



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**LE POLITICHE ECONOMICHE
DURANTE LA PANDEMIA**

**ECONOMIC POLICIES DURING THE
PANDEMIC**

Relatore:
Prof. Ticchi Davide

Rapporto Finale di:
Gabriele Orena

Anno Accademico 2020/2021

INDICE

INTRODUZIONE	4
Capitolo 1 – Gli effetti macroeconomici della pandemia.....	7
2.1 Effetti della pandemia sull’attività economica.....	9
1.1.2 <i>Prodotto Interno Lordo</i>	9
1.1.3 <i>Mercato del lavoro</i>	10
1.1.4 <i>Consumi</i>	10
1.1.5 <i>Investimenti</i>	11
1.1.6 <i>Esportazioni</i>	12
2.2 Effetti della pandemia sull’attività di credito.....	13
1.2.1 <i>Attività di credito alle imprese</i>	13
1.2.2 <i>Attività di credito alle famiglie per l’acquisto di abitazioni</i>	14
1.2.3 <i>Attività di credito al consumo e altri prestiti alle famiglie</i>	15
Capitolo 2 – Le politiche fiscali.....	16
2.1 Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE)	19
2.2 I Piani di finanziamento della BEI.....	19
2.3 European Stability Mechanism (MES).....	20
2.4 CRII e CRII PLUS.....	21
2.5 Next generation EU.....	22
2.6 Recovery Plan italiano.....	24

2.7 La risposta fiscale degli Stati Uniti.....	25
2.8 La sostenibilità del debito dei Paesi dell'UE.....	27
Capitolo 3 – Le politiche monetarie.....	30
3.1 Long Term Refinancing Operation (LTRO) e Targeted Long Term Refinancing Operation (TLTRO).....	32
3.2 Expanded Asset Purchase Programme e Pandemic Emergency Purchase Programme	33
3.2.1 <i>Dibattito sul PEPP e sul PSPP</i>	35
CONCLUSIONE.....	38
BIBLIOGRAFIA e SITOGRAFIA.....	43

INTRODUZIONE

In un batter d'occhio, il coronavirus (COVID-19) ha completamente paralizzato l'economia mondiale: ristoranti, hotel, bar, teatri, cinema e sale da concerto hanno chiuso i battenti e le loro entrate si sono prosciugate; gli eventi sono stati annullati e i settori dell'aviazione e del turismo si sono arenati quasi completamente; la domanda di petrolio ha subito un'estrema caduta. Molte delle imprese appartenenti a questi settori hanno improvvisamente cessato di generare reddito; di conseguenza, ne è derivata l'incapacità di queste aziende di pagare dipendenti, banche, proprietari terrieri e fornitori, gettando l'economia in una spirale discendente.

A questi fattori, si aggiunge il carattere “innovativo” della crisi pandemica legata al coronavirus. Infatti, la principale causa della grande crisi finanziaria del 2007-2008 fu il fallimento del settore bancario-finanziario, da cui derivò una contrazione della domanda, dovuta ad una diffusa carenza di reddito (che, a sua volta, fu causata dalle politiche di stabilizzazione attuate dagli Stati membri); tale crisi finanziaria è poi sfociata nella crisi del debito sovrano. L'attuale crisi pandemica, invece, pur avendo prospettive scoraggianti di rischio sistemico e di distruzione della ricchezza e dell'occupazione, deve la sua esistenza ad una contrazione della domanda causata da una drastica interruzione del circuito

economico (in quanto i consumatori non hanno avuto accesso a beni e servizi attraverso i normali circuiti, a causa delle misure restrittive adottate dai vari Stati membri dell'UE); allo stesso tempo, si è verificato uno shock dal lato dell'offerta, dovuto ad una violenta riduzione della disponibilità della forza lavoro, causata, di per sé, dalla situazione sanitaria e dai vincoli indotti dal confinamento fisico. Perciò, è possibile affermare che non vi siano forze di rischio sistemico inerenti al settore finanziario che alimentino l'attuale crisi del covid-19: lo shock causato dal coronavirus, in termini di rischi finanziari, è un rischio esogeno. Tuttavia, ciò non significa che, seppure il fattore scatenante sia uno shock esogeno, una potenziale amplificazione endogena del rischio non possa avere conseguenze nel settore finanziario e, in particolare, nel settore bancario. Pertanto, è di fondamentale importanza evitare che rischi esogeni si prolunghino e si intensifichino per troppo tempo affinché non si generi una qualche forma di amplificazione incontrollata all'interno del settore bancario che, in una seconda fase, potrebbe trasformarsi in una crisi finanziaria sistemica.

Tutti questi elementi, sommati alla velocità della diffusione del virus e al suo potenziale impatto globale, rendono la crisi pandemica legata al COVID-19 una crisi senza precedenti, di cui non è possibile stabilirne la durata, né quanto velocemente l'economia si riprenderà.

Il seguente elaborato si propone, dunque, di analizzare l'impatto del coronavirus a livello europeo, cercando di capire quali sono stati gli shock

economici provocati dalla diffusione di tale virus e quali sono le misure politiche attuate dagli Stati membri, al fine di garantire un'adeguata ripresa economica all'interno dell'UE.

Nel primo capitolo verranno analizzate gli effetti economici causati dalla pandemia a livello europeo e, in particolare, l'attenzione si focalizzerà sull'attività economica (Prodotto Interno Lordo, mercato del lavoro, investimenti, consumi ed esportazioni) e sull'attività di credito (alle famiglie e alle imprese).

Il secondo capitolo, invece, sarà incentrato sull'esposizione delle principali politiche fiscali attuate a livello comunitario e dei loro effetti sull'economia europea. In particolare, le risposte fiscali che verranno analizzate sono: il CRII (Coronavirus Response Investment Initiative) e il CRRI Plus, il SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency), il MES (European Stability Mechanism), i piani di finanziamento della BEI, il Next Generation EU e il Recovery Plan italiano. Inoltre, nella conclusione di questo capitolo, verranno illustrate brevemente le politiche fiscali attuate dagli USA per far fronte alla crisi pandemica e sarà trattata la sostenibilità del debito dei Paesi dell'UE.

Infine, nel terzo capitolo verranno espone le principali politiche monetarie messe in atto dalla Banca Centrale Europea, tra cui l'APP (Asset Purchase Programme) e il PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme), le LTRO (Long Term Refinancing Operation) e le TLTRO III (Targeted Long Term Refinancing Operation 3).

CAPITOLO I

GLI EFFETTI MACROECONOMICI DELLA PANDEMIA

Come recentemente affermato dall'attuale Presidentessa della BCE, Christine Lagarde, "la chiusura dell'economia innescata dalla pandemia COVID-19 ha prodotto una recessione molto insolita¹. In una recessione regolare, infatti, la produzione e l'edilizia sono i settori tipicamente più duramente colpiti dalla recessione, mentre i servizi sono più resilienti. Tuttavia, durante il blocco nella primavera dello scorso anno, si è potuto riscontrare l'esatto contrario.

In primo luogo, le indagini rilevano che la transizione verso la ripresa guidata dai servizi tende generalmente ad essere più lenta rispetto ad una recessione guidata dai beni durevoli, poiché i servizi creano una domanda meno "repressa" rispetto ai beni di consumo: ad esempio, è improbabile che le persone facciano il doppio delle vacanze all'esterno il prossimo anno, per compensare la mancanza di viaggi all'esterno di quest'anno. In secondo luogo, poiché il settore dei servizi è caratterizzato da una maggiore intensità in lavoro rispetto al capitale, le recessioni

¹ Lagarde C. *Monetary Policy in a Pandemic Emergency*. "Keynote speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the ECB Forum on Central Banking", Frankfurt, 11 November 2020.

guidate dai servizi hanno un effetto catastrofico sui posti di lavoro. Infine, “queste perdite di posti di lavoro danneggiano in modo diseguale i gruppi socioeconomici”².

Inoltre, la crisi sanitaria ha avuto un duplice impatto sulle catene globali del valore: sia dal lato della domanda sia dal lato dell’offerta. Dal lato dell’offerta, l’interruzione delle catene globali del valore è dovuta dai lockdown adottati nella maggior parte dei Paesi e dal conseguente aumento dei costi di trasporto internazionale. Ad esempio, circa il 40% del valore delle esportazioni della Germania deriva da input importati, di cui il 10% proviene dalla Cina; di conseguenza, l’interruzione della produzione in Cina ha un forte impatto anche sulle imprese tedesche che utilizzano input importati dalla Cina stessa. Dal lato della domanda, invece, l’interruzione delle catene globali del valore è dovuta dal fatto che in alcuni settori, in particolare il settore automobilistico e del turismo, si è registrata una forte contrazione; tale contrazione, come precedentemente affermato, è dovuta prevalentemente dal fatto che i consumatori non hanno più avuto accesso a beni e servizi attraverso i normali circuiti, a causa delle misure restrittive adottate dai vari Stati membri dell’UE.

² Lagarde C. *Monetary Policy in a Pandemic Emergency*. “Keynote speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the ECB Forum on Central Banking”, Frankfurt, 11 November 2020.

Quindi, sin dall'inizio, questa insolita recessione ha comportato rischi eccezionalmente elevati; analizziamo, ora, nel dettaglio quali sono stati gli effetti economici prodotti dalla crisi a livello europeo.

I.1 EFFETTI DELLA PANDEMIA SULL'ATTIVITÀ ECONOMICA

I.1.1 Prodotto Interno Lordo

Dopo che il PIL reale dell'area dell'euro si è fortemente contratto nel primo trimestre del 2020, sono emersi segnali di ripresa dell'attività economica con la graduale revoca delle misure per contenere l'epidemia del coronavirus. Gli indicatori economici, infatti, suggeriscono che il declino dell'attività economica a causa della pandemia COVID-19 abbia raggiunto un minimo nell'aprile 2020 (circa -3,5 punti percentuali sulla crescita del PIL) e che stia emergendo una ripresa ampia, ma lenta e disomogenea tra i vari paesi, con la graduale riapertura dell'economia

I.1.2 Mercato del lavoro

Dalle stime emerge che l'occupazione è diminuita dello 0,2% nel primo trimestre del 2020 rispetto al quarto trimestre del 2019. Le ore totali lavorate, invece, sono diminuite più significativamente (circa del 3,1%), comportando un calo del 2,9% delle ore medie lavorate per occupato. Questi dati riflettono gli effetti delle misure di sostegno all'occupazione, come il lavoro a orario breve e i

licenziamenti temporanei, le quali hanno contribuito a contenere i licenziamenti e, in parte, la riduzione del tasso di occupazione.

Inoltre, le perdite dei posti di lavoro durante la pandemia hanno riguardato principalmente i lavoratori a basso salario e, in particolare, le donne hanno subito un calo occupazionale più netto rispetto agli uomini.

Tuttavia, gli indicatori a breve termine del mercato del lavoro si sono parzialmente ripresi dopo i cali senza precedenti che si sono registrati nei mesi di aprile e maggio.

I.1.3 Consumi

Dopo il gravissimo calo dei consumi registrato nel primo trimestre del 2020 (circa -11,4%), gli indicatori indicavano un possibile aumento della spesa a seguito dell'allentamento dei blocchi: da maggio, in effetti, sono emersi chiari segnali di ripresa. Ciò trova spiegazione nel fatto che durante una recessione i consumatori tendono a bloccare gli acquisti, accumulando un arretrato di domanda; tale accumulato, in un secondo momento, viene "scatenato" con l'emergere di segnali di ripresa. Durante l'attuale pandemia si è verificata questa situazione: dopo che nel primo trimestre del 2020 il tasso di risparmio delle famiglie ha raggiunto un livello senza precedenti, a maggio e giugno, con l'emergere dell'alleggerimento delle misure di contenimento, i consumi sono aumentati fortemente, anche se la spesa è rimasta molto al di sotto dei livelli pre-lockdown.

Mentre le motivazioni precauzionali stanno indubbiamente aumentando il tasso di risparmio, i risparmi forzati sembrano essere la principale causa dell'attuale picco di risparmi. Tuttavia, a differenza della grande crisi finanziaria del 2008, il picco di risparmi si riflette principalmente in depositi bancari più elevati, piuttosto che in flussi di credito più bassi.

Nonostante questi risparmi accumulati, le famiglie si aspettano di spendere meno nei prossimi 12 mesi, rispetto ai 12 mesi precedenti. Ciò riflette una maggiore percezione dell'incertezza da parte dei consumatori, in parte dovuta al maggiore rischio di disoccupazione.

I.1.4 Investimenti

I dati sulla produzione di aprile e maggio hanno mostrato un drastico calo della produzione e delle vendite manifatturiere; ciò ha avuto un impatto estremamente negativo sugli investimenti delle imprese. Tuttavia, i recenti dati relativi alla produzione indicano che la ripresa da questi livelli è iniziata a maggio e si è intensificata a giugno. Ciononostante, i livelli di produzione rimangono significativamente al di sotto del livello osservato in febbraio.

Infine, nonostante i notevoli sforzi politici dell'area dell'euro e dell'UE per fornire liquidità e credito alle imprese, permangono notevoli rischi al ribasso per i piani di investimento delle stesse, derivanti dall'aumento dei livelli di debito, da

potenziali insolvenze e inadempienze societarie sugli impegni di debito a lungo termine, nonché dal calo dei flussi di cassa.

I.1.5 Esportazioni

Le misure adottate per contenere la pandemia hanno avuto un forte impatto negativo sugli scambi sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2020. In seguito, con l'adozione di forti blocchi in tutta l'area dell'euro ad aprile, tali scambi nominali di beni sono ulteriormente crollati.

Ad aprile, le esportazioni da parte dei principali partner commerciali europei verso gli USA si sono ridotti del 32%, verso la Cina dell'11% e verso il Brasile del 36%. I principali indicatori, infatti, segnalano che il picco minimo dei volumi degli scambi intra ed extra europei dovrebbe essersi verificato proprio in aprile. In effetti, il commercio manifatturiero si è parzialmente ripreso con la riapertura degli stabilimenti e il commercio nei settori dei viaggi e dei trasporti si sta lentamente risollestando a seguito della cancellazione delle restrizioni di viaggio. Tuttavia, nonostante questo parziale "rimbalzo", la ripresa degli scambi dell'Eurozona sarà probabilmente disomogenea e incompleta, dovuta dall'allentamento non sincronizzato delle misure di contenimento nei principali partner commerciali e gli effetti duraturi sulla fiducia.

I.2 EFFETTI DELLA PANDEMIA SULL'ATTIVITÀ DI CREDITO

I.2.1 Attività di credito alle imprese

L'indagine sui prestiti bancari mostra che, a partire dal primo trimestre del 2020, i criteri di approvazione dei prestiti alle imprese hanno iniziato ad inasprirsi. Infatti, sebbene gli standard di credito (ovvero le linee guida da seguire per l'approvazione dei crediti) siano sostenuti dalle garanzie sui prestiti governativi nella maggior parte degli Stati membri e dalle misure di politica monetaria adottate, le banche hanno continuato ad indicare la percezione del rischio (legata al deterioramento delle prospettive economiche generali e alle situazioni specifiche delle imprese) come il fattore principale che contribuisce all'irrigidimento degli standard di credito. Le banche, inoltre, prevedono un notevole inasprimento degli standard di credito per le imprese, il quale potrebbe essere collegato alla prevista scadenza dei sistemi di garanzia statali in alcuni paesi europei.

Tuttavia, nonostante questi elementi sfavorevoli, a partire dal secondo trimestre del 2020, si è registrato un forte rialzo della domanda di prestiti delle imprese, che riflette il fabbisogno di liquidità di cui esse necessitano a causa della pandemia. La dipendenza delle imprese dai prestiti a medio e lungo termine ha continuato ad aumentare, a scapito dei prestiti a breve termine, man mano che si rafforzava la prova di una lunga ripresa. Infatti, le misure attuate dalla BCE, in particolare l'alleggerimento delle condizioni delle operazioni di rifinanziamento a

lungo termine (TLTRO III), hanno, proprio, il fine di incoraggiare le banche ad estendere i prestiti a tutti gli enti del settore privato.

I.2.2 Attività di credito alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

Anche nel caso dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, gli standard di credito hanno continuato ad irrigidirsi nel quarto trimestre del 2020. La causa di tale inasprimento risiede, in parte, nella minore tolleranza al rischio da parte delle banche, nella maggiore percezione del rischio in merito alle prospettive economiche generali e nell'inaffidabilità creditizia dei mutuatari (dovuta, a sua volta, al deterioramento delle prospettive di reddito e occupazione delle famiglie), e, in parte, nelle politiche macroprudenziali mirate al credito immobiliare attuate in Francia. Tuttavia, dopo il crollo della domanda di mutui del secondo trimestre del 2020, le banche hanno continuato a segnalare un netto aumento della domanda di mutui per la casa nel quarto trimestre, dopo un forte rimbalzo nel trimestre precedente.

Probabilmente, la ripresa della domanda di mutui immobiliari è stata determinata principalmente dal basso livello generale dei tassi di interesse e da un leggero miglioramento delle prospettive del mercato immobiliare. Infatti, come menzionato precedentemente, mentre il grave impatto economico della pandemia sui ricavi delle imprese, le prospettive occupazionali delle famiglie e l'affidabilità creditizia complessiva dei mutuatari esercitano una pressione al rialzo sui tassi di

prestito bancari, il vigoroso stimolo politico messo in atto in risposta alla crisi legata alla pandemia e, in particolare, le misure di politica monetaria della BCE e le garanzie sui prestiti governativi esercitano un effetto frenante sui tassi di interesse per i prestiti alle imprese e alle famiglie.

I.2.3 Attività di credito al consumo e altri prestiti alle famiglie

Dal secondo trimestre del 2020, gli standard di credito per il credito al consumo e altri prestiti alle famiglie hanno iniziato a restringersi moderatamente. Anche in questo caso, l'irrigidimento è dovuto alle maggiori percezioni di rischio legate alle prospettive economiche e al merito creditizio delle famiglie colpite dalla pandemia di coronavirus. Tuttavia, a differenza dei casi precedenti, la domanda netta di credito al consumo e altri prestiti alle famiglie ha registrato un calo a partire dal secondo trimestre 2020, che si è protratto fino al quarto trimestre; ciò è dovuto ad una minore fiducia nei consumatori da parte delle banche e ad una diminuzione della spesa per i beni durevoli da parte dei consumatori.

CAPITOLO II

LE POLITICHE FISCALI

In questo capitolo verranno illustrate le principali politiche di natura fiscale che sono state attuate sia a livello nazionale dai singoli Stati sia a livello comunitario. Per politiche fiscali si intende “l’insieme di decisioni e regole che determinano l’entità e la composizione delle entrate e delle uscite di uno stato, e quindi il saldo del bilancio pubblico. Tipicamente le entrate consistono nelle imposte, mentre le uscite comprendono i vari tipi di spesa pubblica: quella per la costruzione di grandi infrastrutture (spesa per investimenti pubblici), quella per i pagamenti degli stipendi ai dipendenti pubblici (spesa pubblica corrente) e quella per trasferire danaro o anche servizi gratuiti alle famiglie o alle imprese (spesa per trasferimenti)”³.

Innanzitutto, occorre ribadire come un prolungamento e una duratura amplificazione della crisi legata alla pandemia di coronavirus potrebbero portare ad una crisi finanziaria sistemica, che coinvolgerebbe l’economia reale nel suo complesso. Affinché ciò non si verifichi, occorre che gli Stati membri si accordino velocemente a livello comunitario per conciliare misure sanitarie e misure di politica monetaria e fiscale. A tal fine, a seguito della grande crisi finanziaria del

³ Franzini M., *Politica Fiscale*. Roma, Febbraio 2016. Cap. 1, pag. 1.

2007-2008 e della successiva crisi del debito sovrano, si è provveduto a livello comunitario all'emanazione di una serie di riforme della governance e delle strutture istituzionali dell'UEM (Unione economica e monetaria dell'Unione Europea). In sintesi, si è stabilito che, in fasi critiche come quella attuale, al fine di indirizzare l'economia europea verso la ripresa, occorre che vi sia un'interazione positiva e un coordinamento delle azioni di politica monetaria, delle misure di vigilanza bancaria e di un coerente pacchetto di misure fiscali a sostegno delle economie degli Stati membri dell'UE.

Relativamente alle politiche fiscali, l'Eurogruppo, basandosi sulla proposta fatta il primo aprile 2020 dal governo francese, ha emanato una risposta mista, definita "three-plus-one" perché composta da tre "opzioni" di realizzazione immediata (il SURE, i piani di finanziamento della BEI, il MES) e da un quarto elemento, presentato separatamente in quanto avente una prospettiva a più lungo termine. In effetti, con tale proposta il SURE, i piani di finanziamento della BEI ed il MES vengono riconosciuti come una triade di "reti di sicurezza" rispettivamente per lavoratori, imprese e Stati sovrani, per un valore complessivo di 540 miliardi di euro. In particolare, il SURE e il MES possono fornire una protezione urgente agli Stati membri finanziariamente più fragili con condizioni favorevoli in termini di tassi di interesse. Tuttavia, al fine di garantire la rilevanza pratica e finanziaria richiesta dal grado di urgenza e dall'intensità dell'attuale shock economico, è essenziale che il massimale finanziario di questi strumenti, cioè la quantità massima

di prestiti erogabili, non sia troppo basso. Inoltre, la strutturazione finanziaria del meccanismo deve trovare il giusto equilibrio tra la capacità di raccogliere fondi sui mercati finanziari e il livello delle garanzie di capitale che gli Stati membri devono fornire. D'altro canto, è altresì essenziale che eventuali nuove linee di credito concesse tramite queste manovre corrispondano a prestiti a lunghissimo termine, con la limitazione di impiegare le risorse ottenute esclusivamente per iniziative connesse al COVID-19.

Inoltre, è stata attivata la clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita, che consente deviazioni temporanee dagli obiettivi di bilancio di medio termine, e sono state momentaneamente modificate le norme europee sugli aiuti di Stato per ampliare le possibilità di intervento a sostegno delle imprese domestiche da parte dei governi nazionali.

Infine, occorre precisare che oltre ai vari strumenti attuati a livello comunitario, esistono anche particolari manovre fiscali attuate principalmente a livello nazionale. In effetti, molti dei Paesi europei sono intervenuti mediante misure di stimolo immediato, quali la spesa pubblica a favore del sistema sanitario, i sussidi per preservare l'occupazione e i sussidi di disoccupazione, i sussidi alle piccole e medie imprese, gli investimenti pubblici e le perdite di introiti fiscali. In riferimento a questo ultimo punto, nel nostro Paese, con l'articolo 68 del decreto "Cura Italia" si è prevista la sospensione e, di conseguenza, la posticipazione dei pagamenti delle cartelle esattoriali e del versamento di altre rate in scadenza.

II.1 SUPPORT TO MITIGATE UNEMPLOYMENT RISKS IN AN EMERGENCY (SURE)

Il sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione in un'emergenza (SURE) è a disposizione degli Stati membri che si trovano nelle condizioni di dover mobilitare ingenti mezzi finanziari per contrastare le conseguenze economico-sociali della pandemia di coronavirus sul loro territorio. Tale strumento può fornire assistenza finanziaria fino a 100 miliardi di euro sotto forma di prestiti, i quali saranno utilizzati a completamento delle misure di cassa integrazione adottate da vari paesi europei, per far fronte agli aumenti improvvisi della spesa pubblica per il mantenimento dell'occupazione. Nello specifico, lo strumento SURE ha l'obiettivo di finanziare, ad esempio, i regimi di riduzione dell'orario lavorativo e misure analoghe, aiutando gli Stati membri a proteggere i posti di lavoro e, di conseguenza, a tutelare i lavoratori dipendenti e i lavoratori autonomi dal rischio di disoccupazione e perdita di reddito.

II.2 I PIANI DI FINANZIAMENTO DELLA BEI

La banca europea degli investimenti (BEI) è un'istituzione che fornisce finanziamenti, generalmente sotto forma di prestiti a condizioni favorevoli, per i progetti che contribuiscono a realizzare gli obiettivi dell'UE, sia all'interno che al di fuori dell'Unione.

In relazione alla pandemia di coronavirus, al fine di sostenere le imprese colpite dalla crisi legata alla pandemia stessa, la Commissione Europea ha approvato l'istituzione di un Fondo di garanzia paneuropeo (FEI) da 25 miliardi di euro, gestito dalla BEI. “Il Fondo mobiliterà fino a 200 miliardi di euro di finanziamenti supplementari per sostenere principalmente le piccole e medie imprese colpite dalla pandemia nei 21 Stati membri partecipanti”⁴. Come già ricordato, il Fondo di garanzia paneuropeo è una delle tre reti di sicurezza approvate dal Consiglio europeo per attenuare l'impatto economico sui lavoratori, sulle imprese e sui paesi e, in particolare, ha il fine di fornire garanzie su strumenti di debito (come, ad esempio, i prestiti) e su strumenti di capitale, per far fronte in modo coordinato alle esigenze di finanziamento delle imprese europee. Pertanto, il FEI non eroga prestiti diretti: concede garanzie (per liberare capitale) e investe nell'equity, tramite le banche e altri fondi, per fornire risorse alle piccole-medie imprese maggiormente colpite dalla crisi legata al COVID-19.

II.3 EUROPEAN STABILITY MECHANISM (ESM)

Il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), istituito nel 2012, è una strategia dell'UE intesa a garantire la stabilità finanziaria nella zona euro. In particolare,

⁴ https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/coronavirus-response/jobs-and-economy-during-coronavirus-pandemic/state-aid-cases_it

fornisce assistenza ai paesi della zona Euro che si trovano ad affrontare o rischiano di dover far fronte a difficoltà finanziarie.

In relazione alla pandemia di coronavirus, ad aprile 2020 è stato raggiunto un accordo all'interno dell'Eurogruppo per dotare il MES di un'ulteriore linea di credito precauzionale rinforzata, alla quale gli Stati membri, che ne facciano richiesta, potranno accedere con la sola condizione che le risorse ottenute siano utilizzate per finanziare i costi diretti e indiretti dell'assistenza sanitaria, delle cure e della prevenzione. La linea di credito del MES, di ammontare complessivo pari a 240 miliardi di euro, è attiva dal primo giugno 2020 e resterà disponibile fino a dicembre 2022. Ogni Stato potrà prendere a prestito a scadenze lunghe (10 anni) un ammontare pari al 2% del suo PIL, ad un tasso marginale dello 0,1%⁵.

II.4 CORONAVIRUS RESPONSE INVESTMENT INITIATIVE (CRII) E CORONAVIRUS RESPONSE INVESTMENT INITIATIVE PLUS (CRII PLUS)

Ad inizio marzo 2020, la Commissione Europea ha varato una serie di proposte, appartenenti ad un pacchetto di misure chiamato CRII, che permette agli Stati membri di beneficiare, principalmente, di un maggiore sostegno finanziario. Successivamente, ad inizio aprile, la Commissione ha lanciato un nuovo set di

⁵ Linciano N., Caivano V., Fancello F., Gentile M., *La crisi Covid-19: Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata*, Consob, Luglio 2020.

misure eccezionali, chiamato CRII Plus, che intensifica maggiormente l'utilizzo della quota dei fondi stanziati nell'ambito del Programma di coesione 2014-2020.

In particolare, con il CRII la Commissione Europea ha proposto di mobilitare le riserve di liquidità dei fondi strutturali e di investimento europei (i fondi di Coesione), con l'obiettivo di sostenere rapidamente gli Stati membri e garantire loro la massima flessibilità. Ad aprile 2020, poi, la stessa Commissione Europea con il nuovo pacchetto CRII PLUS ha proposto ulteriori misure per far fronte all'emergenza. Questa iniziativa, che va a sommarsi alla precedente, permette una flessibilità ancora maggiore nell'utilizzo delle risorse non impiegate dei fondi strutturali e di investimento europei.

Questi strumenti hanno fornito liquidità immediata ai bilanci degli Stati membri e hanno contribuito ad anticipare 37 miliardi di euro di finanziamenti agli Stati membri, fornendo una spinta necessaria agli investimenti economici.

II.5 NEXT GENERATION EU

A maggio, la Commissione europea ha proposto l'istituzione di un nuovo fondo europeo temporaneo per la ricostruzione (Recovery Fund) di un ammontare pari a 750 miliardi di euro. Successivamente, a fine aprile, in seno al Consiglio europeo, è stato raggiunto un accordo in base al quale si sarebbe istituito il fondo Next Generation EU, il quale, attingendo dal Recovery Fund, avrebbe erogato finanziamenti, in parte, a fondo perduto, sotto forma di trasferimenti e garanzie (390

miliardi di euro), e, in parte, sotto forma di prestiti (360 miliardi di euro). Inoltre, si stabilì che per ottenere tali fondi i paesi richiedenti avrebbero dovuto presentare un piano di interventi a sostegno della crescita e dell'occupazione, volti a migliorare la resilienza economica e sociale e a favorire la digitalizzazione e la sostenibilità ambientale (PNRR). Infine, l'accordo sancì che le risorse avrebbero iniziato a fluire verso i paesi europei colpiti dallo shock pandemico a partire dal 2021.

La Next Generation EU è un'iniziativa "one-off", "una tantum", cioè un intervento straordinario relativo ai flussi di spesa europea e di spesa pubblica nazionale nel periodo tra il 2021 e il 2026. La NG-EU, inoltre, è un'iniziativa con significativi effetti redistributivi. La parte di finanziamenti a fondo perduto, infatti, è determinata in relazione al peso del prodotto interno lordo (PIL) di uno Stato membro rispetto al prodotto lordo totale dell'UE; al contrario, ai finanziamenti sottoforma di prestiti è applicato un tasso di interesse molto basso, in quanto vi è la garanzia dei Quadri Finanziari Pluriennali (QFP).

In particolare, l'iniziativa Next Generation EU è divisa in tre pilastri. Il primo pilastro, denominato "Sostenere gli Stati membri", rappresenta la parte più sostanziale dell'iniziativa, poiché offre un sostegno agli investimenti e alla spesa pubblica degli Stati membri. Tale componente, infatti, prevede l'esborso di 655 miliardi di euro e mira a tutelare l'occupazione, a rafforzare l'istruzione, a sostenere la ricerca e l'innovazione, a migliorare il sistema sanitario e ad aumentare l'efficienza della pubblica amministrazione.

Il secondo pilastro (“Sostegno al settore privato”), invece, dovrebbe essere in grado di attivare, direttamente e indirettamente, finanziamenti e garanzie a favore delle imprese europee per un importo di 56,3 miliardi di euro.

Infine, il terzo pilastro prende il nome di “Lezione della crisi”, in quanto persegue l’obiettivo di finanziare i beni pubblici europei, emersi come priorità durante la crisi; in particolare, prevede il lancio di un nuovo programma sanitario a livello comunitario.

II.6 IL RECOVERY PLAN ITALIANO

Come precedentemente detto, il Next Generation EU prevede l’istituzione di un fondo europeo temporaneo, il Recovery Fund, volto a finanziare la ripresa economica dell’Unione Europea attraverso finanziamenti erogati, in parte, sotto forma di prestiti e, in parte, sotto forma di trasferimenti. Per ottenere gli aiuti del Recovery Fund, ciascuno degli Stati Membri dovrà presentare entro aprile alla Commissione europea il proprio Recovery Plan, ovvero il documento in cui vengono stabilite le misure che dovranno dare attuazione al programma Next Generation EU, in un determinato Paese.

In Italia, il Recovery Plan è stato denominato Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR). Questo prevede l’erogazione di 209 miliardi di euro finanziati dall’Unione Europea, di cui 127 miliardi sotto forma di prestiti e altri 82 miliardi come sovvenzioni.

Il PNRR persegue principalmente sei “missioni”, che si focalizzano, in particolare, sulla Riforma fiscale, sulla digitalizzazione e sulla transizione ecologica. In primo luogo, infatti, assume particolare importanza l’incentivo alla digitalizzazione, all’innovazione e alla competitività del sistema produttivo e della Pubblica Amministrazione, dell’istruzione, della Sanità e del Fisco. Inoltre, il Recovery Plan italiano prevede un incremento della spesa pubblica per la Ricerca e lo Sviluppo, volta ad accrescere il grado di istruzione e formazione, e la realizzazione di infrastrutture per la mobilità e le telecomunicazioni. Infine, un ulteriore obiettivo perseguito dal PNRR è la rivoluzione verde e la transizione ecologica, che mirano a rendere l’Italia migliore dal punto di vista ecologico ed energetico.

II.7 LA RISPOSTA FISCALE DEGLI STATI UNITI

La risposta fiscale alla crisi pandemica da parte degli Stati Uniti è stata una manovra di elevata portata. Il Cares Act, approvato nel marzo 2020, è un disegno di legge da 2.200 miliardi di dollari, volto a stimolare l’economia statunitense. L’iniezione di liquidità più immediata ammonta a 900 miliardi di dollari e consiste principalmente in tre canali: sostegno ai redditi dei cittadini (290 miliardi di dollari), aumento dell’indennità di disoccupazione (260 miliardi di dollari), prestiti/sovvenzioni alle piccole-medie imprese (350 miliardi di dollari).

Per quanto riguarda il primo canale, esso prevede pagamenti diretti ai cittadini per un importo totale di 290 miliardi, distribuiti in: 1.200 dollari per ogni adulto e 500 dollari per ogni bambino. Non possono usufruire di tale sostegno i cittadini che abbiano un reddito annuo superiore ai 100.000 dollari.

Il secondo canale, invece, prevede, innanzitutto, un'aggiunta di 600 dollari settimanali ai sussidi di disoccupazione ordinaria per i successivi 4 mesi dalla data di approvazione; inoltre, vengono estese le linee guida di ammissibilità al sussidio, includendo sia lavoratori dipendenti sia lavoratori autonomi, e viene esteso il sussidio per ulteriori tredici settimane a coloro che abbiano esaurito l'indennità di disoccupazione.

Infine, le piccole-medie imprese hanno la possibilità di richiedere fino a dieci milioni di dollari in prestiti per pagare le spese operative. Nonostante questi fondi assumano la fisionomia di prestiti, essi potranno essere cancellati per le imprese che mantengano intatta la propria forza-lavoro e, di conseguenza, potranno essere considerati come sovvenzioni.

Dal BPEA di Christina Romer del marzo 2021 emerge che: "La risposta fiscale statunitense alla pandemia spingerà il rapporto debito/PIL degli Stati Uniti dal 79% a circa il 110% entro la fine del 2023. Ciò, probabilmente, non causerà una crisi fiscale perché la domanda di debito pubblico degli USA rimarrà comunque forte. Tuttavia, poiché la maggior parte del denaro è andata a persone che non erano state economicamente danneggiate dalla pandemia, vi è il rischio che la riduzione

dello "spazio fiscale" scoraggerà i responsabili politici dall'affrontare questioni come il cambiamento climatico, le infrastrutture fatiscenti e la povertà persistente. Se, infatti, i pagamenti di stimolo, che hanno fatto poco per aiutare le persone più colpite dalla pandemia, finissero per precludere la spesa in infrastrutture o cambiamenti climatici nei prossimi anni, gli Stati Uniti avranno davvero fatto un pessimo affare" ⁶.

II.8 LA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO DEI PAESI DELL'UE

Durante la crisi finanziaria del 2008, alcuni paesi intrapresero risposte fiscali molto più aggressive rispetto ad altri paesi, rendendo gli effetti recessivi post-crisi meno gravi. Tale differenza è dovuta dalla relazione negativa che vige tra debito e azioni fiscali: ovviamente, maggiore è il rapporto debito/PIL di un Paese (e, quindi, minore è il proprio spazio fiscale) e minore sarà l'entità della manovra fiscale che tale Paese potrà attuare.

In relazione all'attuale crisi pandemica, secondo Christina Romer "se prendiamo in considerazione i Paesi dell'Eurozona con il maggiore PIL, tale relazione negativa continua a reggere: Germania e Austria, a basso debito, prevedono di attuare manovre fiscali intorno all'8% del PIL; Francia e Spagna, a debito medio, prevedono pacchetti fiscali intorno al 4% del PIL; Italia e Grecia, ad

⁶ Romer C.D., *La risposta della politica fiscale alla pandemia*, Brooking Paper On Economic Activity, marzo 2021.

alto debito, prevedono risposte fiscali di un'entità che non superi circa il 3% del PIL. Tuttavia, alcuni paesi europei a basso debito, in particolare i paesi nordici e i nuovi Stati membri dell'Unione Europea (Repubblica Ceca, Ungheria e Slovacchia) potrebbero decidere di attuare risposte fiscali più moderate”⁷, in modo tale da mantenere il rapporto debito/PIL basso e, cioè, il debito pubblico sostenibile.

Quanto appena detto è rappresentato nella figura 1, che mostra le azioni fiscali attuate fino ad ottobre 2020 (in relazione al rapporto debito/PIL) dai Paesi dell'Eurozona con il maggiore PIL (rappresentati in rosso) e dagli altri Paesi europei o mondiali (rappresentati in blu).

⁷ Romer C.D., *La risposta della politica fiscale alla pandemia*, bozza della conferenza BPEA, marzo 2021.

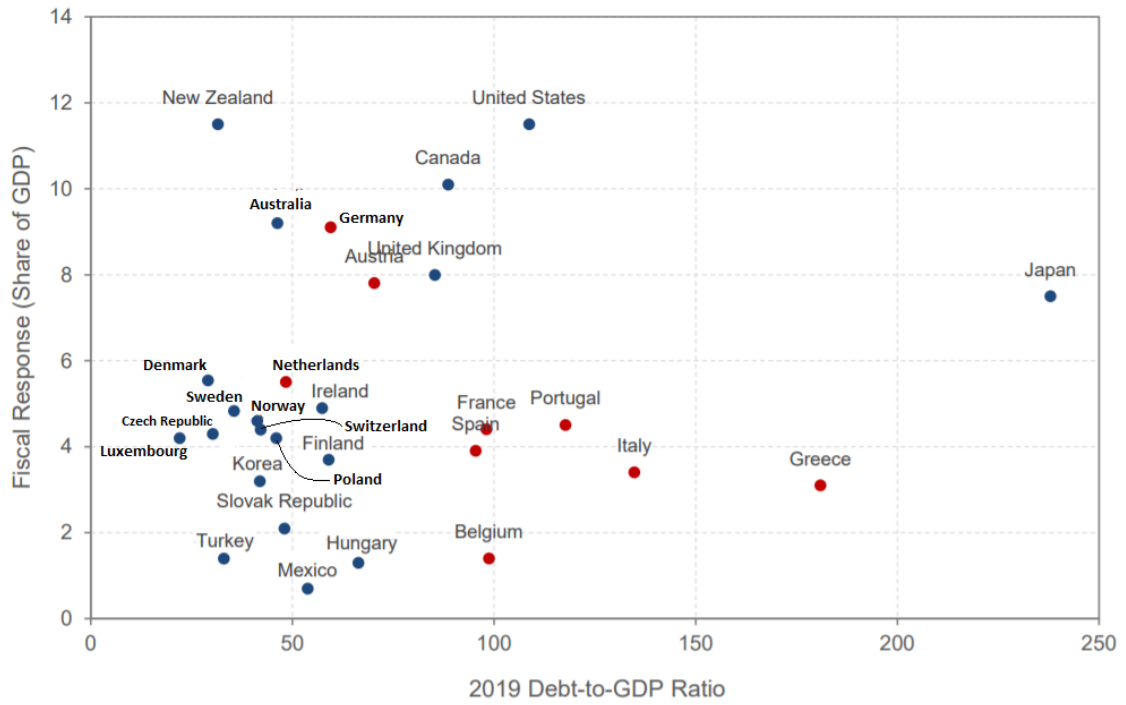


Figura 1. Fonte: Romer C.D., *La risposta della politica fiscale alla pandemia*, bozza della conferenza BPEA, marzo 2021.

CAPITOLO III

LE POLITICHE MONETARIE

Similmente a quanto fatto precedentemente, in questo capitolo verranno illustrate le principali misure di natura monetaria attuate dalle Banche Centrali degli Stati membri e dalla Banca Centrale Europea.

Innanzitutto, occorre specificare che per politica monetaria si intende l'insieme delle decisioni e degli strumenti di una Banca Centrale volte ad orientare e a modificare la quantità e il costo della moneta in un sistema economico; modificando queste variabili, la Banca Centrale indirizza la crescita del PIL e dell'inflazione di uno o di più Paesi.

A seguito della pandemia di coronavirus, le Banche Centrali sono intervenute tempestivamente al fine di stabilizzare i mercati e creare le condizioni necessarie per garantire la corretta trasmissione degli impulsi di politica monetaria all'economia reale. Gli strumenti utilizzati hanno incluso misure sia convenzionali sia non convenzionali, in relazione ai margini di manovra disponibili per gli interventi relativi al tasso di interesse di riferimento. I primi sono strumenti con i quali la Banca Centrale stabilisce il tasso d'interesse da applicare su operazioni di breve o brevissimo termine, in cui presta liquidità agli operatori economici, principalmente alle banche commerciali. Gli strumenti non convenzionali, invece, rappresentano l'insieme di politiche straordinarie attuate dalle autorità monetarie

dell'Eurozona a seguito della crisi finanziaria del 2007, per frenare la crisi di liquidità delle banche, che stavano cadendo verso situazioni di insolvenza.

La Federal Reserve, in particolare, ha un margine di manovra superiore rispetto alla BCE, in quanto, a partire dalla Grande Crisi Finanziaria, nell'area Euro i tassi di interesse si sono stabilizzati a livelli molto bassi e in alcuni casi anche negativi. Proprio per questo, la FED può permettersi di utilizzare strumenti convenzionali, mentre per la BCE risulta fondamentale l'utilizzo di strumenti non convenzionali finalizzati a garantire adeguata liquidità al settore privato.

Come precedentemente detto, la pandemia di Coronavirus e le misure di lock-down messe in atto dai governi hanno generato rilevanti contraccolpi sulle prospettive economiche a livello globale. In particolare, il crollo dei flussi turistici, la riduzione del commercio internazionale, l'interruzione di numerose attività produttive e commerciali e il calo della domanda di beni e servizi hanno rappresentato i principali canali di trasmissione degli effetti della pandemia al sistema economico. La recessione e l'elevata incertezza, che ne sono derivate, si sono riflesse in un brusco innalzamento della volatilità e dell'avversione al rischio sui mercati finanziari. In tutti i principali paesi, di conseguenza, le autorità monetarie hanno adottato misure espansive straordinarie, in primis, per stabilizzare i mercati finanziari e, poi, per garantire liquidità sui mercati, sostenere il credito a famiglie e imprese e stimolare la domanda di beni, servizi ed investimenti.

III.1 Le Long Term Refinancing Operation (LTRO) e le Targeted Long Term Refinancing Operation (TLTRO)

Per prima cosa, nell'area Euro la BCE ha avviato una serie di nuove manovre straordinarie. In particolare, a marzo 2020 sono state varate nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (Long Term Refinancing Operation, LTRO), ad un tasso più conveniente rispetto alle precedenti, al fine di fornire liquidità immediata al settore bancario. Inoltre, sempre a marzo, sono state avviate nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT; o Targeted Long Term Refinancing Operation 3, TLTRO3), volte “a favorire l'erogazione del credito bancario all'economia reale, ad un costo minore e per un più elevato ammontare complessivo di fondi, a cui le banche possono accedere in funzione dello stock di prestiti concessi al settore privato”⁸. Queste due operazioni sono state poi accompagnate da un allentamento temporaneo dei criteri di idoneità applicabili alle attività utilizzate dalle banche come garanzie nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema.

È interessante sottolineare la differenza tra le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine. Le prime, infatti, sono operazioni condotte dalla Banca centrale europea per la gestione

⁸ Linciano N., Caivano V., Fancello F., Gentile M., *La crisi Covid-19: Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata*, Consob, Luglio 2020.

dei tassi di interesse e della liquidità dell'Eurozona, mediante i quali vengono rilasciati prestiti alle banche con una durata compresa tra i tre e i sei mesi, ad un tasso di interesse molto basso, a volte, come nel caso attuale (tasso del $-0,5\%$), anche negativo. Le TLTRO, invece, sono strumenti non convenzionali di politica monetaria che permettono agli enti creditizi dell'Eurosistema di finanziarsi a lungo termine a tassi molto vantaggiosi. La differenza sostanziale risiede nel fatto che, nelle operazioni mirate di rifinanziamento, l'importo che le banche possono prendere in prestito è relazionato ai prestiti che tali istituti di credito concedono alle società non finanziarie e alle famiglie: a differenza delle LTRO, con i quali si concedono prestiti alle banche, le TLTRO hanno l'obiettivo di concedere finanziamenti bancari a imprese e famiglie.

Oltre a questi strumenti, a maggio la BCE ha avviato le Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations (PELTRO), cioè operazioni di rifinanziamento a più lungo termine di emergenza pandemica, con il fine di garantire liquidità al sistema finanziario dell'area dell'euro, anche oltre il termine delle LTRO, e preservare il buon funzionamento dei mercati monetari.

III.2 Expanded Asset Purchase Programme (EAPP) e Emergency Purchase Programme (PEPP)

Oltre a varare nuovi strumenti di politica monetaria, la BCE ha anche implementato misure già esistenti.

L'Asset Purchase Programme (APP), o programma di acquisto di attività finanziarie, fa parte di un pacchetto di misure di politica monetaria non convenzionali, che include anche operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine. Avviato nel 2015 per sostenere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e fornire l'importo di adattamento politico necessario per garantire la stabilità dei prezzi, l'APP si compone di quattro programmi di acquisto relativi a varie tipologie di titoli ossia: le obbligazioni emesse da società non finanziarie dei paesi dell'area Euro (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP); i titoli pubblici emessi da paesi dell'area Euro (Public Sector Purchase Programme, PSPP); i titoli cartolarizzati (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP) e le obbligazioni bancarie garantite (Covered Bond Purchase Programme, CBPP3). A seguito della pandemia, la BCE ha previsto una dotazione aggiuntiva di 120 miliardi di euro sino a fine anno, in aggiunta ai 20 miliardi di euro mensili previsti dal programma originario (l'APP implementato prende il nome di Expanded Asset Purchase Programme, EAPP). Inoltre, il CSPP è stato ampliato, includendo tra i titoli ammissibili e acquistabili la carta commerciale con un adeguato merito di credito .

Sempre nel mese di marzo, è stato avviato un nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (PEPP) per un ammontare complessivo di 750 miliardi. Successivamente, a giugno 2020 tale programma di acquisto è stato ampliato a 1.350 miliardi di euro.

Il PEPP, rispetto agli altri programmi d'acquisto, è più flessibile. Infatti, esso permette alla BCE di acquistare obbligazioni con scadenza minima, anziché a 1 anno, a 70 giorni. Inoltre, la Banca Centrale Europea può non rispettare il vincolo del "capital key". In effetti, un vincolo posto alla BCE è quello di comprare titoli di uno Stato proporzionalmente al contributo che tale Stato fornisce al capitale della Banca Centrale. Ora, invece, questo vincolo è in parte derogabile. Infine, gli acquisti del PEPP riguardano tutte le attività finanziarie oggetto dell'APP (con l'inclusione dei titoli di Stato della Grecia, prima esclusi), che sono gestite in modo flessibile rispetto a tempistica, tipologie di attività e giurisdizioni.

Un programma di acquisto di questo tipo è stato necessario per bloccare il crollo dei titoli di debito pubblico dei Paesi maggiormente colpiti dalla crisi legata alla pandemia: l'emergenza sanitaria ed economica, infatti, mettendo in dubbio la stabilità di tali Paesi, avrebbe potuto provocare effetti devastanti sullo spread e, quindi, sul debito pubblico, se non si fosse intervenuti tempestivamente mediante il PEPP e l'ampliamento dell'APP.

III.2.1 Il dibattito tra BCE-CGUE e Corte costituzionale tedesca

Come precedentemente ricordato, a differenza della Federal Reserve, la Banca Centrale Europea non ha il potere di finanziare direttamente i governi nazionali o l'Unione Europea acquistando titoli di Stato appena emessi. Tuttavia, nel 2012 la BCE è riuscita a salvare l'euro dichiarandosi disposta ad acquistare titoli

di Stato dai paesi dell'Eurozona attraverso i mercati secondari. Così facendo, si è riusciti a mantenere sotto controllo i tassi di interesse su questi titoli, nonostante i disavanzi pubblici abbiano continuato ad essere in aumento a causa del massiccio sostegno finanziario ai settori bancari nazionali.

La BCE ha effettivamente iniziato ad attuare questa politica nel 2015 e, da allora, non ha mai interrotto i suoi acquisiti indiretti di titoli di Stato dei Paesi membri. A marzo 2020, poi, mediante il PEPP, si è deciso di rinunciare ad alcune restrizioni imposte dai precedenti programmi di acquisto di attività (APP), per garantire agli Stati membri di essere in grado di finanziare i loro programmi di sostegno durante la pandemia. In sintesi, la procedura adottata dalla BCE mediante il PEPP è la seguente: in collaborazione con le banche centrali nazionali dell'Eurozona, la Banca Centrale Europea acquista titoli di Stato sul mercato secondario dalle banche commerciali, che a loro volta li acquistano dal loro governo al momento dell'emissione. Ciò non solo mantiene bassi i tassi di interesse sui titoli di Stato, ma crea anche spazio sui bilanci delle banche commerciali per emettere nuovi prestiti alle imprese e alle famiglie. In questo modo, la BCE mira a stimolare l'attività economica e ad aumentare il tasso di inflazione fino all'obiettivo di poco meno del 2% (obiettivo della stabilità dei prezzi).

Tuttavia, il 5 maggio 2020 la Corte costituzionale tedesca, anche conosciuta come Bundesverfassungsgericht, ha stabilito che la BCE, mediante l'amplificazione dell'APP (in particolare, del programma di acquisto del settore

pubblico, o PSPP, anche conosciuto come Quantitative Easing) e l'adozione del PEPP, ha derogato al principio europeo di proporzionalità (o principio del “capital key”). La Bundesverfassungsgericht, inoltre, ha concesso alla BCE tre mesi di tempo per adottare nuove operazioni, termine oltre il quale la Bundesbank, la Banca Centrale tedesca, sarebbe stata autorizzata a non partecipare più al PSPP. Si tratta di una sentenza storica perché per la prima volta la Corte costituzionale tedesca è intervenuta, dichiarando scorretto un comportamento della BCE.

In ogni caso, la Corte di giustizia dell'Unione europea (CGUE) ha successivamente sancito che i programmi di acquisto di attività sono, in linea di principio, consentite, in quanto il loro scopo primario è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Il fatto che tali programmi di acquisto forniscono anche sostegno economico ai paesi della zona Euro non significa necessariamente che violino il divieto di finanziamento monetario.

CONCLUSIONE

Lo scopo dell'elaborato è stato quello di analizzare i principali danni economici causati dalla pandemia e tutte le misure che sono state adottate finora in risposta alla crisi scaturita dalla stessa. In particolare, dal primo capitolo si evince che nella fase iniziale della pandemia tutti i governi nazionali sono stati sorpresi dall'estrema rapidità di diffusione del virus e dal suo potenziale impatto globale. Ciascun Paese, di conseguenza, è stato costretto a adottare misure di contenimento del contagio, che, inevitabilmente, hanno comportato una momentanea e parziale chiusura dell'economia. In effetti, durante la fase iniziale della pandemia, all'interno dell'Unione Europea si sono registrati un calo generale del PIL degli Stati membri (dovuto ad un aumento del tasso di disoccupazione e ad un calo delle ore medie lavorate) e la contrazione di consumi, investimenti ed esportazioni (causata sia dalla riduzione del PIL sia dalle misure restrittive). Successivamente, tuttavia, con la graduale riapertura dell'economia si è registrata una leggera ripresa, accompagnata da un aumento delle domande di credito da parte delle imprese e delle famiglie. Nonostante ciò, sia dal lato della domanda sia dal lato dell'offerta permane una forte incertezza riguardo alle condizioni future, soprattutto causata dal carattere "innovativo" della crisi economica legata alla pandemia e dall'impossibilità di stabilire per quanto ancora tale crisi durerà.

Nel secondo capitolo, invece, sono state analizzate le risposte di natura fiscale attuate dagli Stati membri e, in generale, dall'Unione Europea. Come chiaramente emerge dall'analisi svolta, affinché la ripresa economica sia rapida ed omogenea per tutti gli Stati membri, è necessario un adeguato coordinamento a livello internazionale per definire e attuare misure efficaci e tempestive per contrastare la crisi. Infatti, i governi del nord, fiscalmente forti, potrebbero sostenere autonomamente le loro imprese, a differenza dei loro omologhi del sud. Ciò causerebbe implicazioni dirette sulle prospettive di sopravvivenza delle rispettive imprese e, data l'enorme interdipendenza economica tra i Paesi europei, la situazione di alcuni Stati membri rischierebbe di trascinare verso il basso anche il PIL dei partner commerciali settentrionali. Per questi motivi, la risposta fiscale dell'Europa non può essere una semplice somma delle parti nazionali, ma deve essere un vero e proprio sistema coordinato a livello internazionale dagli Stati membri dell'UE.

Sempre per quanto riguarda le politiche fiscali, oltre al fondamentale pacchetto "three-plus-one" emanato dall'Eurogruppo, è stata analizzata nel dettaglio l'iniziativa Next Generation EU. È importante evidenziare come, in combinazione con l'enorme iniezione di liquidità effettuata dalla BCE (mediante l'acquisto di obbligazioni di debito pubblico sui mercati secondari) e con la temporanea sospensione degli adeguamenti richiesti dal "Patto di stabilità e di crescita", tale proposta potrebbe arginare definitivamente la fase di emergenza della

pandemia. Infatti, se accompagnata da decisioni comunitarie di politica monetaria e da iniziative nazionali politica fiscale, la proposta NG-UE potrebbe essere sufficiente a sostenere i processi di ripresa degli Stati membri dell'UE e a favorire la convergenza tra gli stessi. Il conseguimento di questi risultati, tuttavia, richiede che gli Stati membri, che trarranno maggiori benefici dalla ripresa, sviluppino ed implementino progetti nazionali per l'efficiente allocazione delle risorse europee anche nei Paesi maggiormente colpiti.

Infine, nell'ultimo capitolo, sono state esaminate nel dettaglio le varie risposte di natura monetaria attuate dalla Banca Centrale Europea. Tuttavia, non è stato evidenziato come il completamento di un'Unione Bancaria Europea potrebbe rivestire un ruolo fondamentale nel superare la crisi economica legata al coronavirus. Infatti, a seguito della Grande Crisi Finanziaria, venne avviata l'istituzione dell'Unione Bancaria, un sistema di vigilanza e di risoluzione nel settore bancario volto a consentire un'applicazione coerente della normativa bancaria dell'UE nei paesi partecipanti, al fine di creare un mercato bancario più trasparente, unificato e sicuro. Tuttavia, ad oggi, più che di un'Unione Bancaria, si può parlare piuttosto di una parziale unione del mercato dei capitali, poiché, durante la sua istituzione, l'European Banking Union ha incontrato vari ostacoli che non le hanno permesso di instaurarsi completamente. In effetti, una vera e propria Unione Bancaria sarebbe un requisito essenziale per mitigare il rischio che una crisi esogena, che coinvolge più istituti bancari, si evolva in una crisi sistemica, che

incide sulla stabilità finanziaria dell'intera area euro. Pertanto, a partire da settembre 2020, l'Eurogruppo ha iniziato ad elaborare un piano di lavoro per il completamento dell'Unione Bancaria e la creazione di un'adeguata unione del mercato dei capitali.

Un ulteriore aspetto che non è stato approfondito nel terzo capitolo e, più in generale, in tutto l'elaborato, ma che merita perlomeno di essere citato, riguarda le opportunità positive di trasformazione per il settore bancario e per l'Unione Europea. Infatti, se è vero che la crisi finanziaria del 2007-2008 ha provocato enormi danni all'economia mondiale ed è poi sfociata in una crisi sistemica (crisi del debito sovrano), è anche vero che quella crisi fu il pretesto per dare una significativa svolta alla regolamentazione e alla struttura istituzionale dell'UE. In effetti, come già detto, nel 2012 vennero avviate l'istituzione dell'Unione Bancaria Europea e l'istituzione dell'unione del mercato dei capitali. Inoltre, sempre nel 2012, vi fu l'emanazione delle riforme della governance e delle strutture istituzionali dell'Unione Economica e Monetaria precedentemente nominate. È chiaro, quindi, come da una crisi endogena, sfociata poi in una crisi sistemica, è stato possibile trarre anche dei benefici, finalizzati ad evitare che una tale crisi possa ripresentarsi in futuro.

Allo stesso modo, l'attuale crisi esogena, se affrontata nella giusta maniera, potrebbe generare effetti positivi sul sistema bancario e sull'Unione Europea. In particolare, le banche sono state costrette ad innovarsi nell'ambito delle interazioni

digitali, a causa del distanziamento sociale; ciò potrebbe provocare un'accelerazione della digitalizzazione, che avrebbe effetti assai positivi sul sistema bancario. Queste nuove pressioni verso l'innovazione, in effetti, potrebbero portare ad una transizione rapida ed efficiente verso un sistema bancario costituito da infrastrutture digitali. La crisi economica legata al coronavirus, inoltre, potrebbe condurre, come precedentemente detto, al completamento dell'Unione Bancaria Europea, che rappresenterebbe una enorme passo in avanti per l'UE.

Se tutti gli strumenti di natura fiscale e monetaria citati precedentemente venissero combinati in maniera adeguata sia a livello nazionale sia a livello comunitario, se venisse completata l'Unione Bancaria Europea e se si realizzasse la digitalizzazione del settore bancario, potrebbe verificarsi un paradosso storico, in quanto una grande crisi economica di natura esogena finirebbe per correggere i fallimenti attribuiti al settore bancario, grazie anche alla precedente crisi endogena di questo settore.

BIBLIOGRAFIA

Bartik A.W., Bertrand M., Lin F., Rothstein J., Unrath M., Cajner T., Crane L.D., Decker R.A., Grigsby J., Hamins-Puertolas A., Hurst E., Kurz C.J., Yildirmaz A. *Covid-19 e Mercato del Lavoro*. Brooking Paper On Economic Activity. 2020.

Buti M., Messori M. *Next Generation EU: An interpretative guide*. 2020.

Canullo G., Dornbusch R., Fischer S., Pettenati P., Startz R. *Macroeconomia*, XI edizione. Mc Graw Hill. 2014.

ECB. *Economic Bulletin*, Issue 2020.

ECB. *Euro area bank lending survey*. Survey Results 2020 Q4. Frankfurt. 2021.

Gortsos, C.V., Ringe W.G.. *Pandemic crisis and financial stability*. Frankfurt, 2020.

Lagarde, C. “*Monetary Policy in a Pandemic Emergency*.” Keynote speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the ECB Forum on Central Banking, Frankfurt am Main, 11 November 2020.

Lagarde, C. “*The Monetary Policy Strategy Review: Some Preliminary Considerations*.” Speech at the “ECB and Its Watchers XXI” Conference, 30 September 2020.

Lane, P. C. “*Monetary Policy in a Pandemic: Ensuring Favourable Financing Conditions.*” Speech by Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, at the Economics Department and IM-TCD, Trinity College Dublin, 26 November 2020.

Lane, P. C. “*The ECB’s Monetary Policy in the Pandemic: Meeting the Challenge.*” Speech by Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, at the 62nd NABE Annual Meeting “Global Reset? Economics, Business, and Policy in the Pandemic,” 6 October 2020.

Linciano N., Caivano V., Fancello F., Gentile M. *La crisi Covid-19: Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata (The Covid-19 Crisis. Impacts And Risks For The Italian Financial System In A Comparative Perspective)*. CONSOB Statistics and analyses-Occasional report, 2020.

Nasti S., Pasqualone F., *Le misure di politica monetaria dell’eurosistema in risposta all’emergenza causata dalla pandemia di Covid-19 e il contributo della Banca d’Italia*. Banca d’Italia, Luglio 2020.

Romer C.D. *La risposta della politica fiscale alla pandemia*, Brooking Paper On Economic Activity, marzo 2021.

Romer C.D. *La risposta della politica fiscale alla pandemia*, bozza della conferenza BPEA, marzo 2021.