



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**LE POLITICHE ECONOMICHE EUROPEE
DURANTE LA PANDEMIA**

**EUROPEAN ECONOMIC POLICIES DURING
THE PANDEMIC**

Relatore:

Prof. Davide Ticchi

Rapporto Finale di:

Alessia Flaiani

Anno Accademico 2020/2021

INDICE

Introduzione.....	3
1. La pandemia da Covid – 19.....	4
1.1. Effetti economici della pandemia.....	7
1.2. Impatto specifico nell' Area Euro.....	12
2. Le politiche di stimolo fiscale nell' Area Euro.....	17
2.1. Azioni monetarie di contrasto da parte della BCE.....	23
2.2. Il settore bancario in Italia e in Europa.....	32
3. La risposta europea: Fondi strutturali, Next Generation EU e la “Recovery and Resilience Facility”	36
3.1. Il MES e le polemiche in Italia.....	39
3.2. Principi ispiratori e articolazione della “Recovery and Resilience Facility”	42
3.3. Struttura di un recovery plan nazionale.....	46
Conclusioni.....	49
Riferimenti bibliografici e sitografia.....	52

INTRODUZIONE

L'obiettivo di questo lavoro è analizzare da un lato le conseguenze della pandemia che ci ha colpiti a partire da inizio 2020, dall'altro le misure a contrasto prese in Europa e in Italia da parte delle autorità. La pandemia ha avuto effetti devastanti non solo sulla sanità pubblica, causando un numero di decessi paragonabile a quello di una guerra, ma anche e soprattutto sull'economia e sulle libertà individuali, compromettendo stili di vita consolidati.

Dopo una breve cronistoria, nel Capitolo 1 si esaminano gli effetti della pandemia sul PIL, sui mercati finanziari, sui mercati del lavoro e sulle attività industriali, notando le peculiarità di questa crisi e i cambiamenti da essa indotti, alcuni dei quali, ad esempio lo smart working, potrebbero divenire strutturali.

Nel Capitolo 2 si analizza la prima risposta europea agli inizi della crisi sia in termini di manovre fiscali, sia in termini di strumenti di natura monetaria, con l'obiettivo di esaminare il quadro macroeconomico complessivo e gli effetti a lungo termine.

Nel Capitolo 3 si analizzano le misure per la futura ripresa adottate dall'Unione Europea e in particolare il Piano di Ripresa e Resilienza, descrivendone il contesto, il campo di applicazione e i benefici attesi.

Nelle conclusioni si tenta di esplorare i possibili scenari futuri: ripresa industriale, previsioni per l'inflazione, strategia da parte delle autorità monetarie.

CAPITOLO 1 – LA PANDEMIA DA COVID – 19

La crisi pandemica da Covid-19, stando ai dati finora raccolti, inizia nell'ultima parte del 2019 in Cina. Il 31 dicembre la WHO riceve delle segnalazioni relative a diversi casi di una forma di polmonite ancora non nota verificatisi a Wuhan, capoluogo della provincia di Hubei. In pochi giorni il numero di casi inizia a crescere a ritmo esponenziale, si ritiene che l'epicentro sia lo Huanan Seafood Wholesale Market della città, chiuso subito dopo. Il 7 gennaio 2020 viene identificato il nuovo virus, la malattia associata verrà chiamata Covid-19. Il 20 gennaio la WHO dichiara la trasmissibilità del virus da uomo a uomo e 3 giorni dopo comincia il primo lockdown in Cina con molti Paesi che bloccano i voli da e per quella destinazione; a Wuhan viene costruito un nuovo ospedale in dieci giorni per far fronte al notevole aumento dei casi. A febbraio il virus si diffonde in Europa e nel resto del mondo, in Italia la prima regione ad essere colpita sarà la Lombardia. A marzo la situazione precipita, la WHO dichiara pandemia e il governo italiano decreta un lockdown nazionale con blocco delle attività produttive e severe restrizioni sugli spostamenti; in UK il premier dichiara "Il 60% dei britannici dovrà contrarre il Covid per sviluppare l'immunità di gregge". Cambierà poi idea dopo essersi infettato lui stesso.

Le borse crollano, il 9 marzo (Black Monday) il Dow Jones segna un calo del 7.79%, poco dopo Wall Street registrerà la peggiore seduta dal 1987

determinando la fine del bull market dopo 11 anni. L'11 marzo il FTSE MIB perde il 16,7%, peggiore seduta dal 1998 (Fig1.1).

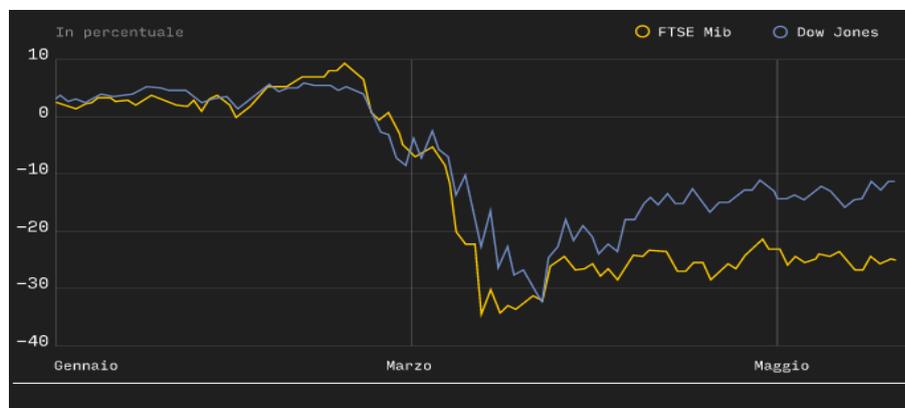


Figura1.1 Indici borsistici nella prima metà del 2020. La figura mostra l'andamento in percentuale dei due indici azionari FTSE MIB e Dow Jones; fonte: Sole24Ore.

Il contagio diviene globale e iniziano le misure di sostegno all'economia, in Europa viene sospeso il Patto di Stabilità. Intanto in Italia il numero di decessi continua a salire e Bergamo risulta essere la città più colpita; in pochi giorni si diffondono immagini che presto diventano simbolo della crisi pandemica: una fila di camion militari trasporta le bare delle vittime bergamasche verso altri cimiteri italiani per la cremazione, a Bergamo infatti, il forno crematorio è sovraccarico. Al 26 marzo negli USA, secondo i dati del dipartimento del lavoro, quasi 3,3 milioni di lavoratori hanno fatto richiesta di sussidi di disoccupazione, durante la crisi del 2009 erano stati circa 665.000. A inizio aprile termina il lockdown a Wuhan, a fine mese gli Usa raggiungono la cifra di un milione di positivi, superando Italia e Cina per numero di casi. Il 4 maggio si apre in Italia la fase 2 con molte riaperture mentre il virus persiste negli Stati Uniti e in America Latina. L'11 giugno parte la fase 3, grazie anche

al calo dei contagi facilitato dalla stagione estiva, mentre in Brasile la situazione degenera. Ad Agosto vengono annunciati i primi vaccini; Wuhan torna alla normalità. A settembre riaprono le scuole ma il virus riprende a correre; a ottobre si è in piena seconda ondata, si ammala Trump ma viene subito curato con un farmaco sperimentale a base di anticorpi monoclonali; ripartono le restrizioni in Italia e anche Francia e Germania annunciano nuovi lockdown. A novembre arrivano i risultati positivi dei test sui vaccini Pfizer e Moderna, le borse si riprendono; a inizio dicembre viene somministrato il primo vaccino a una novantenne in Inghilterra ma già a fine mese arriva la notizia, sempre dall'Inghilterra, di una variante del virus di maggiore contagiosità. Seguirà la scoperta di altre varianti, sudafricana, brasiliana, etc. ciascuna dovuta ad una mutazione del virus e successivamente almeno tre o quattro sottovarianti di ciascuna variante principale. A fine marzo 2021 in Italia sono ancora in vigore le zone (rossa, arancione scuro, arancione, giallo e bianco) con restrizioni a decrescere. A tale data (Fig.1.2) risulta somministrato un totale di oltre 8 milioni di dosi di vaccino (con circa tre milioni di persone che hanno ricevuto le due dosi); in Fig.1.3 gli altri paesi dell'area euro:



Figura 1.2 Vaccinazioni in Italia. La figura mostra l'andamento delle vaccinazioni, la tipologia di vaccino somministrata ed il totale delle dosi giornaliere; fonte:Sole24Ore

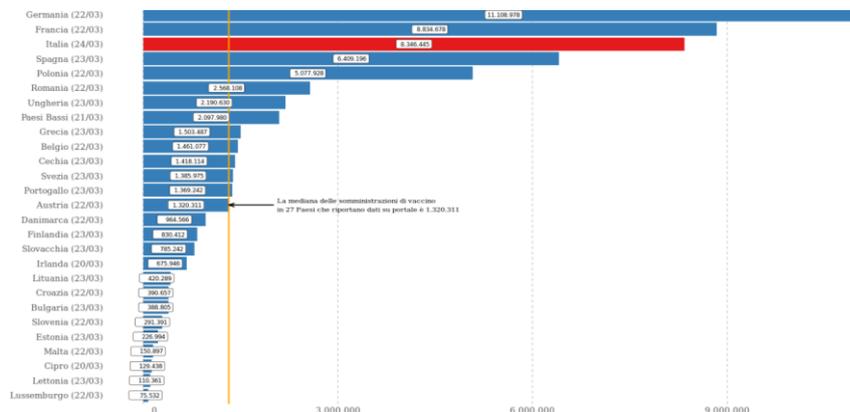


Figura 1.3 Vaccinazioni in UE. Totale delle somministrazioni nei Paesi UE al giorno 22/03/21, in rosso l'Italia; fonte: AGENAS “vaccinazione anti- covid 19 nei paesi europei”

Il Regno Unito è il Paese più avanti con le vaccinazioni, con oltre 30 milioni di dosi somministrate, dai 1725 morti del 27 gennaio si è passati ai 63 del 25 marzo. Sempre a fine marzo le statistiche parlano di circa 130 milioni di persone contagiate globalmente e poco meno di tre milioni di decessi, più di 500 mila solo in US e più di 100 mila in Italia.

1.1 EFFETTI ECONOMICI DELLA PANDEMIA

Impatto sul PIL

Dai dati per il 2020 dell'International Monetary Fund (2021) emerge come la crisi pandemica abbia comportato un forte calo del Pil a livello mondiale, infatti il Global GDP registra un calo rispetto all'anno precedente (3,5%, Fig.1.4). Tra le economie in via di sviluppo India, Messico e in misura minore il Sud Africa registrano cadute del Pil consistenti. In contro tendenza, la Cina ha registrato una crescita (+2,3%), essendo stata la prima a fronteggiare l'impatto del Covid è anche stata la prima ad uscirne, ripresa favorita dal settore manifatturiero e dall'incremento degli investimenti privati ed

esportazioni nette. Il Regno Unito, la Spagna e l'Italia sono le più colpite tra le Advanced Economies che nel complesso registrano una contrazione del -4,9%. Conseguenze prevedibili: alti livelli di indebitamento, difficoltà di accesso al credito, decrescita del reddito. Per il 2021 invece, nonostante le forti incertezze dovute alla diffusione di nuove varianti e a problemi logistici legati alla distribuzione dei vaccini, l'IMF prevede una crescita del GDP globale del 5.5% (forte ripresa USA, più debole quella dell'Eurozona) ed in linea, si stima una ripresa del commercio globale dell'8%.

(real GDP, annual percent change)	ESTIMATE			PROJECTIONS			
	2020	2021	2022				
World Output	-3.5	5.5	4.2	Emerging Markets and Developing Economies	-2.4	6.3	5.0
Advanced Economies	-4.9	4.3	3.1	Emerging and Developing Asia	-1.1	8.3	5.9
United States	-3.4	5.1	2.5	China	2.3	8.1	5.6
Euro Area	-7.2	4.2	3.6	India	-8.0	11.5	6.8
Germany	-5.4	3.5	3.1	ASEAN-5	-3.7	5.2	6.0
France	-9.0	5.5	4.1	Emerging and Developing Europe	-2.8	4.0	3.9
Italy	-9.2	3.0	3.6	Russia	-3.6	3.0	3.9
Spain	-11.1	5.9	4.7	Latin America and the Caribbean	-7.4	4.1	2.9
Japan	-5.1	3.1	2.4	Brazil	-4.5	3.6	2.6
United Kingdom	-10.0	4.5	5.0	Mexico	-8.5	4.3	2.5
Canada	-5.5	3.6	4.1	Middle East and Central Asia	-3.2	3.0	4.2
Other Advanced Economies	-2.5	3.6	3.1	Saudi Arabia	-3.9	2.6	4.0
				Sub-Saharan Africa	-2.6	3.2	3.9
				Nigeria	-3.2	1.5	2.5
				South Africa	-7.5	2.8	1.4

Figura 1. 4 (a)

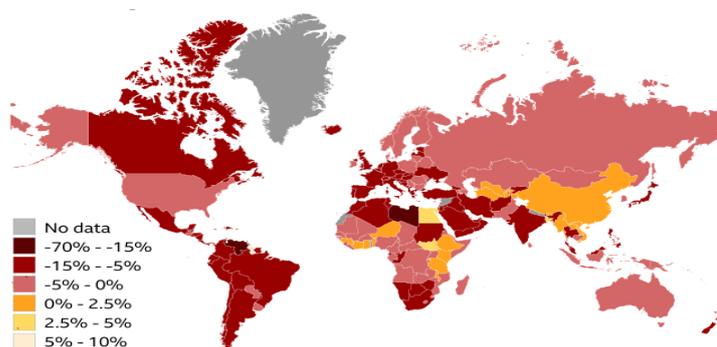


Figura 1. 2 (b) Crescita del PIL reale. Viene fornita una rappresentazione visiva della tabella al pt. a, relativa alla variazione % del Pil reale nei vari Paesi e a livello mondiale; fonte: IMF, World Economic Outlook.

La Fig.1.5 mostra il contributo percentuale di investimenti e consumi alla crescita del PIL mondiale. Si evidenziano tra le componenti che hanno favorito la ripresa nell'ultimo trimestre del 2020 in particolare modo il consumo privato e in misura minore gli investimenti (eccezion fatta per la Cina).

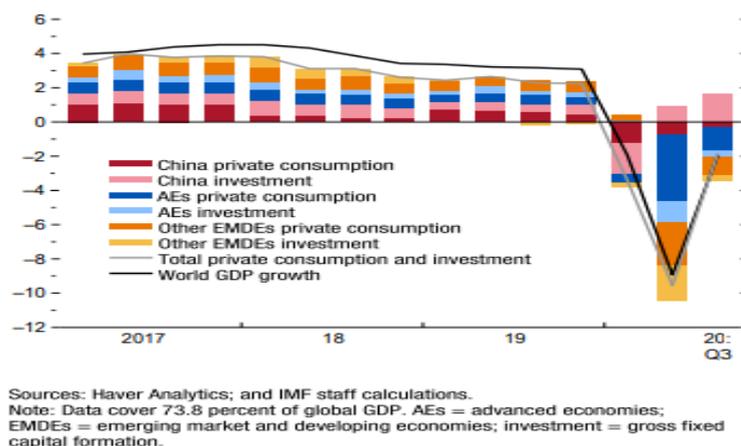


Figura 1.3 Contributi alla crescita del world GDP. Il grafico mostra il contributo in termini percentuali di investimenti e consumo alla crescita del PIL mondiale da parte di advanced economies (AEs), emerging and developing economies (EMDEs) e della Cina. Fonte: IMF, World Economic Outlook.

I settori più influenzati dalla crisi (G30, 2020) sono riportati in Fig.1.6: è possibile notare come in generale, anche se con impatto più o meno forte a seconda del Paese, questi sono: airlines, travel and leisure and energy.

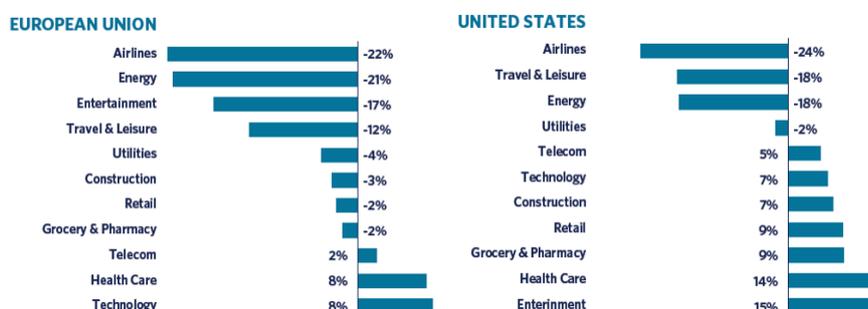


Figura 1.4 Variazione % di Fatturato per settori giugno 2019 - giugno 2020; fonte: G30, Reviving and Restructuring the Corporate Sector Post-Covid

La Fig.1.7 mostra il calo di prenotazioni alberghiere nel 2020 rispetto al 2019:

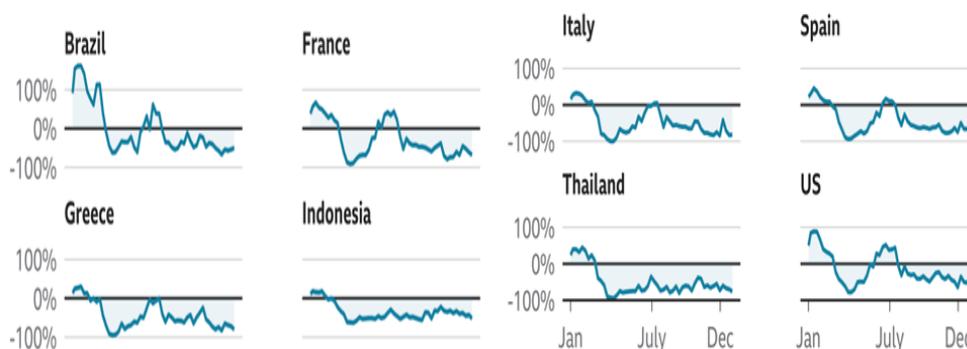


Figura 1.5 Variazione percentuale del numero di prenotazioni. La figura mostra l’impatto specifico della crisi pandemica sul settore alberghiero; fonte: Indeed.com Gen. 2021

Impatto sui mercati finanziari

I mercati finanziari (Fig.1.8) hanno subito un significativo incremento della volatilità e pesantissime perdite all’inizio della pandemia per poi recuperare in maniera eterogenea, soprattutto a partire dalle prime notizie della disponibilità dei vaccini. Dal grafico si evince chiaramente come tra tutti, il mercato azionario cinese abbia mostrato maggiore resilienza. Ad oggi, se gli indici Nikkei, Shanghai e Dow Jones sono in ripresa, il FTSE 100 ed il FTSE MIB presentano ancora un andamento negativo.

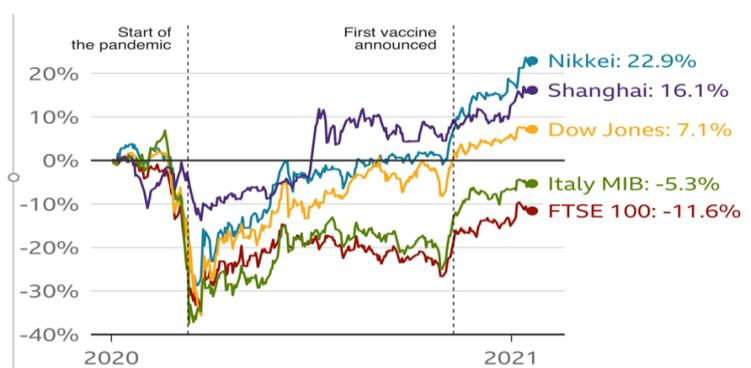
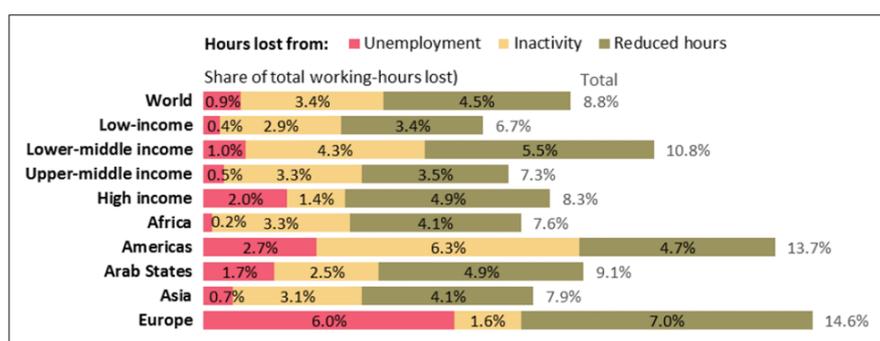


Figura 1.6 Impatto del covid sui mercati azionari. Andamento dei principali mercati azionari dall’inizio della pandemia all’annuncio dei vaccini; fonte: Bloomberg Gen. 2021

Impatto sul lavoro

La International Labor Organization (2021) stima che il 93% della forza lavoro globale ha subito restrizioni e che nel 2020 (Fig.1.9) si sia perso l'8.8% di ore rispetto all' anno precedente (di cui il 4,5% attribuibile a riduzioni di orario) equivalenti alla perdita di 255 milioni di posti di lavoro.



Source: ILO Monitor: COVID-19 and the World of Work, International Labor Organization, 2021

Figura 1.7 Ore di lavoro perse. La figura mostra la percentuale di working hours perse a causa di variazioni dovute a disoccupazione, inattività e riduzione delle ore di lavoro, distinguendo per area geografica e per gruppo di reddito. Fonte: ILO

Queste perturbazioni potrebbero avere effetti di lunga durata, parte dei tagli di personale potrebbero divenire permanenti. La diffusione del telelavoro potrebbe ridurre la domanda di trasporti pubblici, ristoranti e negozi al dettaglio; l'incremento del commercio online aumentare i posti di lavoro a basso salario nei centri logistici ma ridurre i posti di lavoro nei negozi e quelli legati ai viaggi/turismo. Per quanto riguarda l'impatto sul commercio, la World Trade Organization (2020) a ottobre 2020 ha stimato riguardo ai volumi del commercio globale una diminuzione del 9,2% nel 2020 e una ripresa nel 2021 del 7,2% (Fig.1.10).

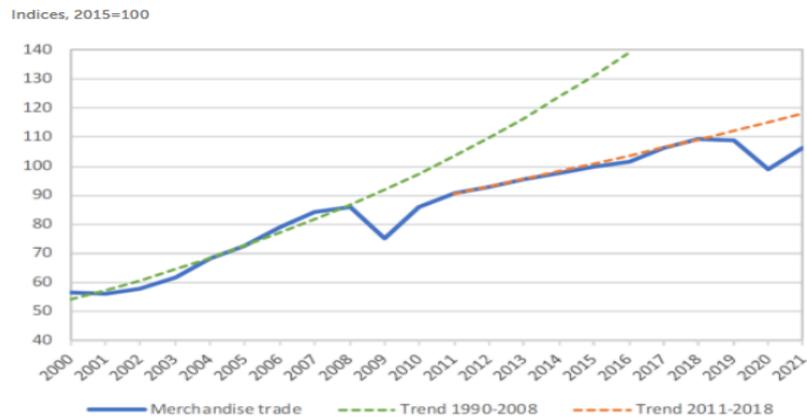


Figura 1.8 Volume del commercio mondiale 2000-2020; La figura mostra l'andamento del commercio mondiale evidenziando i trend pre e post crisi finanziaria del 2008-2009; fonte: WTO

1.2 IMPATTO SPECIFICO NELL'AREA EURO

L'andamento storico del PIL nell'area Euro (ECB Statistical Data Warehouse) è riportato in Fig.1.11 dove è evidente il crollo registrato nel 2020.

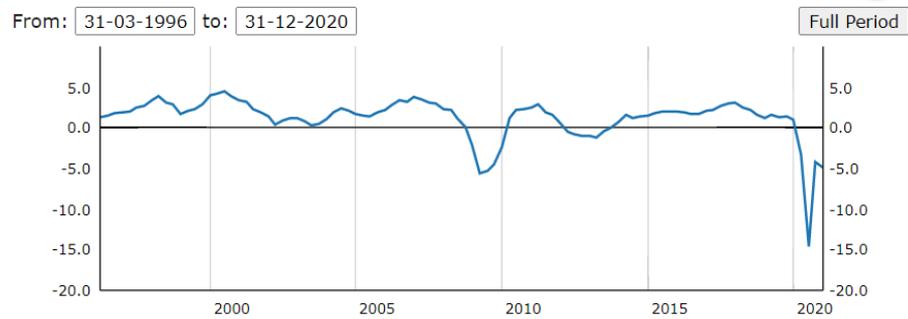


Figura 1.11 Variazione % PIL nominale 1996–2020 calcolata considerando l'area euro(EA19).
Fonte: ECB Statistical Data Warehouse

I dati percentuali sulla disoccupazione sono in Fig.1.12:



Figura 1.12 Variazione % del tasso di disoccupazione 1999–2020 nell’area Euro (EA19).
Fonte: ECB Statistical Data Warehouse

L’indebitamento dell’area Euro (percentuale rispetto al PIL) è salito di circa 13 punti (Fig.1.13):

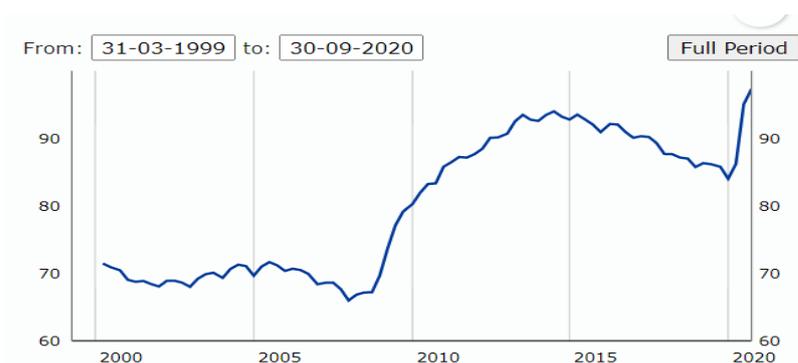


Figura 1.13 Indebitamento area Euro (in % del Pil) 2000-2020 (EA19). Fonte: ECB Statistical Data Warehouse

Alla fine del terzo trimestre del 2020, il rapporto debito pubblico/PIL nell'area dell'euro è salito al 97,3%. I rapporti più elevati tra debito pubblico e PIL allo stesso periodo sono stati registrati in Grecia (199,9%), Italia (154,2%), Portogallo (130,8%), Cipro (119,5%), Francia (116,5%), Spagna (114,1%) e Belgio (113,2%).

Le misure protettive contro la pandemia quali distanziamento sociale, sospensione temporanea delle attività, etc... (Lagarde, 2020; Lane, 2020; ECB Bulletin, 2021) hanno provocato una recessione molto inusuale che ha colpito principalmente il settore dei servizi, generalmente meno sensibile al ciclo economico durante fasi di recessione rispetto al settore manifatturiero (Fig.1.14 e Fig.1.15).

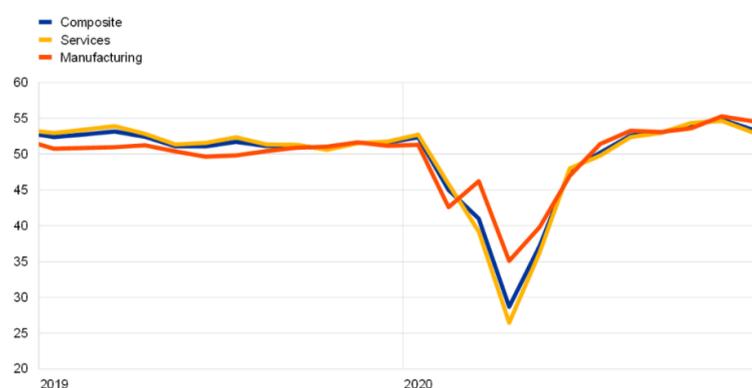


Figura 1.14 Global Purchasing Managers' Index (esclusa Area Euro). Il grafico mostra l'andamento di tre indici: services PMI, manufacturing PMI e composite PMI (indicatore dello stato di salute del settore manifatturiero e dei servizi). Un valore superiore a 50 indica un'espansione del settore/i, un valore inferiore a 50 indica una contrazione.

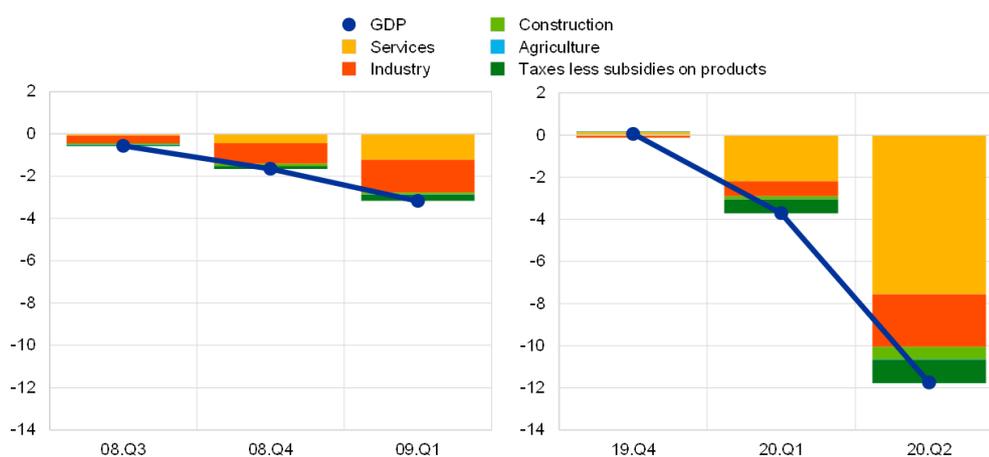


Figura 1.15 Area Euro - Variazione % del PIL. La figura mostra a destra la variazione del Pil tra fine 2019-inizio 2020, a sinistra la variazione verificatasi con la crisi finanziaria del 2008-2009

Ciò impatta sensibilmente la velocità di recupero, poiché la ripresa da una recessione attivata dal settore dei servizi è di solito più lenta di una dipendente dal settore dei beni durevoli. Quando un consumatore decide di non acquistare un'auto nel mezzo di una recessione, semplicemente rinvia tale spesa; la domanda è procrastinata. Quando un consumatore deve rinunciare a una cena fuori casa o a un viaggio, difficilmente farà due cene fuori o due viaggi in futuro; la domanda è persa. Inoltre, il settore dei servizi è labour-intensive e a causa della sensibilità alle restrizioni adottate dai governi nei vari paesi UE, si è verificato uno shock dell'offerta e della domanda con conseguente perdita di molti posti di lavoro. Christine Lagarde, Presidente della ECB, nel discorso tenuto l'11 novembre (2020) in occasione dell'ECB Forum on Central Banking evidenzia come nella prima metà dell'anno la forza lavoro si è contratta di quasi il 7% per le persone con competenze basse mentre è diminuita del 5,4% per quelle con competenze medie ed è aumentata del 3,3% per quelle con competenze elevate (in parte ciò riflette la maggiore possibilità di usufruire del telelavoro). Il doppio della perdita in posti di lavoro di basso livello rispetto ai 6 mesi dopo la crisi innescata dalla chiusura di Lehman Brothers. Inevitabile l'impatto negativo sui consumi. Nonostante le importanti misure di sostegno all'occupazione adottate a livello europeo per limitare gli effetti sul tasso di disoccupazione, secondo i dati Eurostat, giovani, donne, self-employed workers e low skilled workers sono tra i soggetti più colpiti nell'area euro. Questo evidenzia l'impatto non omogeneo che ha avuto la crisi per specifici

gruppi della popolazione e settori economici, si rischia quindi di avere una ripresa disomogenea che incrementerà la disuguaglianza nei prossimi anni.

CAPITOLO 2 – LE POLITICHE DI STIMOLO FISCALE NELL'AREA EURO

A partire dai primi casi isolati registratisi in Francia a fine gennaio 2020, la rapida diffusione del coronavirus in Europa ha reso necessario un intervento massiccio e coordinato, basato sui principi della coesione, flessibilità e solidarietà da parte dell'UE al fine di sostenere gli Stati membri nell'affrontare la crisi sanitaria ed economico sociale. A tal fine, le misure adottate dalla Commissione europea e dalla BCE hanno avuto carattere eccezionale e straordinario. Ad aprile 2020 l'UE ha annunciato le prime misure volte principalmente a riorientare i fondi di coesione per sostenere le PMI ed il sistema sanitario dei Paesi membri. In base ai dati raccolti dall' IMF Fiscal Affairs Department nell'IMF Fiscal Monitor (2020), database che raccoglie i principali interventi fiscali in risposta alla crisi pandemica, è possibile menzionare:

- istituzione della Coronavirus Response Investment Initiative (CRII) e CRII+ per sostenere gli investimenti rivolti a strutture ospedaliere, PMI, lavoratori e regioni stressate;
- estensione alla sanità pubblica del Fondo di solidarietà dell'UE;
- reindirizzo di 1 miliardo di euro al Fondo Europeo per gli Investimenti per incentivare le banche a fornire liquidità alle PMI;
- moratorie ai debitori colpiti dalla crisi;
- pacchetto di assistenza macro-finanziaria da tre miliardi di euro

La Commissione ha inoltre sospeso il patto di stabilità, attivando la clausola di salvaguardia generale del PSC e consentendo quindi agli stati disavanzi superiori al 3% del PIL. Successivamente, al fine di garantire un adeguato supporto alle imprese e ai lavoratori, ha annunciato un'interpretazione flessibile delle norme in materia di aiuti di Stato in riferimento all'applicazione dell'articolo 107, paragrafo 2, lettera b) del TFUE, che consente agli Stati membri di risarcire le imprese per i danni causati direttamente da calamità naturali o eventi eccezionali, come COVID-19. L'entità degli aiuti prestati, stato per stato, è illustrata (Van Hove, 2020) in Fig.2.1:

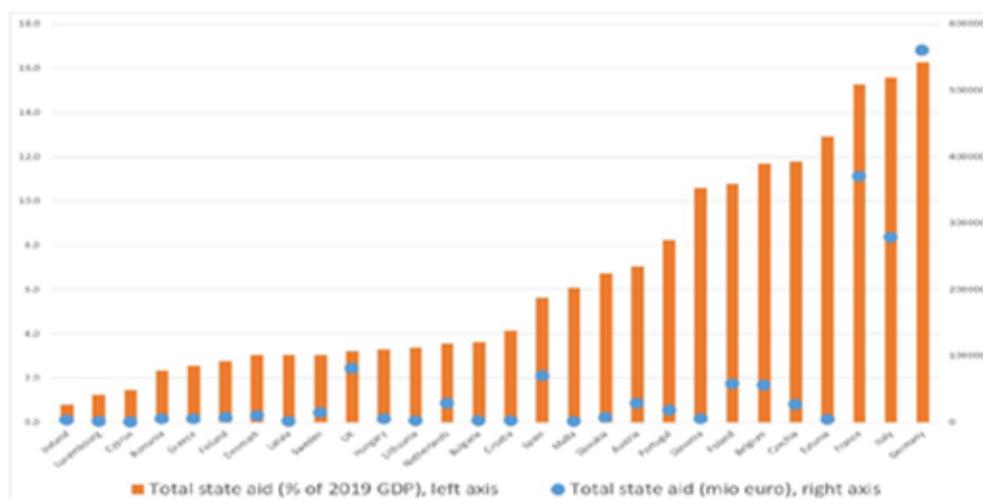


Figura 2.1 Aiuti statali. La figura mostra gli aiuti di stato erogati dagli Stati membri in termini assoluti (milioni di euro) e percentuali.

Globalmente, contrariamente a tutte le crisi precedenti, il numero di fallimenti è crollato (Fig.2.2)

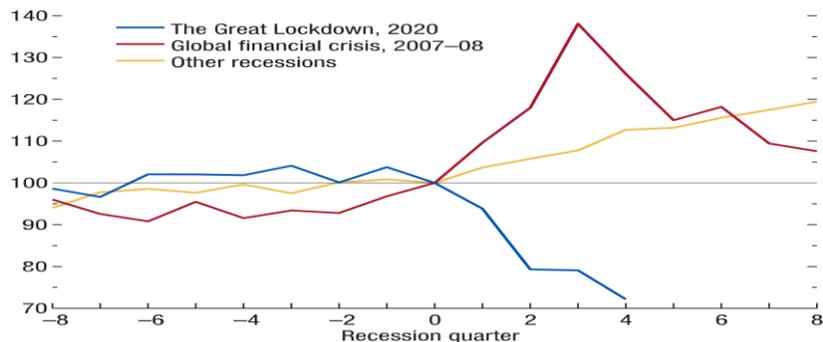


Figura 2.2 Indice dei fallimenti, ultimo trimestre prima della recessione=100. Great lockdown: il trimestre zero rappresenta il Q4 2019, GFC 2007-2008: il trimestre zero rappresenta il periodo in cui il Pil reale dei paesi considerati ha toccato il minimo, Other recessions: si prendono in considerazioni trimestri consecutivi di crescita negativa nei periodi 1990-2006 e 2009-2019. Fonte: World Outlook, IMF

L'enorme quantità di aiuti di Stato che è stata pompata nelle economie europee, da una parte è risultata necessaria per sostenere in particolar modo le piccole e medie imprese che hanno maggiori difficoltà nell'ottenere finanziamenti accedendo ai mercati di capitali rispetto alle imprese di grandi dimensioni, dall'altra ha comportato il rischio di creare imprese "zombie", dipendenti da sussidi pubblici, e mantenere in vita artificialmente imprese che presumibilmente andranno in fallimento una volta terminati i programmi di aiuto. La loro esistenza può risultare negativa in quanto, oltre a sottrarre manodopera che potrebbe essere impiegata in iniziative imprenditoriali più produttive, assorbono risorse che potrebbero essere rivolte ad investimenti migliori. A tal proposito il rapporto del G30 (2020) evidenzia come sia necessario in tempi di ripresa eliminare la concessione indiscriminata di sussidi alle imprese per concentrare e differenziare il supporto su quelle meritevoli.

In generale è possibile affermare che i Paesi dell'area euro hanno fatto ampio ricorso alla politica fiscale, inizialmente per contrastare l'impatto della crisi pandemica, sostenendo imprese e lavoratori tramite budgetary e liquidity measures (Fig. 2.3), successivamente prevedendo misure di recupero per il 2021 e gli anni successivi al fine di sostenere una ripresa a lungo termine.

Categories of fiscal instrument

	Liquidity measures	Budgetary measures
Expenditure side	Guarantees Loans	Short-time work schemes Support to firms Support to households Public investment
Revenue side	Tax deferrals Other tax measures	Indirect tax cuts Direct tax/social contribution cuts

Fig. 2.3 Categorie di strumenti fiscali. Fonte: ECB

Per quanto riguarda l'Italia, in risposta al primo lockdown nazionale sono state adottate misure volte a sostenere la liquidità delle imprese e a salvaguardare posti di lavoro tramite l'estensione generalizzata della Cassa Integrazione Guadagni (CIG-Covid) ed il blocco dei licenziamenti che, se da una parte è servito a sostenere il reddito dei lavoratori, dall'altra ha contribuito a scoraggiare le imprese ad effettuare nuove assunzioni. Il 17 marzo 2020 il governo adotta il primo pacchetto di emergenza "Cura Italia" da 25 miliardi di euro pari all'1,6% del PIL (Policy Tracker, 2020). Esso comprende:

- fondi per il sistema sanitario italiano e la protezione civile (3,2 miliardi);
- misure per salvaguardare i posti di lavoro e sostenere i redditi dei lavoratori licenziati e dei lavoratori autonomi (10,3 miliardi);

- misure a sostegno delle imprese (6,4 miliardi);
- misure a sostegno dell'offerta di credito (5,1 miliardi)

Il 6 aprile, il Decreto Liquidità fornisce garanzie statali fino a 400 miliardi di euro (25% del PIL). La dotazione di garanzia di questi decreti mira a sbloccare circa 750 miliardi di liquidità per imprese e famiglie (Fig.2.4).

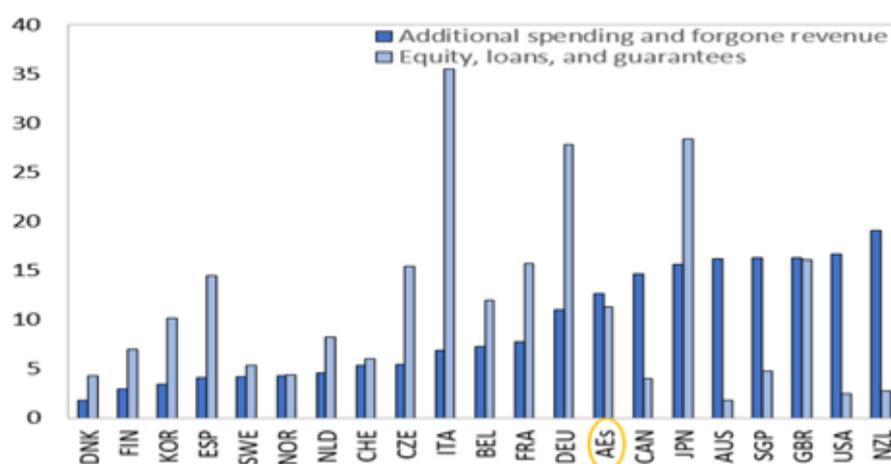


Figura 2.4 Spesa discrezionale in risposta alla crisi da Covid-19 espressa in % del PIL. Fonte: IMF

Viene successivamente adottato un ulteriore pacchetto di misure fiscali con il Decreto Rilancio da 55 miliardi di euro (3,5% del PIL) al fine di sostenere ulteriormente famiglie, lavoratori ed imprese in difficoltà. Ad inizio agosto, si ha un terzo pacchetto di misure e a fine ottobre, il Decreto Ristori (0,3% del PIL) prevede sovvenzioni a 460 mila PMI e ai lavoratori autonomi, ulteriore sostegno al reddito delle famiglie ed esenzioni dai contributi sociali per le imprese colpite. A fine 2020, i regimi di sostegno alla liquidità esistenti (ossia la garanzia sui prestiti e le moratorie) sono stati prorogati a giugno 2021 così come blocco dei licenziamenti e la Cassa integrazione guadagni. Infine, a

marzo 2021 viene approvato il “Decreto “Sostegni” con una dotazione di 32 miliardi di euro e con interventi in 5 ambiti principali: sostegno alle imprese e agli operatori del terzo settore, lavoro e contrasto alla povertà, salute e sicurezza, sostegno agli enti territoriali.

Considerando un quadro più ampio, Romer (2021) analizza l’ampiezza della risposta fiscale in 30 paesi membri dell’OECD, (Fig.2.5); essa risulta essere mediamente da tre a quattro volte maggiore rispetto a quella adottata in seguito alla crisi finanziaria del 2008. Anche la dipendenza dal debito sovrano pregresso sembra essere debole, perché tra gli Stati che hanno speso di più alcuni sono molto indebitati (US) e altri meno (Nuova Zelanda) e in modo simile tra gli stati che hanno speso meno alcuni sono molto indebitati (Italia) e altri poco (Corea).

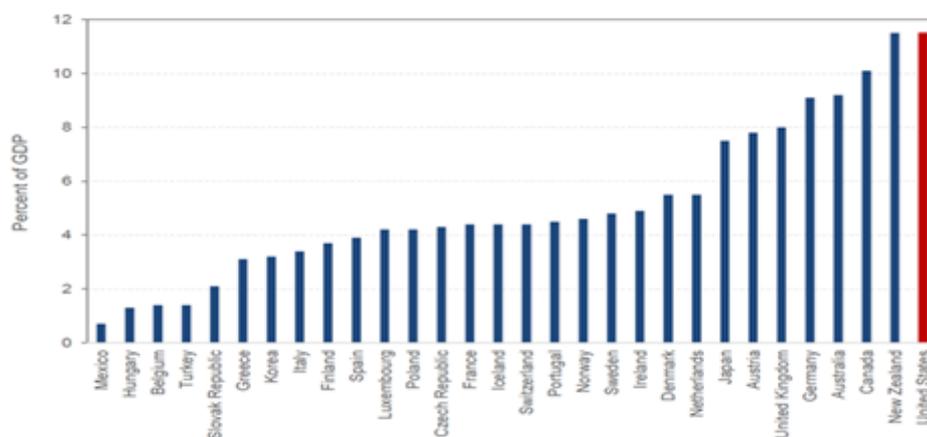


Fig. 2.5 Pacchetti fiscali dei Paesi OECD espressi in percentuale del Pil.

Lo studio entra anche nel merito dell’efficacia delle politiche fiscali adottate in US, notando che in una pandemia è più importante aiutare chi è direttamente colpito piuttosto che stimolare la domanda aggregata. Quindi vengono ritenute

appropriate e idonee le misure di assicurazione contro la disoccupazione, gli aiuti ai governi locali con minore accesso al credito e le spese per la sanità, a differenza di pagamenti effettuati una tantum ed assegnati senza effettivamente distinguere le categorie più colpite da quelle che non lo sono affatto. A tal proposito il PPP, Paycheck Protection Program (aiuti a imprese perché non licenzino i lavoratori) viene criticato anche per il costo eccessivo (stimato nell'ordine dei 300 000\$ per posto di lavoro).

2.1 AZIONI MONETARIE DI CONTRASTO DA PARTE DELLA BCE

Gli strumenti convenzionali di politica monetaria utilizzati dalle banche centrali consistono principalmente nella definizione di un target per il tasso a breve e in operazioni sulla liquidità, con l'obiettivo di conseguire il tasso di inflazione desiderato. La scelta del tasso di breve termine determina il tasso "risk free" e tramite il meccanismo di trasmissione della politica monetaria (Fig. 2.6) controlla il tasso di inflazione ed influenza indirettamente l'attività economica.

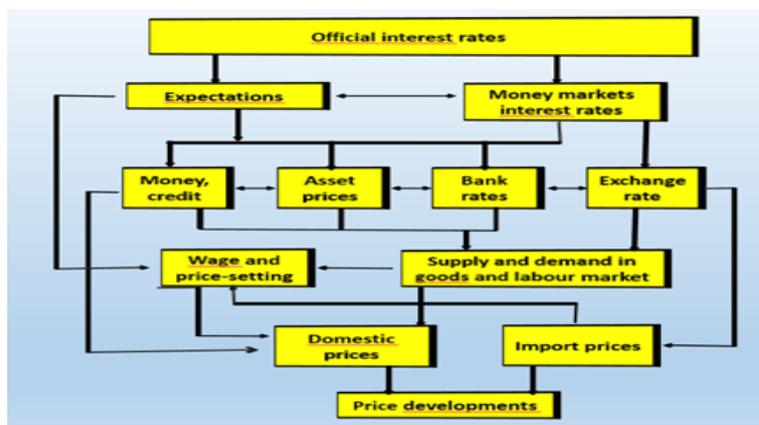


Figura 2.6 Transmission mechanism of monetary policy. La figura mostra come la politica monetaria influenza l'economia ed in particolare il livello dei prezzi. Fonte: ECB

Secondo quanto riportato nel TFUE, l'obiettivo principale della BCE è quello di garantire la stabilità dei prezzi; il Consiglio direttivo della BCE ha formulato come obiettivo per l'inflazione un valore inferiore ma vicino al 2% in un orizzonte temporale a medio termine. L'inflazione effettivamente realizzata e quella proiettata a fine 2019 e fine 2020 sono in Fig., 2.7:



Figura 2.7 Il grafico mostra le medie trimestrali delle variazioni percentuali dell'inflazione IAPC (Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo) su base annua. Fonte : ECB

Tuttavia, nell'ultimo decennio i tassi di inflazione sono andati declinando. Passando dal 2.3% medio annuo nel periodo 1999-2008, si è poi registrata per la prima volta dall'adozione dell'euro, un'inflazione negativa nell'estate del 2009, fino ad arrivare all'1.3% dal 2008-2019. Tra le cause strutturali è possibile considerare la globalizzazione, che stimola la concorrenza e spinge verso il basso i prezzi, la digitalizzazione che ha creato maggiore trasparenza nel mercato e fattori demografici che hanno creato maggiore propensione al risparmio e reso più debole la domanda. Tuttavia, la de-globalizzazione indotta dalla pandemia e le politiche fiscali espansive adottate dagli Stati potrebbero contrastare questa tendenza.

Normalmente, la politica monetaria espansiva stimola la domanda in quanto, da una parte le imprese sono spinte a prendere a prestito denaro per effettuare investimenti, dall'altra le famiglie anticipano il reddito futuro per consumare di più nel presente. Tuttavia, quando i tassi di interesse sono già bassi e la domanda privata è limitata, la trasmissione della politica monetaria risulta molto meno efficace (nel caso estremo si parla di trappola della liquidità). Ciò è intensificato nel caso di livelli di incertezza (Benigno et al., 2020a) molto elevati (Fig.2.8) per cui le imprese sono indotte a posticipare gli investimenti e le famiglie ad aumentare il risparmio precauzionale.

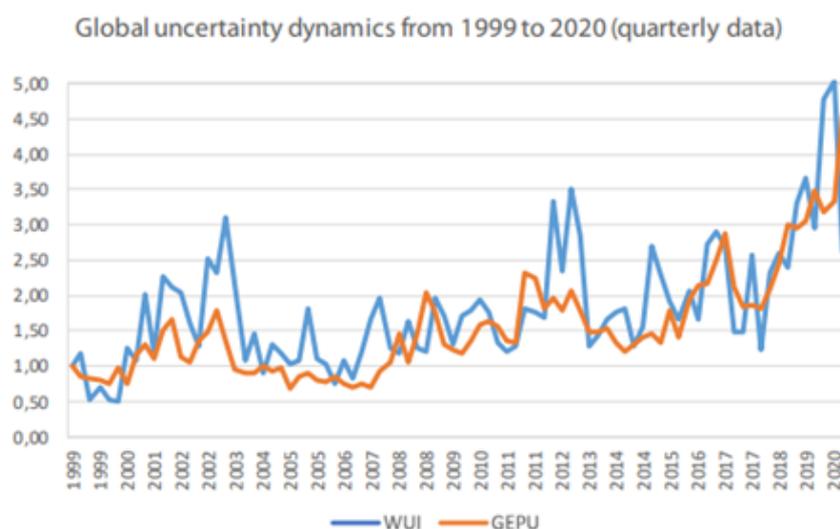


Figura 2.8 Indici di incertezza considerati: il Global Economic Policy Uncertainty index (GEPU) e il World Uncertainty Index (WUI). La figura evidenzia l'andamento dell'incertezza nel corso degli anni ed in corrispondenza dei principali shock economici e sociali, come la caduta delle torri gemelle nel 2001 o l'invasione dell'Iraq da parte degli USA nel 2003.

Già la crisi finanziaria del 2007-2009 ed il vincolo di trovarsi vicino allo “zero lower bound” (ZLB) (limite per cui il tasso d'interesse nominale non può scendere sotto lo zero) hanno messo in discussione l'efficacia delle politiche

monetarie espansive convenzionali (Benigno et al., 2020b). Ciò che si può fare in tali condizioni con strumenti non convenzionali è espandere la dimensione dello stato patrimoniale, cambiarne la composizione, e agire sulle aspettative per i tassi a medio e lungo termine (Bini Smaghi, 2009). La banca centrale procede quindi con l’acquisto per la maggior parte di titoli di stato dalle banche commerciali (Quantitative Easing), di conseguenza il prezzo sale ed i loro rendimenti scendono e parallelamente i rendimenti dei titoli obbligazionari privati in generale; contando sul fatto che le banche usino la liquidità ottenuta per espandere il credito al settore privato. Tuttavia, se queste ultime tengono tutta la liquidità sotto forma di riserve presso la banca centrale, la liquidità rimane nel settore finanziario e non si riversa come dovrebbe sulle imprese. Per scoraggiare questo comportamento la banca centrale può agire sul tasso dei depositi, fino a renderlo negativo (Fig.2.9) (Schnabel, 2020):

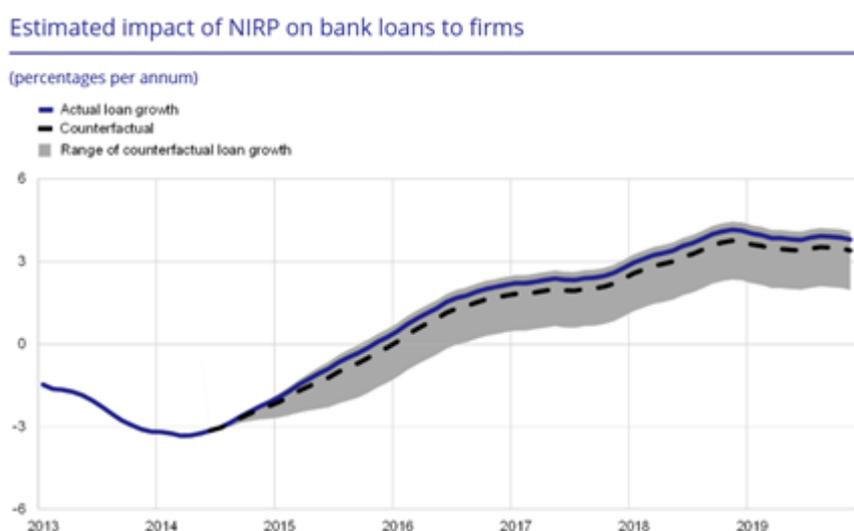


Figura 2.9 Impatto della “Negative Interest Rate Policy” sui prestiti alle imprese. La figura mostra l’aumento effettivo dei prestiti verificatosi nel corso degli anni, evidenziando quello che sarebbe stato l’andamento medio ed il relativo range di variazione (area grigia) qualora non fosse stata adottata la NIRP (linea nera).

In America la Federal Reserve ha raggiunto lo ZLB pochi mesi dopo il fallimento della Lehman, ma, anche con tassi di interesse prossimi allo zero, non si è avviata la ripresa. Nel corso del 2009 la FED ha quindi avviato una serie di misure non convenzionali. In Europa invece nonostante la crisi del debito sovrano, l'elevato rischio di insolvenza del settore bancario e la recessione (2011-2013), la BCE ha atteso fino all'autunno del 2014 quando Mario Draghi ha attivato i programmi PSPP (Asset-Backed Securities Purchase Programme) e CBPP3 (Third Covered Bond Purchase Programme). Nel gennaio 2015, la BCE ha annunciato un'espansione dei piani di acquisto con l'APP (Asset Purchase Program), iniziato a marzo 2015 e conclusosi a dicembre 2018. Successivamente la BCE ha deciso di riavviare il QE da novembre 2019 con un acquisto mensile di 20 miliardi di euro. Quindi, quando lo shock pandemico ha colpito l'area euro, il QE era attivo. Dopo la crisi da COVID-19, il programma è stato rilanciato, prima con i primi annunci di acquisti e, poi, con l'annuncio del PEPP (Fig.2.10).



Figura 2.10. Programma di acquisto di titoli da parte della BCE (miliardi di €). Fonte: BCE

La BCE ha risposto alla crisi con una serie di strumenti non convenzionali addizionali come TLTRO (operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine) ed espansione del programma di acquisto di emergenza pandemica (PEPP). I TLTRO sostengono l'erogazione del credito bancario all'economia reale facilitando il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. A marzo 2020 sono state introdotte aste aggiuntive temporanee a condizioni più favorevoli sulle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO III, giugno 2020/giugno 2021), con tassi di interesse fino a 25 punti base al di sotto del tasso medio, al fine di garantire condizioni creditizie favorevoli per l'economia reale, in particolar modo a favore dei soggetti più colpiti dalla crisi pandemica. A fine aprile 2020 il Consiglio Direttivo della BCE ha introdotto un nuovo piano di finanziamenti (PELTRO), operazioni di rifinanziamento a lungo termine di emergenza pandemica (non targeted) effettuate con un tasso di interesse di 25 punti base inferiore al tasso medio MRO prevalente. La BCE ha inoltre lanciato un ulteriore programma di acquisto titoli del settore pubblico e privato da 750 miliardi di euro denominato PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program). Si tratta di un programma temporaneo, il cui termine verrà decretato dal Consiglio Europeo una volta valutata la fine della fase critica della crisi pandemica, caratterizzato da una gamma ampliata di asset eleggibili rispetto all'APP. Il 10 dicembre la BCE ha esteso la durata e la portata di diversi strumenti di politica monetaria, riflettendo una prospettiva di inflazione più debole, tra i quali:

- aumento del PEPP da 500 a 1.850 miliardi di euro ed estensione fino alla fine di marzo 2022;
- modifica dei termini delle operazioni TLTRO-III fino a giugno 2022;
- proroga dell'allentamento delle garanzie fino a giugno 2022;
- quattro ulteriori operazioni di rifinanziamento a più lungo termine di emergenza pandemica (PELTRO) nel 2021.

Quanto all'efficacia, ad esempio del PEPP (Lagarde, 2021), la Fig.2.11 mostra l'impatto sui rendimenti dei titoli di stato:

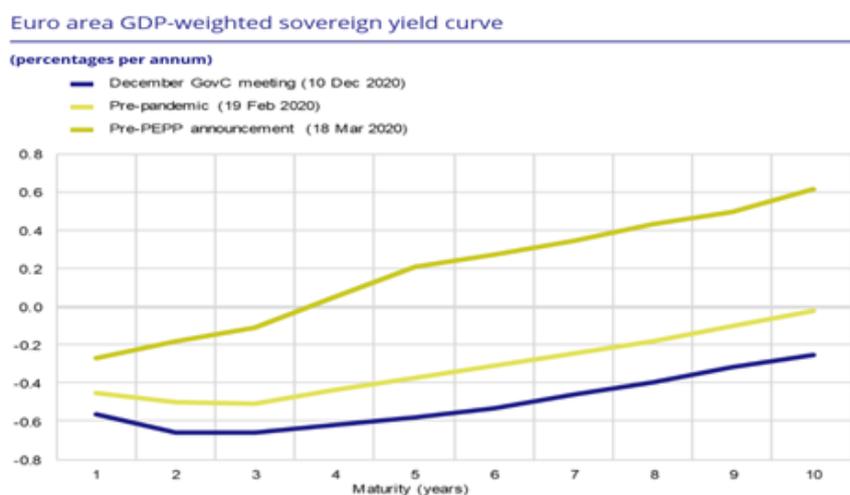


Figura 2.11 Effetto del PEP sui rendimenti dei titoli di Stato. Fonte : ECB calculations

Un cronogramma delle misure è riportato in Fig.2.12:

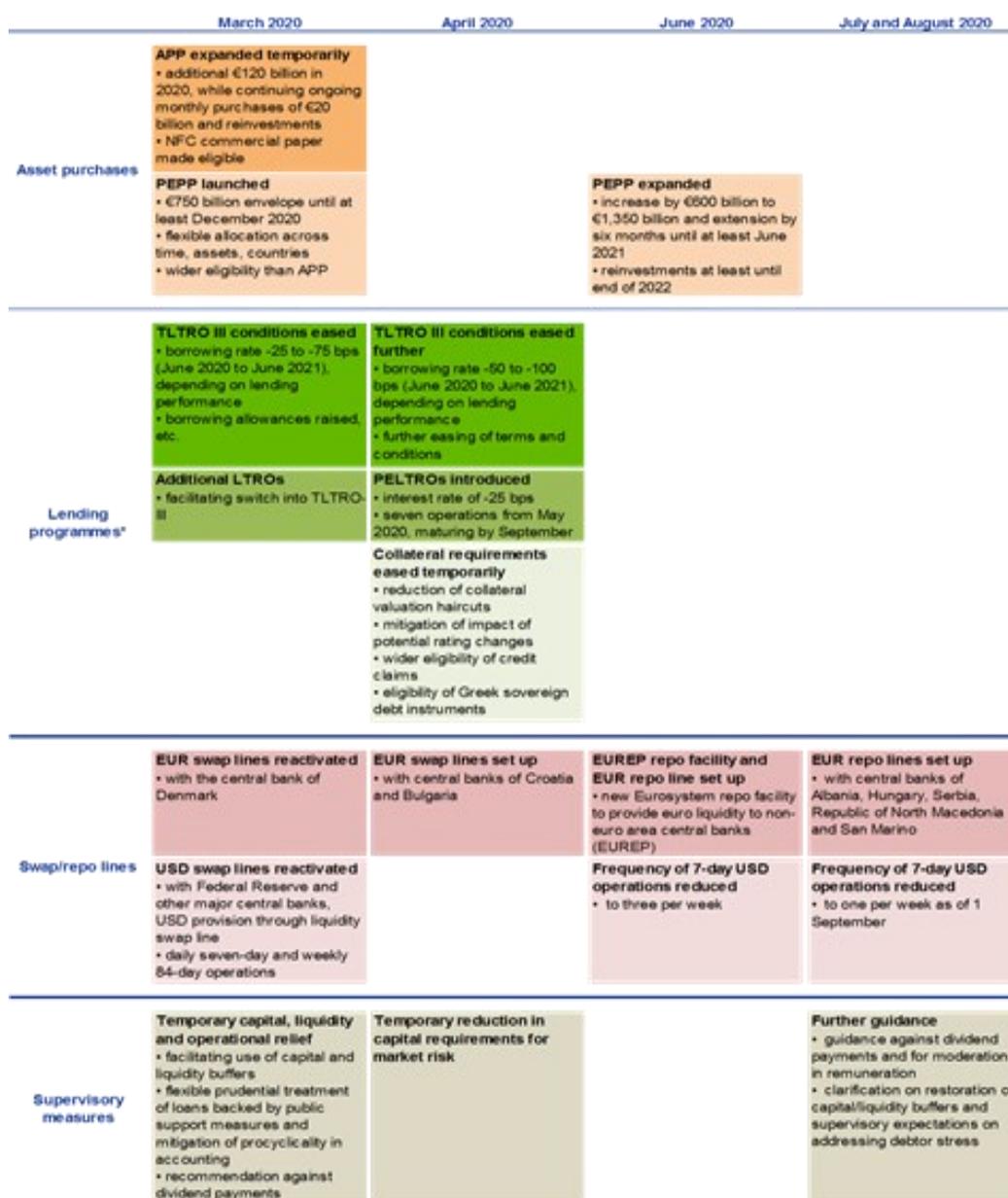


Figura 2.12 Cronogramma. Fonte: ECB

Le misure espansive adottate hanno determinato una significativa espansione della base monetaria nell'area euro (Baglioni, 2021). Considerando il bilancio della Banca Centrale, dal lato dell'attivo si è prodotto un incremento dei titoli detenuti e dei prestiti a lungo termine al sistema bancario (Fig.2.13).

Dal lato del passivo, si è prodotto un aumento delle riserve per circa 1000 miliardi (Fig.2.14).

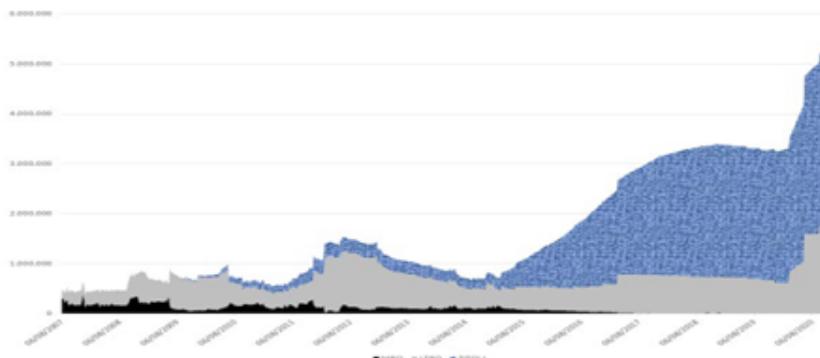


Figura 2.13 Misure di espansione monetaria (milioni di euro, consistenze - dati settimanali 6/8/2007 – 30/11/2020). MRO: Base monetaria immessa tramite Main refinancing operations
 LTRO: Base monetaria immessa tramite Longer-term refinancing operations (incluse T-LTRO)
 TITOLI: Acquisti cumulati di obbligazioni (Securities held for monetary policy purposes)
 Fonte: Bce (Statistical Data Warehouse).

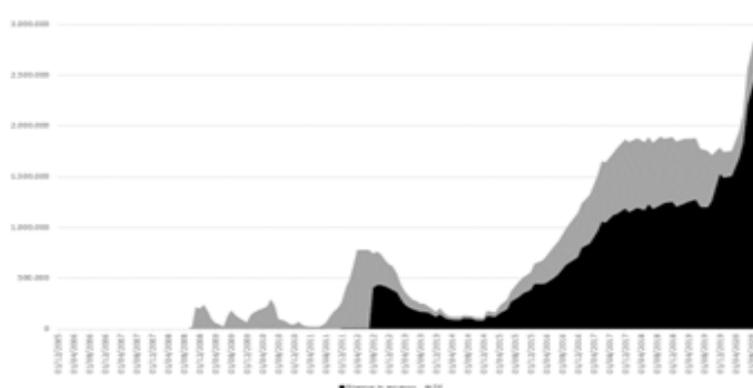


Figura 2.14 Liquidità in eccesso della zona Euro. Riserve in eccesso: saldi detenuti dal sistema bancario dell’area euro sui conti correnti presso l’Eurosistema, in eccesso rispetto all’obbligo di riserva .Fonte dei dati: Bce (Statistical Data Warehouse).

Complessivamente, la BCE stima che le misure adottate aumenteranno l’inflazione di circa 0,8 punti percentuali cumulativamente tra il 2020 e il 2022 e la crescita del PIL di circa 1,3 punti percentuali.

Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE hanno rafforzato le misure di politica fiscale adottate dai singoli Stati: politica fiscale e politica monetaria si rafforzano reciprocamente e devono rimanere espansive per tutto il tempo necessario al conseguimento degli obiettivi. La politica fiscale infatti stimola la domanda, da una parte agendo sul consumo, dall'altra incoraggiando le imprese a contrarre prestiti e consentendo loro di beneficiare maggiormente degli stimoli della politica monetaria.

2.2 IL SETTORE BANCARIO IN ITALIA E IN EUROPA

Dopo il fallimento della Lehman Brothers, causato da un settore finanziario USA che sotto l'amministrazione Bush era diventato fortemente sotto-regolamentato e sovradimensionato, il settore bancario americano, al contrario di quello europeo è cresciuto (Bini Smaghi, 2018) (Fig.2.15):



Figura 2.15 Assets e capitalizzazione delle banche. Fonte: Bloomberg

Nell'ultimo periodo il credito al settore privato è cresciuto rispettivamente del 40% in Usa e solo del 10% nell'area Euro, questo si ritiene dovuto alle fragilità del sistema bancario europeo. In termini di capitalizzazione i due sistemi sono pressoché allineati, questo perché la crisi finanziaria ha messo in

luce la debolezza del sistema bancario e spinto a una più stringente regolamentazione ed un maggiore accantonamento di capitale al fine di ammortizzare i rischi di gestione o gli shock finanziari. La distanza in termini di performance è legata al più alto costo del capitale e alla minore profittabilità delle banche Europee (Fig.2.16):

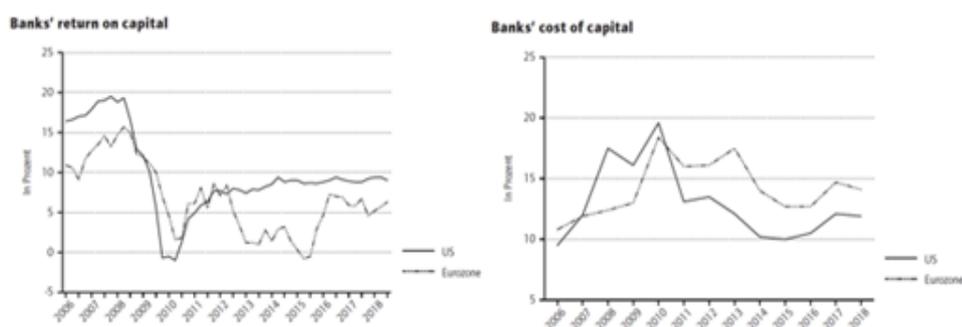


Figura 2.16 Banche: redditività e costo del capitale. La figura mostra le differenze presenti tra USA ed Eurozona. Fonte: Bloomberg, Société Générale

Ciò è dovuto a molteplici fattori, tra cui ad esempio la riduzione dei tassi, gli effetti del QE effettuato dalla BCE, gli elevati oneri fiscali, gli effetti della regolamentazione più rigida in Europa. La crisi ha accentuato i problemi di profittabilità e in prospettiva potrebbe intensificarsi il problema dei crediti non esigibili. Sul fronte dell'attività verso la clientela, i criteri di erogazione dei prestiti alle imprese e alle famiglie si sono irrigiditi a causa delle preoccupazioni sul rischio di credito derivante dalla crisi. La domanda di prestiti delle imprese è diminuita dopo un forte aumento nella prima metà del 2020, nonostante le garanzie governative legate al coronavirus.

In Italia nel periodo 95-2010 si è assistito a una crescita dei prestiti delle banche rispetto al PIL (Benigno et al., 2020c) spesso a tassi bassi, nel mercato retail e in segmenti di mercato illiquidi, coperti da emissioni di bond bancari. Il risultato dell'eccesso di credito è stato che, a partire dalla crisi del 2008-'09 fino al 2011-'13, i tassi di insolvenza delle imprese non finanziarie italiane hanno fatto registrare un incremento non riconducibile soltanto alla recessione economica. Da qui una analogica impennata delle sofferenze (Banca d'Italia, 2021) (Fig.2.17) con impatto sia sull' indice di rischiosità, sia sui profitti delle banche e quindi sulla loro valutazione di borsa.

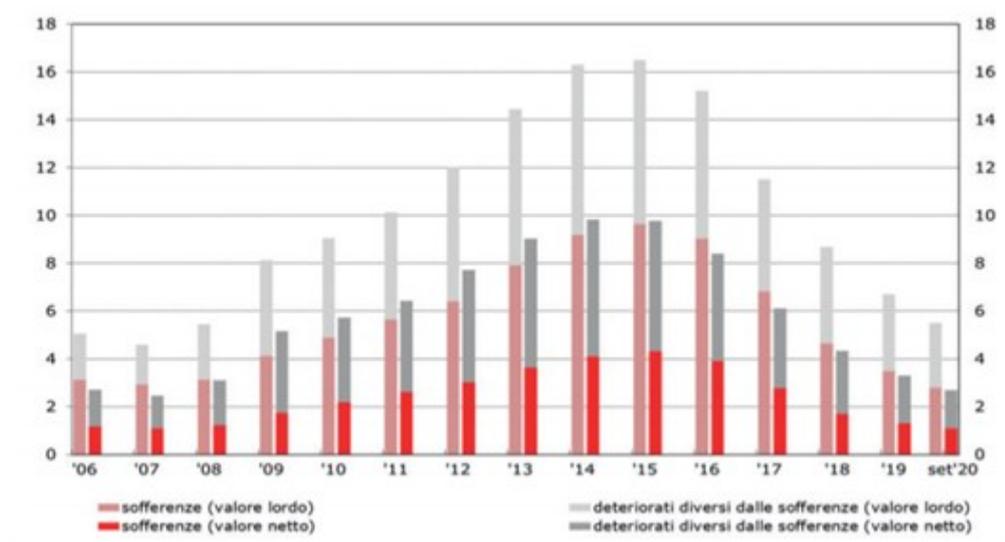


Figura 2.17 Crediti deteriorati (% rispetto al totale dei prestiti)

Negli anni successivi la situazione è migliorata, ma con fragilità residue dovute alla frammentazione del mercato bancario, all'obsolescenza del business model e alla rischiosità connessa alla cospicua quantità di titoli italiani detenuti (Fig.2.18):



Figura 2.18 Assets delle banche in Italia: Prestiti e titoli di Stato detenuti. Fonte: Banca d'Italia.

Le già presenti fragilità del settore bancario italiano sono state poi acuitizzate dalla crisi pandemica. L'incremento della rischiosità media delle imprese e delle famiglie mutuatrici portano infatti ad aumenti nell'ammontare atteso dei NPL (Non Performing Loans) ossia dei crediti deteriorati la cui riscossione è considerata a rischio. Data la bassa redditività, a un aumento del rischio le banche potrebbero reagire con un credit crunch. Con la caduta nelle quotazioni di mercato delle azioni finanziarie esiste il rischio che il settore bancario italiano potrebbe essere parte della nuova crisi anziché parte della sua soluzione. Ciò avrebbe implicazioni gravi data le imprese italiane si finanziano prevalentemente tramite il settore bancario a differenza di quanto avviene nei Paesi anglosassoni, dove viene privilegiato lo scambio diretto, grazie alla maggiore efficienza e trasparenza dei mercati.

CAPITOLO 3 - LA RISPOSTA EUROPEA: FONDI STRUTTURALI, NEXT GENERATION EU, RECOVERY AND RESILIENCE FACILITY

Il 17 dicembre 2020 il Consiglio, dopo il voto favorevole del Parlamento, adotta definitivamente il regolamento 2020/2093 che delinea il quadro finanziario pluriennale (QFP) ossia il bilancio a lungo termine dell'UE per il periodo 2021-2027. L'ammontare di risorse da investire è di 1074,3 miliardi di euro, considerando poi i 750 miliardi di euro previsti per lo strumento finanziario denominato Next Generation EU si arriva a 1824,3 miliardi di risorse (a prezzi 2018) del bilancio totale da destinare alla ripresa e allo sviluppo dell'Unione a seguito della crisi pandemica da Covid-19 (Fig. 3.1).

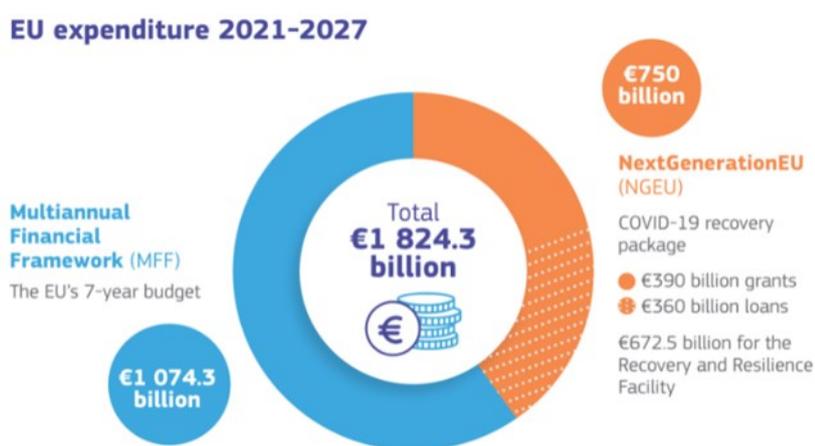


Fig.3.1 Spesa dell'UE nel periodo 2021-2027. Fonte: European Commission

Il bilancio UE a lungo termine si fonda sull'idea che per garantire lo sviluppo e la competitività a livello europeo servano investimenti in settori

chiave, effettuati tramite risorse condivise da parte degli Stati membri. La pianificazione a lungo termine (5/7 anni) stabilisce gli importi massimi annuali da dedicare alle varie categorie di spesa. Negli anni passati la maggior parte degli investimenti era destinata all'agricoltura ed alla coesione mentre il bilancio totale per il 2021-2027 prevede ingenti risorse a favore di ricerca e innovazione, transazione digitale ed ecologica e resilienza e ripresa. Nello specifico, il QFP si articola in sette categorie di spesa, alcune di esse ulteriormente integrate da risorse previste a titolo di NGEU (European Commission, 2021):

- | | |
|---|---|
| 1. Mercato unico, innovazione e digitale (132,8 miliardi con integrazione pari a 10,6 miliardi) | 4. Migrazione e gestione delle frontiere (22,7 miliardi totali) |
| 2. Coesione, resistenza e valori (377,8 miliardi con integrazione pari a 721,9 miliardi) | 5. Sicurezza e difesa (13,2 miliardi totali) |
| 3. Risorse naturali e ambiente (356,4 miliardi, con integrazione pari a 17,5 miliardi) | 6. Vicinato dell'UE e resto del mondo (98,4 miliardi totali) |
| | 7. Pubblica amministrazione europea (73,1 miliardi totali) |

Per quanto riguarda il “Next Generation EU”, il 10 febbraio 2021 viene adottato il regolamento UE/2021/241 che istituisce il “Dispositivo per la ripresa e la resilienza” (Recovery e resilience facility), suo elemento centrale. Prevede 672,5 miliardi di euro, di cui 360 miliardi destinati a prestiti e 312,5 miliardi destinati a sovvenzioni, per sostenere investimenti e riforme adottate dagli Stati membri al fine di attenuare l'impatto negativo della crisi. A questo si aggiungono ulteriori programmi (REACT-EU, 47,5 miliardi, Orizzonte Europa, 5 miliardi, Fondo InvestEU, 5,6 miliardi di euro, Sviluppo Rurale, 7,5 miliardi, Fondo per una transizione giusta (JTF), 10 miliardi, RescEU, 1,9

miliardi) che complessivamente vanno a costituire l’iniziativa “Next Generation EU” per un totale di 750 miliardi di euro (prezzi 2018); di cui 390 a fondo perduto. Il criterio di ripartizione dei fondi della Recovery Facility è illustrato in Fig.3.2:



Figura 3.2 Criteri di ripartizione dei fondi. Fonte: Consiglio dell’Unione Europea

Altri importanti strumenti previsti dall’UE ad aprile 2020 sono elencati in Fig.3.3 (Böhme and Lüer, 2020):



Figura 3.3 Strumenti di contrasto alla crisi pandemica.

Si tratta di tre “reti di sicurezza” approvate dal Consiglio europeo per fronteggiare l’impatto negativo prodotto dalla crisi pandemica. Lo Sure (Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency) è uno strumento di sostegno temporaneo che finanzia i programmi di lavoro a orario ridotto o misure simili, tramite prestiti concessi a condizioni agevolate, per un ammontare pari a 100 miliardi di euro. L’obiettivo è salvaguardare la capacità produttiva ed i posti di lavoro a fronte dell’emergenza, contenendo il tasso di disoccupazione. Il Fondo di Garanzia Paneuropeo (Pan-European Guarantee Fund) lanciato dalla Banca Europea per gli Investimenti prevede una dotazione di 200 miliardi di euro volta a sostenere finanziariamente le imprese europee che, pur mostrando buone prospettive nel lungo termine, si trovano in difficoltà a causa della crisi. Almeno il 65% dei finanziamenti è riservato alle PMI e fino al 7% dei finanziamenti può essere assegnato al sostegno delle PMI sotto forma di capitale di rischio. Infine, il Meccanismo Europeo di Stabilità (European Stability Mechanism): apre una linea di credito per i Paesi dell’Eurozona fino al 2% del PIL (fino a 240 miliardi di euro se aderissero tutti), condizionata al finanziamento dei costi diretti ed indiretti relativi alla gestione sanitaria della pandemia.

3.1 IL MES E LE POLEMICHE IN ITALIA

Il “Meccanismo Europeo di Stabilità” (MES) chiamato comunemente “Fondo Salva Stati”, non è in realtà un “meccanismo” ma un’organizzazione con sede a Lussemburgo, creata nel 2012 con l’obiettivo di concedere prestiti ai paesi

della zona euro in crisi, in cambio di austerità. Durante la crisi del debito sovrano europeo è intervenuto per il salvataggio della Grecia, concedendo assistenza finanziaria anche ad altri Paesi quali Portogallo, Spagna, Cipro e Irlanda. Nel 2019 si voleva riformarlo secondo tre linee (Cottarelli, 2019). La prima, rendere la ristrutturazione del debito presupposto per accedere al MES, allo scopo di evitare misure di austerità troppo forti senza compromettere le chances di restituzione dei prestiti; ciò non era gradito dall'Italia per timori di maggiore difficoltà a finanziarsi sui mercati. La seconda, rendere più snelle le procedure di voto nel caso di ristrutturazione del debito. La terza, estendere la possibilità di intervento del MES anche alle crisi bancarie. Nel dicembre 2020, il parlamento italiano acconsentì alla riforma. Il vantaggio del MES è che l'Italia otterrebbe in prestito 37 miliardi a tassi di interesse molto bassi (0,08%); a giugno 2020 il tasso di interesse netto sui BTP italiani a dieci anni era intorno all'1,6 per cento. Oggi con la discesa dei tassi di interesse questo vantaggio si è ridotto. Tra le obiezioni mosse al MES, la prima riguarda l'articolo 136 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, che al terzo comma, recita: “La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità”. Gli esperti legali del MES e della Commissione europea chiarirono però subito che nel caso del MES una condizionalità “stretta” non significava azioni di austerità macroeconomica. La seconda riguarda le procedure di controllo fissate dal Regolamento europeo 472 del 2013, che prevede una “sorveglianza rafforzata” e la possibilità di raccomandare “allo

Stato membro interessato di adottare misure correttive precauzionali o di predisporre un progetto di programma di aggiustamento macroeconomico” (articolo 3, comma 7). La Commissione europea, in una lettera di Gentiloni e Dombrovskis, (2020a) chiarì che non vedeva i presupposti per attivare (“there is no scope for a possible activation”) tale articolo 7. Successivamente la Commissione europea emanò un nuovo Regolamento, approvato anche dal parlamento europeo, che chiariva che l’oggetto dell’attività di sorveglianza rafforzata sarebbe comunque stato limitato all’uso delle risorse per sanità e affini e non avrebbe incluso gli andamenti macroeconomici. Altra obiezione: un paese che riceve un prestito dal MES deve avere un debito pubblico “sostenibile” sulla base del giudizio della Commissione europea. E se poi a posteriori fosse giudicato non sostenibile? A tal proposito la Commissione europea precisò ufficialmente che il debito italiano, come quello di tutti i paesi europei, restava sostenibile (European Commission, 2020a). Obiezioni relative alle conseguenze sui tassi. I prestiti MES sono “privilegiati”, in caso di default vanno rimborsati per primi. Questo scoraggerebbe chi compra titoli di stato con conseguente incremento dei tassi che potrebbe cancellare i risparmi del MES. L’ultima obiezione: nessuno degli altri paesi ha fatto ricorso al MES, mentre il SURE è stato ampiamente utilizzato. Ciò può essere spiegato sia dal fatto che molti paesi si finanziano già a tassi bassi o non hanno grosse quantità di titoli in scadenza, sia dalla riluttanza ad accettare controlli su investimenti politicamente delicati (ad esempio sanità). Il premier Draghi, interpellato sull’argomento a fine marzo 2021, ha detto che con i tassi

di interesse sui BTP al livello corrente il MES non è prioritario e va comunque subordinato all'approvazione di un Piano Nazionale per la Sanità, senza il quale si rischierebbe di “buttare via i soldi”.

3.2 PRINCIPI ISPIRATORI E ARTICOLAZIONE DELLA “RECOVERY AND RESILIENCE FACILITY”

Il dispositivo per la ripresa e la resilienza (Regolamento (UE) 2021/241, 2020) è la manifestazione dell'impegno assunto dall'UE nell'affrontare le sfide legate alla pandemia e nel creare i presupposti per un miglior futuro per le generazioni a venire. L'obiettivo principale è creare un'Europa più coesa, sostenibile e resiliente, leader nel processo di trasformazione verde e digitale e pronta ad affrontare le sfide presenti e future (Fig 3.4).



Fig 3.4 SDG Wedding cake model. La figura mostra gli obiettivi di sviluppo sostenibile, in linea con i quali l'Europa ha progettato la sua strategia di ripresa. Ambiente, società ed economia sono le tre dimensioni su cui si fonda lo sviluppo sostenibile. Fonte: Stockholm Resilience Centre, 2016

Tra i punti cardine (pilastri) della strategia di ripresa vi è la transizione verde incentrata sugli obiettivi previsti dal Green Deal: raggiungimento della neutralità climatica entro il 2050 e riduzione significativa delle emissioni di gas a effetto serra entro il 2030 (European Commission, 2020b). E' quindi previsto che gli Stati riservino almeno il 37% della spesa per investimenti e riforme alla transizione verde. Nello specifico i settori interessati sono energia, trasporti ed economia circolare. L'utilizzo diffuso dell'energia rinnovabile e dell'idrogeno, il sostegno alla domanda di veicoli a basse emissioni e gli investimenti in infrastrutture e trasporti più efficienti dal punto di vista energetico, saranno essenziali per migliorare la qualità della vita e sostenere la ripresa economica in modo sostenibile. Un altro pilastro della strategia di crescita sostenibile è quello della transazione digitale, a cui gli Stati membri devono riservare il 20% di spesa nella definizione dei rispettivi Recovery Plans. L'Europa punta a diventare un modello di riferimento mondiale per quanto riguarda l'economia digitale entro il 2030, il percorso che porterà quindi al raggiungimento di tale obiettivo si articola su quattro punti: business, infrastructures, government, skills. Si prevede anzitutto che i piani contengano misure rivolte alla trasformazione digitale delle imprese, tramite l'utilizzo di servizi di cloud computing, Big Data ed AI, e alla creazione di infrastrutture digitali sicure, promuovendo la connettività 5G e Gigabit nelle zone urbane e rurali, assicurando una copertura adeguata ed omogenea per ridurre il possibile divario digitale. Segue la digitalizzazione dei servizi pubblici, che riguarda la pubblica amministrazione, la sanità, l'istruzione e la ricerca ed infine, la

diffusione di competenze digitali per la fascia di età compresa tra i 16 ed i 74 anni. Lo sviluppo di tali competenze è infatti indispensabile non solo per garantire inclusività nella transazione a tutti i livelli sociali ma anche per assicurare la cibersicurezza, grazie alla maggiore consapevolezza dei cittadini europei in merito alla gestione dei dati online. Il terzo pilastro è quello della Resilienza, ossia la capacità di affrontare sfide e cambiamenti strutturali in modo sostenibile, trasformando minacce in potenziali opportunità di sviluppo e crescita. La Recovery and Resilience facility fornisce sostegno finanziario per supportare gli Stati in quegli investimenti e riforme che renderanno le economie europee meglio preparate per affrontare le sfide del futuro. Il quarto pilastro è l'Equità, la ripresa europea deve infatti essere il più possibile omogenea tra gli Stati membri per prevenire disuguaglianze e creare maggiore coesione sociale, economica e territoriale. Da una parte sarà necessario impiegare parte delle risorse per sostenere il mercato del lavoro, al fine di contenere la disoccupazione, e sostenere le categorie più colpite (giovani, donne, persone scarsamente qualificate, persone con disabilità), dall'altra adottare misure volte a garantire maggiore equità sociale. Infine, l'ultimo pilastro è dato dalla Stabilità macroeconomica ed è incentrato sulla necessità da parte degli Stati di adottare politiche di bilancio più prudenti quando se ne presentino le opportune condizioni. Inoltre, nonostante i Piani Nazionali per la Ripresa e la Resilienza (PNRR) presentati dai singoli stati siano il riflesso delle specifiche condizioni in cui si trovano i vari Paesi , la Commissione ha elencato sette “flagship areas” (Fig 3.5) verso cui gli Stati membri sono

"fortemente incoraggiati" a dirigere le risorse. Difatti, vi sono alcune sfide comuni che richiedono investimenti e riforme coordinati al fine di produrre benefici tangibili per l'economia e i cittadini di tutta l'UE (European Commission, 2021).



Fig 3.5. Flagship areas. Fonte: European Commission

Power up: stimolare lo sviluppo e la diffusione delle tecnologie pulite e l'uso delle energie rinnovabili e la loro integrazione tramite una maggiore interconnettività e la modernizzazione delle reti. **Renovate:** migliorare l'efficienza energetica degli edifici pubblici e privati. **Recharge and refuel:** stimolare lo sviluppo della mobilità sostenibile, promuovendo l'uso di sistemi di trasporto pubblici sostenibili, accessibili e intelligenti. **Connect:** garantire entro il 2025 la copertura 5G più ampia possibile territorialmente, a vantaggio sia dei cittadini che delle imprese in Europa. **Modernise:** modernizzare e digitalizzare i servizi pubblici, ad esempio sanità e giustizia, aumentandone l'efficacia e garantendo una facile accessibilità. Si prevede inoltre il rilascio

dell'identità digitale europea (e-ID) entro il 2025. **Scale-up**: sviluppare tecnologie e capacità industriali riguardo a servizi in cloud di dati e processori più potenti, avanzati ed efficienti sotto il profilo energetico. **Reskill and upskill**: investire nello sviluppo delle competenze digitali, in particolar modo tra i giovani studenti, per garantire un'occupazione di qualità e l'inclusione sociale.

Il Recovery Plan deve essere approvato a livello parlamentare da ciascuno Stato membro della UE; a fine marzo, 13 paesi su 27 lo hanno fatto. Il 27 marzo 2021 con un procedimento d'urgenza la Corte Costituzionale tedesca sospende il processo di ratifica in Germania in attesa di un suo pronunciamento; è pendente un ricorso contro quello che viene ritenuto un primo passo verso la unione fiscale europea, che sarebbe incostituzionale in Germania. A fine aprile il ricorso viene bocciato.

3.3 STRUTTURA DI UN RECOVERY PLAN NAZIONALE

Ogni piano nazionale (European Commission, 2020c) deve presentare come “executive summary” la sua posizione nei confronti dei sei pilastri definiti dall'Art 3 del Regolamento: Transizione verde, Trasformazione digitale, Crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, Coesione sociale e territoriale, Salute e resilienza, Politiche per le nuove generazioni. Il piano inoltre deve descrivere come ha tenuto conto delle raccomandazioni specifiche fornite dalla Commissione nel corso dell'ultimo semestre e come si posiziona rispetto ai “Fiori all'occhiello” e al tema della parità di genere e delle pari opportunità. I

piani di ripresa e resilienza devono essere composti da riforme e investimenti, raggruppati nei componenti previsti per ogni missione. Un componente è un elemento costitutivo del piano di recupero e resilienza ed è strutturato come segue:

Descrizione del componente	Dimensione digitale del componente
Riforme	Monitoraggio del clima
Investimenti	Non fare danni significativi
Punti aperti (autonomia strategica, questioni di sicurezza)	Pietre miliari, obiettivi, sequenza temporale
Progetti transfrontalieri e multinazionali	<u>Finanziamento e costi</u>
Dimensione green del componente	<u>Richiesta di prestito</u>

Le riforme e gli investimenti proposti all' interno di un componente affrontano una o più sfide delineate nei pilastri costitutivi del piano, ad esempio, possibili riforme e investimenti legati alla transizione verde sarebbero la decarbonizzazione dell'industria, sviluppo di energia rinnovabile, investimenti nella mobilità intelligente, investimenti in economia circolare e bioeconomia.

Implementazione del piano

Coerenza con altre iniziative: deve essere garantita la sinergia con ogni altra iniziativa sugli stessi temi. **Complementarità del finanziamento:** il Piano può essere finanziato con altri strumenti delle CE, purché non si utilizzino più fondi per gli stessi costi. **Realizzazione:** Le Amministrazioni Pubbliche sono al centro dell'esecuzione del piano. **Processo di consultazione:** gli stati devono relazionare sul processo di consultazione di tutti le parti interessate. **Controlli e audit:** i pagamenti sono vincolati al

raggiungimento delle pietre miliari indicate nel piano; il sistema di controllo del progetto è interno a ciascuno Stato e deve prevenire e segnalare corruzione e conflitti di interessi. **Comunicazione:** deve essere prevista una strategia di comunicazione nazionale per informare il pubblico su obiettivi e risultati del piano.

Impatto del piano:

Gli Stati devono fornire in questa sezione un quadro coerente dell'impatto economico e sociale complessivo del piano insieme a una valutazione globale delle prospettive macroeconomiche, con riferimento a:

PIL	Saldo di bilancio
Inflazione / salari	Situazione sociale, rischi di disuguaglianza ed l'esclusione sociale
Occupazione, disoccupazione	Rischi al rialzo e al ribasso per le prospettive

Cronoprogramma

I piani nazionali devono essere inviati alla Commissione entro il 30 aprile (Fig.3.6 Cronoprogramma) e devono essere approvati entro tre mesi:



CONCLUSIONI

È difficile pronosticare quale sarà la situazione di qui a qualche anno, se il virus scomparirà o se dovremo ancora conviverci anche se con minori preoccupazioni e quali saranno le implicazioni a livello lavorativo in termini di quante persone torneranno a lavorare in presenza, quanti rimarranno in smart working a tempo pieno o parziale, quanti perderanno il lavoro. Prima o poi terminerà il blocco dei licenziamenti e bisognerà vedere cosa accadrà sul fronte della disoccupazione e come saranno riformati i sussidi per i lavoratori a rischio. Termineranno anche i trasferimenti alle imprese e potrebbe quindi innescarsi una raffica di fallimenti (zombie firms).

In questa crisi abbiamo assistito a un doppio shock sia dal lato dell'offerta sia dal lato della domanda e a una specie di "risparmio forzato" dovuto alle restrizioni; non è chiaro quando esso tornerà nel circolo dell'economia, con che velocità e se causerà pressioni inflazionistiche.

Le previsioni della BCE sul quadro macroeconomico sono: PIL in crescita, 4.0% nel 2021, 4.1% nel 2022 e 2.1% nel 2023. Quanto all'inflazione è probabile che ci sia tensione sui prezzi, dovuta a vari fattori, tra i quali quotazioni in salita del petrolio, ripresa della domanda, misure di stimolo messe in atto da Biden in US. Sempre secondo la BCE la contenuta dinamica salariale dovrebbe attenuare queste spinte nel 2022; pertanto la stima di crescita è 1.5% nel 2021, 1.2% nel 2022 e 1.4% nel 2023. Globalmente, le importazioni di prodotti già a marzo 2021 sono tornate ai livelli precrisi

mentre quelle di servizi rimangono basse. Per quanto riguarda le imprese italiane, l'ultimo rapporto Istat (2021) sulla competitività dei settori produttivi mostra che solo l'11% delle imprese si possono considerare "solide" (anche se pesano per il 46,3% dell'occupazione e il 68,8% del valore aggiunto totale); per il 45% sono definite "a rischio strutturale" e la restante parte è fragile. Le imprese con maggiori possibilità di farcela sono quelle internazionalizzate e strutturate, con capacità di R&D e di trasformazione digitale. Le imprese non esportatrici sono quelle a rischio più alto.

Per quanto riguarda le misure adottate a livello europeo, i soldi presi in prestito per finanziare il piano di Recupero e Resilienza, dovranno essere recuperati con nuove tasse da parte della Comunità Europea (tra le possibili, tasse sulle emissioni, sul digitale, sulle transazioni finanziarie, sulle società) che finiranno per scaricarsi sugli Stati. Inoltre, per quanto riguarda i programmi APP e PEPP è bene ricordare che a inizio 2021 il totale di acquisti superava i tre trilioni, cifra che continuerà a crescere; per evitare che questi programmi possano rappresentare in futuro una potenziale fonte di instabilità, Avgouleas e Micossi (2021) propongono di tenere questa enorme massa di titoli fuori dai mercati finanziari per un tempo molto lungo, trasferendola al MES. Sul fronte della politica monetaria, essa potrà continuare ad essere espansiva finché l'inflazione rimane bassa, tuttavia, se l'inflazione dovesse portarsi sopra al 2 per cento, ad esempio per maggiori prestiti delle banche al settore privato e il conseguente forte aumento della domanda di beni e servizi, gli scenari potrebbero cambiare. La Bce dovrebbe infatti innalzare il livello

delle riserve obbligatorie, o non comprare più titoli di Stato, o venderli. Questo rappresenterebbe un problema per gli Stati molto indebitati come quello italiano perché il debito dovrebbe essere coperto tramite i mercati a tassi elevati. Si comincia quindi a reinterpretare la regola dell'inflazione al 2% in termini non più puntuali ma più o meno come "media". La FED nello "Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy" del 27 Agosto 2020 afferma: "...following periods when inflation has been running persistently below 2 percent, appropriate monetary policy will likely aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time". Christine Lagarde il 30 September (2020) annuncia una revisione della strategia monetaria dove si legge a proposito del target per l'inflazione "we need to ensure that our aim is perceived to be symmetric by the public" e ancora: "We have a hierarchical mandate with price stability at the top. But the medium term, which is a flexible concept, allows us to avoid unnecessarily constricting jobs and growth in the event of a supply shock which temporarily pushes up inflation and generates an economic slump". Come a dire che in caso di necessità sfiorare il target di inflazione può essere ammissibile.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI E SITOGRAFIA

Avgouleas, E., & Micossi, S. (2021). On Selling Sovereigns Held by The ECB to the ESM: institutional and economic policy implications. Policy brief 5/2021. Luiss SEP.

<https://sep.luiss.it/sites/sep.luiss.it/files/On%20selling%20sovereigns%20held%20by%20the%20ECB%20to%20the%20ESM.pdf>

Baglioni, A. (gennaio 2021). Liquidità bancaria, finanziamenti di banca e tassi negativi. Covid 19 Conseguenze e rischi per il sistema bancario, 63-74. https://www.assbb.it/wp-content/uploads/2014/10/OM1_2021.pdf

Banca d'Italia (2021). I crediti deteriorati del sistema bancario italiano: situazione attuale, prospettive e provvedimenti rilevanti. Roma, 15 Gennaio 2021. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2021/Visco_audizione_10022021.pdf

Benigno, P., Canofari, P., Di Bartolomeo, G., and Messori, M. (2020a). Uncertainty and the Pandemic Shocks. Publication for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 2020. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2020/658199/IPOL_IDA\(2020\)658199_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2020/658199/IPOL_IDA(2020)658199_EN.pdf)

Benigno, P., Canofari, P., Di Bartolomeo, G., and Messori, M., (2020b). Theory, Evidence, and Risks of the ECB's Asset Purchase Programme. Study for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for

Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 2020.

[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2020/652746/IPOL_IDA\(2020\)652746_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2020/652746/IPOL_IDA(2020)652746_EN.pdf)

Benigno, P., Canofari, P., Di Bartolomeo, G., Messori, M. (2020c). “Are the Italian banks part of the crisis or its solution this time?”, Policy Brief 26/2020, Luiss SEP.

<https://sep.luiss.it/sites/sep.luiss.it/files/Are%20Italian%20banks%20part%20of%20the%20crisis%20%20or%20its%20solution%20this%20time%20-%20MM.pdf>

Bini Smaghi, L., (2009). Conventional and Unconventional Monetary Policy. Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB). Geneva, 28 April 2009. <https://www.bis.org/review/r090429e.pdf>

Bini Smaghi, L. (2018). “What Future for the European Banking System?” Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung / Quarterly Journal of Economic Research, DIW Berlin, German Institute for Economic Research, vol. 87(4), pages 141-151.

Böhme, K., & Lüer, C. (2020). Research for REGICommittee –Cohesion Policy Measures in Response to the COVID-19 Pandemic, European Parliament, Policy Department for Structural and Cohesion Policies, Brussels. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652216/IPOL_STU\(2020\)652216_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652216/IPOL_STU(2020)652216_EN.pdf)

Cottarelli, C. (2021). All'inferno e ritorno. Per la nostra rinascita sociale ed economica, Roma, Feltrinelli Editore, 2021.

ECB Statistical Data Warehouse, Indicators for the Euro Area.

<https://sdw.ecb.europa.eu/>

ECB Economic Bulletin, issue1/2021

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb202101.en.pdf>

Dombrovskis, V., Gentiloni, P. (2020). Letter from Executive Vice-President and Commissioner Gentiloni to Eurogroup President Centeno clarifying how the Commission intends to carry out surveillance in the framework of ESM's Pandemic Crisis Support. [letter]. Brussels, 7/05/2020.

https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/letter_to_peg.pdf

European Commission (2020a) "Preliminary assessments by the European Commission – in liaison with the ECB – confirming the eligibility of all euro area members to ESM's Pandemic Crisis Support". Brussels, 6 May 2020.

https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/20-05-04_pre_eligibility.pdf

European Commission (2020b). Communication from the commission. Annual Sustainable Growth Strategy 2021. COM (2020) 575 final, Brussels, 17.9.2020

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A52020DC0575>

European Commission (2020c). Commission Staff Working Document Guidance to Member States Recovery and Resilience Plans" (Part 1 and Part 2.)

European Commission, SWD (2020) 205 final. Brussels, 17 September.

European Commission (2021). The EU's 2021-2027 long-term budget & NextGenerationEU. Luxembourg: EU Publications Office, April 2021

<https://op.europa.eu/o/opportal-service/download-handler?identifier=d3e77637-a963-11eb-9585-01aa75ed71a1&format=pdf&language=en&productionSystem=cellar&part=>

Group of Thirty (2020). Reviving and Restructuring the Corporate Sector Post-Covid. Published by Group of Thirty, Washington, D.C. December 2020.
https://group30.org/images/uploads/publications/G30_Reviving_and_Restructuring_the_Corporate_Sector_Post_Covid.pdf

International Labor Organization (2021). ILO Monitor COVID and the World of Work. Seventh edition. 25 January 2021.
https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/@dgreports/@dcomm/documents/briefingnote/wcms_767028.pdf

IMF Fiscal Affairs Department (2020). Fiscal Monitor: Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic. December 2020.
[FiscalMeasuresDatabaseJanUpdate-030221.pdf](https://www.imf.org/en/Publications/Fiscal-Monitor/Issues/2020/12/31/FiscalMeasuresDatabaseJanUpdate-030221.pdf)

International Monetary Fund (2021). World Economic Outlook Update, January 2021.
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/01/26/2021-world-economic-outlook-update>

ISTAT (2021). Rapporto Sulla Competitività Dei Settori Produttivi. 7 Aprile 2021.

Van Hove, J. (2020). Impact of state aid on competition and competitiveness during the COVID-19 pandemic: an early assessment, Study for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 2020.
[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/658214/IPOL_STU\(2020\)658214_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/658214/IPOL_STU(2020)658214_EN.pdf)

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

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200930~169abb1202.en.html>

Lagarde, C. (2020). 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.

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201111~d01e03eb9c.en.html>

Lagarde (2021). One year of the PEPP: many achievements but no room for complacency. Blog post by Christine Lagarde, President of the ECB, 22 March 2021. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210322~7ae5eca0ee.en.html>

Lane, P. C. (2020). 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.

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201006~e1d38a1ccc.en.html>

REGOLAMENTO (UE, EURATOM) 2020/2093 DEL CONSIGLIO del 17 dicembre 2020 che stabilisce il quadro finanziario pluriennale per il periodo 2021-2027. Gazzetta ufficiale dell’Unione europea L 433 I/11, 22 December 2020.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R2093&from=EN>

Regolamento (UE) 2021/241 del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 febbraio 2021 che istituisce il dispositivo per la ripresa e la resilienza. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 57/17, 18 January 2021. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32021R0241>

Romer, C. D. (2021). The Fiscal Policy Response to the Pandemic. BPEA Conference Drafts, March 25, 2021, University of California, Berkeley. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2021/03/BPEASP21_Romer_conf-draft_updated.pdf

Schnabel, I. (2020). Going negative: the ECB's experience. Speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at the Roundtable on Monetary Policy, Low Interest Rates and Risk Taking at the 35th Congress of the European Economic Association, Frankfurt am Main, 26 August 2020. <https://www.bis.org/review/r200827b.pdf>

WTO (2020). Trade shows signs of rebound from COVID-19, recovery still uncertain. PRESS/862, 6 October 2020. https://www.wto.org/english/news_e/pres20_e/pr862_e.pdf