringente tali sistemi per non compromettere le loro funzionalità e tutelare coloro che ne fanno uso.

1.1.7 Crisi umanitarie

Le crisi umanitarie sono tra le forme di crisi più gravi e complesse, poiché rischiano di compromettere la sopravvivenza, la dignità e la tutela diritti fondamentali delle persone, spesso anche su una scala estesa a intere regioni del mondo. Possono derivare da un elevato numero di cause come quelle naturali, sociali, economiche o geopolitiche, e richiedono risposte coordinate su molteplici livelli di natura eterogenea. Secondo l'UNICEF, A” humanitarian crisis is defined as any circumstance where humanitarian needs are sufficiently large and complex to require significant external assistance and resources, and where a multi-sectoral response is needed, with the engagement of a wide range of international humanitarian actors (IASC). This may include smaller-scale emergencies; in countries with limited capacities, the threshold will be lower than in countries with strong capacities. An emergency is a situation that threatens the lives and well-being of large numbers of a population and requires extraordinary action to ensure their survival,

⁴ Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico, *Digital Security Risk Management for Economic and Social Prosperity: OECD Recommendation and Companion Document* (Parigi: OECD Publishing, 2015), 23.

care and protection" ⁵. Alcuni esempi possono essere flussi migratori forzati da conflitti armati o guerre, carestie ed in sicurezza alimentari oppure conseguenze dirette di calamità naturali. Le principali conseguenze di queste crisi sono morte, logoramento di infrastrutture, degrado, povertà, aumento della criminalità ed interruzione di servizi pubblici fondamentali. Infine, possono manifestarsi in forma acuta o cronica e lo stato deve riuscire ad intervenire per evitare fenomeni caotici e anarchici in cui *“dove non arriva lo stato arriva il popolo”*.

1.1.8 Conclusioni delle classificazioni

Per concludere, le crisi hanno sempre rappresentato momenti cruciali nella storia economica, politica e sociale dell'uomo dato che sono capaci di innescare profondi cambiamenti radicali e strutturali quanto di causare interruzioni e crepe nei sistemi consolidati. Le crisi agiscono quindi come spartiacque, acceleratori di trasformazioni o, al contrario, come fattori di regressione e annichilimento dello sviluppo. Comprendere a fondo ciascuna tipologia, nonché i relativi meccanismi attraverso cui si manifestano e si propagano, è fondamentale per costruire società più, adattive e capaci di apprendere dall'esperienza degli eventi passati. La capacità di una società di reagire positivamente e tempestivamente ad una crisi dipende in larga misura dal grado di preparazione preventiva, dalla solidità delle sue istituzioni democratiche e dalla coesione che la lega ai suoi membri. In questo senso, lo studio comparato delle crisi non è solo un esercizio accademico, ma uno strumento essenziale per sviluppare strategie di previsione, prevenzione e gestione. In un mondo sempre più interconnesso, interdipendente e vulnerabile, rafforzare la comprensione dei fenomeni critici diventa una priorità per garantire stabilità e sostenibilità nel lungo periodo.

1.2 Le principali crisi economiche dal XXI secolo ad oggi

Dopo aver analizzato le diverse tipologie di crisi, è naturale chiedersi come quest'ultime (in particolare quelle di natura economica/finanziaria) si siano manifestate negli ultimi decenni. Il XXI secolo, infatti, non è stato affatto risparmiato da eventi di questo tipo che hanno messo alla prova la stabilità dei sistemi economici locali e globali, nonostante l'ottimismo e le aspettative generali che si sono caratterizzati alla fine del vecchio millennio. A partire dal 2000, abbiamo tutti assistito ad una serie di crisi che, pur con cause e caratteristiche differenti hanno avuto un impatto profondo (e molto spesso con conseguenze ancora presenti oggi) sull'economia reale, sulla finanza pubblica, sulla vita dei singoli individui o più in generale sul sistema

⁵ United Nations Children's Fund (UNICEF), *Core Commitments for Children in Humanitarian Action: Scope of CCCs*, United Nations, 2020, <https://www.corecommitments.unicef.org/ccc-1-1>.

economico globale. Dalla bolla speculativa delle dot-com alla crisi finanziaria globale, dalla crisi del debito europeo fino alla pandemia da COVID-19 e agli shock energetici a causa dell'attuale aggressione della Russia nei confronti dell'Ucraina, ogni evento ha lasciato tracce ben visibili e ha contribuito a ridefinire le priorità economiche e politiche di molti Paesi. Per comprendere meglio le vulnerabilità dei nostri sistemi economici e le risposte introdotte dalle istituzioni, è quindi utile ripercorrere le principali crisi economiche del nuovo millennio. Nei paragrafi a seguire, l'obiettivo è quello di evidenziare le lezioni che possiamo trarre da queste "situazioni spartiacque".

1.2.1 Crisi delle dot-com (2000-2001)

Dopo aver corso contro il tempo per evitare i disastri annunciati dal Millennium Bug - il problema informatico che aveva spaventato il sistema economico globale a causa delle sue potenziali conseguenze catastrofiche - il mondo si è ritrovato con una nuova spada di Damocle puntata addosso: la bolla delle dot-com. Brevemente, questa consisteva in un'esplosione di euforia speculativa che aveva messo a dura prova i mercati finanziari col sorgere del nuovo millennio. Durante la seconda metà degli anni '90, infatti, si diffuse un forte ottimismo (irrazionale per certi versi) nei confronti del potenziale rivoluzionario di Internet, che portò a valutazioni finanziarie spesso sproporzionate rispetto ai risultati economici delle aziende appena quotate, tramite previsioni che facevano più leva sulle aspettative individuali che sui dati oggettivi. Molte di queste erano piccole start-ups tecnologiche e le loro azioni vennero quotate nelle varie borse mondiali con capitalizzazioni elevate, basate più sulle possibilità di crescita futura che su risultati concreti o profitti reali. Il contesto del momento generò una vera e propria bolla finanziaria, alimentata unicamente da investimenti speculativi e da un'eccessiva fiducia dei diversi operatori del mercato. A partire dal Marzo 2000, il mercato cominciò a "rinsavire", facendo una presa di coscienza riguardo l'insostenibilità di tali valutazioni, provocando un rapido e consistente crollo del valore di tali titoli, in particolare di quelli presenti sul NASDAQ, il principale indice di riferimento per le imprese high-tech. Questa caduta segnò l'inizio di una nuova recessione economica negli Stati Uniti, con ripercussioni negative anche sugli altri paesi industrializzati in contatto con loro. Le conseguenze della crisi furono rilevanti: numerose aziende tecnologiche fallirono o furono costrette a ristrutturazioni profonde, la fiducia degli investitori venne meno e subì un forte ridimensionamento e il settore nel suo complesso dovette riorganizzarsi per superare tale criticità per garantire una crescita più sostenibile. Solo alcune società, come Amazon, eBay e Yahoo!, riuscirono a sopravvivere e prosperare, mentre molte altre scomparvero a seguito dell'esplosione della bolla. La fiducia fu talmente sovralimentata tanto che l'economista Robert J. Shiller definì la

bolla delle dot-com⁶ come l'esempio classico di eccesso speculativo alimentato da un'esuberanza irrazionale, in cui i prezzi hanno superato di gran lunga ogni base razionale. La crisi delle dot-com rappresenta un chiaro, se non il migliore, esempio di come l'euforia irrazionale e la speculazione finanziaria possano portare alla formazione di bolle e al loro successivo scoppio, mettendo in evidenza l'importanza di un'analisi rigorosa nei fondamentali economici e di una gestione prudente degli investimenti.

1.2.2 Crisi dei mutui subprime (2007-2008)

Dopo il crollo della bolla delle dot-com e una ripresa economica trainata dall'espansione del credito e dalla fiducia nei mercati, l'economia mondiale fu nuovamente travolta da una crisi sistemica: la crisi finanziaria del 2007-2008, nota anche come crisi dei mutui subprime. Questa crisi ebbe origine negli Stati Uniti, ma a causa dell'elevato grado di interconnessione dei mercati finanziari, si diffuse molto velocemente in tutto il mondo, colpendo duramente anche il vecchio continente e le altre economie avanzate. Il cuore della crisi risiedeva nel mercato immobiliare statunitense, dato che a partire dai primi anni del XX secolo, le banche avevano iniziato a concedere con crescente disinvoltura mutui e finanziamenti a soggetti con basso merito creditizio, i cosiddetti *subprime borrowers*. L'accesso facilitato al credito, unito a tassi di interesse inizialmente bassi e convenienti, aveva alimentato un boom edilizio, con un'impennata dei prezzi delle abitazioni ed una percezione diffusa di crescita continua nel settore immobiliare. Questi mutui ad alto rischio venivano poi impacchettati in strumenti finanziari complessi e venduti sul mercato globale, trasferendo di fatto il rischio di insolvenza dagli istituti di credito ai compratori di tali strumenti. Le agenzie di rating, sottovalutando i pericoli associati a tali titoli e le falle del sistema (asimmetria informativa ad esempio), attribuivano loro valutazioni positive, incentivando ulteriormente la speculazione e distorcendo le considerazioni dei potenziali compratori. A partire dal 2006, tuttavia, i prezzi delle case cominciarono a scendere, rendendo impossibile per molti debitori rifinanziare i mutui o vendere le proprie abitazioni per saldare i debiti. Il tasso di insolvenza esplose, e con esso il valore degli strumenti finanziari sopracitati crollò drasticamente. Le istituzioni che ne detenevano grandi quantità iniziarono quindi a registrare ingenti perdite. Nel 2008 la crisi raggiunse il suo apice con il fallimento della storica banca di investimento Lehman Brothers, che segnò un punto di non ritorno. Il sistema finanziario globale fu scosso da un'ondata di sfiducia: le banche smisero di prestarsi denaro a vicenda (diminuendo quindi prestiti interbancari e "l'offerta di moneta" nei mercati monetari), i mercati azionari crollarono e molte aziende affrontarono gravi crisi di liquidità. L'impatto sull'economia reale fu immediato, a seguito

⁶ Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, (Princeton University Press, 2000).

di tale evento si innescarono i principali effetti: il crollo della domanda, l'aumento della disoccupazione e il rallentamento della produzione. Queste conseguenze portarono quindi ad una recessione globale. I governi e le banche centrali dovettero intervenire con misure senza precedenti, tra cui salvataggi pubblici di istituzioni bancarie, riduzioni dei tassi di interesse per stimolare consumo e nuovi investimenti, politiche monetarie espansive, eccetera. Il recupero fu lento e caratterizzato da forti disuguaglianze: molte economie tornarono a crescere solo dopo alcuni anni e le conseguenze della crisi si rifletteranno anche sul piano politico e sociale, alimentando la sfiducia verso le élite finanziarie e le istituzioni internazionali. Personalmente ritengo che «Chi non impara dai propri errori è destinato a riviverli»⁷ si sposi bene con uno dei più importanti problemi dei mercati finanziari, la memoria a breve termine. Nonostante la portata devastante della crisi dei mutui subprime, che ha messo in ginocchio istituzioni bancarie e interi sistemi economici, negli anni successivi è emersa in modo sempre più evidente una volontà politica, soprattutto negli Stati Uniti, di allentare alcune delle regolamentazioni introdotte proprio per evitare il ripetersi di simili “eventi sistemici ad alto impatto”. In particolare, l'amministrazione Trump ha come fine una progressiva deregolamentazione del settore bancario, giustificata dall'obiettivo di stimolare la crescita economica, il consumo, gli investimenti e ridurre gli oneri burocratici per le piccole e medie banche. Questo approccio solleva preoccupazioni tra economisti e regolatori (basti pensare alle forti tensioni tra Jerome Powell, presidente della FED, ed il presidente Donald J. Trump), timorosi che un'eccessiva flessibilità normativa possa ricreare le condizioni di instabilità che avevano caratterizzato quegli anni. La memoria corta dei mercati e la pressione esercitata da interessi economici organizzati hanno dunque spinto il dibattito pubblico verso un equilibrio instabile tra esigenze di sicurezza sistemica e libertà di operare nel settore finanziario. La crisi del 2007-2008 ha rappresentato un momento divisivo nella storia economica recente, mettendo in evidenza i limiti della deregolamentazione finanziaria e della fiducia eccessiva nei meccanismi di mercato. Ha inoltre posto le basi per un ripensamento delle politiche economiche globali, in particolare in termini di vigilanza bancaria, trasparenza e protezione dei consumatori (sarà proprio la crisi del debito sovrano che riporterà alla luce questi temi).

1.2.3 Crisi del debito sovrano (2011-2012)

Dopo gli sconvolgimenti causati dalla crisi finanziaria del 2007-2008, L'Europa si trovò a fronteggiare una nuova e profonda crisi che si manifestò principalmente come una crisi del debito sovrano, il cui apice si concentrò intorno al 2012. Questo evento rappresentò una sfida senza precedenti per l'Eurozona, mettendo a nudo le fragilità strutturali di alcuni paesi membri, le

⁷ Chiellino Giuseppe. *“I politici lontani dalla moneta fanno solo pasticci”*, Il Sole 24 Ore, 23 maggio 2025.

limitazioni di un'unione monetaria senza un adeguato coordinamento fiscale e le disuguaglianze presenti tra i diversi paesi. Al centro vi erano i cosiddetti PIIGS - acronimo giornalistico dispregiativo che raggruppa Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna - che erano stati accumulati da un elevato livello di debito pubblico e da deficit strutturali che, negli anni precedenti, erano stati mascherati da una crescita economica stagnante e da una gestione fiscale insostenibile. La recessione globale seguita alla crisi del 2007 aveva aggravato la situazione, erodendo le entrate fiscali e facendo esplodere i costi legati alle politiche di welfare, generando infine un circolo vizioso di debito crescente e perdita di fiducia da parte dei mercati finanziari. L'esempio più lampante della dissipazione dell'ottimismo e della credibilità avvenne a Novembre 2011 quando lo spread tra i BTP italiani ed i Bund tedeschi arrivò a toccare i 575 punti base. Tra il 2010 e il 2012, l'incertezza sul possibile default dei paesi sopracitati spinse i tassi di interesse sui loro titoli di Stato a livelli insostenibili, rendendo il costo del finanziamento pubblico eccessivamente oneroso alimentando paure circa la tenuta stessa dell'euro. Fu in questo contesto che la Banca Centrale Europea, con l'allora presidente Mario Draghi, annunciò nel 2012 il suo impegno a fare «whatever it takes»⁸ per salvare l'euro, avviando l'acquisto illimitato di titoli di Stato sul mercato secondario. Questo intervento fu di fondamentale importanza per riportare calma nei mercati e impedire il collasso della moneta unica. Tuttavia, il prezzo di questo salvataggio fu alto: i paesi colpiti furono costretti ad adottare rigide misure di *austerity* (promosso in Italia dal Governo Monti, chiamato anche il “Governo tecnico”), con pesanti tagli alla spesa pubblica e aumenti delle imposte al fine di rassicurare i mercati e ridurre il deficit. Le conseguenze sociali furono profonde: la disoccupazione crebbe drasticamente, specialmente tra i giovani, furono ridimensionate le politiche di welfare sociale e la crescita economica rallentò, dando origine a proteste popolari e una crescente sfiducia verso le istituzioni europee e nazionali. Per far fronte a queste criticità, l'UE introdusse una serie di strumenti normativi e istituzionali atti a rafforzare la governance economica e prevenire future crisi. L'Unione Europea introdusse una serie di strumenti normativi e istituzionali volti a rafforzare la governance economica e prevenire future crisi. Tra questi, il *cd. fiscal compact*⁹, che impose regole più stringenti sul controllo del debito e dei deficit pubblici; la modifica del Patto di Stabilità e Crescita (PSC), con criteri più rigorosi e monitoraggi più frequenti; e il cosiddetto “Six Pack”, un pacchetto di sei regolamenti e direttive che rafforzarono la sorveglianza macroeconomica e fiscale degli Stati membri, accompagnato dal “Two Pack” in seguito. Questi interventi furono la base per la creazione di un

⁸ Mario Draghi, *Speech at the Global Investment Conference in London*, Banca Centrale Europea, 26 luglio 2012, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

⁹ European Commission, *Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica* (Bruxelles: Commissione Europea, 2012), <https://www.consilium.europa.eu/media/20388/st00tscg26-it-12.pdf>.

sistema più integrato di controllo e coordinamento, culminato nella nascita dell'Unione Bancaria Europea. Citando Mishkin, Eakins e Beccalli, “questo progetto intende perseguire due obiettivi complementari:

-Rompere l'interazione negativa tra rischio bancario e rischio sovrano; si vuole, cioè, evitare che la probabilità di default di una banca aumenti a causa del peggioramento della qualità del debito pubblico del paese di origine della banca stessa e, nello stesso tempo, che si deteriori lo stato della finanza pubblica in seguito alle eventuali operazioni di salvataggio delle istituzioni bancarie.

-Favorire una maggiore integrazione finanziaria nell'Eurozona, rendendo dunque più efficaci i meccanismi di trasmissione della politica monetaria; in particolare, si tratta di minimizzare le segmentazioni tra mercati nazionali, corrispondenti ai livelli divergenti dei tassi di interesse, a loro volta determinati dalla disomogeneità dei premi per il rischio; a quest'ultima condizione concorre in modo significativo il circolo vizioso tra rischi bancario e sovrano”¹⁰.

Per far fronte a queste criticità, l'UBE attraverso strumenti come il Meccanismo di Vigilanza Unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) e il Meccanismo di Risoluzione Unico (Single Resolution Mechanism, SRM), ha posto le basi per un controllo centralizzato e una gestione più efficace del settore bancario europeo, contribuendo a stabilizzare il sistema finanziario dell'Eurozona. La crisi del debito sovrano del 2012 ha rappresentato un punto di svolta per l'Europa, evidenziando l'urgenza di un coordinamento economico più solido e di meccanismi di vigilanza più incisivi, necessari per garantire la stabilità e la sostenibilità dell'Unione Monetaria Europea nel lungo termine per contrastare “i vizi di origine della zona euro”¹¹.

1.2.4 Crisi legata alla pandemia di COVID-19 (2020-2022)

La pandemia di COVID-19 ha rappresentato uno degli eventi più traumatici e destabilizzanti per l'economia globale e, in particolare, per quella europea. Con l'emergere del virus all'inizio del 2020, i vari governi nazionali si sono trovati costretti ad adottare misure drastiche e senza precedenti per contenere la diffusione del contagio. Quest'ultime, che includevano lockdowns generalizzati, restrizioni agli spostamenti, negozi, ristoranti e molte altre attività economiche, hanno determinato una sospensione quasi totale della normale vita produttiva e sociale. L'impatto economico è stato immediato e severo: la produzione industriale, i servizi e il commercio hanno subito un arresto brusco, con effetti particolarmente forti sui settori più esposti ai contatti sociali, come il turismo, la ristorazione, la cultura e lo spettacolo. Questa brusca flessione ha avuto ripercussioni dirette sul mercato del lavoro: nonostante le politiche di sostegno, molti settori hanno

¹⁰ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins ed Elena Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari* (Milano: Pearson, 2018), 165.

¹¹ Rita Perez, “La crisi del debito pubblico,” in *L'Unione Europea in crisi*, a cura di Luisa Torchia (Milano: Giuffrè, 2017), 58.

registrato perdite occupazionali significative. Dal punto di vista fiscale, la risposta dei governi è stata rapida e massiccia. Per sostenere famiglie, imprese e sistemi sanitari, i bilanci pubblici si sono ampliati considerevolmente, portando a un aumento dei vari debiti statali. Parallelamente, la Banca Centrale Europea ha svolto un ruolo cruciale nel mantenere la stabilità finanziaria e garantire la liquidità nei mercati. La BCE ha fornito un supporto monetario decisivo, riducendo i costi di finanziamento per gli Stati membri e sostenendo la fiducia degli investitori. A livello europeo, l'Unione ha risposto con uno strumento innovativo e senza precedenti: il pacchetto "Next Generation EU", un fondo atto allo stimolo economico. Questo strumento ha avuto lo scopo non solo di sostenere la ripresa economica, ma anche di promuovere la transizione digitale e la sostenibilità ambientale, integrando così politiche di lungo termine nella risposta alla crisi. Dal punto di vista sociale, la crisi ha messo in luce le fragilità di molte fasce della popolazione. I giovani, le donne e i lavoratori precari sono stati tra i più colpiti, sia in termini di occupazione sia di accesso ai servizi essenziali. Inoltre, l'isolamento sociale e le incertezze legate alla pandemia hanno aggravato problemi di salute mentale e di coesione sociale, rendendo la ripresa ancora più complessa. Nonostante queste difficoltà, grazie all'azione coordinata tra istituzioni europee e governi nazionali, la ripresa è iniziata già nel 2021. Tuttavia, il ritmo di questa ripresa è stato disomogeneo tra i diversi Stati membri, influenzato dalle diverse capacità di gestione sanitaria, economica e amministrativa.

1.2.5 Crisi energetica e inflazionistica (2022 – in corso)

Dopo aver superato la difficoltà causata dal Covid-19, l'Europa si è subito ritrovata ad affrontare una grave crisi energetica che ha messo in difficoltà sia le famiglie sia le imprese. A causa di vari fattori, come l'aumento della domanda globale di energia e le tensioni geopolitiche, in particolare il conflitto tra Russia e Ucraina, le forniture di gas naturale si sono ridotte drasticamente, causando un forte aumento dei prezzi dell'energia. Questo, ha pesato molto sui conti delle famiglie, che si sono trovate a dover pagare bollette sempre più alte, riducendo così il loro potere d'acquisto. Allo stesso tempo, molte aziende, soprattutto quelle con consumi energetici elevati, hanno dovuto affrontare costi di produzione più alti mettendo a rischio la loro capacità di competere sul mercato e la stabilità del lavoro. L'aumento dei costi energetici ha dunque contribuito in modo decisivo anche alla crescita dell'inflazione, che ha colpito soprattutto i beni di prima necessità e le materie prime. L'aumento generale dei prezzi ha quindi reso più difficile la vita di molte persone, in particolare di chi già si trovava in condizioni economiche fragili. Questa crisi ha evidenziato quanto sia urgente rendere il sistema energetico europeo più sostenibile e meno dipendente da fornitori esterni, puntando di più sulle energie rinnovabili e sull'efficienza energetica. Allo stesso tempo, è

importante far applicare misure di sostegno per chi soffre maggiormente l'impatto economico di questa situazione, garantendo così una ripresa più equa e solida.

1.3 Impatti economici e sociali delle crisi: inflazione, disoccupazione, debito pubblico, disuguaglianze

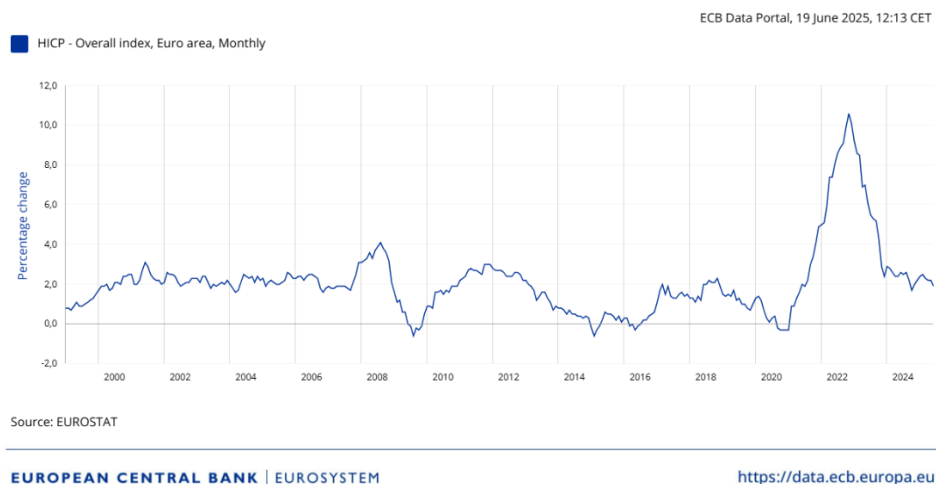
Dopo aver esaminato le principali tipologie di crisi e le loro principali manifestazioni nel XXI secolo, è ora necessario affrontare il tema degli effetti che questi eventi hanno prodotto sul piano economico e sociale, prestando particolare attenzione ad alcune variabili tra le più importanti, quali inflazione, occupazione, debito pubblico e distribuzione del reddito. Le crisi, infatti, non costituiscono eventi isolati e circoscritti nel tempo, ma possono innescare meccanismi a catena che si prolungano ben oltre la fase acuta e che, anzi, vanno a modificare equilibri già fragili e ad accentuare vulnerabilità preesistenti. Molto spesso, i sistemi economici colpiti faticano a riassetarsi pienamente e gli effetti sociali possono tradursi in "ferite" che rimangono tali per lungo tempo sotto forma di disoccupazione, maggiori disuguaglianze, malcontento sociale o sfiducia verso le istituzioni. Attraverso il ricorso a statistiche e indicatori socioeconomici, nelle righe seguenti cercheremo dunque di evidenziare alcune delle più importanti dinamiche determinate dalle crisi, con l'intento di fornire un'immagine più completa dei loro effetti a medio e lungo termine.

1.3.1 Il tasso d'inflazione

Ritengo che sia utile, per comprendere al meglio tutti gli altri indicatori, iniziare ad analizzare la volatilità dell'Indice dei Prezzi al Consumo dell'Area Euro al fine di poter "percepire" al meglio gli altri parametri. Anche dando una rapida occhiata al grafico sottostante sono facilmente notabili diversi picchi, sia verso l'alto, che verso il basso. A partire dal XX secolo, fino a Marzo 2000, si nota (seppur con alti e bassi) una salita accompagnata poi da diverse fluttuazioni. Questo periodo infatti è stato caratterizzato dalla sopracitata esplosione della bolla delle dot-com che aveva dato una scossa ai mercati finanziari, facendoli poi rinsavire nel terzo mese del nuovo millennio. Successivamente si sono alternati periodi dove l'economia rimaneva tendenzialmente stabile (rispetto ai periodi più eccentrici), dove la volatilità sembrava essere sotto controllo, ma ciò non potè durare per sempre. Infatti, a causa del fermento e dell'eccesso di credito, da Settembre 2007 (il cui tasso era del 2,1%) a Giugno 2008 (con il 4,1%) il tasso d'inflazione quasi raddoppiò in meno di un anno, generando la più grande crisi finanziaria che l'essere umano abbia mai vissuto. Giugno 2008 rappresenta l'apice di questa crisi, infatti, dopo che anche questa bolla esplose, il tasso cadde vertiginosamente verso il basso. Per dare un'idea, basandomi sempre sulle informazioni fornite dalla BCE, in dodici mesi il tasso scese addirittura sotto lo 0%, e a Luglio 2009 arrivò al suo

estremo inferiore, l'allarmante -0,9%. Ciò preoccupava gli economisti, perché un valore del genere introduce una deflazione, che a sua volta genera crisi occupazionale e riduzione del PIL.

Continuando a scorrere attraverso la linea del tempo, e tenendo a mente l'ordine cronologico delle crisi economiche, balza subito all'occhio che la crisi del debito sovrano non abbia impattato più di tanto l'IPC dell'Area Euro. Secondo me, ciò è dovuto alla politica monetaria espansiva della BCE, dato che in quegli anni per salvare l'Euro, comprò illimitati di titoli di stato sul mercato secondario, ma solo di paesi in difficoltà e sotto condizioni stringenti. Come se non bastasse, la BCE si prodigò a tagliare i tassi d'interesse al fine di stimolare gli investimenti ed in generale la ripresa economica. All'arrivo della pandemia, e della crisi che la contraddistinse, vi fu una marcata deflazione a causa delle politiche restrittive che impedivano il proseguire della maggior parte dell'attività economica. Come conseguenza di ciò, già da Settembre 2020, l'inflazione scese allo -0,3%. Dopo questo periodo, l'economia riuscì a riprendersi e ricominciò a galoppare, ma forse anche troppo, dato che ad Ottobre 2022 (sei mesi dopo l'invasione dell'Ucraina), a causa della recentissima (e tutt'ora in corso) crisi energetica, l'inflazione raggiunse il suo apice storico dell'orizzonte sottostante con 10,6%. Tale valore, essendo eccessivamente elevato, andava al più presto ridimensionato. Ciò successe tramite politiche monetarie restrittive della BCE, adottate esclusivamente per raffreddare l'economia dell'Area Euro. A tal fine la Banca Centrale Europea ha iniziato un ciclo aggressivo di rialzi dei tassi di interesse ufficiali, dopo anni di tassi vicino o sotto lo zero. Infine la situazione tenne a "stabilizzarsi" ma ancora non sappiamo cosa succederà nei prossimi anni, dati anche i recentissimi scontri in Medio-Oriente, quindi quello che possiamo fare al momento è provare a prevenire e limitare l'effetto di tali esternalità.



*Banca Centrale Europea, HICP - Overall index, Euro area*¹²

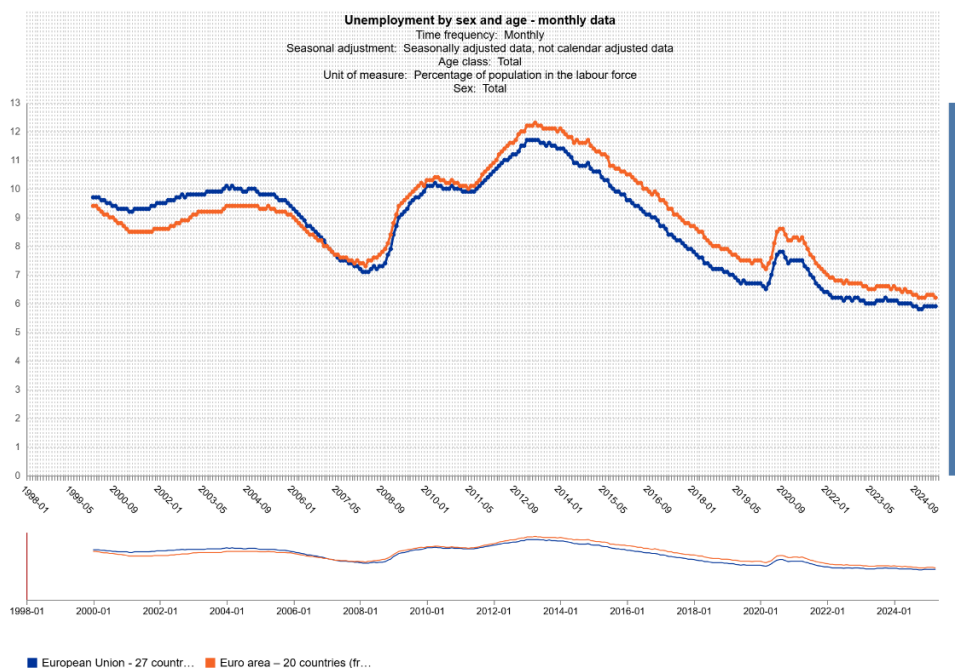
¹² Banca Centrale Europea, *HICP – Overall index, Euro area (changing composition), Monthly*, <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/ICP>.

1.3.2 Il tasso della disoccupazione

Avendo fatto un excursus sul tasso d'inflazione, ritengo sia giusto compararlo con quello della disoccupazione tramite il riferimento alla Curva di Philips¹³. In breve, Philips sancisce che esiste una relazione inversamente proporzionale tra inflazione e disoccupazione: quando una aumenta l'altra diminuisce e viceversa. Basandoci sul grafico sottostante, possiamo notare come questo "legame" non sia solo un mero concetto teorico, ma una vera e propria legge, indissolubilmente legata al mondo economico. Seguendo ancora una volta la linea in ordine cronologico, appare fin da subito che, già dal 2004 la disoccupazione stava man mano diminuendo. Infatti, poco prima che scoppiasse la crisi finanziaria, secondo i dati dell'Eurostat, il tasso della disoccupazione nella Euro Zona a Marzo 2008 era del 7.3%. Una volta che questa esplose, le economie di tutto globo (chi più chi di meno) iniziarono a subire una forte recessione. Ciò, in accordo con Philips, causò un rapido, inatteso e forte aumento della disoccupazione, tantoché in poco più di due anni salì al 10.4%. A seguito della crisi del debito sovrano, la disoccupazione raggiunse il suo apice all'inizio del 2013 con il 12,3% per poi iniziare negli anni a seguire un progressivo e riassicurante calo. Questo trend proseguì fino alla crisi dovuta alla pandemia Covid-19, che come ben sappiamo, ha limitato e ridimensionato ogni tipo di attività lavorativa. Le conseguenze furono tragiche dato che molti lavoratori furono licenziati, costretti a stare a casa e vivere coi sussidi (ad esempio in Italia con la Cassa Integrazione Guadagni¹⁴), o anche a chiudere le proprie attività commerciali. "Fortunatamente", le recenti tensioni geopolitiche hanno fatto scaturire una crisi energetica, che stimolando l'inflazione, ha anche diminuito sensibilmente il tasso della disoccupazione, tantoché quest'ultimo ha raggiunto il suo estremo inferiore pari al 6.1% solo a seguito di tale evento.

¹³ A. W. Phillips, "The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom," *Economica* 25, (1958): 283–299.

¹⁴ Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, *Cassa integrazione guadagni ordinaria (CIGO)*, *Focus On*, Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, <https://www.lavoro.gov.it/temi-e-priorita/ammortizzatori-sociali/focus-on/CIGO/Pagine/CIGO>.



Eurostat. "Unemployment Rate by Sex and Age - Monthly Data." European Commission ¹⁵

1.3.3 Il debito pubblico

Un altro indicatore decisamente importante per valutare l’impatto delle crisi sulle economie nazionali è il rapporto Debito/PIL. Il debito pubblico è la somma dei deficit passati, questi rappresentano la differenza tra entrate e spese di uno stato in un arco temporale di un anno. Esso indica “la grandezza di stock rappresentata dal valore nominale di tutte le passività consolidate dalle amministrazioni pubbliche (amministrazioni centrali, enti locali e istituti previdenziali pubblici) ed è di norma rapportato per l’analisi economica al prodotto interno lordo di un Paese (Pil)”¹⁶. Dando uno sguardo al grafico sottostante, il cui periodo di riferimento inizia nel 2013 e termina nel 2024, si notano al volo vertiginosi picchi e significative variazioni. Dal 2013, nonostante le sopracitate politiche di austerità del Governo Monti, il rapporto Debito/PIL ha una notevole variazione percentuale, poco inferiore al 3%. Successivamente inizierà una stabilizzazione del debito, diventando pian piano sostenibile, per poi innalzarsi inesorabilmente con la crisi dovuta alla pandemia Covid-19. Per stabilizzazione s’intende un processo, portato avanti nel corso del tempo, in cui il debito di un paese tende a seguire un certo valore anziché essere volatile, mentre la sostenibilità mira a ridurre tale rapporto con lo scorrere degli anni affinché lo Stato riesca a ripagare tutti i propri creditori senza emettere nuovi titoli di debito per rifinanziarsi. Ciò però non è stato possibile a causa delle ingenti perdite dovute alla pandemia. Infatti, questa crisi sanitaria ha

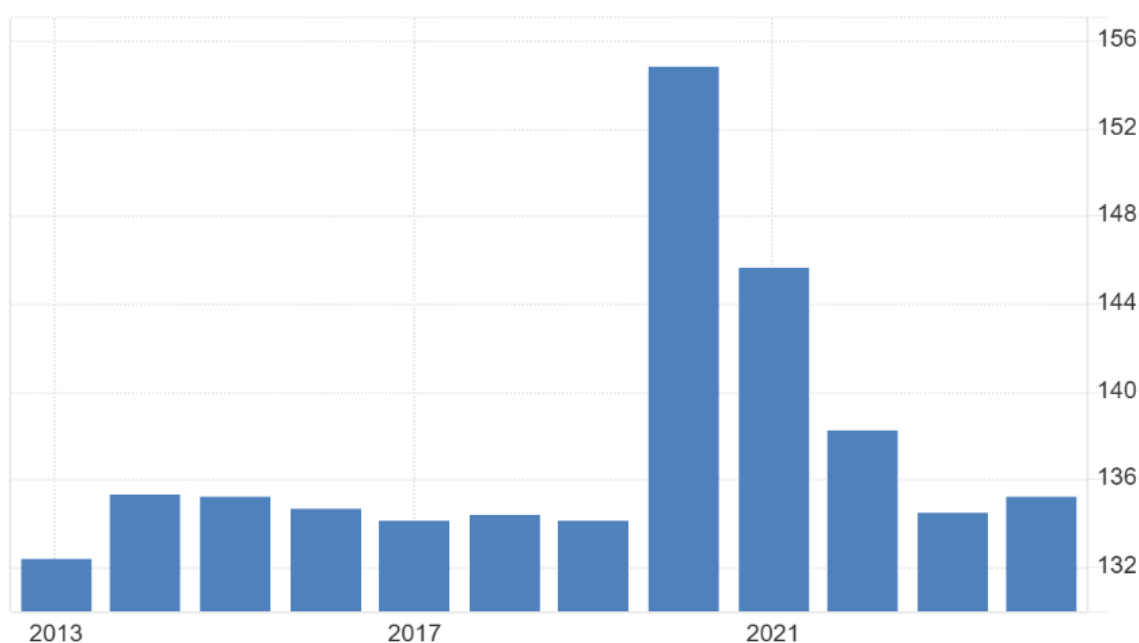
¹⁵ Eurostat. *Unemployment Rate by Sex and Age*.

https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/une_rt_m_custom_17194762/default/line?lang=en

¹⁶ Mauro Milillo e Renato Loiero, *Finanza pubblica, politica e istituzioni* (Milano: Pearson, 2019), 101.

pesantemente colpito le pubbliche amministrazioni italiane, diventando di fatto anche una crisi economica a tutti gli effetti. Il rapporto è sensibilmente peggiorato, diventando in un anno molto meno rassicurante rispetto a quanto non fosse mai stato nella storia economica recente del paese. Il 2020 rappresenta quindi il peggior anno singolo nella storia recente italiana per aumento del debito pubblico in rapporto al PIL, causato da un mix devastante di spesa emergenziale e recessione economica globale. Infatti, è passato già dal critico 134,2% al più spaventoso 154,9%, inasprendo ancora di più la già precaria situazione che l'Italia vive da anni. Nonostante questo tracollo, l'intervento dell'Unione Europea e del Governo (come l'attivazione della *clausola di salvaguardia generale*¹⁷, ad esempio) ha permesso al Belpaese di iniziare a riprendersi, tantoché, a tre anni dalla crisi il rapporto Debito/PIL italiano è sceso ai livelli pre-pandemia.

IT Government Debt to GDP - percent of GDP



Source: tradingeconomics.com | National Institute of Statistics (ISTAT)

Rapporto Debito Pubblico/PIL Italiano dal 2013 al 2024¹⁸

1.3.4 Le disuguaglianze

Infine, come ultima voce per osservare l'impatto economico e sociale delle crisi, ritengo che le disuguaglianze tra i diversi cittadini siano l'ideale per tale scopo. Le disuguaglianze permettono di comprendere come le persone appartenenti a contesti diversi (per area geografica, età, genere,

¹⁷ Commissione Europea, *Comunicazione della Commissione al Consiglio sull'attivazione della clausola di salvaguardia generale del Patto di Stabilità e Crescita*, Eur-Lex, 20 marzo 2020, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0123&from=IT>.

¹⁸ Trading Economics. *Italy Government Debt to GDP*, <https://it.tradingeconomics.com/italy/government-debt-to-gdp>.

eccetera) reagiscano a determinati eventi. Di conseguenza, l'indicatore più idoneo risulta essere il Coefficiente di Gini¹⁹. È utile per misurare la disuguaglianza nella distribuzione del reddito o anche della ricchezza di un paese. Essenzialmente è un numero racchiuso in un intervallo tra 0 e 1 che rappresentano i casi estremi. Rispettivamente:

- 0 indica la minima concentrazione possibile, la situazione dove ogni percettore di reddito riceve la medesima quantità, la distribuzione della ricchezza viene distribuita equamente.
- 1 indica la massima concentrazione possibile, la situazione dove solo uno degli individui percepisce tutta la ricchezza disponibile, di fatto tutti gli altri non percepiscono alcun reddito.

TAVOLA 1. DISEGUAGLIANZA PRIMA E DOPO L'INTERVENTO PUBBLICO PER RIPARTIZIONE GEOGRAFICA. Anno 2024

| | Disuguaglianza (indice di Gini x 100) | | | |
|--|---------------------------------------|--------|-------------|--------|
| | Nord | Centro | Mezzogiorno | ITALIA |
| REDDITO PRIMARIO (A) | 43,02 | 43,97 | 48,19 | 46,48 |
| REDDITO LORDO (B) | 31,61 | 32,69 | 35,38 | 34,79 |
| REDDITO DISPONIBILE (C) | 27,20 | 28,21 | 31,31 | 30,40 |
| Effetto dei trasferimenti (B-A) | -11,40 | -11,28 | -12,80 | -11,68 |
| Effetto del prelievo (C-B) | -4,41 | -4,48 | -4,07 | -4,39 |
| Effetto dei trasferimenti e del prelievo (C-A) | -15,82 | -15,76 | -16,88 | -16,07 |

Fonte: FaMIMod, modello di microsimulazione delle famiglie (Istat).

ISTAT, La redistribuzione del reddito in Italia – Anno 2024²⁰

Citando l'articolo ISTAT da cui proviene la tabella soprastante: “L'intervento pubblico aumenta il reddito delle famiglie erogando trasferimenti monetari e lo diminuisce prelevando contributi sociali e imposte”²¹. Infatti, una delle funzioni principali dell'apparato statale, in accordo con l'economista Richard Musgrave, è quella della redistribuzione²². Confrontando i vari dati, si nota come in Italia la ricchezza, sotto forma di reddito, non sia distribuita equamente facendo sì che esistano disparità non indifferenti. In particolar modo, tali divergenze si notano anche tra le varie macroregioni italiane, penalizzando ulteriormente i cittadini del Sud-Italia. Ciò fa sì che in caso di crisi o dissesti economici, il Mezzogiorno abbia (sia inteso come insieme di cittadini, sia come istituzioni) meno capacità economiche per far fronte a tali emergenze, rendendolo di fatto molto più esposto e fragile.

¹⁹ Corrado Gini, *Variabilità e mutabilità*, in *Memorie di metodologia statistica*, vol. I (Roma: Libreria Eredi Virgilio Veschi, 1912).

²⁰ ISTAT, *La redistribuzione del reddito in Italia – Anno 2024*, 17 marzo 2025, tavola 1, in *La redistribuzione del reddito in Italia – Anno 2024 (PDF)*, Roma, ISTAT, <https://www.istat.it/wp-content/uploads/2025/03/REDISTRIBUZIONE-REDDITO-IN-ITALIA-2024.pdf>.

²¹ ISTAT, *La redistribuzione del reddito in Italia – Anno 2024*, 17 marzo 2025, pagina 2, in *La redistribuzione del reddito in Italia – Anno 2024 (PDF)*, Roma, ISTAT, <https://www.istat.it/wp-content/uploads/2025/03/REDISTRIBUZIONE-REDDITO-IN-ITALIA-2024.pdf>.

²² Richard Musgrave, *La teoria della finanza pubblica* (Milano: Etas Libri, 1981), capitolo 1.

1.4 Indicatori e segnali premonitori delle crisi economiche: come riconoscerle prima che esplodano

Nel corso della storia economica moderna, molte crisi sono giunte in maniera apparentemente improvvisa, ma un'analisi ex post rivela che esse erano spesso precedute da segnali premonitori evidenti. L'incapacità di coglierli tempestivamente ha frequentemente amplificato la portata e la durata degli shock, sia sul piano finanziario che su quello sociale. Per questo motivo, risulta fondamentale comprendere quali siano gli indicatori macroeconomici che possono anticipare l'insorgere di una crisi, fornendo così ai decisori pubblici gli strumenti per intervenire preventivamente. Tra i principali parametri di riferimento, vi sono gli indicatori previsti dal Trattato di Maastricht, pensati per garantire la stabilità finanziaria dei Paesi membri dell'Unione Europea. Tuttavia, oltre ad essi e a quelli trattati nel paragrafo precedente, esistono anche numerosi altri segnali come il disavanzo pubblico, lo spread dei titoli sovrani e l'eccessiva espansione del credito privato possono rappresentare campanelli d'allarme. Questo paragrafo si propone di esaminare i principali indicatori e segnali di vulnerabilità economica, illustrando il loro significato e la capacità di anticipare fasi recessive o sistemiche. In un mondo globalizzato e fortemente interconnesso, riconoscere per tempo l'accumularsi degli squilibri non è soltanto un obiettivo tecnico, ma una necessità strategica per la stabilità e la resilienza dei sistemi economici contemporanei.

1.4.1 I parametri di Maastricht

Questi cinque rappresentano i capisaldi della fondazione dell'Unione Economica e Monetaria (UEM) e vengono introdotti per la prima volta, insieme ad essa, col Trattato di Maastricht, firmato il 7 febbraio 1992 ed entrato in vigore il 1° novembre 1993. L'obiettivo era duplice: da un lato assicurare che ogni Paese membro avesse conti pubblici saldi e sostenibili; dall'altro creare un'area economica sufficientemente omogenea da permettere il lancio e la convivenza di una moneta unica, l'euro. I primi due ²³ parametri sono i seguenti:

- Rapporto Deficit/PIL < 3%
- Rapporto Debito/PIL < 60%

Queste soglie sono state pensate per garantire che gli Stati membri mantengano conti pubblici sostenibili, evitando disavanzi eccessivi e un accumulo di debito tale da mettere a repentaglio la fiducia dei mercati. Il rispetto di tali limiti è diventato la pietra di paragone per le politiche di bilancio nazionali, spingendo i governi a trovare l'equilibrio tra tagli alle spese, investimento in

²³ Unione Europea, *Protocollo (n. 12) sulla procedura per i disavanzi eccessivi*, allegato ai Trattati UE e TFUE, Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, 9 maggio 2008 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:12008M/PRO/12>.

crescita e tutela del welfare. Accanto a questi due pilastri fiscali, il Trattato di Maastricht ne stabilisce altri tre²⁴, orientati a consolidare la stabilità monetaria e la convergenza dei mercati:

-Inflazione $\leq 1,5$ punti % sopra la media dei tre Stati-membri con i prezzi più stabili. Questo vincolo serve a impedire derive inflazionistiche che comprimano i redditi reali e compromettano la credibilità della politica economica comune.

-Tassi di interesse a lungo termine ≤ 2 punti % sopra la media dei tre Paesi con inflazione più bassa. Funziona da termometro della fiducia degli investitori nelle prospettive di sostenibilità del debito e della stabilità finanziaria di ciascun Paese.

-Partecipazione ≥ 2 anni al Meccanismo di Cambio Europeo (ERM II) senza svalutazioni unilaterali. Dimostra la capacità di sostenere la propria moneta entro margini di fluttuazione ordinari, requisito essenziale per adottare l'euro senza turbolenze sui mercati dei cambi.

In pratica, questi cinque indicatori sono diventati la bussola con cui i governi europei hanno calibrato spesa, tasse e tassi di interesse, tracciando la rotta verso l'integrazione e la stabilità condivisa. Nel 1997, con l'istituzione del Patto di Stabilità e Crescita²⁵, tali criteri furono ulteriormente rafforzati da regole di sorveglianza e sanzioni per i Paesi che si discostavano dagli obiettivi di deficit e debito. Negli anni successivi, l'esperienza della crisi del debito sovrano e la sospensione temporanea delle regole nei momenti di grave recessione hanno spinto l'UE a riformare il quadro di governance economica attraverso il "Six Pack", il "Two Pack" e, più di recente, il Fiscal Compact. Oggi, queste soglie restano il fondamento della disciplina di bilancio europea, ma la loro applicazione ha mostrato sia punti di forza (maggior rigore e trasparenza) sia limiti (scarsa flessibilità in fasi di shock esogeni). Comprenderne a fondo l'evoluzione e le sfide concretizzate nella loro messa in pratica è essenziale per valutare l'efficacia delle politiche fiscali e la capacità di prevenire future crisi economiche all'interno dell'area euro.

1.4.2 Il disavanzo pubblico

Il disavanzo pubblico, ossia la differenza negativa tra entrate e spese di un'amministrazione statale in un dato anno, è uno degli indicatori più immediati e visibili della sostenibilità delle finanze

²⁴ Unione Europea, *Protocollo (n. 13) sui criteri di convergenza*, allegato ai Trattati UE e TFUE, Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, 7 giugno 2016 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:12016E/PRO/13>.

²⁵ Consiglio dell'Unione Europea, *Regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, relativo al rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio e della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche*, Gazzetta ufficiale delle Comunità Europee: 1-4, <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/1997/1466/oj/eng>.

pubbliche. Quando il deficit si mantiene costantemente al di sopra della soglia del 3 % del PIL (come stabilito dal Trattato di Maastricht), si crea un accumulo di fabbisogno di finanziamento che, se non compensato da una crescita economica adeguata, può rapidamente tradursi in un incremento incontrollato del debito. Sul piano previsionale, un disavanzo in crescita genera due segnali premonitori: innanzitutto evidenzia un deterioramento della capacità dello Stato di coprire le proprie uscite correnti (welfare, investimenti infrastrutturali, spesa per interessi), e in secondo luogo rivela tensioni sul mercato dei capitali, poiché gli investitori richiederanno premi di rischio maggiori per acquistare titoli di Stato emessi in condizioni di instabilità fiscale. In passato, molte crisi sovrane sono state anticipate da anni di deficit elevati: l'esperienza italiana post-2008 e quella di vari paesi PIIGS hanno mostrato come un gap tra spesa e gettito troppo ampio finisca per erodere la fiducia nei confronti delle politiche di bilancio e condurre a un circolo vizioso di spread in aumento e oneri finanziari crescenti. Per questo motivo, monitorare il disavanzo non significa solo verificare il rispetto di una percentuale-chiave, ma anche valutare la struttura del bilancio: l'analisi della composizione tra spesa corrente e investimenti, l'efficacia delle misure di contrasto all'evasione fiscale e il ritmo di riallineamento verso il pareggio di bilancio sono elementi fondamentali per cogliere in anticipo lo sviluppo di squilibri pericolosi. In definitiva, mantenere il disavanzo sotto controllo – idealmente al di sotto del 3 % del PIL, con traiettorie di riduzione anche in condizioni avverse — è la prima linea di difesa che ogni Stato europeo deve presidiare per evitare che un semplice scarto annuo si trasformi in una crisi di fiducia di portata sistemica.

1.4.3 Lo spread dei titoli sovrani

Lo spread dei titoli sovrani è la differenza di rendimento tra due obbligazioni statali a pari scadenza, generalmente confrontate con il titolo ritenuto più sicuro sul mercato. Nell'area euro, il riferimento più comune è il cosiddetto spread BTP-Bund, che misura la differenza tra il tasso di interesse dei Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) italiani a 10 anni e quello dei Bund tedeschi di pari durata. Essendo la Germania considerata il paese con la solidità fiscale maggiore all'interno dell'Unione Europea, il Bund funge da benchmark per calcolare il livello di rischio percepito sui titoli emessi dagli altri Stati membri. Se il BTP decennale offre un rendimento del 4 % e il Bund tedesco il 2 %, lo spread sarà di 200 punti base (2 punti percentuali). Lo spread è quindi un indicatore sintetico della fiducia dei mercati finanziari verso un determinato Paese: più è elevato, maggiore è il rischio percepito che lo Stato in questione non riesca a onorare i propri impegni finanziari. Tale rischio può dipendere da numerosi fattori, come l'ammontare del debito pubblico, il tasso di crescita del PIL, la stabilità politica, la credibilità del governo o le tensioni con le istituzioni europee. Ad esempio, durante la crisi del debito sovrano del 2011–2012, lo spread BTP-Bund superò i 550 punti base,

tende a diminuire, riflettendo condizioni di finanziamento più favorevoli. È importante sottolineare che un elevato livello di spread comporta un aumento diretto dei costi per lo Stato, poiché ogni nuova emissione di titoli deve offrire tassi d'interesse più alti per attirare i sottoscrittori. Questo ha effetti a cascata anche sul settore privato: tassi più alti per mutui, finanziamenti alle imprese e obbligazioni societarie. Infine, lo spread ha assunto negli ultimi decenni anche un valore politico e simbolico, diventando un indicatore chiave nel dibattito pubblico, talvolta sopravvalutato o male interpretato, ma comunque utile a segnalare rapidamente variazioni nei sentimenti dei mercati verso un Paese.

1.4.4 Eccessiva espansione del credito privato

Tra i segnali che possono anticipare una crisi economica, uno dei più importanti – e al tempo stesso tra i meno percepiti dall'opinione pubblica – è l'eccessiva crescita del credito privato. Quando famiglie e imprese cominciano a indebitarsi a ritmi molto più rapidi rispetto all'andamento dell'economia reale, si innesca un meccanismo apparentemente virtuoso, che però può diventare estremamente pericoloso. Nel breve periodo, un credito abbondante stimola consumi e investimenti, e può favorire la crescita. Ma se questa dinamica prosegue troppo a lungo o in modo sbilanciato si rischia di accumulare debiti difficili da sostenere. Il problema emerge soprattutto quando il contesto cambia: un rialzo dei tassi d'interesse, una frenata del PIL o una perdita di valore degli attivi possono improvvisamente rendere quel debito troppo oneroso da ripagare. È a quel punto che i rischi iniziano a trasmettersi al sistema bancario e, da lì, all'intera economia. La crisi del 2007–2008 è forse l'esempio più evidente di questo meccanismo. Negli anni precedenti, negli Stati Uniti e in diversi Paesi europei, i prestiti bancari erano cresciuti in modo esponenziale, spesso concessi senza adeguate garanzie. Quando la bolla immobiliare esplose, molte famiglie e imprese riuscirono più a onorare i propri debiti. Le banche si furono trovate esposte e il sistema finanziario globale rischiò il collasso. Proprio per questo motivo, oggi le istituzioni europee monitorano attentamente l'andamento del credito privato rispetto al PIL, insieme alla dinamica dei prezzi degli immobili e alla qualità dei prestiti concessi. In definitiva, l'espansione del credito privato non è di per sé negativa, ma diventa un campanello d'allarme quando si disallinea dai fondamentali economici e si trasforma in un motore di squilibri finanziari. Riconoscere in tempo questo tipo di dinamiche è essenziale per evitare che una fase di boom si trasformi, nel giro di poco, in una crisi profonda.

Capitolo 2 – Cause delle crisi economiche del millennio: fallimenti dello stato e squilibri macroeconomici

2.1 I fallimenti del mercato: monopoli, asimmetrie informative, esternalità, beni pubblici

Sebbene i mercati rappresentino, in teoria, meccanismi efficienti per allocare risorse, nella pratica essi sono spesso soggetti a imperfezioni strutturali che ne compromettono il funzionamento. Tali imperfezioni, note come fallimenti del mercato, generano situazioni in cui l'equilibrio risultante non è né efficiente né equo dal punto di vista sociale. Tra i principali fattori alla base di questi fallimenti vi sono le asimmetrie informative, le esternalità (positive e negative), la presenza di beni pubblici e la formazione di monopoli o oligopoli. In contesti già fragili, tali distorsioni possono fungere da detonatori o amplificatori delle crisi economiche, compromettendo la stabilità complessiva del sistema e richiedendo, in molti casi, un intervento correttivo da parte delle istituzioni pubbliche. Il problema principale di tali fallimenti è che non riescono ad allocare efficientemente le risorse, col rischio insito di generare una crisi pronta a diffondersi. Analizziamo nei dettagli tali fallimenti:

2.1.1 Asimmetrie informative

Le asimmetrie informative rappresentano una delle principali cause di fallimento del mercato. Si verificano quando una delle due parti coinvolte in una transazione economica possiede un livello di informazione superiore rispetto all'altra, compromettendo la trasparenza e l'efficienza dello scambio. Questo squilibrio conoscitivo può dar luogo a due fenomeni distinti ma spesso interconnessi; selezione avversa (*adverse selection*) e azzardo morale (*moral hazard*):

La selezione avversa si verifica ex ante la stipula di un contratto o di una transazione, quando una delle parti detiene informazioni private rilevanti che non condivide con l'altra, e questo porta alla partecipazione di soggetti con caratteristiche negative o più rischiose rispetto alla media. Questo fenomeno comporta un'inversione della qualità nel mercato, dove gli attori più rischiosi o meno efficienti sono incentivati a entrare o a restare, mentre quelli virtuosi ne sono progressivamente esclusi. Il contributo fondamentale su questo tema è stato offerto da George Akerlof nel celebre libro *The Market for Lemons*²⁶, in cui l'autore analizza il mercato delle auto usate. Interpretando quanto detto da Akerlof in assenza di informazioni certe sulla qualità dell'auto, gli acquirenti tendono a offrire un prezzo medio, sfavorendo i venditori di auto di alta qualità, che si ritirano dal mercato. Il risultato è una spirale negativa in cui “i cattivi scacciano i buoni”, fino alla possibile

²⁶ George A. Akerlof, “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism,” *Quarterly Journal of Economics* 84, no. 3 (1970): 488–500.

sparizione del mercato stesso. Nel contesto finanziario, la selezione avversa si manifesta ad esempio nei mercati del credito o in quello assicurativo, dove le banche, non conoscendo con precisione l'affidabilità dei richiedenti, applicano tassi d'interesse più alti per compensare il rischio medio. Tuttavia, questo penalizza i debitori più sicuri (che evitano il prestito), lasciando nel mercato solo quelli più rischiosi, aggravando ulteriormente il problema.

L'azzardo morale si verifica ex post la stipula di un contratto, quando "il creditore corre il rischio che il debitore intraprenda attività che sono indesiderabili perché rendono meno probabili il rimborso"²⁷. Questo problema è molto comune, soprattutto nei settori assicurativo e finanziario. Per esempio, una persona che ha un'assicurazione completa sulla casa potrebbe non preoccuparsi più di tanto di prevenire piccoli danni, perché sa che, in caso di problemi, la compagnia coprirà le spese. Allo stesso modo, nel mondo delle banche, alcune istituzioni sono considerate "troppo grandi per fallire" (da qui l'espressione *too big to fail*), il che significa che, se si trovano in difficoltà, probabilmente riceveranno un aiuto dallo Stato. Questo può spingerle a correre rischi più grandi del necessario, mettendo però a rischio la stabilità di tutto il sistema economico. L'azzardo morale rappresenta quindi un problema serio, perché porta a comportamenti poco responsabili che possono indebolire i mercati e mettere in crisi la fiducia degli investitori e dei consumatori. Per limitarlo, è importante adottare strumenti che incoraggino tutti a comportarsi in modo più prudente, come la condivisione dei rischi (per esempio, con le franchigie nelle assicurazioni), maggior trasparenza e regole più stringenti per le banche.

2.1.2 Esternalità

"Si ha un'esternalità quando l'attività di un soggetto (individuo, impresa, organizzazione) influisce direttamente sul benessere di un altro soggetto senza la mediazione del mercato, ossia senza modificare i prezzi, e senza compensazione"²⁸. Nel mondo reale, le decisioni individuali non si fermano ai confini di chi le prende, spesso producono effetti positivi o negativi su persone che non hanno preso parte a quelle scelte e che non possono né controllarle. In altre parole, chi trae beneficio o subisce un danno da queste attività non è parte della transazione, né riceve o versa un compenso adeguato. Come già detto in precedenza, le esternalità si dividono in:

- Positive; sono effetti benefici che ricadono su altri. L'istruzione, ad esempio, produce vantaggi ben oltre il singolo studente: una popolazione più istruita partecipa meglio alla vita civica, tende a essere più sana, innovativa e attenta ai problemi collettivi. Piantare alberi in un giardino privato, o investire nella propria salute, ad esempio, può generare ricadute positive per l'intera comunità.

²⁷ Mishkin, Eakins e Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, 165.

²⁸ Centre Jean Monnet, *Lezione 1.5 Esternalità*, Università degli Studi di Milano, pagina 2, <https://centrejeanmonnet.unimi.it/wp-content/uploads/2023/04/Lezione-1.5-Esternalita.pdf>.

- Negative; implicano costi sociali non contabilizzati. L'inquinamento è l'esempio per eccellenza: un'azienda che emette gas nocivi danneggia la salute pubblica e l'ambiente, ma questi effetti non sono automaticamente calcolati nel prezzo del prodotto che vende. In sostanza, la collettività finisce per pagare un conto che non ha scelto, evitando quindi l'allocazione efficiente delle risorse. Questi squilibri configurano un classico fallimento del mercato: i prezzi non riflettono i costi e i benefici reali. Per questo motivo, lo Stato interviene con leggi, imposte, sussidi o incentivi mirati, cercando di *internalizzare* le esternalità e correggere le distorsioni. Ma non sempre è semplice: alcuni effetti sono difficili da misurare, emergono nel lungo periodo o riguardano valori non monetizzabili. Comprendere le esternalità significa quindi andare oltre la logica del profitto individuale e riconoscere la rete di interdipendenze che lega le nostre azioni al benessere collettivo. È un invito a riflettere su quanto ogni scelta, anche la più quotidiana, possa avere un impatto più ampio di quanto si immagini.

2.1.3 Beni pubblici

Nel quadro dell'economia del benessere, i beni pubblici occupano una posizione peculiare e centrale. La loro esistenza mette in discussione la capacità del libero mercato di assicurare un'allocazione efficiente delle risorse in tutti i contesti. I beni pubblici, infatti, costituiscono uno dei casi più evidenti di fallimento del mercato, ossia di situazioni in cui le forze della domanda e dell'offerta non riescono, da sole, a garantire un risultato socialmente ottimale. Le due caratteristiche distintive dei beni pubblici, ossia non rivalità e non escludibilità, sono ciò che li rende problematici in ottica della produzione privata:

- La non rivalità implica che il consumo da parte di un individuo non riduce la disponibilità del bene per gli altri. La difesa nazionale ne è un esempio: proteggere un cittadino non significa sottrarre protezione agli altri.

- La non escludibilità significa che è difficile o impossibile impedire a qualcuno di usufruire del bene, anche se non ha contribuito al suo finanziamento. L'illuminazione pubblica, ad esempio, beneficia chiunque transiti per strada, indipendentemente da chi abbia pagato per essa.

Queste caratteristiche generano l'emergere del comportamento da free rider: ogni individuo ha un incentivo a non contribuire al finanziamento del bene, confidando che lo facciano gli altri e nascondendo le loro reali preferenze. "Ogni individuo si comporterebbe in maniera egoistica, stimando la propria preferenza in misura inferiore a quella reale. Questo porterebbe a una valutazione del prezzo di vendita del bene, dato dalla somma delle preferenze individuali, non conveniente per nessun produttore sul mercato"²⁹. Ma se tutti adottassero questa strategia, il bene

²⁹ Milillo e Loiero, *Finanza pubblica, politica e istituzioni*, 30.

non verrebbe prodotto o sarebbe prodotto in quantità inferiore a quella ottimale. Ciò è il cuore del fallimento del mercato nei beni pubblici; la mancanza di meccanismi di esclusione e la condivisione automatica dei benefici scoraggiano l'investimento privato. Per questa ragione, la fornitura di beni pubblici è tipicamente affidata allo Stato o a istituzioni collettive. Attraverso la tassazione, lo Stato può finanziare beni come la sicurezza, la giustizia, la ricerca scientifica di base, eccetera. Un ulteriore elemento importante è la distinzione tra:

- Beni pubblici puri, che rispettano pienamente entrambe le condizioni sopra descritte
- Beni pubblici impuri o quasi pubblici, dove una delle due caratteristiche è solo parzialmente rispettata (es. la sanità pubblica o l'istruzione gratuita).
- Beni comuni, come le risorse naturali condivise (foreste, oceani, atmosfera), che sono rivali nel consumo ma non facilmente escludibili. La loro gestione inefficiente porta spesso a fenomeni di sovrasfruttamento, noti come tragedia dei beni comuni.

Decidere quali beni devono essere garantiti a tutti, indipendentemente dal reddito o dal contributo individuale, significa interrogarsi sul modello di società che si intende costruire: inclusiva o esclusiva, solidale o competitiva, orientata al lungo termine o guidata da logiche immediate di profitto.

2.1.4 Monopoli

Il monopolio è una forma di concentrazione di potere: è presente sul mercato un unico venditore, il quale deve gestire tutta la domanda del bene (o del servizio) richiesto. Questa forma di mercato è fallimentare perché non massimizza il surplus dei consumatori, dato che il monopolista (l'unico che è in grado di offrire un certo bene) controlla l'intera offerta, di fatto influenza il prezzo. “Una situazione del genere è indubbiamente inefficiente nel senso di Pareto, poiché esiste delle risorse preferibile rispetto a quella monopolistica”³⁰. Il monopolista pone il prezzo uguale al ricavo marginale anziché al costo marginale, in questo modo genera un profitto senza il rischio che un eventuale concorrente possa competere con un prezzo di un prodotto sostitutivo più basso. Una situazione di monopolio può nascere per svariate cause come:

- presenza di barriere all'entrata e all'uscita del settore; queste scoraggiano possibili concorrenti perché i costi per accedere o abbandonare il mercato sono ingenti, di fatto generano insicurezza e timore che l'investimento non sia redditizio.
- presenza di barriere legali; uno Stato (o un'entità sovrastatale) può introdurre un certo corpus di leggi, regolamenti, eccetera, che influenza negativamente la concorrenza in un determinato mercato.

³⁰ Milillo e Loiero, *Finanza pubblica, politica e istituzioni*, 33.

- presenza di economie di scala; quando i costi medi diminuiscono all'aumentare della produzione, una sola impresa può servire l'intero mercato in modo più efficiente rispetto a più concorrenti.
- vantaggio competitivo tramite fattori tecnologici; un'impresa può creare un monopolio grazie a un prodotto innovativo o a una tecnologia superiore.
- il monopolio è naturale; esiste quando è economicamente più efficiente avere un solo produttore.

2.2 Passaggio dallo Stato interventista a quello regolatore in Italia

2.2.1 Lo Stato interventista: l'Italia tra dopoguerra e anni Settanta

Nel secondo dopoguerra l'Italia adottò un modello economico fondato sull'intervento statale, sostenuto dall'idea che lo Stato dovesse assumere un ruolo attivo nel favorire lo sviluppo industriale, colmare i divari territoriali (soprattutto tra Nord e Sud Italia) e garantire la coesione sociale tra le varie "classi" principali, ossia borghesia e proletariato. Questo approccio era ispirato dalle teorie keynesiane, incentrate sull'intervento statale sull'economia e sull'ampliamento della sfera d'influenza statale, e da una diffusa sfiducia verso le capacità allocative del mercato, soprattutto in un contesto nazionale ancora fragile sul piano infrastrutturale e istituzionale a seguito della Seconda Guerra Mondiale. L'intervento pubblico si concretizzò nella creazione o nel potenziamento di enti statali e imprese pubbliche attivi in settori strategici e fondamentali per la crescita del Belpaese. Tra gli esempi più rilevanti vi sono l'IRI (Istituto per la Ricostruzione Industriale), l'ENI (Ente Nazionale Idrocarburi) e l'ENEL (Ente Nazionale Energia Elettrica), nati o rafforzati per gestire attività considerate fondamentali per l'interesse e lo sviluppo nazionale. L'obiettivo non era soltanto economico, ma anche politico e sociale: favorire l'industrializzazione del Mezzogiorno, mantenere l'occupazione e garantire prezzi accessibili per servizi essenziali come l'energia e i trasporti. Le imprese pubbliche operavano spesso secondo logiche extramercato (dato che come abbiamo detto in precedenza l'intervento dello stato e la presenza di beni pubblici rappresentano un tipo dei fallimenti del mercato), agendo come strumenti di politica industriale e come ammortizzatori sociali per stimolare il consumo della popolazione. Il capitalismo pubblico italiano si affermò così come uno dei più ampi tra le economie avanzate. Secondo l'economista Pier Angelo Toninelli, "ENI e IRI erano dunque divenuti due importanti agenti della politica economica e di sviluppo del Paese, che agivano in relativa autonomia, coniugando obiettivi economici con fini sociali (come espressamente contemplato nei loro statuti): in particolare con riguardo alle questioni dell'occupazione e della crescita al Sud"³¹.

³¹ Pier Angelo Toninelli, "L'industria di Stato nelle regioni italiane: congetture ed evidenze", in *L'Italia e le sue Regioni* (Roma: Treccani, 2015), 5, <https://boa.unimib.it/retrieve/e39773b2-ce1d-35a3-e053-3a05fe0aac26/Treccani%2C%20L%27industria%20di%20Stato%20nelle%20regioni%20italiane.pdf>.

Lo Stato, attraverso la cosiddetta "galassia IRI"³², deteneva partecipazioni in oltre mille società, spesso articolate in complesse strutture piramidali con un'ottica dirigista. Questo sistema consentiva un controllo diffuso, ma spesso generava opacità gestionale, conflitti di interesse, lentezza nella pesante macchina della burocrazia e duplicazioni di funzione. In numerosi casi, le imprese pubbliche venivano utilizzate per finalità politiche, come il mantenimento della piena occupazione in territori depressi o il sostegno a settori in crisi, non agendo quindi con interessi economici, bensì con finalità di consensi. L'interventismo statale si legittimava anche in chiave geopolitica: nel contesto della Guerra Fredda, il controllo pubblico dei settori strategici era percepito come un presidio di sicurezza nazionale onde ad evitare rivolte e squilibri sociali. L'Italia, tuttavia, si distingueva per l'ampiezza e la pervasività dell'apparato pubblico nell'economia. In sostanza, l'economia mista italiana non fu semplicemente una risposta alla scarsità di capitale privato, ma un vero e proprio progetto di modernizzazione condotto dallo Stato per disincentivare squilibri e caos.

2.2.2 La nascita dello Stato regolatore

Fino agli anni Settanta, in Italia lo Stato ebbe un ruolo centrale nell'economia: gestiva direttamente le grandi aziende pubbliche, soprattutto nei settori chiave e strategici come l'energia, le telecomunicazioni e i trasporti. Questo modello nacque con l'obiettivo di ricostruire e modernizzare il Paese dopo la Seconda guerra mondiale, attraverso la già citata Galassia IRI. In quegli anni, l'idea che lo Stato dovesse essere protagonista dell'economia era ampiamente condivisa, e per po' sembrò funzionare. Tuttavia, con il passare del tempo emersero problemi sempre più evidenti. Le aziende pubbliche spesso si fecero condizionare dalla lenta burocrazia e dall'influenza politica, che rallentarono le decisioni penalizzando l'efficienza. La crescita economica italiana rischiò così di rallentare proprio a causa di un modello di Stato che all'inizio fu pensato appositamente per sostenerla. Le crisi petrolifere degli anni Settanta furono un vero e proprio cambiamento, un momento spartiacque che "rimise le carte sul tavolo". L'aumento improvviso e pesante del prezzo del petrolio fece saltare molti equilibri: l'inflazione esplose, il debito pubblico crebbe a livelli insostenibili e lo Stato non fu più in grado di controllare l'enorme e vasto apparato pubblico. A questa crisi economica si aggiunsero anche le pressioni esterne: con l'integrazione europea che avanzava, l'Italia dovette adeguarsi a regole che puntavano a limitare il debito pubblico e a ridurre l'intervento diretto dell'amministrazione nell'economia. Inoltre, le idee economiche cambiarono, con un crescente scetticismo verso il modello keynesiano e un'apertura maggiore al mercato e alla concorrenza. Così, dagli anni Ottanta in poi, l'Italia iniziò una profonda trasformazione. Lo Stato

³² Paolo Bricco, "Commenti," *Il Sole 24 Ore*, 8 dicembre 2024, 11.

<https://mydesk24.ilssole24ore.com/crui?iddoc=42893137#/showdoc/42893137/galassialimposta%20sul%20reddito%20d'impresa|iri?ref=pullsearch>.

cominciò a distaccarsi dalla gestione diretta di molte imprese pubbliche, dando il via a una serie di privatizzazioni che avrebbero contribuito a modificare radicalmente il volto dell'economia nazionale. Non si trattò solo di vendere aziende: cambiò soprattutto il ruolo dello Stato, che da protagonista diretto divenne regolatore. Da quel momento, lo Stato si concentrò sull'istituzione di autorità indipendenti con il compito di fissare regole, vigilare sulla concorrenza, tutelare i consumatori e assicurare che i mercati funzionassero in modo corretto. Questo cambiamento portò a diversi vantaggi. Ad esempio, il sistema economico divenne più dinamico, competitivo e aperto agli investimenti esteri. Le imprese private, guidate dal profitto, furono incentivate a innovare e a migliorare l'efficienza. Ma non tutto filò liscio: la nuova forma di regolazione si rivelò complessa e non sempre efficace. La deregulation, in particolare in settori come quello finanziario, portò a situazioni di rischio e a crisi difficili da gestire. Inoltre, le autorità regolatorie spesso si trovarono a dover bilanciare interessi contrastanti, con la difficoltà di mantenere l'indipendenza e allo stesso tempo rispondere alle esigenze politiche e sociali. La storia degli ultimi decenni ci insegna che non esistono soluzioni semplici o universali: serve uno Stato capace di essere allo stesso tempo rigoroso nel definire le regole, flessibile nel rispondere ai cambiamenti e trasparente nel suo operato. Solo così potrà garantire che l'economia italiana continui a crescere in modo sostenibile, tutelando gli interessi pubblici senza soffocare l'iniziativa privata.

2.3 Politiche monetarie non convenzionali

Secondo la Treccani, per politica monetaria non convenzionale s'intende: "espressione coniata per indicare l'insieme di politiche urgenti e fuori dal comune attuate dalle autorità monetarie a seguito della crisi finanziaria del 2007 e della crisi del debito sovrano dei paesi della zona euro nel 2011-12"³³. Le politiche monetarie non convenzionali si sono affermate come risposta straordinaria a condizioni straordinarie. Esse mirano a influenzare direttamente la curva dei rendimenti, le aspettative degli operatori economici e la disponibilità di credito, attraverso meccanismi diversi da quelli tradizionali. La loro adozione ha avuto un impatto significativo sui mercati finanziari, sul debito pubblico e sulla trasmissione della politica monetaria. In questo quadro, occorre studiare la natura, le modalità operative e gli effetti delle principali politiche monetarie non convenzionali adottate dalle banche centrali, al fine di comprendere in che modo esse abbiano contribuito alla stabilizzazione macroeconomica in tempi di crisi. Analizziamo le principali tipologie:

³³ Treccani, "Politica monetaria non convenzionale," *Lessico del XXI Secolo*, Istituto della Enciclopedia Italiana, 2013, [https://www.treccani.it/enciclopedia/politica-monetaria-non-convenzionale_\(Lessico-del-XXI-Secolo\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/politica-monetaria-non-convenzionale_(Lessico-del-XXI-Secolo)/).

2.3.1 Quantitative Easing (QE)

Questo metodo fu introdotto dalla Banca del Giappone³⁴ (BoJ) a seguito della bolla delle dot com. Essenzialmente consiste in una massiccia acquisizione di obbligazioni e di Titoli di Stato da parte di una banca centrale. Ciò fa sì che il prezzo di tali titoli aumenti e la conseguenza diretta di ciò è che viene immessa un grande quantitativo di moneta sul mercato. Secondo il modello IS-LM³⁵, infatti, un aumento della quantità di moneta genera una riduzione del tasso d'interesse dei titoli, facilitando così la circolazione e la facilità del credito. A seguito dell'esecuzione di questa politica, per la popolazione diventa più facile sottoscrivere prestiti e finanziamenti. Come conseguenza diretta di ciò, aumentano i consumi e gli investimenti, stimolando la crescita diretta dell'economia. In sostanza, questa forma di politica monetaria non convenzionale viene utilizzata per foraggiare la crescita del PIL di uno o più stati. Essa, infatti, mira a ridurre il tasso di deflazione con una politica monetaria espansiva.

2.3.2 Credit Easing

Il Credit Easing è una politica monetaria non convenzionale usata dalle banche centrali per migliorare le condizioni di credito nell'economia reale, soprattutto quando i canali tradizionali della politica monetaria sono inefficaci durante i periodi di crisi o deflazione. I suoi due fini sono:

- Stimolare la crescita economica, abbassando il tasso di deflazione quando i tassi sono bassi;
- Aumentare la fiducia e la credibilità sul mercato, al fine di facilitare la circolazione della moneta.

Di conseguenza, con il Credit Easing, la banca centrale non si limita semplicemente a promuovere la crescita, bensì agisce “sul campo” acquistando asset privati o specifici strumenti finanziari, come obbligazioni societarie, prestiti bancari e titoli garantiti da mutui. Questo intervento mira a sbloccare il mercato del credito, migliorando le condizioni di finanziamento per imprese e famiglie, e stimolando così la ripresa economica. Un noto esempio di manovra di Credit Easing risale alla grande crisi finanziaria del 2007, il Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)³⁶. Esso fu un programma creato dalla Federal Reserve in collaborazione con il Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti per stimolare l'emissione di titoli garantiti da prestiti (ABS) e sostenere il flusso di credito verso consumatori e piccole imprese. Con questo programma, la FED mirava a:

- Stimolare l'emissione di ABS, fornendo liquidità agli investitori per acquistare titoli garantiti da prestiti, incentivando così l'emissione di nuovi prestiti.

³⁴ Borsa Italiana. "Quantitative Easing: Cos'è e Come Funziona." Borsa Italiana, aggiornato il 15 marzo 2022. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/quantitative-easing-145.htm>.

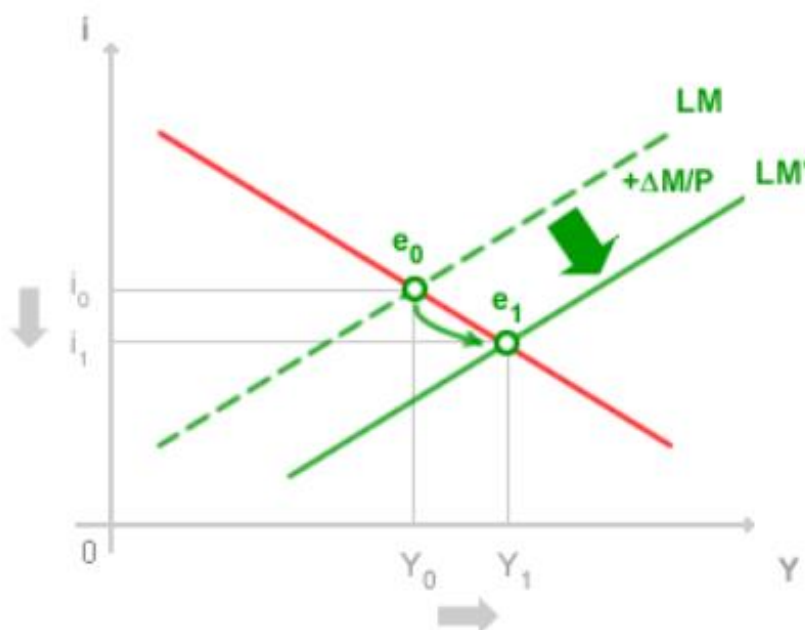
³⁵ John R. Hicks, "Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation," *Econometrica* 5, no. 2 (1937): 147–159.

³⁶ U.S. Department of the Treasury, "Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) Overview," <https://home.treasury.gov/data/troubled-assets-relief-program/credit-market-programs/talf/overview>.

- Sostenere il flusso di credito, garantendo che consumatori e piccole imprese avessero accesso a finanziamenti, anche in periodi di incertezza economica.
- Stabilizzare i mercati finanziari, riducendo i tassi di interesse e migliorando la fiducia degli investitori nei mercati del credito.

2.3.3 Tassi d'interesse negativi

Il loro scopo è identico a quello del Quantitative Easing, ossia punta alla stimolazione di banche e clienti a spendere e investire anziché accumulare liquidità. Infatti, secondo il modello IS-LM sopracitato, se i tassi tendono allo zero (o sono addirittura negativi), chi detiene riserve presso la banca centrale viene “penalizzato”, in pratica paga per depositare denaro anziché guadagnarci. Ciò incoraggia quindi i consumi e gli investimenti, a scapito delle banche e degli altri intermediari che detengono grossi quantitativi di moneta, anche se nel peggiore dei casi potrebbe generare dei veri e propri rischi di liquidità³⁷.



Rappresentazione di una politica monetaria espansiva secondo il modello IS-LM³⁸

2.3.4 Operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO)

Le LTRO (*Long Term Refinancing Operations*) rappresentano uno degli strumenti principali della politica monetaria non convenzionale adottata dalle banche centrali per garantire liquidità a lungo termine al sistema bancario. Attraverso queste operazioni, gli istituti di credito possono ottenere finanziamenti con scadenze pluriennali a condizioni agevolate, fornendo in cambio garanzie sotto

³⁷ Mishkin, Eakins e Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, 118.

³⁸ OkPedia. "Politica monetaria espansiva", https://www.okpedia.it/politica_monetaria_espansiva.

forma di attività finanziarie ritenute idonee. L'obiettivo di fondo è quello di sostenere il regolare flusso del credito verso l'economia reale, soprattutto nei momenti in cui i mercati finanziari attraversano fasi di instabilità o quando il meccanismo di trasmissione della politica monetaria risulta compromesso. Grazie a tassi vantaggiosi e durate più estese rispetto agli strumenti tradizionali, le LTRO incentivano le banche a continuare a finanziare famiglie e imprese, contribuendo in questo modo alla stabilità sia macroeconomica che finanziaria. In una fase successiva, è stato introdotto un ulteriore perfezionamento dello strumento: le TLTRO³⁹ (*Targeted LTRO*), che prevedono condizioni ancora più favorevoli per quegli istituti che dimostrano di trasferire effettivamente i fondi all'economia reale, ad esempio attraverso nuovi prestiti a imprese non finanziarie o a famiglie (escluse quelle per l'acquisto di immobili). Tuttavia, pur essendo considerate misure efficaci in contesti eccezionali, le LTRO non sono esenti da criticità. Un ricorso prolungato a questi strumenti potrebbe infatti favorire una dipendenza strutturale da parte delle banche verso la liquidità della banca centrale, riducendo gli incentivi a una gestione del rischio più prudente e influenzando negativamente la concorrenza nel settore. Nonostante ciò, nel panorama più ampio delle politiche monetarie non convenzionali, le LTRO si configurano come un canale essenziale per il sostegno alla stabilità finanziaria, fungendo da collegamento tra le esigenze del sistema bancario e gli obiettivi più generali di crescita e stabilità perseguiti dalla banca centrale.

2.4 Aspetti psicologici e aspettative negli shock economici

2.4.1 Emozioni economiche e panico collettivo

Durante una crisi economica le decisioni di famiglie, imprese e investitori non si fondano esclusivamente su calcoli razionali: a plasmarle intervengono potenti forze emotive che Keynes definì *animal spirits*⁴⁰. Paura, ansia e senso di minaccia riducono l'orizzonte temporale degli agenti, spostando l'attenzione dalla massimizzazione del valore di lungo periodo alla ricerca immediata di sicurezza. Da ciò, ne derivano ondate di panico collettivo: dalla corsa agli sportelli bancari (il famoso rischio di liquidità sopracitato) alla vendita indiscriminata di titoli, fino all'accaparramento di beni essenziali nei supermercati. La psicologia sociale spiega questi comportamenti con il comportamento imitativo (*herd behaviour*). Di fronte a possibili crisi, gli individui tendono a "seguire il gregge" compiendo le medesime attività al fine di poterne uscire al meglio da certe situazioni "sconvenienti". Questo comportamento imitativo deriva dalla FOMO⁴¹

³⁹ Banco BPM, "TLTRO – Targeted Long Term Refinancing Operations," *Magazine Banco BPM*, <https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/tltro-targeted-long-term-refinancing-operations/>.

⁴⁰ Treccani. 2012. "Spiriti animali." *Dizionario di Economia e Finanza*. Istituto della Enciclopedia Italiana, 2012, https://www.treccani.it/enciclopedia/spiriti-animali_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/.

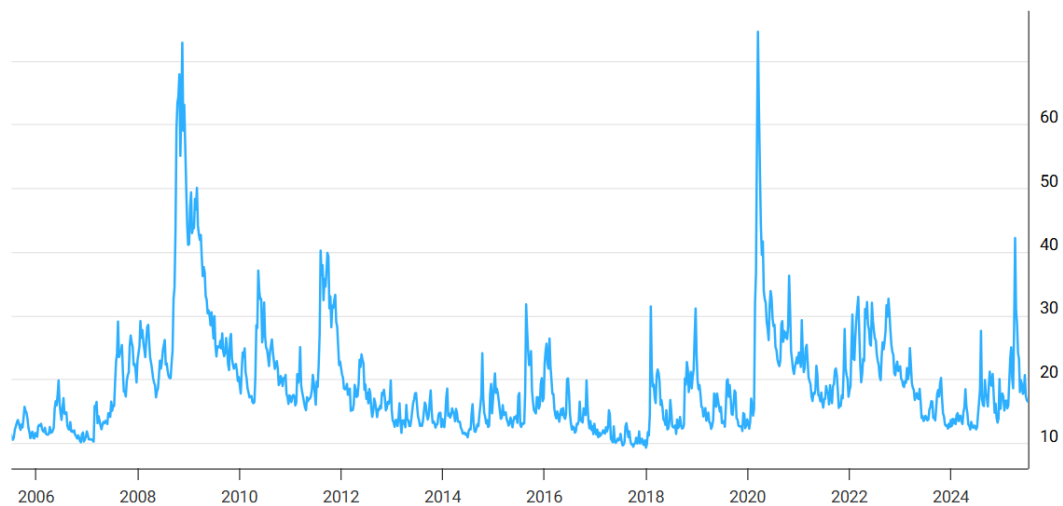
⁴¹ Patrick J. McGinnis, *FOMO Sapiens: Impara a decidere senza farti travolgere da un mondo pieno di scelte possibili* (Milano: Rizzoli, 2021).

(Fear Of Missing Out), ossia dalla paura di rimanere fuori/esclusi o di perdere una possibilità. Il risultato è un contagio emotivo che propaga lo shock ben oltre il suo impatto economico “fondamentale”. La dimensione emotiva è influenzata dai media tradizionali e dalle piattaforme digitali: cicli di notizie ad alta frequenza amplificano gli indizi di crisi, creano ancoraggi percettivi negativi e diffondono narrazioni catastrofiste che alimentano il panico. Sul piano macroeconomico, queste reazioni emotive alterano la trasmissione delle politiche pubbliche: la fiducia diventa un acceleratore o un freno a tali manovre. Se le autorità monetarie vengono percepite come credibili, le aspettative si stabilizzano e il panico rientra; in caso contrario, persino interventi aggressivi possono risultare inefficaci. Comprendere la genesi e la dinamica delle emozioni economiche, dunque, non è un corollario “psicologico” alla teoria tradizionale, ma un passaggio imprescindibile per valutare la portata reale di uno shock e per calibrare misure di policy in grado di contenere l’instabilità.

2.4.2 Aspettative e percezione del rischio

In presenza di una crisi economica, non sono soltanto i dati reali a determinare il comportamento degli operatori economici: spesso è la percezione del rischio a fare la differenza. Le nostre aspettative hanno un ruolo fondamentale, in quanto incidono in maniera diretta su consumi, investimenti e risparmi. Se ad esempio, in un certo momento ci fosse uno stato di sfiducia, molto probabilmente le famiglie ridurrebbero i consumi e le imprese gli investimenti. E se questo fatto si verificasse su larga scala, ciò potrebbe peggiorare la situazione, trasformando un principio di crisi in una crisi reale. Per lungo tempo la teoria economica ha assunto che le aspettative fossero “razionali”, cioè, fondate su tutte le informazioni disponibili e coerenti con i modelli economici ma la realtà non sempre corrisponde ai modelli. Anzi, nella pratica le persone si affidano più spesso a sensazioni, ricordi o esperienze recenti che a metodi rigorosi. Un caso emblematico è rappresentato dai mercati finanziari. Qui, l’umore collettivo ha un peso enorme: basta una notizia negativa per innescare ondate di vendite, spesso esagerate rispetto al fatto scatenante. L’indice VIX ⁴² – noto anche come “indice della paura” – misura proprio questo tipo di dinamica: quando aumenta, indica che gli investitori si aspettano forte instabilità. In questi casi, le decisioni sembrano guidate più dall’emotività che da un’analisi razionale. In sostanza, tale indice valuta la volatilità dei titoli basandosi sull’indice S&P 500. Per affrontare le crisi economiche, quindi, non basta intervenire con strumenti tecnici. È fondamentale comprendere anche come le persone percepiscono il contesto, quali emozioni stanno vivendo e in che modo queste influenzano le scelte individuali e collettive.

⁴² DEGIRO, "Indice VIX," *Investitori Accademia - Principianti Corso*, <https://www.degiro.it/trading-conoscenza/investitori-accademia/principianti-corso/indice-vix>.



Indice VIX nel corso degli anni ⁴³

2.4.3 Fiducia istituzionale e resilienza economica

Quando un'economia viene colpita da uno shock (economico, climatico, tecnologico, eccetera), uno degli elementi più determinanti per l'equilibrio del sistema non è solo la qualità delle misure adottate, ma anche il livello di fiducia che cittadini e mercati ripongono nelle istituzioni chiamate a gestirlo. In altre parole, la credibilità percepita delle banche centrali, dei governi e del sistema bancario può amplificare o attenuare la portata e la durata di una crisi. Nel campo della politica monetaria, ad esempio, la fiducia nella banca centrale è cruciale: grazie a essa le aspettative di inflazione e crescita si ancorano a obiettivi credibili e realizzabili. Se una banca centrale dovesse essere ritenuta competente e coerente, anche un semplice annuncio potrebbe avere effetti concreti sui mercati, come avviene nei meccanismi di *forward guidance* ⁴⁴. Al contrario, un'istituzione percepita come debole o inaffidabile fatica a orientare i comportamenti degli operatori economici, anche quando adotta misure straordinarie (come le politiche monetarie non convenzionali sopracitate). Lo stesso vale per i governi: nei momenti di instabilità, la fiducia nella capacità politica di prendere decisioni efficaci e tempestive diventa centrale. I cittadini e le imprese che credono nella tenuta delle istituzioni sono più propensi a mantenere i propri consumi e investimenti. Al contrario, quando la credibilità vacilla, si diffonde un atteggiamento di attesa o di fuga, che può aggravare le circostanze e far cambiare le scelte tra consumo e risparmio. Un indicatore chiave di questo fenomeno è rappresentato dal concetto di spread, già introdotto nel primo capitolo. L'aumento di tale differenziale tra titoli di Stato di paesi percepiti come "rischiosi" e quelli ritenuti

⁴³ Macrotrends, "VIX Volatility Index - Historical Chart," Macrotrends, <https://www.macrotrends.net/2603/vix-volatility-index-historical-chart>.

⁴⁴ Banca Centrale Europea. "Che cos'è la forward guidance?" Banca Centrale Europea, https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.it.html.

più affidabili (come i Bund tedeschi) riflette proprio un deterioramento della fiducia da parte degli investitori nei primi titoli. In questo senso, lo spread diventa un termometro in tempo reale della percezione di rischio sistemico e della solidità del quadro istituzionale. Infine, esiste una dimensione meno tangibile ma altrettanto cruciale, la fiducia sociale diffusa. Nei momenti di crisi, la coesione e la solidarietà tra cittadini possono veicolare un argine psicologico ed economico al panico. Infatti, una società che confida nel proprio tessuto istituzionale è anche più resiliente, perché riesce ad attivare risorse collettive, a seguire indicazioni condivise e a ridurre le tensioni interne. In sintesi, la fiducia istituzionale agisce come un modificatore silenzioso della stabilità. Quando è solida, le politiche pubbliche risultano più efficaci e la ripresa è più rapida. Quando invece manca, anche gli interventi più strutturati rischiano di perdere forza, ostacolando il ritorno alla normalità e rischiando di sfociare in una crisi sociale.

Capitolo 3 – Il ruolo dello Stato e della finanza pubblica nella gestione delle crisi

3.1 Teorie economiche sull'intervento pubblico in tempo di crisi

Per comprendere al meglio il ruolo dello Stato, ritengo sia importante studiare le correnti di pensiero da cui la concezione moderna di quest'ultimo trae origine, in particolare quella dei cosiddetti “filosofi economici”. Infatti, le loro idee e opinioni possono risultare tuttora attuali e rispecchiabili nella realtà odierna, motivo per cui ritengo che confrontare le loro idee sia utile per avere un quadro generale sulla concezione di economia e di stato. Iniziando da Adam Smith, passando poi attraverso Marx e Pareto e concludendo con Keynes, questo paragrafo ha l'obiettivo di far comprendere al meglio l'evoluzione del pensiero economico affinché lo si possa comparare all'attuale ruolo dello Stato.

3.1.1 Adam Smith

Considerato come il padre della filosofia economica, Smith rappresenta il punto di partenza della nascita di questo tipo di pensiero. Figlio dell'illuminismo, è riuscito a raccogliere i valori più importanti di questo periodo storico (come razionalità, progresso, e libertà dell'individuo) e a costruirci intorno ad essi una nuova concezione dell'economia nel suo insieme. Nella sua opera più famosa, *La ricchezza delle nazioni*, le tesi di Smith lo affiliano politicamente al liberalismo classico, in cui la presenza dello stato deve essere marginale, specie in ambito economico. Infatti, egli sosteneva che i dazi e le barriere commerciali impedivano la libera circolazione dei beni e di conseguenza l'allocazione efficiente delle risorse. Per il filosofo, se lo Stato non intervenisse sul libero scambio ci sarebbero a cascata diversi effetti sull'ambiente macroeconomico, di fatto l'insieme di questi costituisce la famosa “mano invisibile”⁴⁵. Con questo epiteto, Smith si riferisce ad un comportamento individualistico i cui benefici, derivanti dalle azioni dei singoli, si riversano non solo sull'individuo ma sull'intera collettività. Infatti, secondo lui, se lo Stato si limitasse a svolgere le funzioni di natura pubblica (come difendere il proprio territorio, assicurare l'istruzione e la libertà di pensiero, amministrare la giustizia, eccetera) i singoli produttori sarebbero incentivati a produrre in un clima di concorrenza perfetta. Ciò, sempre secondo Smith, garantirebbe la scomparsa dei monopoli e il raggiungimento dell'interesse pubblico avendo come mezzo il perseguimento di quello privato. Per riassumere la visione del filosofo, lo Stato non deve intervenire nella vita

⁴⁵ Treccani, “Mano invisibile,” *Dizionario di Economia e Finanza*, [https://www.treccani.it/enciclopedia/mano-invisibile_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/mano-invisibile_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/).

economica né tramite privazioni (dazi e barriere commerciali) né tramite donazioni (agevolazioni a particolari categorie) poiché anche queste ultime risultano, a suo giudizio, inefficaci e distorsive dell'efficienza del mercato.

3.1.2 Karl Marx

Idealizzato da molti come il padre del socialismo, Karl Marx sviluppò una critica radicale dell'economia politica borghese a partire da un'analisi storica e strutturale del capitalismo. Al centro del suo pensiero vi fu l'idea che i rapporti economici non siano naturali o immutabili, ma prodotti storici di precise dinamiche di potere e sfruttamento. Marx interpreta il capitalismo come un sistema fondato sulla contraddizione tra capitale e lavoro, in cui la borghesia, proprietaria dei mezzi di produzione, estrae plusvalore dalla forza lavoro del proletariato generando disuguaglianza e alienazione poiché i lavoratori non controllano né i mezzi né i frutti della produzione. Lo Stato, in questa visione, non può essere considerato un soggetto neutrale o imparziale, bensì come un'istituzione storicamente profondamente intrecciata con la struttura economica dominante. Per Marx, lo Stato moderno è espressione degli interessi della classe dominante e agisce in funzione del mantenimento dell'ordine capitalistico. All'interno di questa cornice teorica, le crisi economiche non sono interpretate come anomalie occasionali o malfunzionamenti del sistema, bensì come eventi ricorrenti e strutturali, insiti nella logica stessa del capitalismo. Per Marx, il sistema capitalistico è soggetto a crisi cicliche causate da dinamiche endogene: la tendenza alla sovrapproduzione rispetto alla capacità di consumo della popolazione, la caduta tendenziale del saggio di profitto, e l'accumulazione sempre più concentrata della ricchezza sono solo alcune delle cause principali. Le crisi emergono quando le forze produttive entrano in contraddizione con i rapporti di produzione esistenti, generando squilibri profondi che si manifestano sotto forma di recessioni, disoccupazione di massa e tensioni sociali. In questo contesto, l'intervento dello Stato, lungi dal rappresentare una soluzione alle contraddizioni del sistema, assume piuttosto un ruolo conservativo. Secondo Marx, lo Stato in tempo di crisi si attiva per salvaguardare la continuità del sistema capitalistico, proteggendo gli interessi della borghesia e mantenendo le condizioni di accumulazione del capitale. Infatti, in una delle sue opere più celebri afferma “Con quale mezzo la borghesia supera le crisi? Da un lato, con la distruzione coatta di una massa di forze produttive; dall'altro, con la conquista di nuovi mercati e con lo sfruttamento più intenso dei vecchi. Dunque, con quali mezzi? Mediante la preparazione di crisi più generali e più violente e la diminuzione dei mezzi per prevenire le crisi stesse”⁴⁶. Parafrasando quanto citato, si può dire che per Marx le crisi

⁴⁶ Karl Marx e Friedrich Engels, *Manifesto del Partito Comunista*, sezione I, “Proletari e Borghesi”, Marxists Internet Archive, <https://www.marxists.org/italiano/marx-engels/1848/manifesto/mpc-1c.htm>.

economiche sono momenti di verità del capitalismo, nei quali emergono con chiarezza le sue contraddizioni fondamentali. Ciò nonostante, il loro superamento può avvenire solamente attraverso una rivoluzione della classe operaia nei confronti di quella borghese. Le crisi, pertanto, possono essere viste anche come momenti potenzialmente rivoluzionari in grado di riequilibrare il divario tra le classi sociali.

3.1.3 Vilfredo Pareto

Viene spesso associato alla filosofia dell' "Economia del benessere" ⁴⁷ dato che pose le basi alla sua creazione. Pareto, studiando il concetto di efficienza di Adam Smith, introdusse quello di "ottimo paretiano" ⁴⁸. Dal padre della filosofia economica riprese in particolare il fatto che secondo quest'ultimo "il libero mercato e la libera concorrenza, senza l'intervento dello Stato, avrebbero permesso di raggiungere la migliore allocazione delle risorse" ⁴⁹. Un altro dei suoi contributi più noti è la cosiddetta "legge di Pareto" ⁵⁰ o regola 80/20: osservando la distribuzione della ricchezza in Italia, Pareto notò che circa il 20% della popolazione possedeva l'80% della ricchezza, una proporzione che si ripeteva in diversi contesti e che suggeriva l'esistenza di regolarità statistiche nella distribuzione economica. Per "ottimo paretiano" o "efficienza di Pareto" s'intende invece un'allocazione delle risorse è detta Pareto-efficiente se non è possibile migliorare la situazione di un individuo senza peggiorare quella di un altro. Questo concetto è alla base di molte teorie del benessere e ha trovato applicazione tanto nell'economia teorica quanto nella politica pubblica. Tuttavia, fu con il progressivo spostamento dei suoi interessi verso la sociologia che Pareto sviluppò alcune delle sue idee più originali e controverse. L'opera maggiore in questo ambito è *Trattato di sociologia generale*, una monumentale riflessione sull'organizzazione della società e sui meccanismi profondi che regolano il comportamento collettivo. Pareto parte dalla critica alla razionalità apparente delle azioni umane, da qui deriva la sua visione disillusa della politica e della società: le masse, secondo Pareto, sono guidate da forze emotive più che dalla razionalità, e le élite dominanti mantengono il potere adattandosi a queste mutevoli dinamiche. Uno dei concetti più noti della sua sociologia è proprio quello della "circolazione delle élite" ⁵¹. Per Pareto, ogni società è sempre dominata da una minoranza, da un'élite, la cui composizione può mutare ma la cui esistenza

⁴⁷ Treccani. "Teoremi dell'economia del benessere", *Dizionario di Economia e Finanza*, [https://www.treccani.it/enciclopedia/teoremi-dell-economia-del-benessere_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/teoremi-dell-economia-del-benessere_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/).

⁴⁸ Treccani. "Ottimo paretiano", *Enciclopedia della Matematica*, [https://www.treccani.it/enciclopedia/ottimo-paretiano_\(Enciclopedia-della-Matematica\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/ottimo-paretiano_(Enciclopedia-della-Matematica)/).

⁴⁹ Milillo e Loiero, *Finanza pubblica, politica e istituzioni*, 20.

⁵⁰ Asana, "Il principio di Pareto (la legge 80/20)", <https://www.asana.com/it/resources/pareto-principle-80-20-rule>.

⁵¹ Vilfredo Pareto, *Trattato di sociologia generale* (Firenze: G. Barbèra, 1916).

è inevitabile. Le élite si distinguono in due grandi categorie: quelle dominate dai “leoni”⁵², che si impongono con la forza e la tradizione, e quelle dominate dalle “volpi”, che usano l’astuzia, l’inganno e il compromesso. La storia è per Pareto un continuo avvicinarsi di élite, un processo ciclico di ascesa, decadenza e sostituzione. Pareto fu, dunque, un pensatore complesso e spesso ambiguo: liberale nell’economia, scettico della democrazia di massa, empirista nella sociologia, teorico dell’irrazionalità umana. Pareto si pose come interprete disilluso delle forze profonde che muovono l’uomo e la società. Ancora oggi, i suoi concetti sono strumenti analitici potenti per comprendere le dinamiche economiche e sociali del mondo contemporaneo.

3.1.4 John Keynes

John Maynard Keynes è considerato una delle figure più influenti della moderna economia, in particolare per il suo approccio innovativo alla comprensione e alla gestione delle crisi economiche. Il suo pensiero nasce in un’epoca, la prima metà del XX secolo, segnata da crisi profonde e prolungate, come la Grande Depressione degli anni ’30, che misero in discussione i principi delle teorie economiche classiche di autogoverno dei mercati. A differenza di Adam Smith, che nel XVIII secolo aveva teorizzato il “meccanismo della mano invisibile” come strumento efficace per garantire l’equilibrio spontaneo dei mercati, Keynes osservò che l’economia reale spesso si allontana da questo ideale. La piena occupazione, secondo Smith, sarebbe stata il risultato naturale della libera interazione tra domanda e offerta; Keynes, invece, evidenziò che il mercato può restare bloccato in situazioni di sottoutilizzo delle risorse, con disoccupazione di massa e stagnazione economica. La critica keynesiana si rivolge anche a Marx, con il quale condivide l’idea che il capitalismo sia un sistema instabile e soggetto a crisi periodiche, ma diverge profondamente sul ruolo dello Stato e sulle possibili soluzioni. Mentre Marx vedeva nelle crisi manifestazioni delle contraddizioni interne al capitalismo destinate a essere risolte solo da un rovesciamento rivoluzionario del sistema stesso, Keynes fu più pragmatico e orientato a riforme mirate. Riguardo Marx, Keynes era apertamente contro di lui, infatti sostenne che “Il socialismo marxista rimarrà sempre un fenomeno per gli storici dell’Opinione: come abbia potuto una dottrina così illogica e così stupida esercitare un’influenza così potente e duratura sulle menti degli uomini, e, attraverso loro, sugli eventi della storia.”⁵³ Per lui, le crisi potevano e dovevano essere gestite con strumenti di politica economica, senza necessariamente immaginare un superamento radicale del capitalismo. Lo Stato, secondo lui, era un attore attivo in grado di correggere i difetti del mercato e di sostenere

⁵² Salvatore Rondello, “Leoni e volpi nella politica,” *La Rivoluzione Democratica*, <https://www.rivoluzionedemocratica.it/leoni-e-volpi-nella-politica.htm>.

⁵³ John Maynard Keynes, *Teoria generale dell’occupazione, dell’interesse e della moneta* (1936), anche in <https://www.frasi celebri.it/frasi-di/john-maynard-keynes/>.

l'economia nei momenti di difficoltà tramite l'uso di strumenti anticiclici. Il centro del suo pensiero riguarda l'insufficienza della domanda aggregata. Durante una crisi, consumatori e imprese tendono a ridurre le spese per timore del futuro, innescando un circolo vizioso che porta a ulteriore contrazione dell'attività economica ed aumento della disoccupazione. Per Keynes, l'intervento pubblico diventa indispensabile: tramite politiche fiscali espansive, lo Stato può aumentare la spesa pubblica e stimolare la domanda, "compensando" così il calo degli investimenti privati. L'intervento statale, tuttavia, per Keynes non doveva essere permanente né eccessivo per evitare i rischi legati all'indebitamento pubblico e al possibile aumento dell'inflazione. In conclusione, Keynes ha contribuito a rivoluzionare la teoria economica introducendo un ruolo attivo per lo Stato nella gestione delle crisi. La sua eredità si riflette ancora oggi nelle politiche di intervento pubblico in risposta a shock economici, confermando la centralità di un approccio pragmatico e flessibile alla stabilità e alla crescita economica.

3.2 Strumenti della politica fiscale e monetaria per la stabilizzazione

Gli Stati e le banche centrali fanno riferimento a diversi tipi di strumenti (sia di natura fiscale che monetaria) per attenuare contesti economici caratterizzati da cicli alterni di crescita e contrazione, operando quindi da "agenti anticiclici". La politica fiscale e quella monetaria agiscono in modi differenti, tramite leve aventi rivolte ad ambiti distinti, ma alla fine entrambe si rivolgono alle medesime necessità come la domanda aggregata, il livello dei prezzi, l'occupazione e il tasso di crescita. Nel presente paragrafo si analizzeranno sinteticamente gli strumenti principali utilizzati da queste due forme di politica economica, con l'obiettivo di contenere gli squilibri macroeconomici e promuovere la stabilità del sistema. Si partirà dagli strumenti fiscali – come la spesa pubblica e la tassazione – per poi passare a quelli monetari, tra cui i tassi di interesse e le riserve obbligatorie.

3.2.1 Spesa pubblica

La spesa pubblica è uno degli strumenti fondamentali della politica fiscale e rappresenta il principale mezzo attraverso cui lo Stato può intervenire sull'economia. Consiste essenzialmente nell'insieme delle risorse impiegate dalle amministrazioni pubbliche per fornire beni e servizi ai cittadini, finanziare investimenti e progetti e sostenere l'apparato statale. Dato che nella formula del PIL⁵⁴ la spesa pubblica (G) rappresenta una delle sue componenti, essa può essere vista come uno strumento per riscaldare o raffreddare l'economia. Infatti, in una fase inflazionistica, ridurre tale apporto permetterebbe di smussare un aumento eccessivo dei prezzi e di riportare il sistema in

⁵⁴ Francesco Mercadante, "Categoria: Tasche vostre – Che cos'è il Pil? Proviamo a capire, per non dare i numeri," *Econopoly - Il Sole 24 Ore*, 14 novembre 2018, <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2018/11/14/che-cose-il-pil/>.

equilibrio. Invece, in una fase di recessione, una variazione positiva di spesa pubblica contribuirebbe ad immettere nuove risorse nel sistema, generando nuovo reddito, occupazione e domanda aggregata. La spesa pubblica può essere divisa in due componenti: spesa in conto corrente e spesa in conto capitale. “La parte corrente riguarda quelle entrate e uscite che hanno come scopo il finanziamento della gestione ordinaria. Ad esempio, rientrano in questa categoria le spese per gli stipendi, la cancelleria degli uffici e tutte le altre attività ordinarie e quotidiane del comune”⁵⁵ mentre “La componente in conto capitale invece è quella impiegata per finanziare gli investimenti, ovvero degli interventi non ricorrenti volti ad incrementare il patrimonio dell’ente. Si parla di opere pubbliche come ad esempio la costruzione di nuove strade ma anche di interventi strutturali di particolare incidenza, come potrebbero essere quelli sulla linea degli acquedotti”⁵⁶. In definitiva, essa è uno strumento molto potente, ma allo stesso tempo, richiede equilibrio, capacità di programmazione e attenzione all’efficienza della spesa per evitare rischi e sprechi di risorse.

3.2.2 Tassazione

La tassazione rappresenta un altro degli strumenti in mano alle istituzioni per gestire la politica fiscale. Infatti, tramite il gettito fiscale, un governo raccoglie i fondi necessari a coprire le spese ed a compiere le manovre politiche rispettando gli interessi della collettività che lo ha votato. La tassazione, quindi, serve per riallocare le risorse dei cittadini e delle imprese in favore della collettività. Essa può essere sia aumentata che diminuita ed entrambe queste scelte fanno conseguire degli effetti secondari. Interpretando il grafico sottostante analizzeremo come la variazione della tassazione possa influire sulla domanda di un bene:

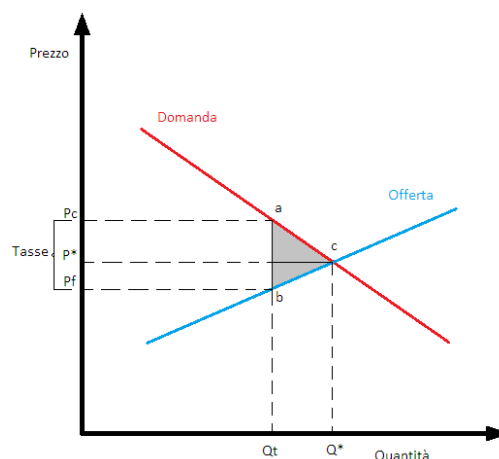


Grafico rappresentante la variazione della quantità venduta di un bene a seguito della tassazione⁵⁷

⁵⁵ Openpolis, *La differenza tra la componente corrente e quella in conto capitale*, 12 gennaio 2023, Riga 5 <https://www.openpolis.it/parole/la-differenza-tra-la-componente-corrente-e-quella-in-conto-capitale/>.

⁵⁶ Openpolis, *La differenza tra la componente corrente e quella in conto capitale*, Riga 11.

⁵⁷ Wikipedia, “Cuneo fiscale”, *Wikipedia, L'enciclopedia libera*. https://it.wikipedia.org/wiki/Cuneo_fiscale.

-Nel caso in cui la tassazione aumentasse, aumenterebbe anche il cuneo fiscale; quindi, il gettito che lo Stato otterrebbe, facendo sì che aumentino le risorse pubbliche disponibili. Ciò nonostante, diminuirebbe la domanda del bene dato che il suo prezzo è aumentato.

-Nel caso in cui la tassazione diminuisse, diminuirebbe anche il cuneo fiscale; quindi, il gettito che lo Stato otterrebbe, facendo sì che diminuiscano le risorse pubbliche disponibili. Ciò nonostante, farebbe diminuire l'offerta del bene dato che il suo prezzo è diminuito riducendo i profitti.

La tassazione a sua volta può essere divisa in: diretta e indiretta.

-diretta: colpisce il reddito o il patrimonio di persone e imprese, prendendo ricchezza “alla fonte”,

-indiretta: colpisce i consumi o le transazioni ed è uguale per tutti indipendentemente dal reddito.

In conclusione, la tassazione svolge un ruolo fondamentale nel determinare l'equilibrio tra le esigenze di finanziamento pubblico e gli effetti sull'attività economica, motivo per cui, la scelta della struttura e del livello della tassazione richiede un attento bilanciamento tra efficienza economica, equità sociale e sostenibilità finanziaria.

3.2.3 Tassi di interesse di riferimento

Focalizzandoci ora sulla politica monetaria, ritengo che la variazione dei tassi d'interesse rappresenti uno, se non il più importante, degli strumenti per attuare tale tipo di politica. Questo tasso rappresenta il costo del denaro, ovvero il prezzo che le banche commerciali pagano a quelle centrali per farsi prestare capitale. In Europa, la BCE determina ben tre tipi di tassi:

- il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, “è il tasso di interesse corrisposto dalle banche quando assumono prestiti dalla BCE per la durata di una settimana” ⁵⁸

- il tasso sui depositi, “è il tasso di interesse che le banche ricevono quando depositano denaro overnight (per la durata di un giorno lavorativo) presso la banca centrale” ⁵⁹

- il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale, “è il tasso di interesse corrisposto dalle banche quando assumono prestiti dalla BCE overnight (“overnight” significa che lo scambio di fondi è effettuato nella giornata di negoziazione con rientro nella giornata lavorativa successiva)”

⁶⁰. Il tasso di riferimento è considerato uno strumento convenzionale della politica monetaria, in quanto è utilizzato per influenzare il livello generale dei tassi di interesse a breve termine nel

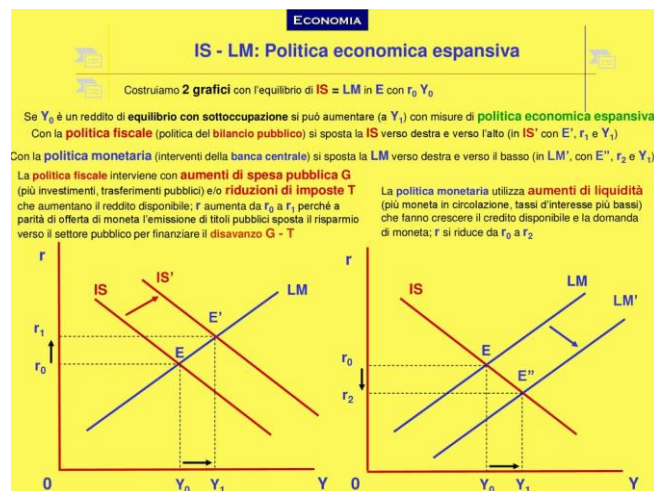
⁵⁸ European Central Bank, “What Is the Main Refinancing Operations Rate?” pubblicato 13 Settembre 2018, aggiornato 13 Settembre 2024, <https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/mro.it.html>.

⁵⁹ European Central Bank, “What Is the Deposit Facility Rate?” pubblicato 10 Marzo, 2016, aggiornato 13 Settembre 2024, <https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/what-is-the-deposit-facility-rate.it.html>.

⁶⁰ European Central Bank, “What Is the Marginal Lending Facility Rate?,” pubblicato 13 Settembre 2018, aggiornato 13 Settembre 2024, https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/marginal_lending_facility_rate.it.html.

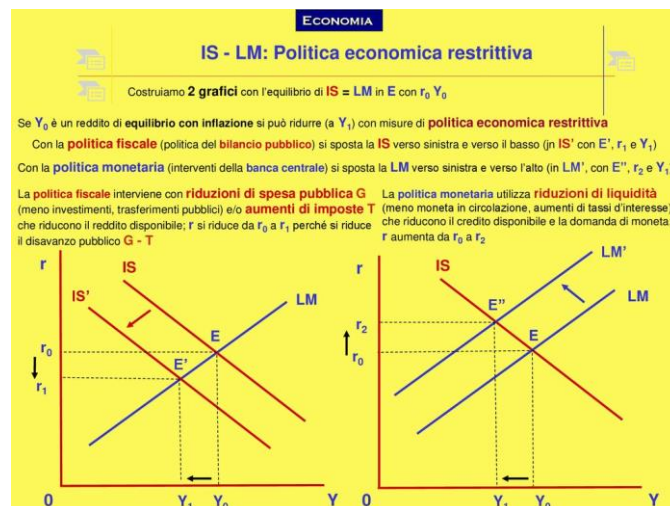
mercato. A sua volta, questa leva ha effetti a catena su molte variabili economiche fondamentali come il costo dei prestiti e persino il tasso di cambio. La variazione del tasso può agire in due modi distinti:

- Nel caso di una politica monetaria espansiva, l'abbassamento di tale tasso, mira a riscaldare l'economia. Ciò avviene perché la banca centrale offre tassi più convenienti, stimolando quindi l'aumento dei consumi e degli investimenti, dato che costa meno richiedere denaro.



Applicazione di una politica fiscale integrata ad una monetaria espansiva ⁶¹

- Nel caso di una politica monetaria restrittiva, l'aumento di tale tasso, mira a raffreddare l'economia. Ciò avviene perché la banca centrale offre tassi meno convenienti, facendo sì che ci siano meno incentivi a spendere denaro, al fine di ridurre il tasso d'inflazione.



Applicazione di una politica fiscale integrata ad una monetaria restrittiva ⁶²

⁶¹ SlidePlayer.it, *IS - LM: Politica economica espansiva*, <https://slideplayer.it/slide/15852348/>.

⁶² SlidePlayer.it, *IS - LM: Politica economica restrittiva*, <https://slideplayer.it/slide/15403082/>.

3.2.4 Riserve obbligatorie

Le riserve obbligatorie rappresentano uno degli strumenti tradizionali della politica monetaria.

Consistono nell'obbligo, imposto dalla banca centrale (come la BCE o la Federal Reserve), per le banche commerciali di detenere una determinata quota di fondi presso i conti della banca centrale, proporzionata ai depositi che ricevono dalla clientela. Citando la Banca d'Italia in merito alla quantità da destinare in tali riserve: "L'importo della riserva obbligatoria che ciascuna banca deve detenere è determinato a partire da un aggregato di specifiche passività di bilancio (c.d. aggregato soggetto a riserva), costituito principalmente da depositi di clienti e titoli di debito in circolazione con scadenza fino a due anni, a cui viene applicato un coefficiente di riserva minima, attualmente pari all'1%. A tale importo si detrae una somma forfettaria di 100.000 intesa a ridurre i costi amministrativi per le banche con riserve obbligatorie molto ridotte"⁶³. Esse hanno tre obiettivi:

- Controllare la liquidità nel sistema bancario; imponendo una riserva, la banca centrale limita la quantità di moneta che le banche possono muovere attraverso il credito.
- Stabilizzare i tassi d'interesse a breve termine; le riserve obbligatorie agiscono come "freno" sulla liquidità disponibile, contribuendo alla stabilità dei tassi overnight.
- Fungere da cuscinetto in caso di crisi di liquidità; le riserve possono essere temporaneamente ridotte in momenti di stress finanziario per immettere rapidamente liquidità nel sistema.

3.3 Politiche di austerità e spending review: effetti sulla finanza pubblica e sull'economia

Le politiche di austerità⁶⁴ e gli interventi di spending review⁶⁵ hanno rappresentato, a partire dalla crisi finanziaria globale del 2008 e in modo ancora più accentuato con la crisi del debito sovrano nell'area euro, strumenti centrali per il consolidamento fiscale adottato da numerosi Stati europei, Italia inclusa. L'austerità è l'insieme di politiche che cercano di ridurre deficit e debito pubblico, agendo soprattutto su tagli alla spesa o su aumenti delle tasse. Significa letteralmente "revisione della spesa", infatti, si tratta di un esame critico delle spese attuali per identificare sprechi, inefficienze e aree in cui si può ottenere un migliore rapporto tra costi e risultati. Diversamente, la spending review si configura come un processo tecnico e analitico volto a razionalizzare l'impiego delle risorse pubbliche, migliorandone l'efficienza senza necessariamente ridurre i servizi offerti ai cittadini. Significa letteralmente "revisione della spesa", infatti, si tratta di un esame critico delle

⁶³ Banca d'Italia, "La riserva obbligatoria", <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/riserve-eurosistema/riserva-obbligatoria/index.html>.

⁶⁴ Treccani, s.v. "Austerità", *Enciclopedia Treccani Online*, <https://www.treccani.it/enciclopedia/austerita/>.

⁶⁵ Treccani, s.v. "Spending Review", *Enciclopedia Treccani Online*, <https://www.treccani.it/enciclopedia/spending-review/>.

spese attuali per identificare sprechi, inefficienze e aree in cui si può ottenere un migliore rapporto tra costi e risultati. Sebbene le due politiche siano spesso attuate congiuntamente, in questo contesto, è essenziale analizzare con spirito critico l'impatto delle misure di austerità e dei processi di revisione della spesa pubblica sia in termini di finanza pubblica sia in relazione ai più ampi equilibri macroeconomici. L'adozione di queste politiche in contesti caratterizzati da forte instabilità economica e finanziaria ha innescato un dibattito ampio e acceso riguardo ai loro reali effetti, non solo sulla sostenibilità della finanza pubblica, ma anche sull'andamento complessivo dell'economia reale. In particolare, la discussione si è concentrata sul ruolo che tali misure abbiano effettivamente avuto nel contribuire a stabilizzare i conti pubblici, da un lato, e sull'eventuale impatto negativo che esse possano aver esercitato, dall'altro, aggravando la recessione e producendo conseguenze significative sul piano occupazionale, sociale e politico. Alla luce di queste contrapposte valutazioni, risulta quindi fondamentale un'analisi rigorosa e critica dell'impatto delle misure di austerità e dei processi di revisione della spesa pubblica, esaminandone gli effetti sugli equilibri macroeconomici più ampi.

3.3.1 Austerity in Italia

Tra gli esempi più emblematici di politiche di austerità in Italia si colloca l'esperienza del governo tecnico guidato da Mario Monti, insediatosi nel novembre 2011 in un contesto di forte instabilità finanziaria, con spread ai massimi storici e crescente sfiducia dei mercati nei confronti del debito sovrano italiano. Il governo Monti si mosse con l'obiettivo prioritario di ristabilire la credibilità fiscale dell'Italia, adottando una serie di misure straordinarie pensate per riportare i conti pubblici entro i parametri richiesti dall'Unione Europea e, al tempo stesso, rassicurare i mercati internazionali sulla sostenibilità del debito italiano. Il piano d'azione si articolò in una sequenza di interventi su pensioni, tassazione e spesa pubblica, molti dei quali furono varati in tempi rapidi attraverso il cosiddetto decreto "Salva Italia"⁶⁶ e successivamente con il decreto "Cresci Italia"⁶⁷. Sul versante delle entrate, vennero introdotte nuove imposte (tra cui l'IMU sulla prima casa), aumentata l'IVA e inaspriti i controlli fiscali. Sul lato della spesa, furono attuate revisioni significative del sistema pensionistico – con l'innalzamento dell'età pensionabile (riforma Fornero)⁶⁸ e il passaggio al sistema contributivo pro-rata – e avviata una spending review iniziale, pur se con

⁶⁶ Camera di Commercio di Lucca, "Il decreto Salva - Italia in pillole: arriva la manovra Monti", <https://www.lu.camcom.it/newsletter/programmando/dalla-legge-di-stabilita-alla-manovra-monti-notizie-dallitalia-e-dalla-0>.

⁶⁷ Presidenza del Consiglio dei Ministri, "DECRETO-LEGGE 24 gennaio 2012", <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?!vig=urn:nir:stato:decreto.legge:2012:1&art=66-com7>.

⁶⁸ Camera dei Deputati, "La legge 92/2012 (riforma Fornero) e la sua attuazione - XVII legislatura", https://www.camera.it/leg17/465?tema=il_ddl_di_riforma_del_mercato_del_lavoro#m.

marginari di manovra limitati. Il carattere urgente e lineare di molte misure rese però il pacchetto riformatore particolarmente oneroso per ampie fasce della popolazione, colpendo in modo regressivo sia i consumi interni che il potere d'acquisto delle famiglie. Le conseguenze macroeconomiche non tardarono a manifestarsi. Sebbene il governo Monti sia riuscito a stabilizzare temporaneamente i mercati e a riportare lo spread sotto controllo, il prezzo pagato in termini di crescita fu elevato. Nel biennio 2012–2013 il PIL italiano ⁶⁹ registrò una contrazione significativa, accompagnata da un aumento della disoccupazione e da un calo della domanda interna. I benefici sul fronte del debito pubblico furono limitati: nonostante il miglioramento del saldo primario, il rapporto debito/PIL continuò a crescere a causa della compressione dell'attività economica. Questo fenomeno ha dato adito a un ampio dibattito, sia in sede accademica che nella sfera pubblica, sull'efficacia e sulla tempistica delle politiche di austerità, specialmente in assenza di meccanismi compensativi di stimolo alla crescita. Numerosi economisti hanno evidenziato i limiti dell'approccio adottato, richiamando il cosiddetto “paradosso dell'austerità”, ovvero la tesi secondo cui misure di consolidamento fiscale troppo aggressive, se implementate in fase recessiva, possono finire per peggiorare i fondamentali economici che intendono correggere. Il fatto che misure così drastiche siano state adottate da un governo tecnico, non eletto direttamente dai cittadini, ha generato, come se non bastasse, un crescente clima di sfiducia verso le istituzioni, alimentando forme di malcontento come l'euroscetticismo e ad una crescente frammentazione del sistema politico italiano. Per concludere, l'esperienza del governo Monti può essere letta come un tentativo coerente di rispondere a un'emergenza finanziaria con strumenti di disciplina fiscale, nonostante possa anche essere visto come un approccio troppo sbilanciato sul breve termine, spesso privo di una visione strategica più ampia che punta al lungo termine.

3.3.2 Spending Review

La prima introduzione sistematica e formalizzata della spending review è generalmente attribuita al Regno Unito sotto il governo di Margaret Thatcher negli anni '80. In quel periodo, il governo britannico adottò politiche fortemente orientate al contenimento della spesa pubblica, alla deregolamentazione e alla privatizzazione. Pur non usando sempre il termine “spending review”, le pratiche adottate anticipavano pienamente l'idea di revisione della spesa: analizzare e valutare ogni voce della spesa pubblica per ridurne l'inefficienza e contenere i costi. Citando il governo britannico, tale politica viene vista come: “A Spending Review is the process the government uses to set all departments' budgets for future years. This covers both the services the public uses every

⁶⁹ Grafici – Statistiche Italiane. *Prodotto Interno Lordo e Debito Pubblico Lordo in Italia*, <https://grafici.altervista.org/prodotto-interno-lordo-e-debito-pubblico-lordo-in-italia/>.

day, like the NHS, schools and transport, and how the government will invest in research, energy security and infrastructure to drive economic growth across the country. In the same way that households budget what they spend, the government does this with public money. This is to ensure it is spent effectively”⁷⁰. Il governo della Iron Lady⁷¹, promotore del “thatcherismo”⁷², infatti aveva come obiettivo l’efficienza (spietata in certi contesti) e l’ottimizzazione della spesa pubblica, al fine di restituire centralità all’iniziativa privata e al mercato. Tornando ora alla definizione generale di spending review, essa porta con sé diversi obiettivi, tra cui:

- individuare sprechi e inefficienze; analizzando i programmi e i servizi pubblici per verificare se rispondono ancora agli obiettivi originari e tagliare la spesa superflua,
- riallocare le risorse in maniera efficiente, spostando fondi da aree a bassa priorità o scarsa efficacia verso settori strategici come sanità, istruzione, innovazione, eccetera,
- rendere sostenibile la finanza pubblica, contenendo il debito pubblico e mantenere sotto controllo il deficit, soprattutto in contesti di vincoli fiscali (es. il cd. fiscal compact in Unione Europea),
- aumentare la trasparenza e la responsabilità, Introducendo strumenti di valutazione delle politiche pubbliche e di controllo dei risultati (*performance-based budgeting*⁷³).

In sintesi, la spending review rappresenta un processo strategico e complesso che va oltre il semplice contenimento della spesa pubblica. Essa incarna un modello di gestione finanziaria orientato all’efficienza, alla responsabilità e alla sostenibilità, con l’obiettivo di migliorare la qualità delle politiche pubbliche, rafforzare la stabilità economica e promuovere diligentemente l’uso delle risorse statali. Nel paragrafo successivo, si approfondirà dei vincoli, dei trattati e delle regole applicate all’Unione Monetaria Europea, in materia di politica fiscale e di bilancio, al fine di comprendere al meglio le opportunità di manovra (e le relative limitazioni) che i singoli Stati membri hanno alla pubblicazione dei propri bilanci pubblici.

3.4 Il ruolo delle regole europee di finanza pubblica nelle crisi

3.4.1 Il trattato di Maastricht

Tale trattato pone le fondamenta per la nascita dell’Unione Europea, di conseguenza, per analizzare le regole europee di finanza pubblica, ritengo sia iniziale partire da ciò. Venne firmato il 7 febbraio 1992 nella città olandese di Maastricht ed è entrato in vigore il 1° novembre 1993 ed è ritenuto uno, se non il più importante, pilastro della regolamentazione europea perché ha trasformato la Comunità

⁷⁰ GOV.UK, “What Is a Spending Review?”, <https://www.gov.uk/government/news/what-is-a-spending-review>.

⁷¹ Gavrilov, Jurij. “Zheleznaya Dama Ugrozhayet” [“La Lady di Ferro minaccia”]. *Krasnaya Zvezda*, January 24, 1976.

⁷² Treccani, “Thatcherismo,” *Enciclopedia Treccani Online*, <https://www.treccani.it/enciclopedia/tag/thatcherismo/>

⁷³ Marc Robinson e Duncan Last, “A Basic Model of Performance-Based Budgeting,” Washington, DC: International Monetary Fund, settembre 2009, 4, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2009/tnm0901.pdf>.

Economica Europea (CEE) in Comunità Europea (CE) e ha posto le basi per l'introduzione dell'euro e di una cooperazione politica più stretta tra gli Stati membri. Per implementare tale realtà, il trattato di Maastricht fece riferimento a tre pilastri ⁷⁴:

- Pilastro comunitario, è il pilastro centrale ed erede della Comunità Economica Europea, era basato sul metodo sovranazionale, con forte ruolo della Commissione Europea, del Parlamento Europeo e della Corte di Giustizia Europea. Esso includeva politiche economiche e sociali comuni, Unione Economica e Monetaria (UEM) e introduzione dell'euro e altri tipi di politica commerciale.

- Politica Estera e di Sicurezza Comune (PESC), era basata sul metodo intergovernativo: decisioni prese dai governi degli Stati membri nel Consiglio europeo e nel Consiglio dei ministri. I suoi obiettivi erano molteplici: definire posizioni comuni in politica estera, rafforzare la sicurezza europea e cooperare su difesa e diplomazia.

- Cooperazione di Polizia e Giudiziaria in materia penale (CPG). Fu creato per affrontare questioni legate alla sicurezza interna, alla giustizia e ai flussi migratori. Il suo metodo decisionale era anch'esso intergovernativo, con cooperazione tra governi e un ruolo limitato delle istituzioni UE. I suoi ambiti principali riguardavano la cooperazione in settori come la lotta alla criminalità organizzata, al terrorismo, al traffico di droga, la cooperazione giudiziaria civile e penale, e la cooperazione doganale.

Oltre alle nuove "istruzioni" sopracitate, "la seconda tappa ebbe inizio nel 1999, quando i paesi che rispettavano i cosiddetti "parametri di Maastricht" (rapporto tra deficit pubblico e Pil non superiore al 3%, rapporto tra debito pubblico e Pil - con l'eccezione di Belgio e Italia - non superiore al 60%, tasso di inflazione non superiore dell'1,5% rispetto a quello dei tre paesi più virtuosi; tasso di interesse a lungo termine non superiore al 2% del tasso medio degli stessi tre paesi, permanenza negli ultimi due anni nello SME senza fluttuazioni della moneta nazionale) fissati dal Trattato adottarono l'euro come moneta unica. ⁷⁵

Nonostante ciò, tali regole fiscali richiedevano di essere riformate negli anni per tre motivi:

- 1) diventarono difficili da comprendere, facendo sì che mancasse un adeguato consenso generale,
- 2) il modo in cui alcuni di questi indicatori fossero calcolati non fu facilmente verificabile,
- 3) tali regole rischiavano più e più volte di non rispettare le esigenze dei singoli Stati, facendo quindi peggiorare la qualità della spesa a livello generale.

Come se non bastasse, le sanzioni previste nel caso dello sfioramento dei limiti non sono mai state applicate, motivo per cui nel 1997 fu introdotto un altro "capostipite" della regolamentazione delle finanze pubbliche in Unione Europea, il Patto di Stabilità e Crescita (PSC).

⁷⁴ European Union. "Trattato di Maastricht sull'Unione europea", aggiornato 21 marzo 2018, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=LEGISSUM:xy0026>.

⁷⁵ Milillo e Loiero, *Finanza pubblica, politica e istituzioni*, 42.

3.4.2 Patto di Stabilità e Crescita (PSC)

“Un secondo ordine di vincoli posto dall'ordinamento comunitario risiede nel già citato Patto di stabilità e crescita (PSC) che, al fine di potenziare il quadro di riferimento per la politica di Bilancio degli Stati membri, sottolinea l'importanza della solidità delle finanze pubbliche nazionali e impone il rispetto di complesse procedure prevedendo un lavoro costante continua interlocuzione con le istituzioni europee”⁷⁶. Questo “accordo” rappresenta una salda volontà di far quadrare i conti pubblici nazionali, e per fare ciò, si compone anch'esso di tre pilastri, come quello di Maastricht:

- il primo si concentra sull'osservazione delle principali variabili macroeconomiche dei paesi della UE e di quelli che adottano l'euro come valuta e della stessa UME nel suo complesso,
- il secondo c.d. “braccio preventivo”, ex ante, citando il Parlamento Europeo: “l'obiettivo del braccio preventivo è garantire un coordinamento efficace di politiche economiche sane degli Stati membri, sostenendo in tal modo il conseguimento degli obiettivi dell'Unione in materia di crescita sostenibile e inclusiva e occupazione”⁷⁷,
- il terzo c.d. “braccio correttivo”, ex post, che si compone a sua volta nella Procedura per Disavanzi Eccessivi (PDE) e nella procedura per gli squilibri eccessivi. Citando lo stesso documento in merito alla PDE: “l'obiettivo della procedura per i disavanzi eccessivi consiste nel prevenire i disavanzi eccessivi e garantirne una pronta correzione, in linea con l'articolo 126 TFUE e il protocollo n. 12 dei trattati. Secondo il PSC modificato, la PDE è messa in atto sulla base del criterio del disavanzo o del criterio del debito: — Criterio del disavanzo: il disavanzo del settore pubblico è considerato eccessivo se supera il valore di riferimento del 3 % del PIL a prezzi di mercato; — Criterio del debito: il debito è superiore al 60 % del PIL e l'obiettivo annuale di riduzione del debito di 1/20 del debito superiore alla soglia del 60 % non è stato conseguito nel corso degli ultimi tre anni”⁷⁸. Quindi per riassumere, il braccio correttivo mira a sanzionare gli Stati membri dell'eurozona che violino i trattati e i vincoli nel perimetro delimitato dal braccio stesso. Inoltre, il braccio correttivo fa riferimento ad una peer review, ossia ad una verifica che confronta la situazione dei singoli Stati rispetto ai loro Obiettivi di Medio Termine (OMT) personali. Nonostante ciò, il PSC ha subito profonde modifiche nel 2005 (snellendo i criteri) e nel 2011 (in concomitanza con il TSCG) al fine di facilitare agli Stati membri la sua applicazione.

⁷⁶ Milillo e Loiero, *Finanza pubblica, politica e istituzioni*, 44.

⁷⁷ Parlamento europeo, *Il quadro UE per le politiche fiscali*, aprile 2025, 2, https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/it/FTU_2.6.6.pdf.

⁷⁸ Parlamento europeo, *Il quadro UE per le politiche fiscali*, aprile 2025, 4.

3.4.3 Trattato sulla Stabilità, Coordinamento e Governance (TSCG)

Chiamato anche “patto di bilancio” o fiscal compact, è un accordo approvato il 2 marzo 2012 da 25 degli stati membri dell’UE che ha come obiettivo quello di rafforzare ulteriormente la disciplina fiscale degli Stati membri. L’elemento qualificante del Fiscal Compact è costituito dall’obbligo per gli Stati firmatari di garantire il pareggio di bilancio strutturale o, in ogni caso, un disavanzo strutturale non superiore allo 0,5% del PIL. Tale regola deve essere recepita nel diritto nazionale attraverso norme vincolanti di rango costituzionale, accompagnate dall’istituzione di meccanismi di correzione automatica in caso di deviazioni dagli obiettivi programmati. Parallelamente, il trattato conferma il limite del 60% del rapporto debito/PIL già previsto dai parametri di Maastricht, introducendo però un criterio di riduzione annuale del debito eccedente tale soglia. Il TSCG prevede un rafforzamento della sorveglianza europea sulle politiche di bilancio nazionali: gli Stati membri sono tenuti a presentare preventivamente i propri documenti programmatici, che vengono valutati dalla Commissione Europea, e ad adeguarsi alle eventuali raccomandazioni provenienti da quest’ultima. In Italia, ad esempio, tale accordo ha influenzato profondamente l’art.81 della Costituzione Italiana, e ciò può essere interpretato come un segnale di “svolta nelle istituzioni”. Infatti, rispettivamente i suoi nuovi cambiamenti riguardano i seguenti commi ⁷⁹:

- comma 1: prima prevedeva semplicemente l’approvazione annuale dei documenti contabili, ma ora viene introdotto il principio di pareggio di bilancio, riprendendolo direttamente dal TSCG,
- comma 2: prima non esisteva un vincolo esplicito all’indebitamento, ma ora può esserci solo tramite l’autorizzazione di ambo le Camere in particolari circostanze,
- comma 3: rimane sostanzialmente invariato dato che l’unica modifica è stata quello del termine “spese” in “oneri”, ciò allarga quindi i vincoli del Governo,
- comma 4: ora si parla esplicitamente di “leggi di bilancio”, enfatizzando il passaggio a una disciplina più vincolata e armonizzata con le regole UE,
- comma 6: risulta essere una novità dato che indica che ora la legge di bilancio ha natura rinforzata, facendo sì che risulti più difficile modificarla.

Per concludere, l’evoluzione del quadro europeo di governance economica riflette il progressivo rafforzamento dei vincoli di bilancio e della sorveglianza sovranazionale sulle politiche fiscali degli Stati membri. Tale percorso ha però esposto le tensioni tra esigenze di disciplina finanziaria e necessità di flessibilità macroeconomica, che continuano a costituire uno dei nodi centrali del dibattito politico ed economico europeo.

⁷⁹ Senato della Repubblica Italiana, *Articolo 81 della Costituzione Italiana*, <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-ii/titolo-i/sezione-ii/articolo-81>.

Capitolo 4 – Prevenzione e risposta alle crisi: modelli, soluzioni e riforme

4.1 Meccanismi europei di vigilanza finanziaria

4.1.1 I tipi di vigilanza

In Unione Europea, così come nel resto del mondo, la vigilanza opera essenzialmente in quattro tipi di interventi diversi, facendo sì che necessiti una sua frammentazione al fine di comprendere al meglio le sue “sotto-strutture”. Più precisamente:

- **Vigilanza strutturale:** questa categoria racchiude in sé regole, protocolli, norme e trattati. Tramite questi vincoli, le autorità hanno il compito di salvaguardare il sistema e gestire la struttura del settore finanziario. Implementando i regolamenti, infatti, è possibile indirizzare i comportamenti degli agenti economici, facendo sì che questi siano “vincolati” ad agire in un dato modo. Questo tipo di vigilanza può riguardare ad esempio tutele per la concorrenza come per gli altri players.
- **Vigilanza prudenziale:** questa categoria si concentra su tutte quelle norme che mirano alla gestione prudente, responsabile e sana dei capitali. Punta quindi alla stabilità del sistema tramite la diligenza. Questa a sua volta si divide in macroprudenziale e microprudenziale. La prima si concentra sulle variazioni economiche del sistema nel suo insieme, mentre la seconda analizza le singole istituzioni.
- **Vigilanza informativa:** questa categoria promuove tutti gli strumenti ed i mezzi di comunicazione tra i vari players al fine di ridurre asimmetria informativa, allocare le risorse in maniera efficiente ed evitare defaults di sistemi dovuti agli “squilibri informativi”.
- **Vigilanza protettiva:** quest’ultima categoria riunisce tutti gli strumenti con un unico obiettivo; evitare la diffusione di una crisi di un’istituzione finanziaria ad un’intera struttura (esempio una nazione con cui tale istituzione ha rapporti). Serve quindi a sanare situazioni critiche o ad evitare di “contagiare” uno o più sistemi connessi tra loro.

4.1.2 European Banking Union

“Consiste in un quadro di norme, procedure e strumenti concepiti per garantire che le banche della zona euro siano più resilienti, oggetto di una migliore vigilanza e in grado di resistere alle crisi finanziarie”⁸⁰. Dato che oggi la vigilanza è a livello sovrastatale, le banche centrali di ogni singolo paese aderente all’UE ha perso l’autorità che un tempo aveva dato che con la centralizzazione, ora come ora svolgono solo compiti di vigilanza locale. “L’unione bancaria consta di tre pilastri: il

⁸⁰ Consiglio Europeo, *Unione Bancaria*, 19 Giugno 2024, <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/banking-union/>.

Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU), il Meccanismo di Risoluzione Unico (Single Resolution Mechanism, SRM) e uno schema unico di garanzia dei depositi”⁸¹.

4.1.3 Single Supervisory Mechanism

“Il meccanismo di vigilanza unico (single supervisory mechanism, SSM) è il sistema centralizzato dell'UE di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi istituito nell'unione bancaria. Monitora lo stato di salute del sistema bancario per affrontare tempestivamente eventuali problemi, proteggendo l'economia e il denaro dei contribuenti”⁸². Esso è uno dei pilastri principali dell'Unione Bancaria Europea, è stato introdotto con il Regolamento (UE) n. 1024/2013⁸³, ed è entrato pienamente in vigore nel novembre 2014. “Esso promuove l'applicazione di un corpus unico di norme in materia di vigilanza prudenziale delle banche”⁸⁴. I suoi obiettivi sono quindi:

- Uniformità della vigilanza; evitare frammentazioni normative e disparità tra i diversi paesi, creando regole comuni per la supervisione bancaria.
- Prevenzione delle crisi; individuare tempestivamente situazioni di rischio e intervenire per ridurre la probabilità di fallimenti bancari.
- Tutela della fiducia nel sistema, rafforzare la solidità delle banche e proteggere i depositanti.
- Interruzione del legame tra rischio bancario e rischio sovrano; ridurre il rischio che crisi bancarie si traducano in crisi fiscali nazionali.

Per raggiungere tali scopi, il SSM si articola su due livelli di vigilanza. Rispettivamente la BCE supervisiona direttamente le banche "significative", ovvero gli istituti di credito di dimensioni rilevanti, con forte impatto sistemico o con ampia presenza transnazionale. Mentre le Autorità nazionali competenti (ANC) vigilano sulle banche più piccole e facilmente gestibili. Il SSM utilizza vari strumenti per monitorare le banche, tra cui un controllo prudenziale continuo, degli stress test periodici, ispezioni in loco e indagini tematiche e infine l'adozione di misure correttive, come limiti alle operazioni e divieti di distribuzione dei dividendi.

4.1.4 Single Resolution Mechanism

Il Meccanismo di Risoluzione Unico rappresenta il secondo pilastro dell'Unione Bancaria Europea ed è entrato pienamente in vigore il 1° gennaio 2016. “Lo scopo del meccanismo di risoluzione unico (SRM) è garantire una risoluzione ordinata delle banche in dissesto, con costi minimi per i

⁸¹ Mishkin, Eakins, e Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, 164

⁸² Consiglio Europeo, *Le modalità con cui l'UE vigila sul settore bancario*, 27 Gennaio 2025, <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/how-the-eu-supervises-the-banking-sector/>.

⁸³ Unione Europea, *Regolamento (UE) n. 1024/2013*, 15 ottobre 2013, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R1024>.

⁸⁴ Mishkin, Eakins, e Beccalli. *Istituzioni e mercati finanziari*, 164.

contribuenti e per l'economia reale”⁸⁵. Attraverso il MRU, l'Unione Europea si è dotata di uno strumento centralizzato e coerente per la risoluzione delle crisi bancarie, superando la frammentazione normativa che caratterizzava i precedenti interventi nazionali. Prima della sua istituzione, infatti, ogni Stato membro disponeva di procedure autonome di gestione delle crisi bancarie. Il MRU mira a prevenire il disordine sistemico che il fallimento di una banca di rilevanza significativa potrebbe causare. “Le sue funzioni principali sono: stabilire norme e procedure standard per la risoluzione delle banche; prendere decisioni in materia di risoluzione nell'ambito dell'unione bancaria secondo una procedura standard, cosa che aiuta a mantenere la fiducia del mercato; istituire meccanismi credibili e attuabili per la risoluzione delle crisi; eliminare gli ostacoli alla risoluzione per rendere il sistema bancario europeo più sicuro; ridurre al minimo i costi ed evitare la distruzione del valore, a meno che non sia necessaria per conseguire gli obiettivi della risoluzione delle crisi: promuovere la stabilità economica e finanziaria a livello dell'UE”⁸⁶. In questo modo, il MRU non solo consolida l'integrazione bancaria europea, ma contribuisce a ridurre il legame tra banche e debiti sovrani, rafforzando la resilienza complessiva del sistema finanziario.

4.1.5 Schema Europeo di Assicurazione dei Depositi

“Fino ad ora in Europa i sistemi di garanzia dei depositi sono stati organizzati a livello nazionale, applicando tuttavia standard minimi concordati a livello dell'UE. In base alle regole dell'UE, questi sistemi garantiscono fino a un importo di 100.000 euro per depositante. In alcuni Stati membri esistono vari schemi, organizzati da diverse categorie di istituti bancari, quali casse di risparmio, banche cooperative, banche del settore pubblico o banche private. Qualora un sistema nazionale di garanzia dei depositi non fosse in grado di coprire le perdite dei depositanti in caso di grossi dissesti bancari, potrebbe ricadere sui contribuenti l'onere di colmare eventuali carenze, con possibili ripercussioni sui conti del paese. La crisi finanziaria ha messo in luce che i problemi del settore bancario travalicano i confini nazionali”⁸⁷. Il terzo pilastro dell'Unione Bancaria Europea è rappresentato quindi dall'European Deposit Insurance Scheme (EDIS). Esso nasce dall'esigenza di garantire un livello di protezione uniforme per i depositanti in tutti i Paesi dell'area euro, riducendo le disparità derivanti dai sistemi nazionali e rafforzando la stabilità complessiva del sistema bancario europeo. L'obiettivo di tale pilastro è quello di superare queste disomogeneità attraverso un sistema di assicurazione dei depositi condiviso a livello europeo. Un tale schema rafforzerebbe la fiducia dei cittadini nel sistema bancario, ridurrebbe il pericolo di *corse agli sportelli* e fornirebbe

⁸⁵ Consiglio Europeo, *Meccanismo di Risoluzione Unico*, <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/single-resolution-mechanism/>.

⁸⁶ Mishkin, Eakins, e Beccalli. *Istituzioni e mercati finanziari*, 164.

⁸⁷ Banca Centrale Europea, *Cosa sono i sistemi di garanzia dei depositi?*, 11 Aprile 2018, https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/deposit_guarantee.it.html.

un ulteriore strumento di stabilizzazione finanziaria in caso di crisi sistemiche. Tuttavia, l'EDIS non è ancora stato introdotto dato che “Le principali critiche alla proposta della Commissione hanno riguardato il pericolo della *cross-subsidization* tra i sistemi bancari degli stati membri, cioè la possibilità che i più virtuosi finiscano per finanziare le inefficienze e i rischi di quelli più imprudenti”⁸⁸. Di conseguenza, l'EDIS rimane ad oggi solamente una chimera irraggiungibile. In questo contesto, la mancanza di un sistema unico di assicurazione dei depositi lascia irrisolta una componente fondamentale per la piena integrazione e stabilità del sistema bancario europeo.

4.2 Le risposte alle crisi recenti

4.2.1 Crisi finanziaria del 2008

La crisi finanziaria globale del 2008, originata dal crollo del mercato dei mutui subprime negli Stati Uniti, ha avuto effetti devastanti sull'economia mondiale e in particolare sull'Unione Europea, dove ha innescato una grave crisi bancaria e successivamente una crisi del debito sovrano. Per far fronte alle conseguenze di questa crisi, sono stati adottati interventi su più livelli, sia nazionali che sovranazionali, che hanno riguardato politiche monetarie, fiscali e regolamentari, nonché riforme strutturali volte a rafforzare la resilienza del sistema finanziario. Secondo quanto riassunto dalla BCE stessa: “Nel contesto dell'UE, in seguito a un vertice di emergenza convocato a Parigi nell'ottobre 2008, i governi hanno attuato misure di sostegno coordinate per attenuare le pressioni sui sistemi bancari. Tali misure integravano le massicce iniezioni di liquidità effettuate dalla BCE a partire dall'estate del 2007 e prevedevano garanzie sulle passività bancarie, fra cui una più ampia copertura degli schemi di assicurazione sui depositi. I governi hanno anche ricapitalizzato le istituzioni finanziarie; in alcuni casi hanno addirittura acquisito la quota di maggioranza oppure hanno diluito il valore della quota degli azionisti. Inoltre hanno protetto le istituzioni finanziarie dalle perdite sull'attivo, mediante operazioni di separazione patrimoniale (*ring-fencing*), garanzie statali, operazioni di *swap* e trasferimento delle cosiddette “attività tossiche” dai bilanci delle banche”⁸⁹. Tali misure sono state adottate infatti per molteplici ragioni:

- iniettare liquidità sul mercato stimola la domanda e l'offerta interna, aumentando il PIL, di fatto permette una sorta di “ripristino” a seguito di una crisi finanziaria;
- garantire sulle passività bancarie permette di instaurare la fiducia tra i vari players nel mercato, ciò fa sì che i risparmiatori saranno meno avvezzi a non prestare fondi agli istituti di credito;

⁸⁸ Lavoce.info, *Il sistema europeo di garanzia dei depositi? C'è ancora da aspettare.*

<https://lavoce.info/archives/108450/il-sistema-europeo-di-garanzia-dei-depositi-ce-ancora-da-aspettare/>.

⁸⁹ Banca Centrale Europea, *La crisi finanziaria: sfide e risposte – discorso di Lorenzo Bini Smaghi*, 16 ottobre 2009, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091016_2.it.html.

- ricapitalizzare istituzioni bancarie genera un rafforzamento della loro solidità e nella capacità di assorbire perdite, evitando così il rischio di insolvenza tramite operazioni di LTRO ⁹⁰.

In sintesi, gli interventi adottati in risposta alla crisi del 2008 hanno rappresentato un'azione straordinaria volta a ristabilire la fiducia nei mercati finanziari e prevenire un collasso economico di portata ancora maggiore. Pur essendo stati efficaci nel contenere l'emergenza, essi hanno evidenziato la necessità di riforme strutturali più profonde, ponendo le basi per l'evoluzione dell'Unione economica e monetaria e per la creazione di nuovi strumenti di governance finanziaria.

4.2.2 Crisi del debito sovrano

La crisi del debito sovrano ha rappresentato una delle fasi più difficili nella storia dell'integrazione europea, evidenziando gravi vulnerabilità nei meccanismi di governance economica e finanziaria dell'Unione, in particolar modo nei cosiddetti PIIGS ⁹¹. In questi Stati membri, infatti, l'aumento dei deficit pubblici e la perdita di fiducia dei mercati hanno generato una spirale di innalzamento dei tassi d'interesse sul debito sovrano fino a minacciare la tenuta stessa dell'euro. In risposta, l'UE sul piano istituzionale, ha introdotto nuovi strumenti come il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (EFSF) ⁹² nel 2010 e, successivamente, il Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM) nel 2012. “Il Meccanismo europeo di stabilità è un'organizzazione intergovernativa istituita dagli Stati membri dell'area dell'euro nel 2012. La sua missione è quella di consentire ai paesi dell'area dell'euro di evitare e superare le crisi finanziarie e di mantenere la stabilità finanziaria e la prosperità a lungo termine. L'ESM svolge questa missione fornendo prestiti e altri tipi di assistenza finanziaria agli Stati membri che si trovano o sono minacciati da gravi difficoltà finanziarie. In altre parole, il MES funge da "prestatore di ultima istanza" per i paesi dell'area dell'euro quando non sono in grado di rifinanziare il proprio debito pubblico sui mercati finanziari a tassi sostenibili” ⁹³. Contestualmente, la BCE ha svolto un ruolo cruciale nel contenimento della crisi attraverso strumenti straordinari di politica monetaria. Tra questi si ricordano il Securities Markets Programme (SMP), “un programma di acquisto sul mercato secondario di titoli di debito pubblici e privati. Il SMP ha garantito spessore e liquidità nei segmenti di mercato caratterizzati da gravi tensioni, ripristinando il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria” ⁹⁴ e, soprattutto, l'annuncio nel 2012 delle Outright Monetary Transactions (OMT). Esse prevedevano che “il

⁹⁰ Banca Centrale Europea, *Supplementary six-month longer-term refinancing operations and continuation of the supplementary three-month longer-term refinancing operations*, 28 March 2008, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080328.en.html>.

⁹¹ Treccani, “PIIGS” - *Enciclopedia on line*, <https://www.treccani.it/enciclopedia/piigs/>.

⁹² Meccanismo di Stabilità Europea, *Before the ESM*, <https://www.esm.europa.eu/about-us/efsf/before-the-esm>.

⁹³ Meccanismo di Stabilità Europea, *Who we are*, <https://www.esm.europa.eu/about-us>.

⁹⁴ Banca d'Italia, *Altri programmi*, <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/pspp/altri-programmi/index.html>.

Consiglio direttivo della BCE potrà decidere di attuare operazioni di acquisto a pronti di tali titoli sul mercato secondario con l'obiettivo di ripristinare il corretto e omogeneo funzionamento del processo di trasmissione della politica monetaria in tutti i Paesi membri, rispettando determinati vincoli e modalità operative. È previsto che gli interventi possano essere messi in atto solo nei confronti di Paesi che hanno ottenuto un programma di finanziamento dai fondi europei di salvataggio (EFSF; ESM), rispettandone la condizionalità”⁹⁵. Parallelamente sul versante normativo, sono stati rafforzati i meccanismi di sorveglianza fiscale attraverso l'introduzione del TSCG e dei pacchetti normativi noti come Six-Pack e Two-Pack, finalizzati a migliorare la disciplina di bilancio e a prevenire squilibri macroeconomici. Infine, nei Paesi più colpiti dalla crisi sono stati implementati severi programmi di austerità, accompagnati da profonde riforme strutturali, spesso in cambio dell'accesso ai fondi di assistenza europea. L'intervento multilivello ha rappresentato un passaggio determinante nel processo di rafforzamento dell'UEM, segnando l'inizio di un'evoluzione verso un'architettura istituzionale più resiliente, capace di affrontare shocks futuri con maggiore coesione e strumenti più efficaci del passato.

4.2.3 Crisi pandemica Covid-19

La crisi economica generata dalla pandemia di Covid-19 ha rappresentato uno shock esogeno e simmetrico di portata storica, colpendo in modo trasversale tutti gli Stati membri dell'Unione Europea. A differenza della crisi del 2008 o di quella del debito sovrano, l'emergenza del 2020 non ha avuto origine nel sistema finanziario, bensì in una crisi sanitaria che ha comportato la sospensione di interi settori produttivi, forti contrazioni della domanda e una crescita repentina della disoccupazione e del debito pubblico. La natura eccezionale dello shock ha richiesto una risposta altrettanto straordinaria, sia sul piano monetario che su quello fiscale, con una svolta significativa nell'approccio delle istituzioni europee. In ambito monetario, la Banca Centrale Europea ha reagito prontamente lanciando il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) nel marzo 2020. “Il programma di acquisto di emergenza pandemica (PEPP) della BCE è stata una misura di politica monetaria avviata nel marzo 2020 per contrastare i gravi rischi per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e le prospettive per l'area dell'euro posti dall'epidemia di coronavirus (COVID-19). Il PEPP era un programma temporaneo di acquisto di attività finanziarie che copriva titoli del settore pubblico e privato. Il Consiglio direttivo ha deciso di aumentare la dotazione iniziale di 750 miliardi di euro per il PEPP di 600 miliardi di euro il 4 giugno 2020 e di 500 miliardi

⁹⁵ Treccani, *OMT (Outright Monetary Transactions) - Dizionario di Economia e Finanza*, https://www.treccani.it/enciclopedia/omt_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/.

di euro il 10 dicembre 2020, raggiungendo un nuovo totale di 1.850 miliardi di euro”⁹⁶. Questo strumento ha avuto l’obiettivo di preservare condizioni di finanziamento favorevoli in tutta l’eurozona, evitare la frammentazione dei mercati e sostenere l’erogazione del credito. A ciò si sono aggiunte le TLTRO III che “hanno contribuito a sostenere i prestiti bancari alle imprese e alle famiglie durante la pandemia di COVID-19”⁹⁷, fornendo liquidità a tassi agevolati e incentivando la concessione di prestiti alle imprese colpite dalla crisi. In aggiunta a ciò, sul fronte fiscale, l’UE ha attivato la clausola di salvaguardia generale⁹⁸ del PSC, sospendendo temporaneamente i vincoli di bilancio per permettere agli Stati membri di espandere la spesa pubblica senza incorrere in procedure di infrazione. Ciò ha favorito l’adozione di misure nazionali a sostegno dell’economia, come sussidi per i lavoratori autonomi, moratorie fiscali, ampliamento degli ammortizzatori sociali e finanziamenti a fondo perduto per le imprese. La risposta più innovativa e simbolicamente significativa è tuttavia rappresentata dal varo del Next Generation EU (NGEU), “uno strumento temporaneo per la ripresa da oltre 800 miliardi di euro, che contribuisce a riparare i danni economici e sociali immediati causati dalla pandemia di coronavirus. per creare un’Europa post COVID-19 più verde, digitale, resiliente e adeguata alle sfide presenti e future”⁹⁹. Al suo interno, lo strumento principale è il Dispositivo per la Ripresa e la Resilienza (RRF), che ha allocato 650 miliardi (di cui 359 in sovvenzioni e 291 in prestiti)¹⁰⁰ per sostenere riforme strutturali e investimenti nei Paesi membri. Le risorse sono state distribuite in funzione dell’impatto economico della pandemia e della capacità di ciascun Paese di attuare progetti coerenti con le priorità comuni dell’UE. “L’Italia è il principale beneficiario dei fondi europei del Next generation Eu”¹⁰¹ e ha ricevuto circa 191,5¹⁰² miliardi di euro, destinati all’attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), “lo strumento che traccia gli obiettivi, le riforme e gli investimenti che l’Italia intende realizzare grazie all’utilizzo dei fondi europei di Next Generation EU, per attenuare l’impatto economico e sociale della pandemia e rendere l’Italia un Paese più equo, verde e

⁹⁶ Banca Centrale Europea, *Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP)*, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

⁹⁷ Claudio Corte Coi, Aristeidis Dadoukis, Hannah S. Hempell, ed Elena Rancoita, *TLTRO III and banks' loan book rebalancing during the pandemic: less 'targeted' than intended for some?*, Working Paper Series, Banca Centrale Europea, Francoforte, pagina 2, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb~dccc1ed32f3.wp3040en.pdf>.

⁹⁸ Eur-Lex, *COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL CONSIGLIO sull'attivazione della clausola di salvaguardia generale del patto di stabilità e crescita*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A52020DC0123>.

⁹⁹ Commissione Europea, *Piano per la ripresa dell'Europa*, https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/recovery-plan-europe_it.

¹⁰⁰ Commissione Europea, *Il dispositivo per la ripresa e la resilienza*, https://commission.europa.eu/business-economy-euro/economic-recovery/recovery-and-resilience-facility_it.

¹⁰¹ Openpolis, *Il Pnrr italiano e il confronto con gli altri paesi europei*, 11 Ottobre 2021, <https://www.openpolis.it/il-pnrr-italiano-e-il-confronto-con-gli-altri-paesi-europei/>.

¹⁰² Commissione Europea, *NextGenerationEU: la Commissione europea eroga all'Italia 24,9 miliardi di € di prefinanziamenti*, 13 agosto 2021, https://italy.representation.ec.europa.eu/notizie-ed-eventi/notizie/nextgenerationeu-la-commissione-europea-eroga-allitalia-249-miliardi-di_it.

inclusivo, con un'economia più competitiva, dinamica e innovativa”¹⁰³. Il piano italiano si è articolato su sei missioni principali, tra cui rivoluzione verde, infrastrutture per la mobilità sostenibile, digitalizzazione della pubblica amministrazione e rafforzamento del sistema sanitario, configurandosi come un'occasione senza precedenti per modernizzare la struttura economica del Paese. Nel complesso, la risposta europea alla crisi Covid-19 ha segnato un cambio di paradigma rispetto alle gestioni precedenti delle crisi, abbandonando l'approccio prevalentemente restrittivo e pro-ciclico per adottare misure espansive e coordinate, fondate su principi di solidarietà e coesione.

4.3 Next Generation EU e nuova governance economica europea

4.3.1 Origini e caratteristiche del Next Generation EU

Il Next Generation EU rappresenta la risposta senza precedenti dell'UE alla crisi economica e sociale generata dalla pandemia di COVID-19. La sua genesi affonda le radici nella necessità di sostenere simultaneamente la ripresa economica e la transizione verso un modello di crescita più sostenibile e resiliente, atto a fronteggiare l'impatto dello shock globale. L'idea di un ampio strumento europeo di sostegno nasce formalmente nel maggio 2020, con la proposta della Commissione Europea. Citando uno dei suoi comunicati stampa, essa sostenne che “la ripresa dev'essere sostenibile, uniforme, inclusiva ed equa per tutti gli Stati membri: a questo fine la Commissione propone di varare un nuovo strumento per la ripresa, Next Generation EU, incorporato in un bilancio dell'UE a lungo termine rinnovato, potente e moderno. La Commissione ha inoltre presentato il programma di lavoro 2020 adattato, in cui è data priorità agli interventi necessari per sospingere la ripresa e aiutare la resilienza dell'Europa”¹⁰⁴. Tale proposta venne poi approvata dal Consiglio Europeo nel luglio dello stesso anno, sancendo una svolta significativa nell'architettura finanziaria dell'UE. Accanto all'RRF, il NGEU include programmi complementari quali REACT-EU (“un programma che mira a riparare i danni sociali ed economici causati dalla pandemia di COVID-19 e a preparare una ripresa verde, digitale e resiliente”¹⁰⁵), Horizon Europe (che “facilita la collaborazione e rafforza l'impatto della ricerca e dell'innovazione nello sviluppo, nel sostegno e nell'attuazione delle politiche dell'UE”¹⁰⁶), InvestEU (“successore del Piano Juncker per il periodo 2021-2027, InvestEU è il programma per il rilancio degli investimenti privati

¹⁰³ Agenzia per la Coesione Territoriale, *Next Generation EU e il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza*, https://www.agenziacoesione.gov.it/dossier_tematici/nextgenerationeu-e-pnrr/.

¹⁰⁴ Commissione Europea, *Il momento dell'Europa: riparare e preparare per la prossima generazione*, 27 maggio 2020, Bruxelles, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_20_940.

¹⁰⁵ Frédéric Gouardères, Parlamento Europeo, *Assistenza alla ripresa per la coesione e i territori d'Europa (REACT-EU)*, Aprile 2025, <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/215/assistenza-alla-ripresa-per-la-coesione-e-i-territori-d-europa-react-eu->.

¹⁰⁶ Commissione Europea, *Horizon Europe*, https://research-and-innovation.ec.europa.eu/funding/funding-opportunities/funding-programmes-and-open-calls/horizon-europe_en.

nell'UE che ha l'obiettivo di favorire competitività e crescita nel lungo periodo" ¹⁰⁷), Fondo per la transizione giusta ("uno strumento finanziario nel quadro della politica di coesione che mira a fornire sostegno ai territori che devono far fronte a gravi sfide socio-economiche derivanti dalla transizione verso la neutralità climatica" ¹⁰⁸) e infine RescEU (una "riserva strategica di capacità e scorte europee di risposta alle catastrofi, interamente finanziata dall'UE" ¹⁰⁹). Uno degli aspetti più innovativi del NGEU risiede nel meccanismo di emissione di debito comune europeo, sostenuto dall'ex presidente della BCE Mario Draghi al fine di rilanciare l'economia dell'eurozona ¹¹⁰. Per la prima volta nella storia dell'UE, infatti, la Commissione Europea è stata autorizzata a raccogliere ingenti capitali sui mercati finanziari a nome dell'Unione, emettendo titoli di debito con varie scadenze e rating molto rassicuranti secondo le agenzie più importanti ¹¹¹. Ad oggi, tale proposta è diventata uno dei cardini della cooperazione di tutti gli Stati membri anche perché non mira unicamente a "cicatizzare" le ferite delle crisi, ma guarda al futuro e alla possibilità di offrire alle prossime generazioni di beneficiare di un'economia più verde, digitale e inclusiva.

4.3.2 Il caso italiano: il PNRR come strumento di riforma e investimento

Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) rappresenta la declinazione italiana del Next Generation EU per stimolare una trasformazione strutturale di lungo periodo. Presentato alla Commissione Europea il 30 aprile 2021 ¹¹² e approvato dal Consiglio Ecofin il 13 luglio ¹¹³ dello stesso anno. "Il PNRR italiano prevede investimenti pari a 191,5 miliardi di euro, finanziati attraverso il Dispositivo per la Ripresa e la Resilienza (RRF), a cui si aggiungono 30,6 miliardi di risorse nazionali, confluite in un apposito Fondo complementare al PNRR, per un totale di 222,1 miliardi di euro (a cui si aggiungono ulteriori 13 miliardi del programma React EU)" ¹¹⁴, facendo sì che sia il più ampio tra i piani nazionali finanziati dal RRF. "Il PNRR si sviluppa intorno a tre assi strategici condivisi a livello europeo – digitalizzazione e innovazione, transizione ecologica, inclusione sociale – si articola in Componenti, raggruppate in 7 Missioni,

¹⁰⁷ Cassa Depositi e Prestiti, *INVEST EU – Il ruolo di CDP nel programma europeo d'investimento per il rilancio dell'economia*, https://www.cdp.it/sitointernet/it/invest_eu.page.

¹⁰⁸ Frédéric Gouardères, Parlamento Europeo, *Fondo per una transizione giusta*, Aprile 2025, <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/214/fondo-per-una-transizione-giusta>.

¹⁰⁹ Commissione Europea, *Protezione civile europea e operazioni di aiuto umanitario*, https://civil-protection-humanitarian-aid.ec.europa.eu/what/civil-protection/resceu_en.

¹¹⁰ Centro Alti Studi Europei, *Draghi: "Ricorso al debito comune è necessario per la competitività europea"*, 18/02/2025, <https://case.univpm.it/node/4228>.

¹¹¹ Commissione Europea, *EU credit strength*, https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/eu-credit-strength_en.

¹¹² Alberto Arcuri e Miriana Lanotte, *Il 30 aprile l'Italia ha inviato alla Commissione Europea il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR)*, 3 maggio 2021, <https://ultimora.zanichelli.it/diritto/materie-diritto/economia-politica/il-30-aprile-litalia-ha-inviato-alla-commissione-europea-il-piano-nazionale-di-ripresa-e-resilienza-pnrr/>.

¹¹³ Camera dei Deputati, *Il PNRR italiano*, riga 15, <https://temi.camera.it/leg19DIL/temi/il-pnrr-italiano.html>.

¹¹⁴ Camera dei Deputati, *Il PNRR italiano*, riga 25.

- Missione 1: Digitalizzazione, innovazione, competitività, cultura e turismo
- Missione 2: Rivoluzione verde e transizione ecologica
- Missione 3: Infrastrutture per una mobilità sostenibile
- Missione 4: Istruzione e ricerca
- Missione 5: Coesione e inclusione
- Missione 6: Salute
- Missione 7: RePowerEU”¹¹⁵

Il PNRR, nella visione del governo e della Commissione Europea, non è quindi un mero strumento di spesa pubblica straordinaria, bensì un motore di modernizzazione capace di affrontare le debolezze storiche dell’economia italiana: bassa produttività, ritardi infrastrutturali, divari territoriali e scarsa occupazione giovanile e femminile. L’attuazione del piano è scandita da traguardi (milestones) e obiettivi (targets)¹¹⁶, la cui verifica condiziona l’erogazione delle diverse rate di finanziamento da parte della Commissione Europea. In prospettiva, il PNRR italiano si configura come un’occasione unica per riposizionare l’Italia su un sentiero di crescita sostenibile, capace di integrare la doppia transizione verde e digitale con politiche di inclusione sociale e coesione territoriale. Tuttavia, la sfida principale risiede nella capacità di attuazione: la complessità amministrativa, la rigidità burocratica e le resistenze politiche potrebbero compromettere l’impatto di uno strumento che, almeno sulla carta, è destinato a incidere in modo strutturale sulle generazioni future.

4.3.3 Evoluzione della governance economica europea

Negli ultimi vent’anni, la governance economica dell’UE è stata profondamente influenzata dal susseguirsi di crisi ed eventi che hanno colpito l’eurozona, rendendo necessario un sostanziale ripensamento degli strumenti e delle modalità di coordinamento tra i diversi Stati membri. Il quadro originario, delineato dal Patto di Stabilità e Crescita del 1997, si basava sui già citati “parametri di Maastricht” ed era concepito principalmente per prevenire comportamenti fiscali irresponsabili all’interno di un’unione monetaria priva di un bilancio federale. Tuttavia, la crisi finanziaria globale e, soprattutto, la crisi del debito sovrano europeo hanno messo in evidenza i limiti di un approccio centrato unicamente su regole quantitative e di carattere sanzionatorio, spingendo verso un’architettura più articolata e proattiva. A partire dal 2011, il rafforzamento del PSC ha preso forma con l’adozione del Six-Pack e, successivamente, del Two-Pack, che hanno introdotto un controllo preventivo sui bilanci nazionali, procedure di sorveglianza rafforzata e la possibilità di

¹¹⁵ Ministero dell’Università e della Ricerca, *PNRR - Misure e Componenti*, <https://www.mur.gov.it/it/pnrr/pnrr-misure-e-componenti>.

¹¹⁶ Italiadomani, *Milestone e Target*, <https://www.italiadomani.gov.it/it/Interventi/milestone-e-target.html>.

applicare sanzioni in tempi più rapidi. L'integrazione del cosiddetto Fiscal Compact ha ulteriormente consolidato la disciplina di bilancio, imponendo l'obbligo di inserire regole fiscali a carattere vincolante nelle legislazioni nazionali, preferibilmente a livello costituzionale. In aggiunta a ciò, è stato creato un sistema di monitoraggio macroeconomico più ampio, attraverso la Macroeconomic Imbalance Procedure (MIP), che "mira a individuare, prevenire e affrontare l'insorgenza di squilibri macroeconomici potenzialmente dannosi che potrebbero influire negativamente sulla stabilità economica di un particolare Stato membro, dell'area dell'euro o dell'UE nel suo complesso"¹¹⁷. Un elemento chiave di questa evoluzione è stato il rafforzamento del Semestre Europeo, introdotto nel 2011 come "un esercizio annuale di coordinamento delle politiche economiche e sociali dell'UE, durante il quale gli Stati membri allineano le rispettive politiche economiche e di bilancio agli obiettivi e alle regole concordati a livello dell'Unione"¹¹⁸. Attraverso il Semestre, gli Stati membri presentano ogni anno programmi di bilancio e piani nazionali di riforma, permettendo alla Commissione Europea di formulare raccomandazioni vincolanti e specifiche per ogni Paese. Recentemente, il dibattito sul "cambiamento di rotta" della governance economica europea si è progressivamente intensificato. L'attuale revisione del quadro normativo prevede, infatti, il superamento della rigidità delle soglie numeriche a favore di percorsi di aggiustamento calibrati sulle caratteristiche di ciascun Paese, definiti attraverso un negoziato diretto tra lo Stato membro e la Commissione. L'obiettivo è passare da un sistema meramente reattivo e punitivo a un quadro di governance integrata, orientato alla resilienza e alla convergenza economica di lungo periodo, in linea con le priorità del Green Deal europeo¹¹⁹ e della sovranità economica dell'UE.

4.4 Riforme strutturali e investimenti pubblici: strategie per costruire resilienza

4.4.1 Investimenti pubblici come leva per la resilienza economica

Gli investimenti pubblici rappresentano uno strumento strategico di primaria importanza per rafforzare la resilienza economica di un Paese. Essi, infatti, non solo stimolano la domanda aggregata nel breve periodo, ma contribuiscono anche a migliorare la produttività nel lungo termine. In questa prospettiva, la resilienza economica non si limita alla sola capacità di assorbire gli effetti di una crisi; significa piuttosto saper ripartire su basi più solide, affrontando e

¹¹⁷ Commissione Europea, *Macroeconomic Imbalance Procedure*, https://commission.europa.eu/business-economy-euro/european-semester/european-semester-framework/macro-economic-imbalance-procedure_en.

¹¹⁸ Commissione Europea, *Il Semestre Europeo*, https://commission.europa.eu/business-economy-euro/european-semester_it.

¹¹⁹ Consiglio Europeo, *Green Deal europeo*, <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/european-green-deal/>.

correggendo quelle fragilità strutturali che ne hanno amplificato le conseguenze. Tali investimenti possono essere di molteplici tipi, differenti l'uno dall'altro; quindi, per semplicità vedremo le principali macro-categorie:

- Infrastrutture fisiche, comprendono opere come reti di trasporto, impianti energetici e interventi di edilizia pubblica. Queste, oltre a generare occupazione diretta nella fase di realizzazione delle opere, contribuiscono a migliorare la connettività territoriale e a ridurre i costi di transazione, rafforzando in tal modo la competitività complessiva del sistema.
- Infrastrutture digitali, includono lo sviluppo di reti a banda larga e ultra-larga, sistemi avanzati di *cloud computing* e misure per la sicurezza informatica. Questi interventi potenziano la capacità di un'economia di adattarsi alle trasformazioni tecnologiche e di assicurare la continuità operativa anche in contesti di cambiamento o instabilità del sistema.
- Capitale umano, si concentra sull'istruzione, la formazione, la ricerca e l'innovazione. Investire in questo ambito significa non soltanto potenziare le competenze della forza lavoro attuale, ma anche creare le condizioni per una maggiore mobilità professionale.

L'efficacia di tali interventi non si limita solo al lato economico, ma anche a quello sociale dato che investire in infrastrutture e capitale umano significa ridurre disuguaglianze territoriali, promuovere la mobilità sociale e stimolare l'occupazione. Inoltre, un aspetto spesso sottovalutato, ma cruciale per una loro corretta attuazione, è il monitoraggio sistematico degli investimenti, ossia la capacità di pianificare, verificare l'avanzamento e valutare ex post l'impatto reale delle opere. In assenza di un controllo rigoroso, esiste infatti il rischio di inefficienze e sprechi. In Italia, ad esempio, si occupa di ciò il sistema di Monitoraggio degli Investimenti Pubblici (MIP), introdotto dalla legge n. 144 del 1999, che “fornirà al Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica (CIPE), alle Amministrazioni e ai soggetti interessati informazioni tempestive e affidabili sull'evoluzione dei singoli progetti d'investimento pubblico e sulla tracciabilità della spesa”¹²⁰. Per concludere, gli investimenti pubblici potranno poi essere giudicati positivamente, solo se il loro implemento sarà in grado di generare un reddito maggiore del debito assunto per la loro realizzazione.

4.4.2 Innovazione tecnologica e transizione verde come motori di crescita

L'innovazione tecnologica e la transizione verde costituiscono ad oggi due pilastri fondamentali per un modello di crescita sostenibile, resiliente e competitivo nell'Unione Europea. Negli ultimi decenni, infatti, la diffusione di tecnologie digitali avanzate come l'intelligenza artificiale, l'Internet

¹²⁰ Dipartimento per la programmazione e il coordinamento della politica economica, *Che cos'è il MIP*, <https://www.programmazioneeconomica.gov.it/it/mip-cup-mgo/mip/che-cos-e-il-mip/>.

of Things (IoT) ¹²¹ e la robotica applicata alle industrie ha trasformato radicalmente la produzione di beni e servizi, aumentando l'efficienza, riducendo i costi e aprendo nuovi mercati. Allo stesso tempo, la crisi climatica e gli obblighi assunti con il Green Deal europeo e il pacchetto Fit for 55 ¹²² hanno reso fondamentale e necessaria una transizione verso un'economia "ambientalmente neutra", fondata sull'uso efficiente delle risorse naturali e sulla decarbonizzazione progressiva dei processi produttivi. L'adozione di modelli di economia circolare, ad esempio, unisce obiettivi ambientali ed efficienza industriale, riducendo sprechi e valorizzando sottoprodotti. Anche il nostro PNRR rappresenta un'opportunità unica per accelerare investimenti in infrastrutture verdi e digitali dato che la sua seconda missione riguarda proprio la transizione ecologica. Tuttavia, tale transizione non può essere efficace senza un adeguato capitale umano e una serie di compromessi, sia a livello energetico che burocratico. Non è infatti possibile passare dall'oggi al domani all'uso unico delle risorse rinnovabili dato che presentano una serie di criticità. Per far comprendere al meglio questa impossibilità, prenderò alcuni esempi noti ed i loro punti deboli:

- energia eolica: hanno un pesante impatto sul paesaggio, la loro produzione è variabile e intermittente data la fonte dell'energia e possono generare rumore e vibrazioni intense;
- energia solare: può essere efficiente solo in determinati periodi dell'anno, i pannelli richiedono materiali costosi e specifici e hanno cicli di vita relativamente brevi;
- energia idroelettrica: può impattare negativamente sugli ecosistemi fluviali, modificare drasticamente la morfologia e ha una notevole dipendenza dalle condizioni climatiche;
- energia ricavata dalle biomasse: la loro produzione genera emissioni e inquinamento atmosferico facendo sì che non sia ad "impatto zero", la coltivazione di biomasse dedicate può entrare in competizione con la produzione alimentare riducendo la disponibilità di terreni agricoli ed infine l'espansione delle colture energetiche può portare a deforestazione o perdita di biodiversità. Come se non bastasse, occorre bilanciare crescita economica con tutela dell'ambiente dato che al momento non è possibile avere entrambe. Infatti, se un governo introducesse ferree politiche ambientali allora il suo sistema economico ne risentirebbe dato che occorrerebbero fonti alternative di energia che al momento non sono disponibili, di fatto farebbe "suicidare" la propria economia. Soltanto un approccio integrato tra questi due marmorei obiettivi, che coniughi innovazione tecnologica e transizione verde, potrà trasformare tali sfide in opportunità, favorendo una crescita sostenibile e resiliente per l'intero spazio europeo.

¹²¹ Giulio Salvadori, *Internet of Things (IoT): significato, esempi e applicazioni*, Osservatori.net, Politecnico di Milano, 27 marzo 2019, <https://www.osservatori.net/blog/internet-of-things/cos-e-internet-of-things/>.

¹²² Consiglio Europeo, "Pronti per il 55%", <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/fit-for-55/>.

4.4.3 Sfide attuali e prospettive future

L'attuazione delle riforme necessarie per accompagnare le transizioni verde e digitale incontra ancora oggi numerosi ostacoli che ne rallentano il pieno sviluppo. La mancanza di competenze specialistiche, infatti, costituisce un limite strutturale dato che settori avanzati con al centro la digitalizzazione e le energie rinnovabili richiedono figure professionali altamente qualificate, spesso difficili da reperire sul mercato del lavoro attuale, generando quindi uno squilibrio tra domanda e offerta. Questa situazione dà luogo ad un rallentamento della diffusione di innovazioni e della capacità delle imprese di adottare rapidamente nuove strategie produttive. Sul fronte finanziario, gli investimenti necessari per la realizzazione di infrastrutture sostenibili e digitali restano elevati e non sempre accessibili, rendendo necessaria da parte delle varie banche nazionali e sovra-nazionali l'introduzione dei cosiddetti Green Bond ¹²³ (o obbligazioni verdi), "uno strumento obbligazionario a obiettivi di mitigazione dei cambiamenti climatici e di miglioramento dell'efficienza energetica" ¹²⁴. La combinazione di fondi pubblici e privati, l'adozione di strumenti di incentivazione mirati e la progettazione di meccanismi di partenariato pubblico-privato appaiono quindi imprescindibili per garantire continuità e stabilità agli interventi. La sfida consiste nel conciliare efficienza economica e sostenibilità ambientale, evitando compromessi eccessivi che possano rallentare la transizione o generare impatti negativi su ecosistemi e comunità locali. Ciò fa quindi necessitare che la cooperazione a livello europeo e internazionale diventi sempre più strategica: condividendo e mettendo a disposizione di tutti i membri esperienze, standard e norme comuni, favorendo la diffusione di soluzioni efficaci e consentendo di superare ostacoli che, a livello nazionale, sarebbero difficili da affrontare. La creazione di reti di collaborazione tra istituzioni, università, centri di ricerca e imprese rappresenta un fattore chiave per accelerare la transizione, sviluppare filiere produttive e stimolare la nascita di nuovi settori economici ad alto contenuto tecnologico. Per concludere riguardo l'innovazione tecnologica, pur di fronte a sfide complesse e a ostacoli strutturali, le transizioni verde e digitale rappresentano una straordinaria opportunità per costruire un modello di crescita sostenibile, resiliente e inclusivo nel lungo periodo. Se accompagnate da una visione strategica chiara, da investimenti coerenti e da politiche lungimiranti, queste transizioni possono diventare veri e propri motori di sviluppo, capaci di guidare l'Europa verso un futuro più equo, innovativo e sostenibile, in grado di rispondere efficacemente alle sfide globali del XXI secolo.

¹²³ Borsa Italiana, *Cosa sono i Green bond*, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/green-bond-definizione.htm>.

¹²⁴ Etica SGR, *Green bond: che cosa sono e come funzionano le "obbligazioni verdi"*, 6 Giugno 2025, <https://www.eticasgr.com/storie/approfondimenti/green-bond-cosa-sono-come-funzionano>.

Conclusioni

La ricerca di tesi mi ha permesso di indagare in profondità la natura delle crisi economiche contemporanee, le loro cause e le modalità con cui gli Stati e le istituzioni sovranazionali hanno cercato di fronteggiarle dal XX secolo. I quattro capitoli hanno infatti delineato un percorso che, partendo dalla definizione e dalla classificazione delle crisi, ha messo in evidenza le ricorrenze storiche e gli effetti a lungo termine, fino a giungere a un'analisi delle risposte di policy e delle prospettive di riforma. Dall'analisi storica emerge chiaramente come le crisi rappresentino un fenomeno ricorrente, che accompagna da sempre l'evoluzione del sistema capitalistico.

Il primo capitolo ci ha infatti presentato le crisi come momenti di forte discontinuità in grado di mettere in discussione equilibri dati per scontati e di accelerare cambiamenti già latenti. In questo senso, esse non sono soltanto eventi distruttivi, ma anche snodi trasformativi. Questa "doppia natura" spinge governi, mercati e società a rivedere priorità, a riconsiderare modelli di sviluppo e a sperimentare soluzioni nuove. Quella delle dot-com, quella finanziaria del 2007-2008, il debito sovrano europeo, la pandemia da COVID-19 e la più recente crisi energetica e inflazionistica hanno lasciato ferite profonde, ma hanno anche aperto la strada a riforme strutturali, a nuove forme di cooperazione internazionale e a un ripensamento delle politiche pubbliche.

Il secondo capitolo ha mostrato come le crisi siano spesso il risultato di fallimenti del mercato, distorsioni informative, esternalità o squilibri macroeconomici che, se trascurati, possono degenerare in shock sistemici. La riflessione sul caso italiano ha evidenziato come la transizione da uno Stato interventista a uno regolatore non sia stata indolore e abbia lasciato margini di vulnerabilità, accentuati da politiche economiche non sempre coerenti e da un debito pubblico strutturalmente elevato. L'analisi ha inoltre sottolineato l'importanza delle aspettative e dei fattori psicologici, ricordando che l'economia non è un sistema puramente meccanico, bensì un intreccio di percezioni, fiducia e comportamenti collettivi. Quest'ultima parte assume rilevanza dato che è il concetto stesso di fiducia a permettere al sistema di andare avanti, senza infatti non ci sarebbero le transazioni nei diversi mercati globali.

Il terzo capitolo ha posto l'accento sul ruolo dello Stato e delle istituzioni sovranazionali durante tali emergenze. In tempi di crisi, si è visto infatti che il mercato da solo non è in grado di autoregolarsi in modo efficiente dato che ogni player è interessato al proprio tornaconto. Ciò fa sì che serva un'azione pubblica capace di stabilizzare, sostenere e guidare l'economia senza però opprimerla. La lezione keynesiana rimane valida, ma occorre declinarla in un contesto globalizzato e interdipendente, dove anche l'Unione Europea e organismi multilaterali hanno un ruolo necessario e complementare. Il filosofo infatti sosteneva che lo Stato doveva intervenire quanto prima per

mitigare gli effetti delle crisi nel breve periodo anziché aspettare l'intervento indiretto delle forze di mercato successivamente, racchiudendo tale concetto dicendo "In the long run we are all dead"¹²⁵. Le politiche fiscali e monetarie, così come le regole della governance, devono saper bilanciare stabilità finanziaria e giustizia sociale, evitando da un lato derive inflazionistiche e dall'altro l'eccesso di austerità, che, come si è visto, risulta essere meno efficiente della spending review. Il quarto capitolo ha infine aperto uno sguardo sul futuro, analizzando gli strumenti introdotti per costruire resilienza e prosperità nel presente. L'esperienza del Next Generation EU rappresenta un passaggio cruciale, non solo per la quantità di risorse impiegate, ma anche per la visione di lungo periodo che incorpora: transizione ecologica, digitalizzazione, coesione sociale ed altre diverse missioni finanziate dai fondi pubblici. Questo approccio dimostra che le crisi possono diventare occasioni per immaginare modelli di crescita più sostenibili, purché si riesca a mantenere una prospettiva di cooperazione e solidarietà. La sfida per gli anni a venire sarà dunque duplice: rafforzare la capacità di risposta immediata agli shock e, al contempo, mettere in atto riforme strutturali che riducano vulnerabilità e disuguaglianze.

Le conclusioni che si possono trarre da questo lavoro sono molteplici. In primo luogo, emerge con chiarezza l'impossibilità di eliminare del tutto il rischio di crisi per via della loro natura complessa e spesso imprevedibile. Nonostante ciò, è possibile ridurre la frequenza e l'impatto attraverso gli strumenti approfonditi. In secondo luogo, la resilienza non può essere intesa solo in termini economici, dato che la capacità di una società di superare uno shock dipende dalla solidità delle istituzioni democratiche, dal livello di fiducia reciproca e dalla coesione sociale.

Un ulteriore aspetto emerso è l'importanza della memoria storica, purtroppo non sempre messa in primo piano. Infatti, i mercati tendono ad avere un' "estrema brevità della memoria finanziaria, da cui segue che i disastri finanziari sono rapidamente dimenticati"¹²⁶.

Solo riconoscendo i segnali premonitori e analizzando le cause profonde si può costruire una governance economica capace di affrontare sfide future. Per concludere, occorre sottolineare che la dimensione globale delle crisi impone risposte coordinate tra i diversi attori principali. La cooperazione verticale (tra organi nazionali e sovra-nazionali), pur tra limiti e difficoltà, resta l'unica via percorribile per garantire la stabilità del sistema. La strada però non è priva di ostacoli, dato che l'incertezza continuerà a caratterizzare i prossimi decenni. Lo Stato non è quindi solo chiamato a gestire emergenze, ma a promuovere uno sviluppo resiliente, sostenibile e orientato al bene comune, il futuro.

¹²⁵ Sarwat Jahan, Ahmed Saber Mahmud e Chris Papageorgiou, "What Is Keynesian Economics?", *Finance & Development*, settembre 2014, Vol. 51, n. 3, *IMF*, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/09/basics.htm>

¹²⁶ John Kenneth Galbraith, *A Short History of Financial Euphoria* (New York: Penguin Books, 1990), 9.

Ringraziamenti

Desidero esprimere la mia più sincera gratitudine al prof. Mauro Milillo, che con la sua passione e competenza è riuscito a trasmettermi l'interesse per la finanza pubblica al punto da spingermi a proseguire gli studi con la laurea magistrale in Economia e Finanza.

Vorrei anche ringraziare la dott.ssa Violetta Lo Schiavo, assistente del relatore, per la disponibilità, la pazienza e il supporto costante che mi ha fornito nella stesura di questa tesi, aiutandomi a perfezionare il lavoro e a superare le difficoltà incontrate lungo il percorso.

Un pensiero affettuoso va alla mia fidanzata Francesca, che con il suo costante sostegno rappresenta per me il punto di riferimento più importante. La sua presenza mi ha accompagnato nei momenti di maggiore difficoltà della mia vita anche fuori l'ambito universitario, aiutandomi concretamente anche quando non ero totalmente autonomo a causa di un sinistro stradale. La sua vicinanza ha reso questo traguardo non solo possibile, ma anche più facile da raggiungere, dato che la considero essere la persona più importante della mia vita.

Un ringraziamento profondo va ai miei genitori, che mi hanno dato l'opportunità di studiare in un'università prestigiosa come la LUISS, permettendomi di crescere non solo dal punto di vista accademico ma anche da quello personale. La fiducia che hanno sempre riposto in me e i sacrifici che hanno sostenuto sono stati i più grandi supporti della mia carriera universitaria. A loro devo gran parte di questo percorso e il desiderio di guardare con ambizione al domani.

Un grazie sincero va anche a mio fratello, che con il suo spirito di intrattenimento e la sua leggerezza ha saputo regalarmi momenti di distrazione e di spensieratezza nei periodi più intensi dello studio. La sua capacità di farmi sorridere anche nelle giornate più difficili è stata una risorsa preziosa, utile ad alleggerire la mia routine tra lavoro e studio.

Vorrei ringraziare anche i miei amici, che mi hanno accompagnato al di fuori dell'ambito universitario, offrendomi sostegno, divertimento e condivisione. Grazie a loro ho potuto trovare un equilibrio tra studio e vita personale, riscoprendo sempre l'importanza di avere accanto persone autentiche con cui condividere gioie, difficoltà e momenti indimenticabili.

Infine, un ringraziamento speciale è rivolto verso Nicola, che rappresenta per me il concetto più puro e sincero di un vero amico. Con la sua disponibilità, la sua generosità e la sua affidabilità mi ha sostenuto concretamente, dimostrandosi sempre presente nei momenti importanti. La sua amicizia sincera ha reso infatti questo percorso più leggero e sereno.

Bibliografia

- Akerlof, George A. "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism." *Quarterly Journal of Economics* 84, no. 3 (1970): 488–500.
- Galbraith, John Kenneth. *A Short History of Financial Euphoria*. New York: Penguin Books, 1990.
- Gavrilov, Jurij. "Zheleznaya Dama Ugrozhayet" ["La Lady di Ferro minaccia"]. *Krasnaya Zvezda*, 24 gennaio 1976.
- Gini, Corrado. *Variabilità e mutabilità*. In *Memorie di metodologia statistica*, vol. I. Roma: Libreria Eredi Virgilio Veschi, 1912.
- Hicks, John R. "Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation." *Econometrica* 5, no. 2 (1937): 147–159.
- McGinnis, Patrick J. *FOMO Sapiens: Impara a decidere senza farti travolgere da un mondo pieno di scelte possibili*. Milano: Rizzoli, 2021.
- Mény, Yves. "La crisi politica." In *L'Unione Europea in crisi*, a cura di Luisa Torchia. Milano: Giuffrè, 2017.
- Milillo, Mauro, e Renato Loiero. *Finanza pubblica, politica e istituzioni*. Milano: Pearson, 2019.
- Mishkin, Frederic S., Stanley G. Eakins ed Elena Beccalli. *Istituzioni e mercati finanziari*. Milano: Pearson, 2018.
- Musgrave, Richard. *La teoria della finanza pubblica*. Milano: Etas Libri, 1981.
- Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico. *Digital Security Risk Management for Economic and Social Prosperity: OECD Recommendation and Companion Document*. Parigi: OECD Publishing, 2015.
- Pareto, Vilfredo. *Trattato di sociologia generale*. Firenze: G. Barbèra, 1916.
- Perez, Rita. "La crisi del debito pubblico." In *L'Unione Europea in crisi*, a cura di Luisa Torchia. Milano: Giuffrè, 2017.
- Phillips, A. W. "The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom." *Economica* 25, (1958): 283–299.
- Shiller, Robert J. *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press, 2000.

Sitografia

- Agenzia per la Coesione Territoriale. *Next Generation EU e il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza*. https://www.agenziacoesione.gov.it/dossier_tematici/nextgenerationeu-e-pnrr/.
- Alberto Arcuri e Miriana Lanotte. *Il 30 aprile l'Italia ha inviato alla Commissione Europea il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR)*. 3 maggio 2021. <https://ultimora.zanichelli.it/diritto/materie-diritto/economia-politica/il-30-aprile-litalia-ha-inviato-alla-commissione-europea-il-piano-nazionale-di-ripresa-e-resilienza-pnrr/>.
- Asana. "Il principio di Pareto (la legge 80/20)." <https://www.asana.com/it/resources/pareto-principle-80-20-rule>.
- Banca Centrale Europea. "Che cos'è la forward guidance?" Banca Centrale Europea. https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.it.html.
- Banca Centrale Europea. *Cosa sono i sistemi di garanzia dei depositi?* 11 aprile 2018. https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/deposit_guarantee.it.html.
- Banca Centrale Europea. *HICP – Overall index, Euro area (changing composition), Monthly*. <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/ICP>.
- Banca Centrale Europea. *La crisi finanziaria: sfide e risposte – discorso di Lorenzo Bini Smaghi*. 16 ottobre 2009. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091016_2.it.html.
- Banca Centrale Europea. *Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP)*. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>
- Banca Centrale Europea. *Supplementary six-month longer-term refinancing operations and continuation of the supplementary three-month longer-term refinancing operations*. 28 marzo 2008. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080328.en.html>.
- Banca d'Italia. "La riserva obbligatoria." <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/riserve-eurosistema/riserva-obbligatoria/index.html>.
- Banca d'Italia. *Altri programmi*. <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/pspp/altri-programmi/index.html>.
- Banco BPM. "TLTRO – Targeted Long Term Refinancing Operations." *Magazine Banco BPM*. <https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/tltro-targeted-long-term-refinancing-operations/>.
- Borsa Italiana. "Quantitative Easing: Cos'è e Come Funziona." Borsa Italiana. Aggiornato il 15 marzo 2022. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/quantitative-easing-145.htm>.
- Borsa Italiana. *Cosa sono i Green bond*. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/green-bond-definizione.htm>.
- Bricco, Paolo. "Commenti." *Il Sole 24 Ore*, 8 dicembre 2024, 11. <https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=42893137#/showdoc/42893137/galassia|imposta%20sul%20reddito%20d'impresa|iri?ref=pullsearch>.
- Camera dei Deputati. "La legge 92/2012 (riforma Fornero) e la sua attuazione – XVII legislatura." https://www.camera.it/leg17/465?tema=il_ddl_di_riforma_del_mercato_del_lavoro#m.
- Camera dei Deputati. *Il PNRR italiano*. <https://temi.camera.it/leg19DIL/temi/il-pnrr-italiano.html>.
- Camera di Commercio di Lucca. "Il decreto Salva-Italia in pillole: arriva la manovra Monti." <https://www.lu.camcom.it/newsletter/programmando/dalla-legge-di-stabilita-alla-manovra-monti-notizie-dallitalia-e-dalla-0>.
- Cassa Depositi e Prestiti. *INVEST EU – Il ruolo di CDP nel programma europeo d'investimento per il rilancio dell'economia*. https://www.cdp.it/sitointernet/it/invest_eu.page.
- Centre Jean Monnet. *Lezione 1.5 Esternalità*. Università degli Studi di Milano. <https://centrejeanmonnet.unimi.it/wp-content/uploads/2023/04/Lezione-1.5-Esternalita.pdf>.
- Centro Alti Studi Europei. *Draghi: "Ricorso al debito comune è necessario per la competitività europea"*. 18 febbraio 2025. <https://case.univpm.it/node/4228>.
- Chiellino, Giuseppe. *I politici lontani dalla moneta fanno solo pasticci*. *Il Sole 24 Ore*, 23 maggio 2025.

<https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=43640733#/showdoc/43640733/moneta|politici?ref=pullsearch>.

Claudio Corte Coi, Aristeidis Dadoukis, Hannah S. Hempell, ed Elena Rancoita. *TLTRO III and banks' loan book rebalancing during the pandemic: less 'targeted' than intended for some?* Working Paper Series, Banca Centrale Europea, Francoforte.

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb~dcc1ed32f3.wp3040en.pdf>

Commissione Europea. *Comunicazione della Commissione al Consiglio sull'attivazione della clausola di salvaguardia generale del Patto di Stabilità e Crescita*. Eur-Lex, 20 marzo 2020.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0123&from=IT>.

Commissione Europea. *EU credit strength*. https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/eu-credit-strength_en.

Commissione Europea. *Horizon Europe*. https://research-and-innovation.ec.europa.eu/funding/funding-opportunities/funding-programmes-and-open-calls/horizon-europe_en.

Commissione Europea. *Il dispositivo per la ripresa e la resilienza*.

https://commission.europa.eu/business-economy-euro/economic-recovery/recovery-and-resilience-facility_it

Commissione Europea. *Il momento dell'Europa: riparare e preparare per la prossima generazione*. 27 maggio 2020. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_20_940.

Commissione Europea. *Il Semestre Europeo*. https://commission.europa.eu/business-economy-euro/european-semester_it.

Commissione Europea. *Macroeconomic Imbalance Procedure*.

https://commission.europa.eu/business-economy-euro/european-semester/european-semester-framework/macroeconomic-imbalance-procedure_en.

Commissione Europea. *NextGenerationEU: la Commissione europea eroga all'Italia 24,9 miliardi di € di prefinanziamenti*. 13 agosto 2021. https://italy.representation.ec.europa.eu/notizie-ed-eventi/notizie/nextgenerationeu-la-commissione-europea-eroga-allitalia-249-miliardi-di_it

Commissione Europea. *Piano per la ripresa dell'Europa*. https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/recovery-plan-europe_it

Commissione Europea. *Protezione civile europea e operazioni di aiuto umanitario*. https://civil-protection-humanitarian-aid.ec.europa.eu/what/civil-protection/resceu_en.

Consiglio dell'Unione Europea. *Regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, relativo al rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio e della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche*. Gazzetta ufficiale delle Comunità Europee: 1-4. <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/1997/1466/oj/eng>.

Consiglio Europeo. *Green Deal europeo*. <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/european-green-deal/>.

Consiglio Europeo. *Le modalità con cui l'UE vigila sul settore bancario*. 27 gennaio 2025. <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/how-the-eu-supervises-the-banking-sector/>.

Consiglio Europeo. *Meccanismo di Risoluzione Unico*.

<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/single-resolution-mechanism/>.

Consiglio Europeo. *Pronti per il 55%*. <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/fit-for-55/>.

Consiglio Europeo. *Unione Bancaria*. 19 giugno 2024.

<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/banking-union/>.

DEGIRO. "Indice VIX." *Investitori Accademia - Principianti Corso*. <https://www.degiro.it/trading-conoscenza/inverstitori-accademia/principianti-corso/indice-vix>.

Dipartimento per la programmazione e il coordinamento della politica economica. *Che cos'è il MIP*. <https://www.programmazioneeconomica.gov.it/it/mip-cup-mgo/mip/che-cos-e-il-mip/>.

Draghi, Mario. *Speech at the Global Investment Conference in London*. Banca Centrale Europea, 26 luglio 2012. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

Etica SGR. *Green bond: che cosa sono e come funzionano le “obbligazioni verdi”*. 6 giugno 2025. <https://www.eticasgr.com/storie/approfondimenti/green-bond-cosa-sono-come-funzionano>.

Eur-Lex. *COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL CONSIGLIO sull'attivazione della clausola di salvaguardia generale del patto di stabilità e crescita*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A52020DC0123>

European Central Bank. “What Is the Deposit Facility Rate?” 10 marzo 2016, aggiornato 13 settembre 2024. <https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/what-is-the-deposit-facility-rate.it.html>.

European Central Bank. “What Is the Main Refinancing Operations Rate?” Pubblicato 13 settembre 2018, aggiornato 13 settembre 2024. <https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/mro.it.html>.

European Central Bank. “What Is the Marginal Lending Facility Rate?” Pubblicato 13 settembre 2018, aggiornato 13 settembre 2024. https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/marginal_lending_facility_rate.it.html.

European Commission. *Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica*. Bruxelles: Commissione Europea, 2012. <https://www.consilium.europa.eu/media/20388/st00tscg26-it-12.pdf>.

European Union. “Trattato di Maastricht sull'Unione europea”. Aggiornato il 21 marzo 2018. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=LEGISSUM:xy0026>.

Eurostat. *Unemployment Rate by Sex and Age*. https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/une_rt_m_custom_17194762/default/line?lang=en.

Frédéric Gouardères. *Parlamento Europeo, Assistenza alla ripresa per la coesione e i territori d'Europa (REACT-EU)*. Aprile 2025. <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/215/assistenza-alla-ripresa-per-la-coesione-e-i-territori-d-europa-react-eu->

Frédéric Gouardères. *Parlamento Europeo, Fondo per una transizione giusta*. Aprile 2025. <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/214/fondo-per-una-transizione-giusta>.

GOV.UK. “What Is a Spending Review?” <https://www.gov.uk/government/news/what-is-a-spending-review>.

Grafici – Statistiche Italiane. *Prodotto Interno Lordo e Debito Pubblico Lordo in Italia*. <https://grafici.altervista.org/prodotto-interno-lordo-e-debito-pubblico-lordo-in-italia/>.

Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), *Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability*. <https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg2/>.

ISTAT. *La redistribuzione del reddito in Italia – Anno 2024*, 17 marzo 2025, tavola 1. In *La redistribuzione del reddito in Italia – Anno 2024 (PDF)*. Roma: ISTAT. <https://www.istat.it/wp-content/uploads/2025/03/REDISTRIBUZIONE-REDDITO-IN-ITALIA-2024.pdf>.

Italiadomani. *Milestone e Target*. <https://www.italiadomani.gov.it/it/Interventi/milestone-e-target.html>.

Jahan, Sarwat, Ahmed Saber Mahmud, e Chris Papageorgiou. 2014. “What Is Keynesian Economics?” *Finance & Development* 51, n. 3 (settembre). IMF. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/09/basics.htm>.

Keynes, John Maynard. *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*. 1936. Anche in <https://www.frasicelebri.it/frasi-di/john-maynard-keynes/>.

Lavoce.info. *Il sistema europeo di garanzia dei depositi? C'è ancora da aspettare*. <https://lavoce.info/archives/108450/il-sistema-europeo-di-garanzia-dei-depositi-ce-ancora-da-aspettare/>.

Macrotrends. “VIX Volatility Index - Historical Chart.” Macrotrends. <https://www.macrotrends.net/2603/vix-volatility-index-historical-chart>.

Marx, Karl, e Friedrich Engels. *Manifesto del Partito Comunista*. Sezione I, “Proletari e Borghesi.” Marxists Internet Archive. <https://www.marxists.org/italiano/marx-engels/1848/manifesto/mpc-1c.htm>.

Meccanismo di Stabilità Europea. *Before the ESM*. <https://www.esm.europa.eu/about-us/efsf/before-the-esm>.

Meccanismo di Stabilità Europea. *Who we are*. <https://www.esm.europa.eu/about-us>.

Mercadante, Francesco. “Categoria: Tasche vostre – Che cos’è il Pil? Proviamo a capire, per non dare i numeri.” *Econopoly - Il Sole 24 Ore*, 14 novembre 2018. <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2018/11/14/che-cose-il-pil/>.

Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali. *Cassa integrazione guadagni ordinaria (CIGO)*, *Focus On*. Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali. <https://www.lavoro.gov.it/temi-e-priorita/ammortizzatori-sociali/focus-on/CIGO/Pagine/CIGO>.

Ministero dell’Università e della Ricerca. *PNRR - Misure e Componenti*. <https://www.mur.gov.it/it/pnrr/pnrr-misure-e-componenti>.

OkPedia. “Politica monetaria espansiva.” https://www.okpedia.it/politica_monetaria_espansiva.

Openpolis. *Il Pnrr italiano e il confronto con gli altri paesi europei*. 11 ottobre 2021. <https://www.openpolis.it/il-pnrr-italiano-e-il-confronto-con-gli-altri-paesi-europei/>.

Openpolis. *La differenza tra la componente corrente e quella in conto capitale*. 12 gennaio 2023. <https://www.openpolis.it/parole/la-differenza-tra-la-componente-corrente-e-quella-in-conto-capitale/>.

Parlamento europeo. *Il quadro UE per le politiche fiscali*. Aprile 2025. https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/it/FTU_2.6.6.pdf.

Presidenza del Consiglio dei Ministri. “DECRETO-LEGGE 24 gennaio 2012.” <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?!vig=urn:nir:stato:decreto.legge:2012;1&art=66-com7>.

Robinson, Marc, e Duncan Last. “A Basic Model of Performance-Based Budgeting.” Washington, DC: International Monetary Fund, settembre 2009. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2009/tnm0901.pdf>.

Rondello, Salvatore. “Leoni e volpi nella politica.” *La Rivoluzione Democratica*. <https://www.rivoluzionedemocratica.it/leoni-e-volpi-nella-politica.htm>.

Salvadori, Giulio. *Internet of Things (IoT): significato, esempi e applicazioni*. Osservatori.net, Politecnico di Milano, 27 marzo 2019. <https://www.osservatori.net/blog/internet-of-things/cos-e-internet-of-things/>.

Senato della Repubblica Italiana. *Articolo 81 della Costituzione Italiana*. <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-ii/titolo-i/sezione-ii/articolo-81>.

SlidePlayer.it. *IS-LM: Politica economica espansiva*. <https://slideplayer.it/slide/15852348/>.

SlidePlayer.it. *IS-LM: Politica economica restrittiva*. <https://slideplayer.it/slide/15403082/>.

Toninelli, Pier Angelo. “L’industria di Stato nelle regioni italiane: congetture ed evidenze”. *L’Italia e le sue Regioni*. Roma: Treccani, 2015. <https://boa.unimib.it/retrieve/e39773b2-ce1d-35a3-e053-3a05fe0aac26/Treccani%2C%20L%27industria%20di%20Stato%20nelle%20regioni%20italiane.pdf>.

Trading Economics. *Italy Government Debt to GDP*. <https://it.tradingeconomics.com/italy/government-debt-to-gdp>.

Treccani. “Mano invisibile.” *Dizionario di Economia e Finanza*. Istituto della Enciclopedia Italiana. [https://www.treccani.it/enciclopedia/mano-invisibile_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/mano-invisibile_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/).

Treccani. “Ottimo paretiano.” *Enciclopedia della Matematica*. [https://www.treccani.it/enciclopedia/ottimo-paretiano_\(Enciclopedia-della-Matematica\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/ottimo-paretiano_(Enciclopedia-della-Matematica)/).

Treccani. “PIIGS”. <https://www.treccani.it/enciclopedia/piigs/>.

Treccani. “Politica monetaria non convenzionale.” *Lessico del XXI Secolo*. Istituto della Enciclopedia Italiana, 2013. [https://www.treccani.it/enciclopedia/politica-monetaria-non-convenzionale_\(Lessico-del-XXI-Secolo\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/politica-monetaria-non-convenzionale_(Lessico-del-XXI-Secolo)/).

Treccani. “Spiriti animali.” *Dizionario di Economia e Finanza*. Istituto della Enciclopedia Italiana, 2012. https://www.treccani.it/enciclopedia/spiriti-animali_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/.

Treccani. “Teoremi dell’economia del benessere,” *Dizionario di Economia e Finanza*, [https://www.treccani.it/enciclopedia/teoremi-dell-economia-del-benessere_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/teoremi-dell-economia-del-benessere_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/).

Treccani. “Thatcherismo.” *Enciclopedia Treccani Online*. <https://www.treccani.it/enciclopedia/tag/thatcherismo/>.

Treccani. *OMT (Outright Monetary Transactions)*. *Dizionario di Economia e Finanza*. https://www.treccani.it/enciclopedia/omt_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/.

Treccani. s.v. “Austerità.” *Enciclopedia Treccani Online*. <https://www.treccani.it/enciclopedia/austerita/>.

Treccani. s.v. “Spending Review.” *Enciclopedia Treccani Online*. <https://www.treccani.it/enciclopedia/spending-review/>.

U.S. Department of the Treasury. “Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) Overview.” <https://home.treasury.gov/data/troubled-assets-relief-program/credit-market-programs/talf/overview>.

Unione Europea. *Protocollo (n. 12) sulla procedura per i disavanzi eccessivi*, allegato ai Trattati UE e TFUE. Gazzetta ufficiale dell’Unione Europea, 9 maggio 2008. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:12008M/PRO/12>.

Unione Europea. *Protocollo (n. 13) sui criteri di convergenza*, allegato ai Trattati UE e TFUE. Gazzetta ufficiale dell’Unione Europea, 7 giugno 2016. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:12016E/PRO/13>.

Unione Europea. *Regolamento (UE) n. 1024/2013*. 15 ottobre 2013. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R1024>.

United Nations Children’s Fund (UNICEF). *Core Commitments for Children in Humanitarian Action: Scope of CCCs*. United Nations, 2020. <https://www.corecommitments.unicef.org/ccc-1-1>

Wikipedia. “Cuneo fiscale.” *Wikipedia, L’enciclopedia libera*. https://it.wikipedia.org/wiki/Cuneo_fiscale.

World Health Organization. *The COVID-19 Pandemic and Continuing Challenges to Global Health*. <https://www.who.int/about/funding/invest-in-who/investment-case-2.0/challenges>.