



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in
Economia e Commercio

**L’Eurozona di fronte alla sfida del
Coronavirus**

Eurozone facing Coronavirus challenge

Relatore:
Prof. Bettin Giulia

Rapporto Finale di:
Crescimbeni Nicola

Anno Accademico 2019/2020

Questo elaborato è dedicato a tutte le persone a me care, specialmente a chi mi è stato vicino nei difficili e recenti periodi della mia vita. Questa tesi non rappresenta per me soltanto un semplice lavoro di carattere universitario, ma piuttosto un mezzo non convenzionale e personale per comunicare l'amore e la riconoscenza che nutro nei confronti di chi purtroppo mi ha lasciato anzitempo. Dedico dunque in modo speciale questo documento a mia madre Rosella e a mio nonno Mario, deceduti entrambi nel periodo di stesura del presente elaborato, ma comunque allo stesso tempo vicini con lo spirito e con i pensieri. Che l'indesiderata sofferenza provata e ancor radicata in me e nella mia famiglia non risulti essere semplice dolore invano, ma al contrario consenta una crescita personale e divenga uno strumento per migliorare se stessi e nel proprio piccolo ciò che ci circonda.

A Rosella e a Mario

Urge ringraziare tutti coloro che in modo diretto o indiretto hanno contribuito alla redazione del presente elaborato. Una dichiarazione di affetto e di gratitudine è rivolta alla mia famiglia e ai miei amici, che pur con ruoli diversi mi hanno appoggiato affinché potessi svolgere nel miglior modo questo lavoro. Una nota di merito va spesa nei confronti della professoressa Bettin, la quale ha dimostrato estrema professionalità e disponibilità nonostante le difficoltà di comunicazione nel periodo di lockdown. Ritengo opportuno poi rendere grazie a quelle persone imbattute in questo percorso universitario che sono state capaci di lasciare qualcosa di buono in me, contribuendo alla mia maturazione e crescita personale.

INDICE

| | |
|---|----|
| Introduzione | 5 |
| Capitolo 1 – Caratteristiche principali della crisi economica e presupposti di azione | 7 |
| 1.1 Tratti distintivi della recessione | 7 |
| 1.2 Punti di partenza per una mirata politica economica | 11 |
| Capitolo 2 - Strumenti di politica monetaria per lo shock | 15 |
| 2.1 Helicopter money | 15 |
| 2.2 Gli interventi della BCE | 17 |
| Capitolo 3 – Finanziamento delle politiche fiscali | 25 |
| 3.1 Emissione di Eurobond | 25 |
| 3.2 MES e adattamenti alla condizionalità | 28 |
| 3.3 Recovery fund | 32 |
| Capitolo 4 – Scenari futuri ed esigenze di cambiamento | 35 |
| Conclusioni | 38 |
| Bibliografia | 40 |
| Sitografia | 43 |

INTRODUZIONE

La presente tesi ha come oggetto le conseguenze economiche della pandemia di Covid-19 manifestatasi nel 2020, dapprima in Cina e poi propagatasi nel resto del mondo per effetto contagio. Tale virus ha costretto nella maggior parte dei casi le autorità governative a dover procedere ad una interruzione forzata dei contatti tra persone onde evitare una diffusione incontrollata della malattia stessa. Ciò ha comportato degli effetti negativi non prevedibili precedentemente sull'economia europea e mondiale, profilando fin da subito i presupposti di una crisi economica senza precedenti. Si sono resi necessari dunque interventi di politica economica per frenare la contrazione economica in primis e gettare poi le basi per una futura ripresa. Da qui nasce l'analisi posta in essere in tale elaborato che mira a offrire un quadro generale del sistema economico europeo nel periodo Coronavirus, focalizzandosi poi sulle misure fiscali e monetarie che le autorità hanno effettivamente adottato e su quelle che potevano invece intraprendere, ma non sono state implementate. Questi temi vengono sviluppati in quattro capitoli, utilizzando un approccio inizialmente statico e via via sempre più dinamico. Nel primo capitolo infatti viene descritta la fisionomia generale della crisi sopravvenuta, con uno sguardo ai presupposti di azione delle politiche economiche da intraprendere. L'analisi poi si svilupperà in modo più specifico nei capitoli due e tre dove verranno trattati rispettivamente gli strumenti monetari e

fiscali per contrastare lo shock da Covid-19. Il quarto e ultimo capitolo poi offrirà una rapida valutazione degli effetti delle misure adottate dai soggetti autorizzati, con un accenno di previsione di scenari futuri.

Capitolo 1

CARATTERISTICHE PRINCIPALI DELLA CRISI ECONOMICA E PRESUPPOSTI D'AZIONE

1.1 Tratti distintivi della recessione

La recessione provocata dalla pandemia di Covid-19 è di natura assai diversa rispetto alle recenti crisi economiche, di natura finanziaria nel caso della crisi dei mutui subprime del 2008 e legata alle finanze pubbliche in quella dei debiti sovrani del 2010. Ciò che la rende differente da queste ultime è innanzitutto l'origine, che risiede nel propagarsi del Coronavirus e ha obbligato la maggioranza dei governi europei a procedere nell'adozione di un *lockdown* forzato a livello nazionale, interrompendo i finora vigenti legami fisici tra persone all'interno del suolo europeo e mettendo in discussione le caratteristiche fondamentali dell'economia mondiale oramai da tempo fortemente globalizzata. Si è registrato perciò uno shock simmetrico gravante sul sistema economico poiché sia la domanda che l'offerta vengono notevolmente ridotte rispettivamente per l'acuirsi del clima di incertezza, con aumento dei risparmi precauzionali di famiglie e imprese, e per l'interruzione dell'ormai consolidata catena globale e verticale della produzione. L'impatto negativo dello shock va ad ampliarsi in maniera esponenziale, come precisato da Boot, Carletti e Hanselmann (2020),

poiché va ad intaccare pesantemente produzione e consumi. Una volta esaurite le scorte infatti le aziende non potranno fornire al mercato i propri prodotti, creando conseguenze a catena su tutta la filiera produttiva con probabili rischi di fallimento diffuso in mancanza di misure di salvataggio da parte degli organismi pubblici. L'aggravio di tale situazione è dato poi dal clima di incertezza che riduce il consumo a discapito del risparmio precauzionale e che va ulteriormente a ridurre il fatturato complessivo delle aziende e i loro flussi di cassa. Questo problema di liquidità, a causa delle forti interconnessioni createsi nel corso degli ultimi decenni per l'instaurarsi di un'economia fortemente globalizzata, rischia di diventare una vera e propria crisi di solvibilità con impatti negativi sulle altre imprese e sul sistema bancario. Oltre dunque a non riuscire a pagare i propri dipendenti e fornitori, sarà difficile onorare i debiti contratti con le banche relativi a prestiti e ad altre forme di finanziamento soprattutto nel breve termine. Il rischio in gioco è quello di un default del sistema bancario a causa di effetti contagio rapidi che può essere comunque frenato ed evitato nel caso di piani di salvataggio da parte dei Governi e forte offerta di liquidità a prezzo molto basso se non nullo da parte della BCE. La prima alternativa risulta più complicata soprattutto in contesti di forte indebitamento pubblico (es. Italia) poiché il Governo ha capacità di finanziamento più ridotta. Ciò potrebbe creare, come avvenuto nel 2011 nella crisi dei debiti sovrani, il fenomeno del *doom loop*, circolo vizioso che intercorre tra aumento dei rendimenti dei titoli di Stato e correlata diminuzione del valore di

mercato delle banche che più ne detengono in portafoglio. Essendoci poi il rischio di una crisi sistemica del sistema bancario, aleggia sempre lo spettro del *bank run*, che in assenza di una adeguata assicurazione sui depositi a livello europeo, metterebbe in ginocchio in primis il sistema bancario e poi tutta l'economia europea.

Non sono da tralasciare inoltre i gravi effetti di carattere reale. L'insolvenza a catena tra le aziende, come già detto, creerebbe fallimenti diffusi con correlato crollo del Prodotto Interno Lordo (PIL) sia a livello nazionale che europeo, almeno nel 2020. Di conseguenza ci sarà un aumento consistente del tasso di disoccupazione e una forte riduzione dei redditi percepiti dalle famiglie che saranno costrette a ridurre i loro consumi e ad attingere al loro risparmio, con conseguenze negative anche sugli investimenti: in sintesi una forte riduzione della domanda aggregata. Ciò accadrebbe nel breve periodo, ma potrebbe comportare danni di medio-lungo termine. Il fallimento diffuso difatti sarebbe il principale responsabile della perdita di capitale umano per le aziende con correlata riduzione di efficienza produttiva che andrebbe ad inficiare poi sulla competitività internazionale.

È importante capire quale sia la portata del fenomeno e la dimensione della imminente crisi. Da quanto emerge dalle analisi del Fondo Monetario Internazionale (2020), le conseguenze rischiano di essere assai negative a livello mondiale, ma ancor di più a livello europeo in termini di riduzione del PIL. La

previsione è basata su un'ipotesi di scenario futuro che coincide con la scomparsa dell'epidemia nel secondo semestre del 2020 e con la possibilità di un allentamento graduale in tale periodo dei vincoli derivanti dal *lockdown*. Come constatabile nella tabella 1.1, l'impatto sul PIL del 2020 risulta essere molto negativo a livello mondiale (-3.0%), dato peggiore della crisi del 2008. Le stime risultano particolarmente negative per l'Eurozona, dove si prevede un crollo di -7.5 punti percentuali, con un picco di -9,1% per l'Italia. Seguirà poi nel 2021 una forte ripresa, con un aumento del 5.8% del PIL a livello mondiale e del 4.7% nell'Eurozona (in Italia del 4.8%).

Tabella 1.1: Proiezioni annuali di crescita

**Latest World Economic Outlook
Growth Projections**

The COVID-19 pandemic will severely impact growth across all regions.

| (real GDP, annual percent change) | PROJECTIONS | | |
|-----------------------------------|-------------|-------------|------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 |
| World Output | 2.9 | -3.0 | 5.8 |
| Advanced Economies | 1.7 | -6.1 | 4.5 |
| United States | 2.3 | -5.9 | 4.7 |
| Euro Area | 1.2 | -7.5 | 4.7 |
| Germany | 0.6 | -7.0 | 5.2 |
| France | 1.3 | -7.2 | 4.5 |
| Italy | 0.3 | -9.1 | 4.8 |
| Spain | 2.0 | -8.0 | 4.3 |
| Japan | 0.7 | -5.2 | 3.0 |
| United Kingdom | 1.4 | -6.5 | 4.0 |
| Canada | 1.6 | -6.2 | 4.2 |
| Other Advanced Economies | 1.7 | -4.6 | 4.5 |

Fonte: Fondo Monetario Internazionale – “World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown”.

1.2 Punti di partenza per una mirata politica economica

Dopo aver analizzato i punti nevralgici della crisi, è necessario capire come la politica economica può alleviare i danni derivanti da essa e costruire terreno fertile per la futura ripartenza. Ciò risulta molto più difficile in questo caso specifico poiché esistono precedenti storici dotati di caratteristiche simili e perché lo shock simmetrico presuppone che gli interventi siano indirizzati a molti fronti diversi. Detto questo però, l'economia moderna ha comunque imparato a sue spese che una recessione non ha effetti solamente nel breve periodo, ma produce conseguenze negative anche nel lungo termine. L'obiettivo primario delle autorità governative nell'immediato deve quindi essere quello di evitare un fallimento generalizzato delle aziende poiché nel lungo termine comporterebbe un deprezzamento rapido del capitale umano con conseguente difficoltà nel ripristino dell'efficienza produttiva passata.

Ma come evitare il fallimento generalizzato? Bordignon (2020) sostiene che non vi è una misura univoca, ma che i governi sono dotati di numerosi strumenti per sostenere le imprese in presenza di un crollo del loro fatturato. L'obiettivo almeno nell'immediato è arginare il problema mediante l'estensione del credito, la proroga delle scadenze di imposte e contributi, estensione della cassa integrazione, sussidi generalizzati ai lavoratori più colpiti e sostegni finanziari ai settori con maggiore difficoltà. È importante notare però come tutti questi interventi siano mirati ad evitare la chiusura generalizzata delle imprese, ma nello

stesso tempo non comportino reali benefici dal punto di vista dell'offerta. Insomma si tampona la ferita, ma quest'ultima non si rimargina immediatamente e questo perché per l'offerta nel breve periodo gli interventi sono limitati.

L'esiguità degli strumenti a sostegno all'offerta però è compensata da un ampio margine di azione per quanto riguarda gli aiuti economici alla domanda. Le politiche da intraprendere hanno natura sia monetaria che fiscale e in alcuni casi necessitano di un supporto decisivo in termini di allentamento dei vincoli normativi gravanti su Stati (es. Fiscal Compact) e su banche (es. Normativa di Basilea). Dal punto di vista della politica monetaria sembra strano pensare che nel contesto odierno la Banca Centrale Europe (BCE) possa realmente aver spazio di intervento, visti i bassi tassi di mercato vigenti che conducono il sistema economico europeo alla situazione keynesiana di trappola della liquidità. Dunque il classico strumento del taglio dei tassi per sostenere la liquidità bancaria e di riflesso gli investimenti delle imprese risulta attualmente inefficace e inattuabile. Ciò non toglie comunque il fatto che la BCE possa dare un importante contributo alla battaglia contro la crisi. Secondo il parere di Bordoignon (2020), l'autorità monetaria può ad esempio aumentare la potenza del programma di acquisto di titoli (APP), riferendosi in particolare ai titoli pubblici allo scopo di evitare che in un momento simile, in cui è necessario sostenere l'economia attraverso la spesa pubblica, vi siano frizioni nell'ottenimento di risorse da parte dei paesi già fortemente indebitati, come l'Italia. Facendo ciò la BCE eviterebbe

l'innalzamento dello *spread* e l'appesantimento dei conti pubblici che potrebbe frenare di riflesso l'erogazione del credito da parte delle banche, aggravando così la recessione. Oltre a scongiurare però che il già citato credito non risulti frenato da meccanismi indesiderati, è necessario che la BCE intervenga affinché le banche siano dotate di maggiore liquidità e che quest'ultima sia indirizzata a sostegno delle imprese con problemi di liquidità temporanea. Per far ciò possono essere ridotti i requisiti di garanzia richiesti per l'ottenimento di liquidità bancaria da parte delle banche. Nello specifico si tratta di ridurre l'*haircut* applicato ai titoli messi a garanzia (*collateral*) e di accettare anche strumenti finanziari con più basso rating, nonostante ciò comporti una riduzione qualitativa dell'attivo del bilancio della BCE.

La politica monetaria se non combinata con appropriati interventi di natura fiscale rischia di non raggiungere gli effetti sperati. Punto nevralgico dunque è un adeguato coordinamento tra le citate politiche di modo che possa essere favorita l'efficacia di entrambe per raggiungere gli obiettivi prefissati. Come spiega in modo accurato Bordignon (2020), il miglior modo per sostenere le imprese in periodo di recessione è mantenere attiva la domanda per i loro prodotti e ridurre al massimo l'incertezza sugli scenari futuri allo scopo di consentire investimenti. Va ricordato comunque che questi ultimi hanno effetto soltanto nel medio-lungo periodo mentre è vivo il rischio di problemi acuti nel breve termine. Sono necessari dunque strumenti affinché le aziende continuino a investire, anche se di

fatto in alcuni casi essi comporterebbero soltanto un anticipo delle spese a lungo termine già programmate. Gli investimenti pubblici su larga scala sembrano essere la ricetta più adeguata, tanto che si richiama il celeberrimo *New Deal* roosveltiano e lo si adotta in chiave ambientale parlando di “*New Green Deal*” (progetto già depositato in Commissione Europea l’11 dicembre 2019). Oltre all’economia circolare, l’impiego delle risorse potrebbe essere senz’altro destinato all’arricchimento del patrimonio infrastrutturale esistente, ma soprattutto in questo periodo storico al rafforzamento della sanità e della ricerca, anche allo scopo di trovare il tanto agognato vaccino. Ciò che risulta non è tanto l’utilizzo dei fondi, ma piuttosto il loro reperimento (si veda a riguardo il capitolo 3). Considerando poi che nel periodo precrisi l’economia europea era già in forte rallentamento e che lo shock risulta essere di tipo simmetrico, urge ribadire come sia assolutamente fondamentale un coordinamento a livello europeo della politica fiscale al fine di evitare una depressione di ampiezza continentale. Facendo questo si farebbe di necessità virtù e si poserebbe il primo mattone per la realizzazione dei tanto desiderati e richiesti “Stati Uniti d’Europa”.

Capitolo 2

STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA PER LO SHOCK

2.1 Helicopter money

Nel dibattito economico il tema della cosiddetta “moneta dagli elicotteri” (*helicopter money o helicopter drop*) continua ad essere molto ricorrente come strumento monetario di gestione della crisi e anche in questo contesto storico è stato riproposto come misura da adottare. Come sostiene autorevolmente Monacelli (2020), l'*helicopter drop* consiste nel versare denaro direttamente nelle tasche dei cittadini attraverso la creazione di moneta da parte delle banche centrali le quali finanziano il debito pubblico emesso dai Governi. L'espressione infatti deriva da una provocazione dell'economista Milton Friedman fatta nel 1969, dove quest'ultimo spiegava la trasmissione del denaro dallo Stato all'economia reale, e si basa su due condizioni stringenti: la presenza di uno shock economico molto forte che comporta un alto rischio di congelamento dei flussi di reddito di imprese e famiglie e la temporaneità stessa dello shock. La mancanza del secondo requisito (utilizzo permanente dello strumento) infatti si tradurrebbe soltanto in un incremento programmato dei prezzi da parte degli operatori, senza impatto sul potere di acquisto e sui consumi: in sintesi, si tradurrebbe in inflazione.

Nel contesto attuale, dove è ricorrente lo spettro della deflazione, il rischio inflazionistico derivante dall'*helicopter money* sembrerebbe sopportabile da parte

della BCE, la quale non vedrebbe pregiudicato il raggiungimento dell'obiettivo finale della stabilità dei prezzi. Allo stesso tempo verrebbero risolti due problemi assai spinosi nel contesto economico attuale: l'onere del finanziamento del deficit pubblico e la difficoltà di aumento della domanda aggregata. Il primo grava sulle finanze pubbliche e si traduce nella necessità di collocamento sul mercato dei titoli di Stato: con il finanziamento monetario effettuato dalla BCE si eviterebbe dunque tale problematica. Questa strada sembra comunque poco percorribile per svariati motivi sia normativi che di convenienza economica. Dal punto di vista della regolamentazione, il limite all'*helicopter drop* è presente nell'articolo 123 comma 1 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), il quale vieta qualsiasi forma di finanziamento monetario del deficit da parte della BCE e delle banche centrali dei paesi non appartenenti all'Eurozona a favore delle amministrazioni pubbliche (statali, regionali, locali ed enti pubblici). Sarebbe dunque necessaria una modifica del Trattato per sostenere la misura monetaria in questione e ciò risulta impraticabile nel presente periodo storico poiché è previsto il requisito dell'unanimità dei Paesi Membri per la revisione. Perplessità sorgono inoltre dal punto di vista delle possibili controindicazioni insite nella manovra stessa. Verrebbe leso infatti il principio di indipendenza della politica monetaria da quella fiscale con effetti assai negativi sulla credibilità antinflazionistica della BCE, dovuta alla perdita del controllo della quantità di base monetaria in circolazione e del livello generale dei prezzi. Risvolti negativi si riscontrerebbero

anche dal punto di vista della stabilità internazionale e della bilancia dei pagamenti poiché l'auspicato aumento della domanda potrebbe impattare su un incremento degli acquisti di beni esteri (importazioni) pregiudicando gli effetti sperati sulla domanda interna e sul reddito nazionale. Per tutte queste ragioni il gioco sembra non valer la candela e anche in questo caso presumibilmente l'*helicopter money* resterà ancora oggetto di dibattiti speculativi, senza alcun tipo di implementazione concreta.

2.2 Gli interventi della BCE

In uno scenario così drammatico dal punto di vista economico è necessario che le autorità impieghino tutte le risorse possibili affinché possano essere contrastate la crisi e le sue conseguenze. Ciò vale nel caso in cui gli interventi adottabili siano comunque limitati. Questo è il caso della politica monetaria di fronte all'odierna depressione da Coronavirus, per motivi riconducibili sia alla natura dello shock che al quadro strutturale attuale. La BCE infatti in tal senso sembra avere le "mani legate", come specifica Monacelli (2020), poiché la struttura dei tassi d'interesse di riferimento naviga in territori prossimi allo zero, in alcuni casi addirittura in negativo (tasso d'interesse sulla *deposit facility* = -0.50%). Considerato ciò, occorre porre l'attenzione sul fatto che la crisi deriva come già detto anche da uno shock della domanda, che per definizione spinge al ribasso sia l'attività economica che l'inflazione rendendo i tassi reali maggiori e di conseguenza la

politica monetaria involontariamente restrittiva. Dunque pensare ad un intervento della BCE nella riduzione dei tassi sembra alquanto irrealistico per le motivazioni appena citate. L'autorità monetaria però può avere invece un ruolo decisivo per quanto riguarda le esigenze di liquidità del sistema bancario e di riflesso quelle dell'economia. Come fatto presente precedentemente, un grave problema di questa crisi è l'acuirsi dell'incertezza, la quale crea effetti negativi sul mercato del credito, potendo comportare una grave crisi finanziaria. Ed è proprio qui che la politica monetaria può intervenire garantendo la stabilità e il funzionamento del sistema finanziario, attraverso l'immissione nel sistema mediante le banche di forte liquidità con strumenti già collaudati nel passato (LTRO e TLTRO). Non bisogna tralasciare poi che gli interventi debbono essere rapidi e immediati per poter contrastare in modo tempestivo il diffondersi della depressione. Proprio su questi principi si basano le prime misure intraprese dalla BCE e comunicate in conferenza stampa dalla presidente Christine Lagarde il 12 marzo 2020. In questa sede è stato comunicato ai mercati che non sarebbe avvenuto nessun taglio dei tassi d'interesse, lasciando i tassi sulla deposit facility, sul rifinanziamento principale e sul finanziamento marginale inalterati al livello fissato il 18 settembre 2019. Per quanto riguarda la liquidità al sistema finanziario dell'Eurozona, la BCE ha deciso di promuovere nuove tranche di LTRO mediante meccanismo d'asta a piena aggiudicazione applicando un tasso fisso pari a quello relativo alle deposit facilities. Tale misura è stata adottata nonostante "il Consiglio direttivo

non ravvisasse segnali rilevanti di tensioni sui mercati monetari né carenze di liquidità nel sistema bancario”. Tali operazioni sono state introdotte per garantire “un supporto efficace in caso di necessità”. In aggiunta sono state modificate le condizioni applicate alle TLTRO-III riferite al periodo compreso tra giugno 2020 e giugno 2021. L’obiettivo è sostenere le piccole e medie imprese colpite maggiormente dalla diffusione del Covid-19. L’innovazione introdotta riguarda principalmente il costo dei finanziamenti che risulta essere addirittura negativo (pari a -0.25%) e che può raggiungere, in caso di mantenimento dei livelli di erogazione da parte delle controparti bancarie, un tasso pari a -0,75%: ciò risulta notevolmente conveniente. L’ammontare dei finanziamenti TLTRO-III viene aumentato del 50% rispetto allo stock di prestiti idonei al 28 febbraio 2019. Non da ultimo, la BCE ha deciso di ampliare le risorse destinate al Quantitative Easing per un importo pari a 120 mld, destinato principalmente agli acquisti dei titoli del settore privato per il resto del 2020. Unitamente all’APP (*Expanded Asset Purchase Programme*) già in corso dal 2014, la misura andrà a sostenere le esigenze di finanziamento dell’economia reale in contesti di forte incertezza. È necessario puntualizzare inoltre come i capitali relativi ai titoli in scadenza presenti nell’APP continueranno ad essere reinvestiti integralmente per un periodo prolungato, cioè fin quando la BCE lo riterrà necessario per mantenere condizioni di liquidità più favorevoli. Appare dunque evidente come l’autorità monetaria dell’Eurozona abbia promosso una forte iniezione di liquidità nel sistema a

condizioni vantaggiose, riservandosi il diritto di decidere il termine degli interventi una volta trascorso un tempo adeguato per valutarne gli effetti. In tal modo è stata attuata una scaltra comunicazione indirizzata a orientare le aspettative degli operatori (*forward guidance*). Oltre però a provvedere ad un forte incremento di liquidità, la BCE, attraverso il suo organismo di vigilanza bancaria, ha provveduto ad instaurare un maggior regime di flessibilità per le banche, onde evitare possibili stagnazioni delle risorse impiegate ed il mancato raggiungimento delle stesse all'economia reale. Sarà dunque permesso alle banche di utilizzare pienamente "i cuscinetti di liquidità" e operare "temporaneamente sotto il livello di capitale" Pillar 2. Il consiglio di sorveglianza considererà inoltre una "flessibilità operativa nell'attuazione delle misure di vigilanza", ammonendo però le banche a beneficiarne soltanto allo scopo di finanziare l'economia reale e non per aumentare i dividendi o i bonus ai manager. La ragione di questa deregolamentazione provvisoria è motivabile dagli episodi passati di *credit crunch* del post-crisi 2008 e di malfunzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, legati al forte clima di sfiducia instauratasi.

L'intervento della Bce per contrastare la crisi non si esaurisce però soltanto attraverso le misure appena citate, repute non sufficienti dall'opinione pubblica e dai mercati. Il 18 marzo 2020 l'autorità monetaria ha lanciato infatti il PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), un piano straordinario di acquisto dei titoli pubblici e privati previsti nell'APP (inclusi anche quelli emessi dal

governo greco, finora esclusi dal *Public Sector Purchase Program* (Pspp)) avente potenza di fuoco pari a 750 mld di euro (non viene però indicato l'impegno di spesa mensile). La durata di questo nuovo strumento si estenderà almeno alla fine del 2020, ma la BCE si riserva la facoltà di allungare la data di scadenza e di aumentare le risorse impiegate (già il 2 aprile il termine è stato allungato a metà 2021). Inoltre la Banca Centrale dell'Eurozona comunica esplicitamente che farà "tutto ciò che sarà necessario nei limiti del suo mandato", imitando in parte il celeberrimo "whatever it takes" di Draghi e rimediando alla gaffe della presidente Lagarde in sede di conferenza stampa del 12 marzo dove aveva comunicato che non fosse compito della BCE contenere gli spread tra i titoli dei diversi paesi dell'area euro. L'acquisto dei titoli pubblici avverrà ancora seguendo il principio della *capital key*, partecipazione al capitale della BCE di ogni Banca Centrale Nazionale. Ciò avrebbe potuto rappresentare il tallone d'Achille dell'azione monetaria intrapresa poiché non avrebbe tenuto conto del peso del debito pubblico differenziato tra i paesi membri, particolarmente elevato in alcuni dei paesi maggiormente colpiti dalla pandemia, come Italia e Spagna, e quindi senza reali benefici in termini di riduzione dello spread. Tale pericolo viene immediatamente sventato dalla BCE poiché quest'ultima comunica che in relazione al suddetto criterio vi potranno essere azioni di flessibilità, cioè "fluttuazioni nella distribuzione degli acquisti durante il periodo del programma, attraverso le varie tipologie di attività e giurisdizioni". Ulteriori novità della misura risiedono

nell'inserimento delle polizze di credito commerciale all'interno degli assets previsti nel CSPP (*Corporate Sector Purchase Programme*) e nella riduzione dei vincoli legati ai titoli portati in garanzia dalle banche per ottenere finanziamenti (*collateral*). L'attenuazione degli standard sui citati *collateral* consiste di fatto in un taglio dell'*haircut* e in un abbassamento dei requisiti di rating richiesti sui titoli. Ciò si configura come un intervento strategico e preventivo poiché evita che revisioni negative sui meriti di credito dell'economie già deboli, in seguito all'innalzarsi inevitabile dei debiti pubblici, possano inficiare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria a causa di una minore domanda di liquidità da parte delle banche aventi titoli meno meritevoli in bilancio. Ulteriori agevolazioni in tal tema sono state poi comunicate il 22 aprile 2020 mediante una nota serale della BCE la quale comunica che accetterà temporaneamente, come garanzia a fronte della liquidità fornita alle banche, titoli che fino al 7 aprile erano classificati come minimo BBB- ma che a seguito di un declassamento scenderanno fino a un massimo di due gradini al di sotto di quel livello. Tale decisione ha durata fino a settembre 2021, ma, come successo per il PEPP, in caso di necessità l'autorità può deliberare ulteriori misure affinché il meccanismo di trasmissione della politica monetaria non risulti frenato.

La diffusione del Coronavirus e degli effetti economici correlati ha poi indotto la BCE ad annunciare una nuova serie di interventi allo scopo di sostenere maggiormente il sistema economico e finanziario in forte difficoltà. Le nuove

misure adottate sono state comunicate il 30 aprile 2020 mediante conferenza stampa presieduta dalla presidente Lagarde, la quale ha ribadito che “il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per assicurare che l’inflazione si avvicini stabilmente al livello perseguito, in linea con il suo impegno alla simmetria”. In concomitanza di tale rassicurazione ai mercati, sono stati adeguati inoltre i tassi d’interesse relativi alle operazioni TLTRO-III nel periodo compreso tra giugno 2020 e giugno 2021, toccando quota -0.50%. Inoltre, nel caso in cui le controparti raggiungano la soglia definita in precedenza di prestiti netti idonei, il tasso applicato si ridurrà ulteriormente fino ad un valore pari al -1% . La BCE ha inoltre introdotto le PELTRO (*Pandemic Emergency Long Term Refinancing Operations*), nuove operazioni di finanziamento non mirate per l’emergenza Covid-19 allo scopo di garantire una maggiore immissione di liquidità nel sistema. Le PELTRO avranno inizio da maggio 2020 e scadenze scaglionate tra luglio e settembre 2021 e prevederanno meccanismi di aggiudicazione tipici delle aste FRFA (*Fixed Rate Full Allotment*), “applicando un tasso d’interesse inferiore di 25 punti base rispetto a quello medio sulle operazioni di rifinanziamento principali nell’arco della durata di ciascuna PELTRO”. In tale sede sono state poi confermate le misure comunicate dalla BCE nelle precedenti conferenze, tra cui il PEPP, il quale potrebbe essere ampliato dal punto di vista delle dimensioni e modificato in termini di composizione nel caso in cui l’autorità monetaria lo ritenesse necessario. Infatti proprio il 4 giugno 2020 il Consiglio

Direttivo ha deciso di estendere la dotazione del PEPP raggiungendo un totale di 1350 miliardi di euro, in seguito alla revisione a ribasso del tasso d'inflazione. Inoltre la scadenza dello strumento in questione sarà prorogata almeno fino a giugno 2021, riservandosi il diritto di allungarne la durata in caso di persistenza della fase critica economica. Per evitare che il PEPP perda di efficacia, è stato deciso che il capitale rimborsato sui titoli in scadenza sarà reinvestito almeno sino alla fine del 2022.

La BCE sembra dunque aver contribuito alla causa in modo decisamente pragmatico, reattivo e adeguato. Essa ha adattato misure già attuate in passato adeguandole al contesto odierno e ha introdotto strumenti costruiti *ad hoc* per limitare il più possibile effetti negativi sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria e sulla stabilità finanziaria dell'Eurozona. Ciò detto, risulta sempre valida l'asserzione fatta all'inizio dell'elaborato: in questa depressione la politica monetaria non può di certo da sola curare tutti i mali e senza un adeguato coordinamento con la politica fiscale risulta essere uno strumento parzialmente deleterio ed inefficace. Ne è consapevole anche la BCE che in ogni conferenza stampa ha sempre richiesto a livello europeo un'adeguata e unitaria risposta a livello fiscale che consenta di rendere gli strumenti monetari accomodanti e dunque realmente decisivi al raggiungimento della stabilità economica.

Capitolo 3

FINANZIAMENTO DELLE POLITICHE FISCALI

3.1 Emissione di Eurobond

La crisi economica senza precedenti a cui l'Eurozona sta andando incontro predilige delle misure economiche ingenti, tra cui quelle fiscali allo scopo di sostenere i flussi di reddito di imprese e famiglie. Affinché ciò però possa avvenire è inevitabile un incremento massiccio del debito pubblico. Una delle possibili alternative che consenta il finanziamento delle misure fiscali è rappresentata dall'emissione di Eurobond (anche chiamati Coronabond), strada percorribile, ma oggetto di forte dibattito nell'opinione pubblica degli Stati Membri. Questi strumenti finanziari non sono altro che titoli di debito emessi da un'istituzione europea e garantiti in solido da tutti i Paesi Membri. Le risorse ottenute andrebbero poi ripartite tra i vari stati aderenti e consentirebbero spese a livello sanitario ed economico. Tale misura sarebbe di tipo assicurativo e garantirebbe un notevole risparmio in termini di costi sostenuti per il finanziamento poiché tali titoli si quoterebbero sul mercato ad un rendimento molto più basso di quelli emessi in modo autonomo da paesi fortemente indebitati (caso italiano). Tale vantaggio però diventa allo stesso tempo un onere per quelle economie europee più solide su cui non grava in modo rilevante il peso del debito pubblico e quindi capaci di finanziarsi ad un basso costo (es. Olanda e Germania).

In sintesi gli Eurobond si piazzerebbero sul mercato ad esempio ad un tasso intermedio tra bund tedeschi e BTP italiani, comportando vantaggi per l'Italia e maggiori esborsi alla Germania. Non esiste dunque in questa misura una mutua convenienza, ma adottarla di fatto comporterebbe un trasferimento di risorse dai paesi del Nord a quelli del Sud Europa. Ciò implica che gli Eurobond, come spiega Monacelli (2020), siano uno strumento non adatto a uno shock simmetrico, come quello attuale, ma piuttosto a quelli di tipo asimmetrico. Di altro avviso sono Giavazzi e Tabellini (2020) che sostengono fortemente tale misura e fanno notare come siano numerosi i vantaggi di cui l'Eurozona nel suo complesso possa godere. Nella loro proposta questi bond dovrebbero essere messi con scadenza molto lunga (50 o addirittura 100 anni) o in alternativa perpetui (titoli irredimibili). La ragione alla base di ciò è che lo shock è talmente tanto elevato (come in quelli bellici) che dunque gli oneri per la ricostruzione dovrebbero essere ripartiti tra più generazioni. Affinché i tassi di emissione possano rimanere piuttosto bassi e sostenibili, sarebbe necessario un forte intervento della BCE, la quale acquisterebbe tali Eurobond sul mercato secondario (ad esempio nel PEPP) senza dunque violare il divieto di finanziamento monetario presente nel TFUE. Rimane comunque possibile all'istituzione monetaria l'adeguamento del proprio bilancio in caso di rischi di inflazione, vendendo quindi sul mercato i bond in questione. Appare però attualmente lontano questo rischio, poiché l'economia piuttosto è a forte tendenza deflattiva. Ciò che risulta maggiormente importante è

però il fatto che tale forma di finanziamento non crea nessun aggravio del debito pubblico esistente, evitando dunque che l'Eurozona ricada in una nuova crisi dei debiti sovrani. Sarebbe dunque posta in essere una mutualizzazione del nuovo debito con garanzia in solido dei paesi aderenti, senza ovviamente redistribuzioni dei debiti pubblici pregressi. Secondo Boitani e Tamborini (2020) inoltre sarebbe fortemente necessario che l'Unione Europea attraverso il proprio bilancio eviti che la garanzia incomba sul capitale degli stati membri. Ciò può essere fatto imponendo il cosiddetto "contributo di cittadinanza" annuo, il quale dovrebbe essere proporzionale al numero dei cittadini adulti dell'Unione con impatto equo tra i vari stati. In caso poi di accordo tra i Paesi Membri si potrebbe affidare alla Commissione Europea capacità impositiva a riguardo, gettando le basi per una vera e propria unione fiscale.

Al di là però degli aspetti puramente economici e tecnici, è importante porre l'attenzione sulle implicazioni che tali bond potrebbero comportare sugli sviluppi del progetto europeo. Un tale strumento andrebbe a completare gli sforzi fatti attraverso l'unione monetaria del 2002 e sarebbe il primo passo per la creazione di un vero stato federale sovranazionale sul modello statunitense. Gli Eurobond non verrebbero considerati come una mera misura economica, ma come risposta unitaria delle istituzioni europee, contribuendo maggiormente alla creazione di una vera identità comune. In mancanza di ciò, il rischio è quello di incrinare ulteriormente i rapporti vigenti tra gli Stati Membri, agevolando la diffusione

dell'euroscetticismo e minando definitivamente il raggiungimento dei tanto agognati "Stati Uniti d'Europa".

3.2 MES e adattamenti alla condizionalità

Un'ulteriore alternativa per far fronte alle difficoltà di finanziamento fiscale dei paesi dell'Eurozona coinciderebbe con il ricorso al MES (Meccanismo Europeo di Stabilità). Quest'ultimo non è altro che un fondo salva-stati istituito nel 2012 che ha l'obiettivo di dare sostegno di tipo economico ai Paesi Membri in forte difficoltà e a rischio default mediante l'emissione di propri titoli. Lo scopo di questo strumento è quello di garantire stabilità finanziaria all'interno dell'Eurozona, soprattutto in periodi di forte tensione come avvenuto nella precedente crisi dei debiti sovrani. Il sostegno di fatto avviene attraverso l'erogazione di prestiti o di linee di credito nei confronti dello Stato in difficoltà, solo dopo che quest'ultimo lo abbia richiesto e ci sia stata una successiva valutazione del fabbisogno finanziario da parte della Commissione Europea. Affinché però avvenga tale finanziamento è necessario che il paese in questione accetti di implementare un programma di riforme interne (la cosiddetta condizionalità), che vengono spesso interpretate come una parziale riduzione della piena sovranità dello stato stesso. Tale compromesso varia a seconda dello strumento utilizzato: nei casi più stringenti (erogazione di prestiti) prevede un aggiustamento macroeconomico concordato.

Detto ciò risulta chiaro come il MES sia uno strumento di tipo assicurativo creato per far fronte a rischi asimmetrici e per evitare che vi sia un effetto contagio tra i paesi della zona euro. La conseguenza di tutto questo è che teoricamente tale misura non si configurerebbe come la più adatta al corrente shock pandemico poiché, come più volte specificato, la natura di quest'ultimo risulta essere simmetrica e comune ai Paesi Membri. Il vantaggio del MES coincide con quello principale degli Eurobond: capacità di finanziamento ad un costo minore rispetto a quello di una propria emissione di titoli per i paesi con forte indebitamento pubblico. Il punto debole di questa alternativa in questo caso però risiede nell'incremento del debito pubblico degli stati aderenti, i quali non eviterebbero un aggravio della propria finanza pubblica: invece di rimborsare i BTP, l'Italia ad esempio dovrebbe restituire i fondi ottenuti dal MES. In una situazione critica del genere, dove è ampia l'esigenza di una forte spesa pubblica, tale svantaggio passa però in secondo piano. Ciò che frena i Paesi con forti necessità ad adottare tale meccanismo è la presenza delle già citate condizionalità, interpretate soprattutto dall'opinione pubblica come causa principale della perdita di sovranità e fonte di assoggettamento a entità esterne come la cosiddetta Troika. Basterebbe una semplice volontà politica per rimuovere provvisoriamente tali limiti allo scopo di sostenere con la propria potenza di fuoco (il MES dispone di circa 500 mld di euro) i paesi in forte difficoltà poiché più colpiti. Ed è proprio questo indirizzo che l'intero Eurogruppo ha deciso di intraprendere fin da subito,

raggiungendo un accordo ufficiale comune nell'8 maggio 2020. L'intesa tra i Paesi Membri riguarda l'apertura di una nuova linea di credito all'interno del MES denominata *Pandemic Crisis Support* che ha lo scopo di finanziare i paesi con maggiore dissesto finanziario nel periodo di crisi vigente, vincolando l'ottenimento delle risorse all'obbligo di impiego delle stesse in spese sanitarie. La Commissione ha poi dichiarato che tutti i debiti degli Stati Membri risultano sostenibili (valutazione legale indispensabile per accedere ai fondi del MES), specificando poi come la sorveglianza da essa svolta sulla destinazione delle risorse ottenute sia proporzionale e commisurata all'entità dello shock pandemico. Come specifica Bordignon (2020), non c'è dunque nessun rischio di interventi in stile Troika e di obblighi imposti di aggiustamento macroeconomico. Dal punto di vista tecnico, ogni paese potrà ottenere un'erogazione massima pari al 2% del proprio PIL sotto forma di prestiti con durata decennale, fornendo però uno specifico piano dettagliato delle misure che intende sostenere a fronte del finanziamento in questione (*Pandemic Response Plan*). Il tasso d'interesse previsto è pari allo 0,5%, notevolmente inferiore rispetto a quelli presenti nei mercati. La disponibilità della linea di credito è prevista dal 1° giugno 2020 e sarà accessibile fino a tutto il 2022.

Considerando tutti questi aspetti, tale misura risulta a primo impatto assolutamente conveniente, soprattutto nel caso italiano tenendo conto che il finanziamento ottenibile tramite il MES ammonterebbe a circa 36 mld di euro.

Infatti attualmente il tasso d'interesse sui BTP decennali ammonta a circa il 2%: adottare il finanziamento europeo in questione comporterebbe un risparmio di 5-7 mld di euro, come fatto presente da Bordignon (2020). La stima precedente però non tiene conto del fatto che i prestiti del MES hanno seniority maggiore rispetto al debito nazionale: può configurarsi quindi un maggior rischio nei titoli futuri nazionali che, percepito dai mercati, si tradurrebbe in un aumento del rendimento richiesto, pregiudicando in parte il precedente vantaggio economico. Bordignon (2020) comunque sostiene il MES per un altro valore aggiunto ad esso associato che riguarda la possibilità di adozione discrezionale da parte della BCE dell'OMT (*Outright Monetary Transactions*). Quest'ultimo è un programma di acquisto definitivo di titoli pubblici, con durata residua fino a 3 anni senza limiti quantitativi fissati ex-ante, che persegue lo scopo di garantire un corretto meccanismo di trasmissione della politica monetaria ed evitare possibili attacchi speculativi sui paesi deboli della zona euro. In sintesi il MES consentirebbe di finanziare parzialmente la spesa pubblica derivante dalla pandemia, nello specifico quella di natura sanitaria, vedendo ridotti i costi di un normale e autonomo indebitamento pubblico e considerando possibile un intervento monetario della BCE che freni e stabilizzi lo spread sui titoli pubblici. Qualsiasi demagogia risulta quindi inappropriata e infondata e una mancata adozione di tale misura in caso di necessità risulterebbe un inutile diniego di fronte ai primi segnali di cooperazione fiscale europea.

3.3 Recovery Fund

La risposta europea nei confronti della crisi non può assolutamente limitarsi all'adeguamento del MES poiché le risorse impiegate risulterebbero insufficienti sia dal punto di vista qualitativo che quantitativo. Su questo presupposto si muove la proposta della Commissione Europea del 28 maggio 2020 che mira al rafforzamento del bilancio UE e al sostegno all'economia europea. Essa contiene soprattutto il programma Next Generation EU, piano economico di natura temporanea per il periodo 2021-2024 avente potenza di fuoco di 750 miliardi fra contributi a fondo perduto, prestiti e garanzie. L'ammontare delle risorse impiegate in questo progetto europeo è stato definito sulla base di stime sulle necessità di finanziamento dei Paesi Membri per far fronte alle perdite patrimoniali subite dalle imprese, al crollo degli investimenti privati, al ritardo sopravvenuto nel processo di digitalizzazione e all'impatto negativo sui sistemi di welfare e sanitari. Il finanziamento del *Next Generation EU* avverrà mediante emissione di obbligazioni da parte dell'UE sui mercati finanziari. La scadenza dei titoli della Commissione Europea sarà compresa tra il 2027 e il 2058 e il rating associato ad essi dovrebbe essere elevato, considerando che i titoli UE già presenti nel mercato sono valutati con una tripla A da *Moody's* e *Fitch* e con AA da *S&P*. Per far fronte comunque al prestito obbligazionario, la Commissione Europea ha previsto un rafforzamento futuro del budget europeo mediante l'istituzione di una *Digital Tax* sulle grandi imprese, di un'imposta sulle

multinazionali che traggono vantaggio dall'esistenza di un mercato unico europeo e da una *Carbon Tax* sulle importazioni ad alto contenuto di gas serra. Nel caso le risorse risultassero ancora insufficienti, sarebbe richiesto un contributo maggiore da parte degli Stati Membri. Il supporto all'economia garantito da *Next Generation EU* si esplica in tre principali modalità: trasferimenti a fondo perduto per finanziare investimenti pubblici per 433,2 miliardi, prestiti per 250 miliardi e garanzie per 66,8 miliardi. La ripartizione tra i Paesi Membri di queste risorse finanziarie avverrà in base all'assegnazione di una quota denominata *Allocation Key* commisurata al reddito pro capite e alla severità degli effetti della crisi. Le prime stime mostrano come l'Italia risulti assegnataria di 153 miliardi (circa il 20% del totale), di cui 88,4 miliardi di trasferimenti, 51 miliardi di prestiti e 13,6 miliardi di garanzie. Viene richiesto ad ogni Stato un contributo proporzionale al proprio PIL per la realizzazione del programma. L'Italia verserebbe circa 96,3 miliardi alle casse UE, traendo quindi un beneficio netto di 56,7 miliardi, pari al 3,2% PIL.

Urge sottolineare come questa proposta effettuata dalla Commissione Europea non sia una soluzione definitiva, ma piuttosto un grande primo passo per una risposta comune da parte dell'Unione Europea nei confronti della crisi sopravvenuta. Infatti affinché vi sia l'approvazione della misura in questione, occorrerà l'unanimità dei Paesi Membri, essendo un provvedimento con effetti sul bilancio UE. Ci sarà dunque senz'altro una serrata contrattazione con i paesi

rigoristi del Nord Europa, già contrari precedentemente allo strumento degli Eurobond. In questo caso però vi è un accordo tra Francia e Germania, membri di alto rilievo nell'UE, e dunque sembra assai difficile vedere snaturata la proposta del Recovery Fund. Quest'ultimo rappresenta uno strumento innovativo nel quadro fiscale europeo perché implica l'assunzione da parte della Commissione di un debito comune a tutti i paesi membri che però verrà finanziato soltanto in parte da essi, visto il ricorso a tassazioni ed imposte. Si delinea dunque la costruzione di una capacità fiscale comune che andrebbe a completare il processo di integrazione europea. Avendo un bilancio europeo finanziato con risorse proprie consistenti, sarebbe più agevole impostare un piano di investimenti comunitari e di assistenza ai paesi europei, evitando le estenuanti trattative relative ai contributi di ogni Stato Membro. Inoltre l'emissione di titoli di debito sarebbe veramente comune, senza far ricorso alla garanzia reciproca tra i Paesi. Sembra dunque che sia stato fatto il primo passo per un'unione fiscale comunitaria e per il conseguente rafforzamento dell'Unione Europea. È importante in questo contesto evitare inutili pregiudizi verso le istituzioni europee, che, uniti ad una possibile mancanza di visione della classe dirigente, renderebbero vano questo primo passo compiuto nel processo di integrazione europea.

Capitolo 4

SCENARI FUTURI ED ESIGENZE DI CAMBIAMENTO

Nella mente dell'uomo risulta assai frequente indirizzare il pensiero al futuro, più o meno prossimo, cercando di elaborare scenari predittivi che descrivano l'evolversi della società e del nostro modo di vivere. Anche in questo caso risulta impossibile non porre l'attenzione su ciò che potrà succedere nel medio-lungo periodo e sulle relative conseguenze economiche e istituzionali a cui dovrà far fronte l'Eurozona. Partendo dall'ambito strettamente economico è necessario considerare che come in tutte le crisi sarà necessario un ampio sforzo fiscale per contrastare la depressione in atto. Al di là della forma di finanziamento adottata, ciò che emergerà nel nuovo quadro macroeconomico sarà un'Eurozona fortemente indebitata e molto più fragile dal punto di vista della sostenibilità dei debiti pubblici dei singoli stati. Da ciò deriva una crescente tensione nei mercati finanziari, i quali considerano sempre più probabile il default di uno Stato Membro. In sintesi il rischio è quello di una forte instabilità finanziaria sul modello della crisi dei debiti sovrani che, se sommata all'attuale depressione, potrebbe incrinare definitivamente i vigenti rapporti di cooperazione europea (sia monetari che politici). Risulta in tal caso molto importante l'intervento della BCE affinché le aspettative degli operatori siano indirizzate alla solidità finanziaria

dell'Eurozona, seppur essa stessa si ritrovi con pochi strumenti alla mano e con un bilancio sempre più composto da titoli maggiormente rischiosi e in alcuni casi addirittura *junk*. Il rischio è quello di vedere un meccanismo di trasmissione della politica monetaria che produce effetti eterogenei all'interno delle diverse aree della zona euro, andando ad accentuare ed implementare i già presenti squilibri territoriali e strutturali che intercorrono tra i paesi membri. Il risultato sarebbe un'Europa sempre più spaccata e divisa e perciò meno rilevante a livello internazionale. Ed è proprio per evitare tutto ciò che in questi momenti di forte incertezza e difficoltà economica la cooperazione risulta sempre più un'esigenza primaria e un obiettivo improrogabile. L'Europa deve infatti al più presto divenire sempre più compatta, specialmente nell'ambito politico e fiscale. Il processo di integrazione sovranazionale europeo non può infatti fermarsi alla BCE e all'euro, ma deve continuare nell'ottica della creazione di un governo federale e del completamento delle altre istituzioni europee. Non c'è più tempo per differimenti ed esitazioni poiché il rischio è quello di un collasso del sistema euro e della fine dei sogni europei, con ulteriori impatti negativi sui già precari livelli di occupazione e di benessere. Risulterebbe probabile poi l'avvento dei nazionalismi e degli spiriti protezionistici che, come ci ricorda la storia degli anni Trenta, sono il preludio a forti tensioni politiche internazionali. La drammaticità della crisi attuale dunque deve segnare una discontinuità che evidenzii le imperfezioni in atto del sistema europeo, di modo che venga perseguita con maggiore forza la strada

dell'integrazione. D'altronde J.F. Kennedy lo aveva già intuito ai suoi tempi, sostenendo che “scritta in cinese la parola crisi è composta di due caratteri. Uno rappresenta il pericolo e l'altro rappresenta l'opportunità”. Cogliere dalle esperienze nefaste l'occasione per progredire e perfezionarsi: questo deve essere il prossimo imperativo dell'Eurozona.

CONCLUSIONI

La drammatica depressione economica che l'Eurozona sta affrontando ha messo in luce le imperfezioni del modello istituzionale vigente e ha evidenziato l'improrogabilità di un adattamento sostanziale dello stesso di fronte all'evolversi del quadro macroeconomico. Il coordinamento tra politica monetaria accentrata e politiche fiscali diffuse risulta essere un modello accettabile transitoriamente, ma non su base permanente. Emerge in modo sempre più chiaro che la sola BCE nell'esercizio delle sue funzioni non può garantire la complessiva stabilità economica, pur utilizzando un ampio set di strumenti convenzionali e non. Si evidenzia dunque l'esigenza di un'unità fiscale e politica a livello europeo che formi, assieme alla politica monetaria accentrata nel SEBC, un sistema di *policy* funzionante e orientato al perseguimento della crescita e dello sviluppo, livellando allo stesso tempo le differenze strutturali e territoriali interne. Quanto appena espresso non mette in dubbio affatto la capacità adattiva delle varie istituzioni europee al variare degli scenari macroeconomici di riferimento, dimostrata dai nuovi strumenti introdotti (es. PEPP) e dall'adeguamento delle misure già presenti (es. MES). Piuttosto viene messa in rilievo l'opportunità di implementare ulteriormente tali potenzialità onde ottenere vantaggi economico-politici rilevanti e incidere in ultima analisi sul benessere dei cittadini. La dura sfida del Coronavirus quindi, oltre ad innovare il sistema di interventi economici a

disposizione deve essere il trampolino di lancio per la creazione di una nuova Europa, sempre più unita e forte.

BIBLIOGRAFIA

- Baglioni A., Bordignon M. (2020), Recovery Fund, una grande occasione da non sprecare, *lavoce.info*, <https://www.lavoce.info/archives/67381/recovery-fund-una-grande-occasione-da-non-sprecare/>
- Banca Centrale Europea (2020). ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), Press Release 18 March 2020
- Banca Centrale Europea (2020). Monetary Policy decisions, Press Release 12 March 2020, Francoforte.
- Banca Centrale Europea (2020). Monetary Policy decisions, Press Release 30 April 2020, Francoforte.
- Banca Centrale Europea (2020). Monetary Policy decisions, Press Release 4 June 2020, Francoforte.
- Banca Centrale Europea (2020). ECB takes steps to mitigate impact of possible rating downgrades on collateral availability, Press Release 22 April 2020
- Boitani A., Tamborini R. (2020), Coronabond, Titoli di cittadinanza europea, *lavoce.info*, <https://www.lavoce.info/archives/64866/coronabond-titoli-di-cittadinanza-europea/>
- Boot A., Carletti E., Haselmann R., Kotz H., Krahen J., Pelizzon L., Schaefer S., Subrahmanyam M. (2020), La stabilità finanziaria richiede solidarietà in Europa,

lavoce.info, <https://www.lavoce.info/archives/64277/coronavirus-la-stabilita-finanziaria-richiede-solidarieta-in-europa/>

Bordignon M. (2020), Mes sì o Mes no?, lavoce.info, <https://www.lavoce.info/archives/66629/mes-si-o-mes-no/>

Bordignon M. (2020), Per l'Europa il rischio del "troppo poco, troppo tardi", lavoce.info, <https://www.lavoce.info/archives/64180/per-leuropa-il-rischio-del-troppo-poco-troppo-tardi/>

Bufacchi I., Coronavirus, svolta Bce: accetterà in garanzia anche i titoli «junk». 22 Aprile 2020, Il Sole 24 Ore.

Fondo Monetario Internazionale (2020). World Economic Outlook, Washington D.C.

Galli G., Paudice F., Tucci F. (2020), Recovery Fund: chiarimenti su finalità e cifre, Osservatorio Conti Pubblici Italiani

Giavazzi F, Tabellini G. (2020), Eurobond perpetui contro il Covid-19, lavoce.info, <https://www.lavoce.info/archives/64658/eurobond-perpetui-contro-il-covid-19/>

Monacelli T. (2020), Shock da virus la via stretta della politica monetaria, lavoce.info, <https://www.lavoce.info/archives/64009/shock-da-virus-la-via-stretta-della-politica-monetaria/>

Monacelli T. (2020), Tre opzioni per sostenere l'economia, lavoce.info, <https://www.lavoce.info/archives/64886/tre-opzioni-per-sostenere-leconomia/>

Sorrentino R., “Bce: più liquidità alle banche (ma potrebbe non bastare).

Benvenuto il Recovery fund Ue”. 30 Aprile 2020, Il Sole 24 Ore.

SITOGRAFIA

<https://tg24.sky.it/economia/2020/03/12/coronavirus-bce-quantitative-easing.html>

https://www.bancaditalia.it/media/fact/2019/mes_riforma/index.html

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/helicopter-261.html>

<https://www.money.it/MES-cos-e-come-funziona-fondo-salva-Stati-perche-e-importante>