

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE, GIURIDICHE
E STUDI INTERNAZIONALI

Corso di laurea *Magistrale*:
Relazioni Internazionali e Diplomazia, curriculum in Diritto Internazionale
ed Economia



TITOLO TESI

L'evoluzione dell'Unione Monetaria Europea: la teoria delle Aree
Valutarie Ottimali applicata alle sfide economiche del XXI secolo.

Relatore: Chiar.mo Prof. GIANLUCA TOSCHI

Laureando:
ALBERTO BURLOTTI
matricola N. 1189750

ANNO ACCADEMICO 2020/2021

INDICE

Introduzione	p.2
Capitolo I – La Teoria delle Aree Valutarie Ottimali.....	p.7
§ 1.1 - Analisi Costi-Benefici.....	p.8
§ 1.1.1 – I Benefici.....	p.9
§ 1.1.2 – Le Politiche Monetarie all’interno di un’Area Valutaria.....	p.11
§ 1.1.3 – I Costi.....	p.16
§ 1.2 – I Criteri della Teoria delle Aree Valutarie Ottimali.....	p.20
§ 1.3 – La Performance dell’Unione Monetaria Europea.....	p.25
§ 1.4 – Il Carattere Endogeno delle Aree Valutarie Ottimali.....	p.27
Capitolo II – La Crisi dell’Eurozona, una Questione di Sopravvivenza.....	p.41
§ 2.1 – La Politica Fiscale in un’Unione Monetaria.....	p.41
§ 2.2 – Il Ruolo dei Mercati Finanziari.....	p.46
§ 2.3 – La Crisi Finanziaria Globale e la Crisi del Debito Pubblico nell’Eurozona...p.50	
§ 2.4 – Risposte alla Crisi.....	p.62
Capitolo III – La Crisi Pandemica, una Svolta Solidale	p.77
§ 3.1 – Tra le due Crisi	p.77
§ 3.2 – La Pandemia e le sue Implicazioni.....	p.90
§ 3.3 – Le Risposte Europee alla Crisi.....	p.96
§ 3.4 – Analisi della Variazione del Livello di Integrazione in Chiave OCA.....	p.101
Capitolo IV - I Passi Mancanti ed uno Sguardo al Futuro.....	p.113
§ 4.1 – Riepilogo dei Progressi Raggiunti.....	p.113
§ 4.1.1 – I Primi Anni.....	p.113
§ 4.1.2 – L’Adolescenza.....	p.114
§ 4.1.3 – L’Età Adulta.....	p.115
§ 4.2 – Importanti Lacune da Colmare.....	p.117
§ 4.2.1 – Completamento dell’Unione Finanziaria.....	p.117

§ 4.2.2 – Completamento dell’Unione Fiscale.....	p.120
§ 4.2.3 – Una Governance più Efficiente.....	p.123
§ 4.3 – Stati Uniti d’Europa, Utopia o Futuro Prossimo?.....	p.124
Conclusioni	p.133
Bibliografia.....	p.135
Sitografia.....	p.137

INTRODUZIONE

La scelta del tema di ricerca è stata dettata dalla passione per le dinamiche del sistema internazionale, luogo in cui una commistione apparentemente infinita di variabili influenza le mosse degli attori sulla scacchiera. Il Vecchio Continente è la culla della civiltà e non a caso si presta come banco di prova, unico nel suo genere¹, anche per l'analisi delle dinamiche di integrazione economica. Inoltre, da cittadino europeo e da studente di relazioni internazionali, non potrei non provare una pulsione irrefrenabile di curiosità verso l'operato dell'Eurozona in risposta ad una crisi che sto vivendo in prima persona, durante questa fase finale del mio percorso accademico.

L'obiettivo primario dell'Unione Europea fu quello di impedire una volta per tutte che il suolo europeo venisse irrorato dal sangue dei rispettivi connazionali. Questo fine, politico, lo si è raggiunto attraverso il mezzo economico, integrandosi.

Con la fine delle ostilità, il rifiuto del modello sovietico e la scelta occidentale, ebbe inizio la ricostruzione europea con l'arrivo, nel 1948, degli aiuti finanziari statunitensi del Piano Marshall e con la creazione dell'Organizzazione per la Cooperazione Economica Europea (predecessore dell'OECD), il cui mandato si incentrò sulla salvaguardia ed il progresso dell'integrazione economica europea. Fu un successo, ma per assicurare stabilità, pace e sicurezza bisognava fare molto di più. Pertanto, tra i padri fondatori prevalse la visione federalista di un progetto europeo caratterizzato da un'organizzazione sovranazionale dotata di poteri che, fino ad allora, erano stati esercitati in maniera esclusiva dagli Stati. Nei primi anni '50, vennero avanzati progetti che miravano direttamente all'integrazione politico-militare² (i.e. Comunità Politica Europea e Comunità Europea di Difesa), tuttavia, col loro fallimento non rimaneva altro che la via dell'integrazione economica.

Anche se, *de jure*, i sei Stati pionieri che si sedettero ai tavoli dei negoziati iniziali assunsero un ruolo paritario, *de facto*, il compromesso politico-economico alla base dell'EMU fu sempre orchestrato dai Paesi più influenti: Francia e Germania. Da un lato, la Francia aveva come obiettivo principale quello di impedire l'egemonia di una Germania riunificata, riarmata e molto più popolosa. Il fatto che la ECB avrebbe preso il posto della Bundesbank nella gestione delle politiche monetarie, le avrebbe permesso di prendere parte alle decisioni economiche in maniera equa, spostando quindi il baricentro istituzionale molto più a ovest rispetto a Berlino³. Dall'altro lato, invece, la Germania accettò questa centralizzazione in cambio di qualcosa che le avrebbe garantito un ruolo

¹ Non esiste luogo al di fuori dell'Europa in cui sia stato concesso un grado maggiore di sovranità statale ad un'organizzazione sovranazionale. La moneta costituisce una grande fetta dell'identità nazionale e si è deciso di cederla insieme alla possibilità di gestione delle politiche monetarie, senza contare le altre importanti cessioni di sovranità. La condivisione di una moneta unica per l'Europa, continente con una marcata eterogeneità culturale, rappresenta non soltanto una sfida ambiziosa, bensì anche una forte limitazione rispetto alla propria indipendenza di agire di fronte a situazioni difficili se non critiche.

² Cfr. R. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.11; p.38.

³ Cfr. M. Feldstein, "The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11 No. 4 pp.23-42, Fall 1997, pp. 28-29.

fondamentale nel nuovo contesto europeo. Il punto di incontro, *conditio sine qua non*, fu quindi una ECB che fosse il riflesso della Bundesbank⁴, dato che, di fatto, allora come oggi, la Germania era il motore dell'Europa.

L'obiettivo fu quindi quello di integrarsi economicamente, rendendo estremamente sconveniente farsi la guerra. Il progetto europeo ebbe inizio con la creazione della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio nel 1952. Poi, passando attraverso il Trattato di Roma del 1957, l'Atto Unico Europeo del 1986, il Trattato di Maastricht del 1992, i progressivi allargamenti territoriali, ed attraverso il Trattato di Lisbona del 2007; l'entità regionale si è ampliata ed evoluta integrandosi sempre più. Grazie all'effetto domino dell'integrazione regionale⁵, si è passati dalla prima fase di inclusione (metà anni '70) della zona di libero scambio (e.g. EFTA '59), quindi con libera circolazione delle merci al suo interno ed eterogenee barriere al commercio con Stati terzi, alla più attrattiva unione doganale (e.g. EEC al '68), con barriere esterne armonizzate, che poi diventò effettivamente un mercato comune (grazie all'entrata in vigore del SEA nel 1987), in cui i membri permettono la libera circolazione dei fattori della produzione, per poi giungere, allo stadio attuale di unione monetaria, con moneta unica e politiche monetarie decise a livello comunitario (da EMS con moneta scritturale ECU nel 1978, a EMU con l'introduzione dell'euro tra fine anni '90 e primi '00).

L'Unione Europea, ad oggi, si trova quindi ad un passo dall'ultimo stadio di integrazione, l'unione economica, dove sono armonizzate a livello regionale e quindi sovranazionale sia le politiche monetarie che quelle fiscali. Ad ogni modo, anche nella condizione attuale, le politiche fiscali devono essere coordinate affinché quelle monetarie siano efficaci; il che comporta, per gli Stati membri, uno spazio d'azione ulteriormente ridotto. Il frutto dell'unione economica sarebbe una federazione che, già nel 1952, il padre dell'integrazione europea Jean Monnet intravedeva ad un orizzonte molto lontano; e che potremo chiamare *Stati Uniti d'Europa*. Tuttavia, non è semplice capire quanto sia lungo il passo da compiere e soprattutto quando e se effettivamente verrà compiuto.

La governance europea in ambito economico è quindi condivisa tra Stati membri e istituzioni⁶:

- Consiglio Europeo (predisporre le principali linee guida);
- Consiglio dell'Unione Europea (coordina la legislazione e decide in merito all'adottabilità dell'euro da parte di uno Stato membro);
- Eurogruppo (coordina le politiche economico-finanziarie d'interesse comune per gli Stati membri dell'Eurozona);

⁴ La Germania aveva ben impressi nella memoria gli effetti dell'iperinflazione, a differenza dei Paesi del sud Europa che, tradizionalmente, erano molto più preoccupati per i tassi di disoccupazione. Basti notare le cinque condizioni d'entrata stabilite a Maastricht, tutte improntate sul controllo dell'inflazione, cosa che si riflesse nell'obiettivo primario della indipendente ECB: il controllo dei prezzi.

⁵ L'integrazione regionale causa, indirettamente, effetti discriminatori per chi ne rimane al di fuori. Cfr. R. Baldwin e C. Wyplosz (2015 quinta edizione), *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, p.14; p.31.

⁶ Cfr. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/economic-and-monetary-union/what-economic-and-monetary-union-emu_en al 22.12.20

- Stati membri (impostano il bilancio nazionale entro i limiti concordati per deficit e debito pubblico, e determinano aggiustamenti strutturali negli ambiti di lavoro, sistema pensionistico e mercati dei capitali);
- Commissione Europea (monitora la performance e l'ottemperanza con le norme vigenti);
- Banca Centrale Europea (stabilisce le politiche monetarie tenendo conto dell'obiettivo primario della stabilità dei prezzi e agisce come supervisore delle istituzioni finanziarie dell'Eurozona);
- Parlamento Europeo (condivide con il Consiglio il compito di legiferare e sottopone la governance economica al controllo democratico, specialmente attraverso il nuovo 'Dialogo Economico')

L'Unione Monetaria Europea, attualmente, è costituita da 27 Stati membri in totale, di cui 19 che condividono l'euro formando l'Eurozona ed 1, la Danimarca, con riserve speciali⁷. L'EMU è diventata un soggetto di diritto internazionale in grado di concludere trattati e accordi internazionali, agendo sulla base dei principi di sussidiarietà e di proporzionalità (Art.5 TEU), in materie sempre più ampie. Alle competenze esclusive (Art.3 TFEU), grazie alle quali essa può legiferare in modo autonomo ed adottare atti direttamente vincolanti per gli Stati membri ed i cittadini europei, si sono aggiunte quindi le competenze condivise (Art.4 TFEU), di comune accordo tra Unione e membri e le competenze di supporto (Art.6 TFEU), grazie alle quali l'Unione può intervenire contribuendo in maniera secondaria all'azione degli Stati membri.

Nonostante i progressi fatti verso l'integrazione, oggi ci troviamo ancora in quella 'villa senza il tetto' ideata da De Grauwe nel 1999⁸. Avendo scelto di abitare e condividere questa dimora, gli Stati decisero di lasciare all'uscita il proprio ombrello (indipendenza nella gestione delle politiche monetarie), che prima era sempre pronto ad essere spiegato in caso di temporali (shock asimmetrici). Tuttavia, questa villa ha assunto le sembianze di un limbo dal quale probabilmente spaventa di più scappare per l'indeterminatezza che si verrebbe a creare, che cooperare per evitare che tutti si bagnino (crisi sistemica). Il prezzo da pagare per erigere il tetto sarebbe ancora una volta la sovranità Statale, conferendo quel che resta dell'autonomia nazionale in ambito economico ad un'istituzione in grado di gestire autonomamente il regime fiscale per l'intera Unione Europea. Nella condizione attuale, a causa delle infiltrazioni, i muri della villa prima o dopo si sgretoleranno, causandone il crollo. Lo status attuale non può durare per sempre: o si progredisce con l'integrazione o si regredisce.

Purtroppo, ci si tende sempre a focalizzare solo sui parametri di performance economica, dimenticandosi dei benefici politici alla radice dell'Unione.

In tempi recenti, nuove sfide hanno messo a dura prova il sistema Europa. Le grandi prove non soltanto evidenziano difetti e carenze che possono portare al disfacimento di qualcosa che non ha più *raison d'être*, bensì, al tempo stesso, possono anche innescare

⁷ Cfr. https://europa.eu/european-union/about-eu/euro/which-countries-use-euro_en al 22.12.20

⁸ Cfr. P. De Grauwe, "Design Failures in the Eurozone – can they be fixed?", Economic Papers 491, Brussels aprile 2013, p.2.

comportamenti resilienti volti al progresso. Come l'Unione Monetaria Europea ha risposto alle maggiori sfide del nuovo millennio e come è variato il livello di integrazione è l'oggetto di questa ricerca.

Il presente lavoro è strutturato in quattro capitoli. Il primo capitolo si focalizza sulla chiave di lettura per l'analisi, ovvero la teoria delle aree valutarie ottimali. Il secondo capitolo tratta brevemente della crisi finanziaria globale del 2007 e di quella che ne è derivata, quindi la crisi del debito pubblico nell'Eurozona del 2008, per poi analizzare le modifiche avvenute. Il terzo capitolo verterà sul downturn economico derivato dalla crisi pandemica da Sars-Cov-2 (Covid-19) e sulla risposta da parte dell'Eurozona. Infine, il quarto capitolo espone studi recenti sull'integrazione europea e le conclusioni sullo stato attuale dell'arte e le possibili soluzioni volte al progresso dell'EMU.

CAPITOLO I

LA TEORIA DELLE AREE VALUTARIE OTTIMALI

Introduzione

La teoria OCA (*Optimum Currency Area*) si pone come obiettivo la valutazione della scelta, da parte di un gruppo di Stati, di abbandonare le proprie monete nazionali in cambio di una comune.

La letteratura legata a questa teoria risale a periodi differenti ed è stata costruita nel tempo grazie al lavoro di diversi autori⁹. L'evoluzione della teoria si può suddividere in quattro fasi differenti. La prima fase, "*the Pioneering Phase*", avvenuta tra gli anni 60 e 70 del '900, è costituita dalla posa delle pietre miliari della teoria stessa. Le proprietà fondamentali della teoria, o "criteri", ai quali studi più recenti devono riferirsi in quanto ancora solidi ed intatti, sono il frutto del contributo del lavoro di economisti come M. Friedman (flessibilità di prezzi e salari), R. Mundell (mobilità dei fattori della produzione), J.C. Ingram (integrazione dei mercati finanziari), R.I. McKinnon (grado di apertura economica), e P. Kenen (diversificazione della produzione). In questa prima fase, oltre a queste proprietà fondamentali, si è iniziato a discutere anche di affinità e differenze tra i tassi di inflazione (Fleming e Eichengreen), integrazione fiscale (Kenen) e di integrazione politica (Mintz, Haberler, Tower and Willet). La seconda fase, "*the Reconciliation Phase*", avvenuta negli anni 70 del '900, è costituita da una seconda ondata di argomentazioni tra diversi economisti come Corden, Mundell, Ishiyama, Tower e Willer. Il loro contributo è costituito non soltanto dall'interpretazione delle proprietà fondamentali, bensì anche dall'apertura a nuovi ambiti di ricerca, come ad esempio quello della simmetria degli shock economici. La terza fase, "*the Reassessment Phase*", ha avuto luogo tra gli anni 80 ed i primi anni 90 del '900, dopo una breve fase di stallo causata sia dalla divergenza di opinioni, che dal mancato sostegno di prove empiriche. Tuttavia, anche grazie alla necessità di un quadro analitico più sostanzioso, a cui poter fare riferimento durante la transizione imminente verso l'unione monetaria, la ricerca incalzò nuovamente. Pertanto, questa fase è caratterizzata non soltanto dalla revisione delle tematiche fondamentali legate alla teoria OCA, bensì anche dalla ricerca applicata ai meccanismi di integrazione monetaria europea. Le nuove tematiche su cui si concentrò il dibattito furono: l'ineffettività nel lungo termine delle politiche monetarie (McCallum, Artis, Alesina, Calvo, Emerson e De Grauwe solo per citarne alcuni), la questione della credibilità (Kydland, Barro, Giavazzi, Goodhart, Gandolfo e Tavlas), l'effettività degli aggiustamenti sul tasso di cambio (Krugman, De Grauwe, Tavlas, Canzoneri e Wyplosz), la moneta comune ed i mercati del lavoro (Bruno, Calmfors e De Grauwe). Il corpo analitico che ne derivò, da un lato, fece pendere l'ago della bilancia verso i benefici derivanti dall'integrazione in cambio dell'autonomia statale in ambito di politiche macroeconomiche e, dall'altro lato, contribuì ad evidenziare la necessità di avanzamento

⁹ Cfr. F.P. Mongelli, "New" views on the Optimum Currency Area Theory: what is EMU telling us?", European Central Bank Working Papers, April 2002, No. 138 p.5-8, sect.2-5

nel campo della ricerca empirica. La quarta fase, “the Empirical Phase”, prese avvio negli anni 80 del ‘900 e continua tutt’oggi. Questa fase di ricerca, sostenuta sia dalle innovazioni tecnologiche nel campo delle tecniche econometriche, che dalla rinnovata curiosità verso il teatro economico europeo, è caratterizzata non soltanto da studi empirici sulle proprietà fondamentali della teoria OCA, bensì anche dall’implementazione (osservazione ed analisi di un determinato fenomeno) delle tematiche relative alla teoria OCA, al fenomeno di integrazione economica europea. Ed è proprio perché il teatro europeo rappresenta un banco di prova ideale per la teoria OCA, che il focus della ricerca in questo ambito si è concentrato su di esso. Le tematiche trattate in questa fase, nello specifico, sono: flessibilità di prezzi e stipendi (tra i più importanti De Grauwe, Blanchard ed i rapporti dell’OECD e della Commissione Europea), integrazione dei mercati del lavoro (Eichengreen, Thomas, Blanchard, rapporti OECD), integrazione dei mercati finanziari (Backus, Bordo, Eichengreen, Mongelli, Liebermann, Bayoumi, Yosha solo per citare i più ricorrenti), grado di apertura economica (Beck, Weber), diversificazione nella produzione e nei consumi (Vori, Krugman, rapporti OECD), affinità tra i tassi di inflazione (Rogoff, Hasker, Weber, Engel, rapporti EMI, ECB, OECD), integrazione fiscale (Mongelli, Eichengreen, Wyplosz, Franco, Bayoumi), integrazione politica (Vanthoor, Mongelli, Padoa Schioppa, rapporti ESCB, ECB, OECD) ed infine simmetria degli shock economici (Taylor, Eichengreen, Decressin, Tavlas). Tra i più recenti avamposti di ricerca vi è il *tete-a-tete* tra i due nuovi paradigmi d’analisi che vedremo nel paragrafo 1.3, ovvero quello della specializzazione e quello dell’endogeneità.

Lo scopo di questo capitolo è quello di analizzare le tematiche principali legate alla teoria OCA, mettere in luce i costi ed i benefici della partnership Stato-unione monetaria, i criteri fondamentali della teoria OCA e, nello specifico, in che modo l’Europa risponde ad essi.

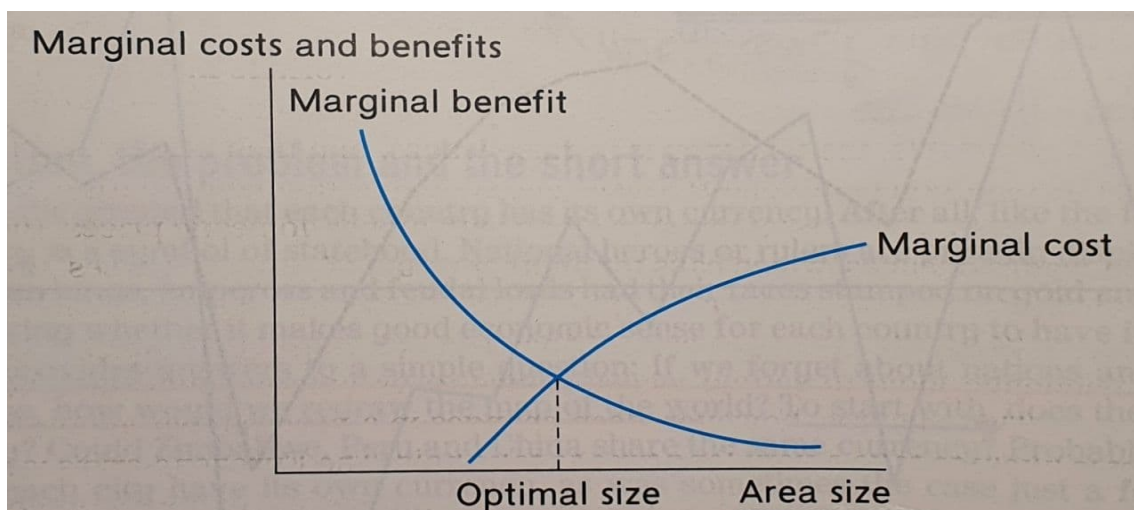
1.1 Analisi Costi - Benefici

Prima di tutto bisogna chiarire la logica che sta alla base della teoria e che aiuta a comprendere che esiste un limite di grandezza ottimale per un’unione monetaria.

Da un punto di vista meramente teorico, se il mondo intero adottasse una moneta unica, non esisterebbero più le perdite derivanti dai cambi di valute per il costo del servizio. Inoltre, cesserebbero di esistere l’indeterminatezza ed il rischio derivanti dalla volatilità dei tassi di cambio. Tuttavia, nel mondo reale, un’area valutaria così vasta comprenderebbe una maggiore diversità (negli standard di vita ad esempio), il che determinerebbe costi maggiori.

Quindi quanto dev’essere grande un’area valutaria perché ci sia un equilibrio ottimale tra i costi ed i benefici?

Fig.1.1 La Logica della Teoria delle Aree Valutarie Ottimali.



Fonte: R. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.352

Nel grafico (fig. 1.1), la grandezza ottimale equivale al punto di incontro tra la curva dei benefici marginali e quella dei costi marginali. La prima è raffigurata con inclinazione verso il basso in quanto il beneficio derivante dall'inclusione di uno Stato in più, inizialmente è molto maggiore rispetto al beneficio che deriva dall'accesso di un nuovo membro ad un'area valutaria già numerosa¹⁰. La curva dei costi marginali, invece, è crescente in quanto rispecchia i costi maggiori associati ad un'area più vasta ed eterogenea. Il punto di equilibrio tra le due curve rappresenta quindi la condizione in cui costi e benefici marginali si bilanciano.

1.1.1 I Benefici

Entriamo ora nel merito dell'analisi partendo dai benefici e vedendo, nel concreto, le tematiche legate al mondo reale.

Dal punto di vista dell'efficienza microeconomica, l'utilità della valuta condivisa è più elevata in un'area relativamente grande in quanto, rispetto ad un'area relativamente piccola, garantisce maggiore liquidità di servizi¹¹, siccome rappresenta un immediato mezzo di scambio, unità di conto e di risparmio¹². Inoltre, un enorme vantaggio è

¹⁰ Se da un lato i benefici provenienti dall'utilizzo di una moneta unica diventano palpabili solo al raggiungimento di un numero minimo di Stati, dall'altro si sommano ai costi derivanti da una maggiore eterogeneità.

¹¹ L'incrementata liquidità dei servizi è maggiore all'interno di un'area valutaria, grazie all'esistenza di un numero maggiore di intermediari finanziari che operano nello stesso mercato. Essi forniscono un rapido ed efficiente accesso al credito, al denaro e quindi una migliore funzionalità nell'esercizio delle operazioni economiche.

¹² Cfr. F.P. Mongelli, "New" views on the Optimum Currency Area Theory: what is EMU telling us?", European Central Bank Working Papers, April 2002, No. 138 p.33.

rappresentato dalla comparabilità dei prezzi, per i beni direttamente comparabili, grazie alla maggiore trasparenza. Di conseguenza, grazie alla competizione aumentata, non soltanto cresce il surplus per i consumatori che hanno un margine di scelta più ampio, bensì accresce anche l'efficienza delle imprese (costrette a sopravvivere a causa della competizione) e quindi del motore dell'economia capitalista, ovvero l'innovazione, in quanto aumenta la produttività che, a sua volta, incide sul PIL. Ma non solo, la trasparenza dei prezzi e la competizione aumentata portano ad una maggiore efficienza economica dal momento in cui rendono più equilibrato il regime dei salari che, se stabilito collettivamente tende a garantire stipendi più elevati rispetto alla reale produttività del lavoro; il che deteriorerebbe la competitività delle aziende. In un regime di tassi di cambio flessibili o fissi ma aggiustabili, vi è la tendenza ad alzare prezzi e stipendi, per poi ritrovarsi a dover deprezzare il tasso di cambio per compensare la perdita di competitività, il che comporta andamenti inflattivi di difficile controllo¹³. Conseguenza di questo modo di agire sono picchi di cicli economici più accentuati, il che significa minore stabilità non soltanto economica ma anche politica, dato che compensare gli andamenti troppo squilibrati dell'economia costa caro, soprattutto da un punto di vista interno (sociale), durante le fasi di attuazione delle politiche economiche.

Anche da un punto di vista macroeconomico un'area valutaria di grandezza pressoché ottimale garantisce maggiore stabilità rispetto ad un sistema di Stati che hanno in seno tutti gli strumenti di politica economica e la propria moneta nazionale. Questo grazie alla maggiore stabilità dei prezzi, a mercati finanziari più ampi e trasparenti in grado di garantire maggior credito (mercati dotati quindi di maggiore credibilità) e grazie inoltre a politiche economiche più armonizzate tra Stati, che garantiscono maggior stabilità di impiego e produzione.

Un altro beneficio di notevole importanza concerne l'estinzione dei costi di transazione. Ne derivano risparmi che ammontano ad almeno il 10% per cambi immediati “*spot*” e risparmi di gran lunga maggiori per la mancanza di necessità di sottoscrivere contratti assicurativi (e.g. Future, Option, Swaps) di copertura (“*hedging*”) dal rischio relativo a cambi che avverranno nel futuro “*forward*” (più di 30, 90 o 180 giorni)¹⁴. Con l'assenza del rischio legato alle variazioni del tasso di cambio, cessa di esistere anche l'incertezza che ne deriva, fattore che gioca a sfavore del commercio internazionale. Un settore particolarmente colpito dall'indeterminatezza derivante dalle variazioni del tasso di cambio è quello degli IDE “*Investimenti Diretti Esteri*”, poiché gli investitori vengono scoraggiati dal fare investimenti di lungo termine, trovandosi davanti un orizzonte relativamente poco prevedibile. I vantaggi derivanti dagli IDE possono essere: ritorni delle economie di scala, migliori strutture produttive, trasferimenti di tecnologia e know-how, che portano ad un conseguente aumento del commercio internazionale e delle esportazioni. Un chiaro esempio dei benefici che gli IDE possono apportare ad una regione economica è il caso della Cina con la famosa “*open door policy*” dopo il cambio

¹³ Cfr. R. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.353.

¹⁴ Cfr. T.A. Pugel, *International Economics*, New York, McGraw-Hill Education, 2016 (XVI edizione), p.390; 406; 410.

di regime da Mao Zedong a Deng Xiaoping nel 1978. Nel caso europeo, il grado di integrazione aumentato ha favorito lo spostamento degli IDE verso i Paesi UE e la circolazione tra loro¹⁵.

Tra i benefici del fare parte di un'area valutaria vi è pertanto un incremento del commercio, che non è dovuto solamente all'incremento degli IDE, bensì anche e soprattutto al grado di competizione aumentato e a pagamenti più sicuri. Ed è proprio l'incremento del commercio che garantisce la scelta maggiore per i consumatori e l'incentivo al miglioramento per i produttori. L'adozione della moneta unica, insieme all'estensione effettiva del mercato unico all'EEA nel 1992, ha giocato un ruolo fondamentale nell'espansione del commercio europeo e nel miglioramento del benessere economico.

1.1.2 Le Politiche Monetarie all'interno di un'Area Valutaria

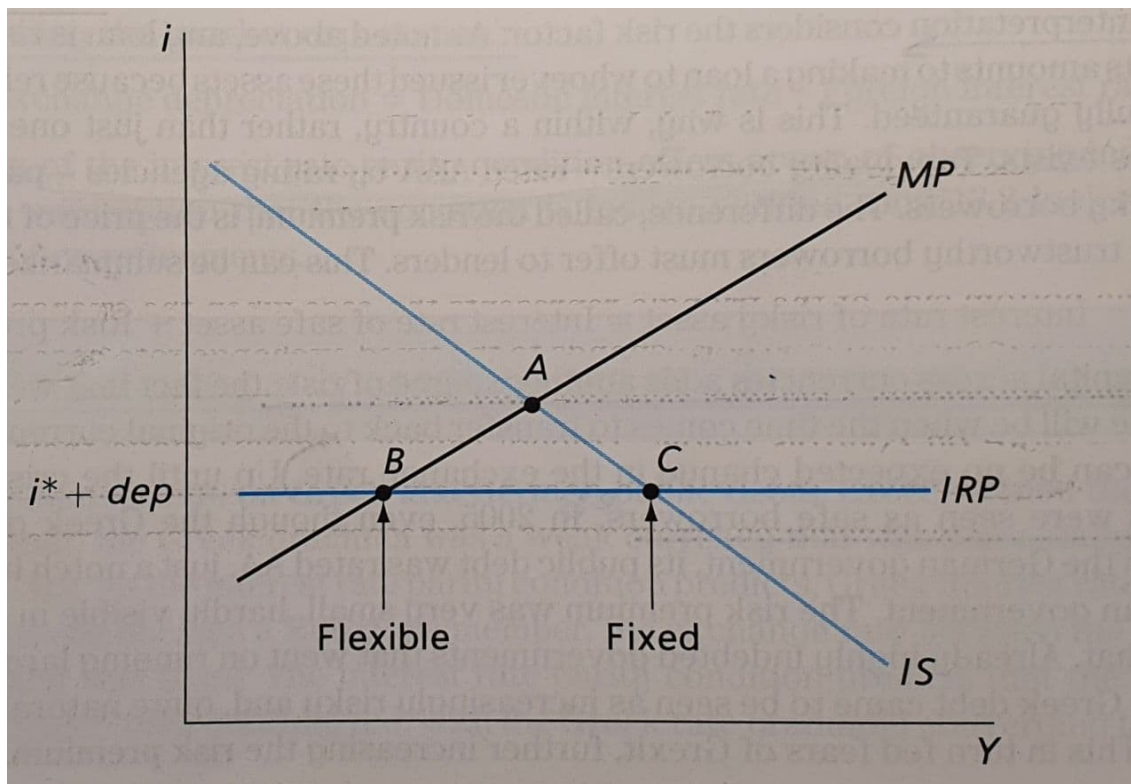
L'ultimo ma non meno importante beneficio riguarda la qualità delle politiche monetarie. Prima di poterne parlare, è necessario chiarire brevemente il “principio della trinità impossibile” ed alcuni concetti chiave relativi all'attività della banca centrale, nozioni che serviranno come base per la comprensione di molte tematiche correlate.

La trinità impossibile si trova alla base della storia dell'integrazione monetaria europea¹⁶, poiché implica delle forti limitazioni allo spazio di manovra nell'implementazione delle politiche economiche. Di conseguenza, in momenti di crisi, la strada che si ritrovano di fronte le istituzioni le autorità competenti può rivelarsi ancor più tortuosa di quanto non sia già in certe situazioni. Fondamentalmente il principio prevede che, volenti o nolenti, si debba decidere di abbandonare il controllo su uno dei tre fattori parte della trinità impossibile, che tra poco vedremo (Fig.1.3). Questo principio si basa sul paradigma della parità del tasso di interesse, secondo cui, la condizione di equilibrio generale in cui i mercati finanziari sono in equilibrio con quello dei beni, si ottiene quando il tasso di interesse domestico equivale ai ritorni generati dalle obbligazioni espresse in valuta estera più il presunto deprezzamento della moneta domestica ($i + i^* + dep = 0$).

¹⁵ Cfr. T.A. Pugel, *International Economics*, New York, McGraw-Hill Education, 2016 (XVI edizione), p.339.

¹⁶ Cfr. R. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.312; 315.

Fig. 1.2 Il Ruolo del Regime del Tasso di Cambio.



Fonte: R. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.310

Nel grafico (fig. 1.2) la IRP (Interest Rate Parity) è la curva che rappresenta la condizione di parità. Le curve IS (Investment Saving) ed MP (Monetary Policy) rappresentano rispettivamente la condizione di equilibrio del mercato dei beni e dei servizi¹⁷ e le preferenze della banca centrale che determinano l'offerta di moneta¹⁸. La condizione di equilibrio generale è rappresentata dall'intersezione tra la curva IS ed IRP, pertanto lo spazio di azione della banca centrale è relativo al cambio del tasso di interesse a seconda dei propri obiettivi.

Il fatto che le tre curve¹⁹ si intersechino nei tre punti A, B e C, implica il principio della trinità impossibile: solo due fattori su tre sono compatibili, bisognerà rinunciare al controllo su uno dei tre. I fattori sono: piena mobilità dei capitali, tassi di cambio fissi, politiche monetarie autonome. Scegliere a quale dei tre rinunciare non è facile in quanto, tramite il loro controllo si perseguono crescita e stabilità economica. Una marionetta risulterà meno espressiva se governata da due fili invece che tre.

¹⁷ La curva IS rappresenta tutte le possibili combinazioni tra il tasso di interesse (i) ed il PIL (Y), coerenti con il mercato dei beni e dei servizi di un'economia nazionale.

¹⁸ La curva MP, conosciuta anche come LM (Liquidity Money), rispecchia tutte le possibili combinazioni tra i e Y coerenti con il mercato delle monete di un'economia nazionale.

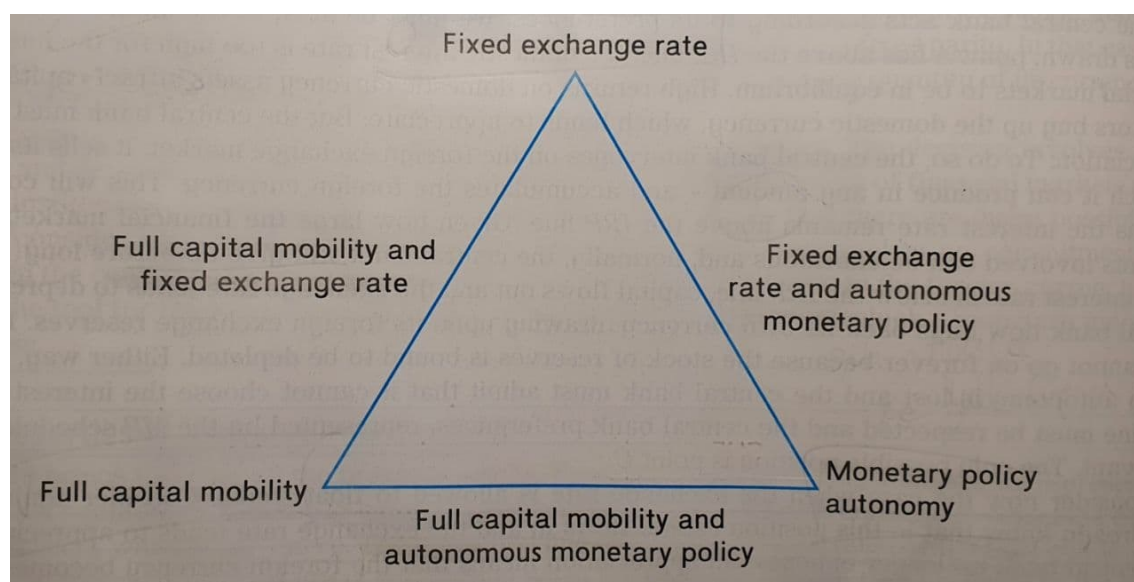
¹⁹ Nel linguaggio matematico ci si riferisce alle linee rette con il termine *curva*, in quanto non sono ben precisati i requisiti necessari affinché un ente possa chiamarsi curva. Cfr.

<https://www.treccani.it/enciclopedia/curva/> al 10.01.21

L'Eurozona ha optato per la piena mobilità dei capitali (assenza di limitazioni alla loro circolazione) ed una gestione completamente autonoma delle politiche monetarie, trovandosi costretta a lasciar fluttuare liberamente i tassi di cambio. Come per ogni cosa, ci sono dei pro e contro e, in questo caso, i tassi di cambio variabili impediscono di esercitare un controllo diretto sulla competitività.

Vediamo ora, nello specifico, come funziona questo principio. Secondo il grafico in figura 1.2, per quanto riguarda il caso europeo (tassi di cambio variabili), i capitali possono fluire liberamente all'interno del Paese x. Un ingente flusso di capitali in entrata comporta da un lato l'apprezzamento del tasso di cambio dovuto alla grande richiesta di moneta del Paese x e, dall'altro, un deprezzamento della moneta del Paese y dal quale i capitali escono. Ciò implica che anche i beni e i servizi del Paese y abbiano costi più bassi rispetto a quelli del Paese x e, di conseguenza, ci sarà un aumento delle importazioni ed una diminuzione delle esportazioni a causa della ridotta competitività internazionale del Paese x. Questo causa lo spostamento verso sinistra della curva IS fino al punto B (condizione di equilibrio dei mercati finanziari). Nell'aggiustamento dell'economia da A verso B, la banca centrale è libera di abbassare il tasso di interesse, attenuando l'impatto della transizione. Abbassando quindi il costo del denaro del Paese x, essa promuove i consumi di beni e servizi interni sia da parte dei consumatori che da parte del governo e gli investimenti nazionali, che altrimenti sarebbero in netto rallentamento contribuendo al deterioramento della bilancia dei pagamenti del Paese. In questo caso la banca centrale si muove nel quadro della MP rispettando la condizione di parità (IRP).

Fig. 1.3 Il Principio della Trinità Impossibile



Fonte: R. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.312

Il principio della trinità impossibile non si può ignorare perché altrimenti, prima o dopo, gli attacchi speculativi degli investitori²⁰ internazionali renderebbero impossibile mantenere il tasso di cambio all'interno della banda di oscillazione prestabilita. Se lo si ignorasse, il risultato sarebbe un ritorno alla condizione di equilibrio, ma passando attraverso una crisi monetaria. Questo è proprio quello che successe in Europa tra il 1992 ed il 1993 e che mise a dura prova l'*Exchange Rate Mechanism*²¹. Visto che in un mondo altamente globalizzato imporre controlli sui flussi di capitali comporta più costi che benefici, il divieto formale arrivò nel 1990. Nonostante ciò, si giunse al fallimento della convergenza dei tassi di inflazione (livello dei prezzi) tra i Paesi parte dell'EMS (*European Monetary System*), con conseguenti e ripetuti attacchi speculativi. Dagli anni '70 ci fu un incremento significativo dei flussi di capitali ed un aumento sia dell'integrazione che del commercio internazionale, principalmente a causa dei cambiamenti avvenuti nel sistema internazionale durante il tramonto della Guerra Fredda e l'emergere del ruolo economico della Cina. L'incremento dei flussi di capitali, insieme ad innovazioni tecnologiche, liberalizzazione del commercio ed al ruolo dell'IMF in America Latina, contribuì alla seconda ondata della globalizzazione ('80-'90) che industrializzò anche il Sud del mondo. Imporre controlli sui capitali avrebbe significato rimanere sulla banchina invece che salire su quel treno che avrebbe garantito innovazione e maggiore ricchezza.

Per quanto riguarda l'attività della ECB, essa ha il principale obiettivo di mantenere la stabilità dei prezzi nel lungo periodo (*inflation targeting*, per mantenerla poco al di sotto della soglia del 2%) e lo persegue attraverso gli aggiustamenti dell'offerta di moneta e del tasso di interesse. La banca centrale si trova quindi di fronte ad un primo problema relativo al suo obiettivo: i prezzi sono "sticky", appiccicosi²², in quanto gli effetti degli aggiustamenti di politica monetaria saranno completamente assestati solo in un futuro lontano (circa dieci anni²³), pertanto essa si dovrà basare su delle previsioni dell'inflazione. Inoltre, secondo il *principio della neutralità monetaria*²⁴, nel lungo periodo, le politiche monetarie perdono la loro efficacia in quanto il potere d'acquisto del

²⁰ In un regime di tassi di cambio fissi, le scelte di politica monetaria di un Paese sono pesantemente influenzate dalla necessità di intervento per la difesa del tasso di cambio (mantenimento all'interno dei parametri consentiti). Per difenderlo è necessario ricorrere alle riserve ufficiali di moneta (estera o domestica a seconda del tipo di intervento necessario). Esse non sono infinite, e gli investitori internazionali sono sempre al corrente della relativa scarsità di queste risorse. Ad esempio, nel caso in cui uno Stato si ostini a difendere il proprio cambio di fronte ad un apprezzamento eccessivo della moneta domestica (acquistandola dal mercato delle monete in cambio di un'altra valuta) gli investitori agirebbero sul mercato in maniera opposta, scommettendo contro di lui, e quindi immettendo la moneta di quello Stato in cambio di un'altra valuta.

²¹ Cfr. R. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.338

²² Secondo il fenomeno dell'*overshooting*, un incremento dell'offerta di moneta non si traduce immediatamente in un aumento dei prezzi, bisognerà aspettare l'orizzonte del medio termine per iniziare a vedere gli effetti, che si assesteranno del tutto oltre il lungo termine. Cfr. T.A. Pugel, *International Economics*, New York, McGraw-Hill Education, 2016 (XVI edizione), p.453

²³ Per breve termine (o periodo) si intende un arco temporale minore di tre anni, per medio termine tra i tre e i dieci e per lungo termine oltre i dieci anni.

²⁴ Cfr. R. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.315

denaro è inversamente proporzionale al livello dei prezzi. Questo significa che, ad esempio, degli aggiustamenti relativi alla base monetaria volti a stimolare la domanda (base monetaria incrementata) fanno abbassare il tasso di interesse e quindi il costo del denaro. Tuttavia, nonostante i benefici del breve termine, l'aumento della base monetaria inizia a perdere questo potenziale, in quanto un forte aumento della domanda comporta un aumento della relativa scarsità di un bene o servizio. Di conseguenza, l'aumento dei prezzi riduce il potere d'acquisto della moneta stessa. Un secondo problema è legato al fatto che nel breve-medio periodo persiste un'alternanza di cicli economici. Ad esempio, si possono riscontrare periodi di crescita economica e bassi tassi di disoccupazione, seguiti da periodi di crescita ridotta (o addirittura negativa) caratterizzati da forte disoccupazione. Spesso gli obiettivi di breve-medio periodo sono in contrasto con quelli di lungo termine e riuscire a bilanciare equamente tra i due è un lavoro alquanto delicato. L'azione della politica monetaria sarà visibile anzitutto su crescita ed occupazione, con un ritardo di almeno un anno, mentre gli effetti sull'inflazione, inizieranno ad essere visibili con un ritardo di almeno due o tre anni (dal medio termine in poi). Pertanto, la banca centrale si deve basare su delle previsioni inflattive di almeno tre anni, in caso contrario la sua azione sarebbe ritardataria e vana²⁵. Se per il Sistema Euro l'obiettivo primario concerne l'inflazione (lungo periodo), quello secondario è relativo a crescita ed impiego (breve-medio periodo). La soluzione è quella di rimanere più flessibile nel breve periodo, lavorando sul tasso d'interesse, decisamente più reattivo rispetto all'offerta di moneta e quindi ai prezzi. Tuttavia, nel fare ciò, è necessario tenere ben presente l'orizzonte del lungo termine dove, inevitabilmente, avverrà la resa dei conti nel caso in cui l'offerta di moneta non sia stata in linea con l'obiettivo dell'inflazione. Se così non fosse, l'effetto "sticky" dei prezzi, funzionerebbe anche a ritroso, ovvero comporterebbe tempi decisamente lunghi prima di tornare alla normalità del 2%.

Fondamentalmente il beneficio di una gestione centralizzata e indipendente delle politiche monetarie è quindi quello di evitare situazioni disastrose, che non sono per forza dovute all'incompetenza dei governi nazionali, ma sicuramente a politiche deleterie decise in momenti di difficoltà politico-sociale. Senza un'istituzione apolitica che abbia il compito di tutelare il benessere europeo su di un'ottica temporale di largo respiro, per i governi sarebbe difficile resistere alla tentazione di manovrare il tasso di interesse senza preoccuparsi dell'offerta di moneta, vivendo di fatto "alla giornata". Non dev'essere per niente facile il lavoro del politico, che si ritrova a dover compiere scelte delicate sotto il fuoco incrociato degli imperativi interni ed esterni al Paese. Da un lato vi è la necessità di soddisfare le richieste della popolazione²⁶ e, dall'altro, la necessità di gestire la bilancia dei pagamenti. Da questa prospettiva, conferire l'autonomia monetaria ad un ente superiore non può che essere una scelta astuta, poiché comporta non soltanto una gestione più efficiente delle politiche monetarie, ma anche una posizione *super partes* della BCE

²⁵ Cfr. R. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.401

²⁶ La popolazione è spesso poco informata sui benefici reali derivanti dalla stabilità nel lungo periodo, tuttavia, il concetto del fare un po' più di fatica oggi per farne meno domani è decisamente poco tangibile quando ci si fa i conti in tasca.

rispetto ai singoli obiettivi nazionali, con uno sguardo d'insieme volto quindi al bene della comunità intera.

Dopo aver elencato i benefici che conseguono dalla partnership ad un'unione monetaria, ovvero i vantaggi sia macro- che microeconomici, l'assenza di costi di transazione, l'aumento del commercio e l'aumento della qualità delle politiche monetarie; passiamo ora ai costi.

1.1.3 I Costi

Partendo dal punto di vista microeconomico il peggioramento dell'efficienza è principalmente dovuto ai costi relativi alla transizione verso una nuova moneta (amministrativi, legali, ecc.). Sebbene questi possono permanere per una durata relativamente breve di tempo, costi nettamente maggiori potrebbero derivare dal settaggio errato della parità del tasso di cambio nominale tra diverse valute²⁷. Il principio della parità del potere d'acquisto (*purchasing power parity principle* o *PPP*) stabilisce che il valore dell'apprezzamento del tasso di cambio equivale al differenziale tra i tassi di inflazione esteri e domestici²⁸. Se, ad esempio, l'inflazione domestica fosse maggiore rispetto a quella estera, la moneta domestica tenderà quindi ad un deprezzamento relativo alla moneta del Paese estero con un tasso d'inflazione minore. Di conseguenza, una distorsione rispetto alla reale competitività internazionale di un Paese, comporterà un aggiustamento automatico nel lungo periodo proprio grazie al principio della neutralità monetaria. Per fare un parallelismo con il *meccanismo di Hume*, la competitività reale verrà ristabilita in quanto, ad esempio, un Paese con tassi di inflazione nominali più alti rispetto a quelli reali presenterà un deficit di bilancio più elevato del normale a causa dell'eccessiva diminuzione delle esportazioni data la perdita di competitività. E se le esportazioni diminuiscono, il deficit di bilancio che ne consegue farà in modo che l'offerta di moneta diminuisca; con un'offerta di moneta ridotta, si risconterà quella diminuzione dei prezzi che, compensando, ristabilirà la competitività reale. Credo sia importante sottolineare quanto questi aggiustamenti siano dolorosi dato che, insieme ai prezzi, diminuiranno nell'arco di medio e lungo termine anche gli stipendi. Più grandi sono gli squilibri, più lo saranno gli aggiustamenti che ne conseguono.

Un altro costo è legato al rischio di monetizzazione del debito derivante dall'eventualità in cui alcuni Stati, attraverso deficit di bilancio eccessivi, possano rendere il loro debito pubblico insostenibile. Per monetizzazione del debito si intende quella pratica della banca centrale volta all'acquisto del debito nazionale che, creando credito, finanzia il deficit di bilancio statale. Nel fare ciò la banca centrale stampa moneta. Se l'offerta di moneta aumentata non sarà sostenuta da un'aumentata produttività o diminuzione del deficit, si incorre nel rischio di un'elevata inflazione. Una monetizzazione del debito comporterebbe quindi la perdita di credibilità internazionale per la moneta comunitaria a

²⁷ Cfr. F.P. Mongelli, "New" views on the Optimum Currency Area Theory: what is EMU telling us?", European Central Bank Working Papers, April 2002, No. 138 p.33

²⁸ Cfr. R. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.317

causa del suo deprezzamento²⁹, deteriorando di fatto il potere d'acquisto di tutti i membri dell'Eurozona.

Il costo maggiore concerne la sfera macroeconomica, esso è legato alla minore stabilità del Sistema Euro a causa del ridotto spazio di manovra per i governi nazionali nell'eventualità di shock asimmetrici. In caso di cicli economici avversi, che colpiscono in maniera differente e che non si ripercuotono necessariamente su tutti i membri, gli Stati dovranno fare affidamento all'operato della Banca Centrale Europea. La banca centrale, come una brava madre che non può avere una figlia preferita³⁰, nella determinazione del tasso di interesse e del tasso di cambio tra l'euro e le altre monete, non si può preoccupare dei singoli Paesi. Essa guarderà all'intera Eurozona, compiendo valutazioni sulla base di inflazione, crescita e impiego generali.

Data la notevole importanza di questo costo, esso merita una maggiore attenzione. Vediamo quindi, nello specifico, i meccanismi che vi sono legati.

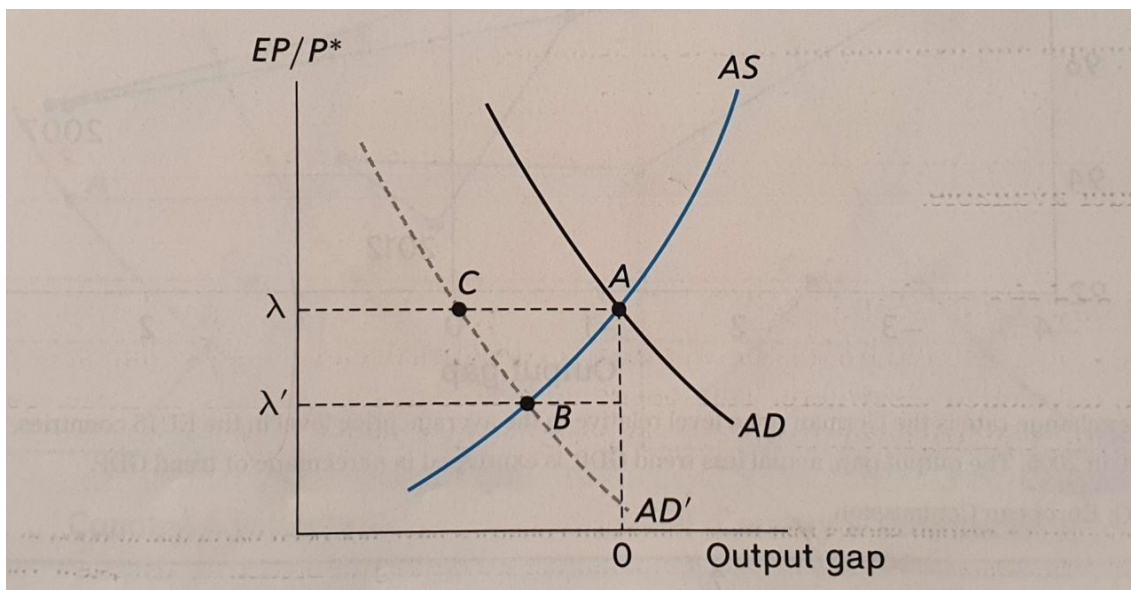
Prima di tutto cerchiamo di capire le cause e gli effetti degli shock asimmetrici. Uno shock per l'economia è rappresentato da una diminuzione nella domanda per i prodotti di un Paese, causata ad esempio da un cambiamento nelle preferenze (gusti) dei consumatori oppure da costi ridotti per prodotti direttamente comparabili. Il calo nella domanda comporta una ridotta competitività internazionale, il calo delle esportazioni e quindi un deterioramento del conto corrente. In un regime di tassi di cambio fissi o aggiustabili, questo problema si potrebbe arginare svalutando la moneta. In regime di tassi di cambio flessibili non ci sarebbe nemmeno la necessità di attingere alle proprie riserve ufficiali per compiere questa operazione, dato che il meccanismo di Hume compirebbe il suo corso. Ma quindi cosa fa la differenza? La malleabilità dei prezzi che, in un'area valutaria verrebbe a mancare.

In un sistema più elastico, uno shock comporterebbe una diretta diminuzione di prezzi e stipendi, cosa non facilmente digeribile sia dai produttori, che dai consumatori. Da un lato i produttori si vedrebbero calare il surplus e quindi i ricavi, dall'altro, i consumatori si ritroverebbero meno soldi in tasca a fine mese. L'aumento del surplus del consumatore a causa della diminuzione dei prezzi verrebbe controbilanciato dalla riduzione degli stipendi. In un sistema economico caratterizzato invece da prezzi rigidi, quindi tra Paesi diversi che condividono la stessa moneta, gli effetti di uno shock economico sono di gran lunga peggiori siccome l'economia del Paese colpito si ritroverà costretta ad attraversare un periodo di profondo rallentamento.

²⁹ Dato che l'offerta di moneta (obiettivo di lungo termine) deve rispecchiare in qualche modo i tassi di interesse, un deprezzamento comporterebbe un margine d'azione ridotto anche per i tassi di interesse, che sono efficaci per gli aggiustamenti contro cicli avversi nel breve-medio periodo e che contribuiscono ad attenuare i deficit di crescita ed occupazione.

³⁰ Cfr. R. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.400

Fig. 1.4 Shock Economici Avversi



Fonte: R. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.357

Nel grafico in figura 1.4 l'asse delle ordinate rappresenta il tasso di cambio reale³¹ (E_p/P^*) e l'asse delle ascisse il livello di produzione (output). La curva AD riflette la domanda aggregata, ovvero il potenziale produttivo del sistema economico³², con inclinazione decrescente in quanto un apprezzamento del tasso di cambio comporterebbe perdita di competitività e domanda ridotta. La curva AS (offerta aggregata) è invece inclinata verso l'alto, in quanto, con l'aumentare del prezzo, aumenta anche il surplus per i produttori, che saranno portati a produrre di più.

Lo shock negativo è rappresentato dallo spostamento a sinistra della curva AD. Nel caso in cui i prezzi siano flessibili o il tasso di cambio nominale³³ sia lasciato libero di variare, l'economia del Paese passerebbe da A a B, riscontrando direttamente una diminuzione della produzione causata dal deprezzamento del tasso di cambio reale. Contrariamente, con tassi di cambio fissi o prezzi rigidi, l'economia, seguendo la via più tortuosa, passerebbe per C prima di arrivare a B. Ciò accade a causa dell'invariato tasso di cambio reale, dato che i produttori vedrebbero lo stesso livello dei prezzi e continuerebbero a produrre beni che non verranno venduti (segmento AC) perché non in linea con la domanda mutevole. A causa dell'accumulo di beni invenduti la produzione sarà costretta

³¹ E_p/P^* riflette il grado di competitività di un Paese. I Paesi più ricchi sono quelli con un elevato grado di competitività, che a sua volta è rispecchiata dal livello dei prezzi.

³² Cfr. T.A. Pugel, *International Economics*, New York, McGraw-Hill Education, 2016 (XVI edizione), p.541

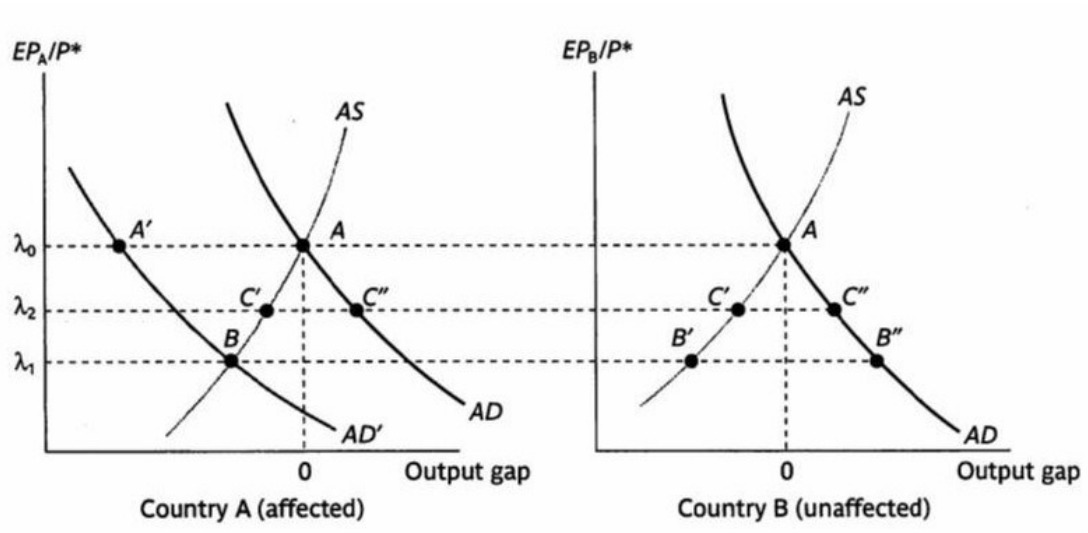
³³ Il tasso di cambio nominale rappresenta il potere di acquisto della moneta domestica nei confronti di una estera, ovvero la quantità di moneta estera che può essere comprata in cambio di quella domestica. Un suo apprezzamento comporta un deprezzamento nominale della moneta in questione. Il tasso di cambio reale, invece, descrive il potere d'acquisto in termini di beni e servizi, ovvero quanti beni nazionali possono essere scambiati per quelli esteri. Il tasso reale è molto importante in quanto è sempre libero di variare, anche in regime di tassi di cambio fissi. Per questo motivo è importante tenerne conto nella valutazione della reale competitività internazionale di un paese. Cfr.

<https://www.cnb.cz/en/faq/What-is-the-nominal-and-real-exchange-rate/> al 13.01.21

a diminuire, causando un periodo di recessione che porterà ad una riduzione dei prezzi, portando l'economia da C a B.

In un'unione monetaria, ai i Paesi colpiti, non è concesso a tutti il lusso di poter passare direttamente da A a B ed il costo della diversità è dovuto anche a questo problema.

Fig. 1.5 Shock Asimmetrico in un'Unione Monetaria



Fonte: Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.359

Mentre nel grafico di figura 1.4 il Paese in questione riportava solamente il tasso di cambio relativo al resto del mondo, nel grafico in figura 1.5 sono presenti entrambi i tassi di cambio reali e nominali: da un lato, quelli relativi ai Paesi parte dell'unione monetaria e, dall'altro, quelli relativi al resto del mondo. L'asse verticale rappresenta il tasso reale per i rispettivi Paesi rispetto al resto del mondo.

Dato che l'eterogeneità comporta shock differenti, la BCE si trova davanti ad un problema di non poco conto, poiché non potrà effettuare aggiustamenti bilaterali (nominali e reali tra i Paesi) comuni per il tasso di cambio relativo al resto del mondo. Se entrambi fossero colpiti in egual modo, basterebbe che entrambi i Paesi permettano un eguale deprezzamento del tasso di cambio reale rispetto al resto del mondo. Ma in caso di shock asimmetrico, il Paese A, essendo parte di un'unione monetaria, non ha la libertà di fare la cosa migliore per sé, ovvero, lasciar deprezzare il cambio reale da λ_0 a λ_1 , lasciando passare l'economia dall'equilibrio iniziale al punto A (dove i cambi reali dei due Paesi combaciavano), al nuovo equilibrio B (doloroso ma ottimale). Dall'altro lato, il Paese B non avrebbe motivo di lasciar deprezzare i cambi nominali e reali a λ_1 , perché se lo facesse produrrebbe meno di quanto il mercato richiede (eccesso di domanda a causa dei prezzi ridotti), perdendo quindi dei guadagni potenziali (segmento B'– B'').

In un'unione monetaria i Paesi non possono avere cambi nominali differenti. Pertanto, la banca centrale si trova costretta a dover scegliere tra privilegiare il Paese A, deprezzando

il cambio comune a λ_1 , o privilegiare il Paese B, lasciando invariato il cambio comune a λ_0 (con conseguente eccesso di offerta per il Paese A, che accumulerebbe beni invenduti A'-A).

Tuttavia, dato che l'EMU ha optato per i tassi di cambio variabili, in caso di shock ad un Paese, sebbene le ripercussioni negative sarebbero riscontrate inizialmente solo dal Paese colpito, l'euro subirebbe comunque un lieve deprezzamento compreso tra λ_0 e λ_1 (i.e. λ_2). Quindi anche il Paese favorito dal cambio nominale in linea con la sua economia, subirebbe uno squilibrio indiretto a causa dello shock, che passerebbe attraverso il lieve deprezzamento della moneta comune. Con il nuovo cambio reale entrambe le economie sarebbero comunque in disequilibrio: quella del Paese A in recessione (eccesso di offerta di beni e più disoccupazione) e quella del Paese B in surriscaldamento (eccesso di domanda di beni e meno disoccupazione). Il risultato sarebbe quindi un disequilibrio compreso tra gli eccessi dei due Paesi. Per un'unione monetaria, il costo legato a shock asimmetrici è inevitabile.

Alla luce di tutto ciò, come si possono arginare i problemi derivanti da questo tipo di situazioni? Non esiste un modo migliore di un altro per reagire a situazioni di questo tipo poiché, a causa dei conflitti di interesse, ci sarebbero in ogni caso vincitori e perdenti. Da un punto di vista interno agli Stati i produttori preferirebbero un tasso di cambio relativamente debole (maggiore competitività), mentre i consumatori sarebbero agevolati da un cambio relativamente forte (maggiore potere d'acquisto). Da un punto di vista interno, invece, alcuni Stati sono tradizionalmente meno tolleranti nei confronti dell'inflazione (e.g. Germania), mentre altri si preoccupano più di deficit e disoccupazione (e.g. Italia). Questi Stati tenderanno ad utilizzare le politiche fiscali in maniera divergente tra loro.

Ricapitolando, far parte di un'unione monetaria comporta costi e benefici. Da un lato i benefici sono i ridotti costi di transazione, maggiore trasparenza dei prezzi, ridotta incertezza legata al tasso di cambio, aumento netto del commercio e maggiore armonia ed efficienza delle politiche monetarie. Dall'altro lato i costi maggiori sono legati ai rischi per l'intera unione a causa della monetizzazione del debito di singoli Paesi ed i costi derivanti da shock asimmetrici.

1.2 I Criteri della Teoria delle Aree Valutarie Ottimali

La teoria OCA non è una panacea e non può avere una risposta chiara e definitiva per la sua domanda di fondo. Potrebbe sembrare un controsenso, ed in effetti in parte lo è, ma questa teoria non è in grado di definire se per uno Stato l'abbandono della valuta nazionale sia qualcosa di ottimale oppure no. Essa può soltanto definire quanto sia accettabile farlo³⁴, non soltanto a causa della dicotomia tra costi e benefici, bensì anche perché i criteri che ne derivano non si possono soddisfare nella loro totalità.

³⁴ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.361

La teoria OCA prevede sei criteri, tre economici e tre politici, ideati da economisti differenti. Per ognuno di essi vediamo teoria e critica rispettiva.

Il primo criterio economico indaga in merito ai fattori che facilitano la gestione degli shock asimmetrici ed è basato sulla mobilità del lavoro. Secondo questo criterio, un'area valutaria in cui è presente un'elevata mobilità dei lavoratori è più ottimale rispetto ad una in cui i lavoratori si spostano di meno. Il Paese colpito da uno shock avverso riscontrerebbe un calo dei fattori della produzione, quindi anche dell'offerta di lavoro.

In regime di tassi di cambio flessibili, nonostante le preferenze della banca centrale per un Paese piuttosto che per un altro, il tasso di cambio reale della moneta comune subirebbe un lieve deprezzamento. Questo comporterebbe una depressione per l'economia del Paese colpito ed un surriscaldamento di quella del Paese o dei Paesi non colpiti. La mobilità del lavoro svolgerebbe il ruolo chiave di compensare l'eccesso di offerta di lavoro, per il Paese colpito, e la carenza di offerta di lavoro per i Paesi non colpiti. Questo bilanciamento comporterebbe quindi un'efficiente riallocazione delle risorse.

La critica al primo criterio sottolinea il fatto che, da un lato le barriere linguistiche e culturali rappresentano un primo grande ostacolo alla mobilità del lavoro, ed è per questo che negli Stati Uniti essa è di gran lunga più elevata rispetto all'Europa. Dall'altro lato, le barriere istituzionali costituiscono un altro limite a questa teoria, data la diversità nei sistemi pensionistici, scolastici, ecc. che, in Europa, sono ben lontani dall'essere armonizzati a livello comune. Ad esempio, non è immediato che i contributi pensionistici o i titoli di studio universitari vengano riconosciuti in un Paese estero. Inoltre, il fatto che in diversi Paesi si producano beni differenti, comporterebbe la necessità di formare la nuova forza lavoro, cosa che probabilmente richiederebbe più tempo rispetto alla metabolizzazione di uno shock temporaneo da parte dell'economia colpita. A quel punto non varrebbe la pena investire sulla formazione, poiché ci si troverebbe nella situazione opposta. Un ulteriore elemento che gioca a sfavore di questo criterio riguarda il capitale. Esso non è soltanto finanziario e quindi molto volatile (in assenza di restrizioni), bensì è anche fisico (aziende e rispettivi macchinari) e pertanto poco mobile. Anche qui si ripresenterebbe il problema del tempo, dato che ricostruire gli stabilimenti e spostare i macchinari in un altro Paese potrebbe richiedere più tempo di quello che impiegherebbe la tempesta a placarsi o andare altrove.

I seguenti criteri economici condividono l'obiettivo di identificare le aree di un'unione monetaria che sono meno soggette ad essere colpite da shock asimmetrici o che sono più in grado di affrontarli.

Il secondo criterio economico è basato sulla diversificazione della produzione. Più la produzione di un Paese è diversificata, meno intensi saranno gli effetti dello shock e, di conseguenza, un'area valutaria di questo tipo è più ottimale rispetto ad una in cui la produzione si basa su pochi beni e servizi. Ipoteticamente, se l'economia di un'intera regione si basasse esclusivamente su uno o due prodotti, in caso di calo della domanda per uno dei due, il reddito subirebbe un forte trend negativo. Se invece questa regione basasse il proprio reddito su una vasta gamma di prodotti, un calo della domanda per uno

di essi influirebbe decisamente meno sull'intero guadagno. Dato che è molto probabile che i consumatori cambino gusti o che l'avanzamento tecnologico renda obsoleti vecchi prodotti, diversificare la produzione aiuterebbe ad attenuare le conseguenze di uno shock per l'economia.

La critica al secondo criterio è di tipo quantitativo. Nella realtà non è ben chiaro quale sia il limite di diversificazione necessaria affinché un'area si possa definire sufficientemente ottimale, né quanta diversificazione sia sufficiente per mitigare gli effetti di uno shock, poiché sono molteplici le variabili che entrerebbero in gioco. Se si applicasse solamente questa logica alla valutazione dell'ingresso della Grecia nell'Unione Europea, ad esempio, si sarebbe optato per la non annessione in quanto la sua economia si basa principalmente su turismo ed agricoltura³⁵. L'entrata della Grecia avrebbe quindi implicato un grande passo indietro rispetto all'efficienza dell'EMU. Questa indeterminatezza sottolinea una controversia non irrilevante.

Il terzo criterio economico si basa sull'assunto per cui una grande apertura al commercio ed una forte attività di scambi commerciali implicano una maggiore efficienza di un'area valutaria. La chiave di questo assunto è la competizione, siccome fa in modo che i prezzi per i beni comparabili siano uniformi. Più due Paesi commerciano tra loro, meno sarà evidente la differenziazione tra beni nazionali e stranieri. Pertanto, in caso di shock asimmetrico, non sussisterebbe il problema dei tassi di cambio nominali differenti e, la ECB sarà in grado di adottare politiche monetarie (abbassando il cambio comune) senza favorire un Paese a discapito di un altro.

La critica al terzo criterio implica il fatto che il tasso di cambio può causare ripercussioni sulla competitività e, di conseguenza sull'economia, attraverso i profitti. Nel caso in cui il tasso di cambio si deprezzi, aumentando il prezzo dei beni domestici, aumenterebbe anche il profitto degli esportatori. Al contrario, in caso di apprezzamento del cambio, la diminuzione dei prezzi causerebbe una perdita di profitto per gli esportatori domestici. Tuttavia, nel mondo delle *global value chains*, dove i prodotti finiti sono composti da idee e materiali provenienti da ben più di due Paesi, il profitto aumentato (per gli esportatori domestici) a causa del deprezzamento del cambio verrebbe ammortizzato dai prezzi più alti (stabiliti internazionalmente), per i materiali necessari alla creazione di valore aggiunto per gli esportatori domestici stessi. A questo punto il dubbio potrebbe sorgere spontaneo, poiché un mondo caratterizzato prevalentemente dalle "catene globali del valore" costituirebbe un'area valutaria grande come l'intero pianeta. Ma nella realtà, nonostante l'aumento significativo delle GVCs dagli anni '90 ad oggi³⁶, metà della produzione mondiale riguarda beni non commerciati a livello internazionale, bensì utilizzati domesticamente.

Passiamo ai criteri politici. Essi indagano in merito al grado di solidarietà presente in un'unione monetaria ed alle conseguenti implicazioni.

³⁵ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.364

³⁶ Cfr. <https://voxeu.org/article/global-value-chain-transformation-decade-ahead> al 20.01.21

Il primo criterio politico riguarda i trasferimenti fiscali. Dato che i costi per gli shock asimmetrici sono inevitabili in un'unione monetaria, poiché il rallentamento dell'economia del Paese colpito causerebbe un lieve deprezzamento della moneta comune e quindi un'influenza negativa indiretta anche sui paesi non colpiti, è proprio nell'interesse di questi ultimi compensare finanziariamente per la recessione del Paese colpito. Il trasferimento compenserebbe per il downturn economico del Paese colpito ed il boom nei Paesi non colpiti, facendo guadagnare il tempo necessario per rimanere in equilibrio fino al passare della tempesta³⁷. Dunque, se i Paesi parte ad un'unione monetaria attivassero un meccanismo di assicurazione comune a fronte di shock asimmetrici, essi formerebbero un'area valutaria ottimale.

La critica al primo criterio concerne i suoi limiti. Anzitutto, l'efficacia dei trasferimenti fiscali verrebbe a mancare nel momento in cui gli shock asimmetrici colpirebbero sempre gli stessi Stati. In questo senso, il primo criterio politico è legato al terzo, siccome a causa della mancata reciprocità degli aiuti economici, i Paesi che non vengono mai colpiti si ritroverebbero a pagare una sorta di finanziamento a fondo perduto. Il tornaconto, in questo caso, sarebbe l'aiuto reciproco in una situazione analoga, che non si verifica. Di conseguenza, è molto probabile che gli Stati che rimangono sempre intatti di fronte agli shock tendano a prendere le distanze. I Paesi non colpiti vedrebbero i propri trasferimenti come dei costi fissi senza la possibilità di alcun riscontro futuro. Un secondo problema, legato al primo e che minaccia l'equilibrio di un'area valutaria, riguarda direttamente gli Stati colpiti dagli shock. L'azzardo morale, che vedremo in diverse occasioni nel corso dell'elaborato, è un meccanismo dannoso che si innesca quando si è convinti di aver sempre le spalle coperte. Uno Stato, come una persona, tenderebbe ad assumere comportamenti rischiosi, che probabilmente non metterebbe in atto sapendo di dover fare conto solo sulle proprie risorse. Ad esempio, uno Stato con problemi relativi a deficit eccessivi nella bilancia dei pagamenti, sapendo che nei momenti di difficoltà ci sarà sempre qualcuno pronto a mettere mano al portafogli per lui, tenderebbe a non preoccuparsi né di risparmiare in periodi di prosperità economica, né tantomeno ad intraprendere quelle riforme strutturali necessarie che potrebbero migliorarne la crescita nel lungo termine. Per estremizzare questo concetto, un governo in vista delle elezioni potrebbe addirittura preoccuparsi solamente di implementare delle politiche fiscali espansive miopi, con lo scopo primario dell'elezione ad un nuovo mandato. Come succede spesso nei casi di genitori troppo apprensivi che risolvono i problemi ai propri figli fornendo loro direttamente delle soluzioni, senza il minimo coinvolgimento nel processo di apprendimento, anche gli Stati tenderebbero a non imparare mai dai propri errori, procrastinandone la gestione ed il miglioramento.

Il secondo criterio politico riguarda l'omogeneità delle preferenze in merito all'attuazione delle politiche economiche. Shock simmetrici hanno il potenziale di causare effetti simili a quelli degli shock asimmetrici nel caso in cui uno o più membri di un'area valutaria dovessero essere in disaccordo con le politiche comuni. Poiché le politiche monetarie, affinché siano efficaci, devono essere coordinate con quelle fiscali (in seno agli Stati

³⁷ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.365

membri), un mancato coordinamento a causa di preferenze eterogenee causerebbe distorsioni significative nel funzionamento dell'unione monetaria. Preferenze eterogenee possono causare dissidi e risentimenti nel migliore dei casi, oppure, nella peggiore delle ipotesi, il disfacimento dell'unione monetaria stessa³⁸. Di conseguenza, più è alto il grado di coordinamento delle politiche economiche tra Stati membri, più un'area valutaria si potrà considerare come ottimale.

La critica al secondo criterio si basa sulla sua ambiguità in quanto è molto difficile intercettare tutte le dissonanze che derivano dalla gestione delle scelte che si ripercuotono sull'unione monetaria da parte dei governi nazionali. L'operato dei governi cambia in modo significativo non soltanto tra una leadership e l'altra, bensì anche nel tempo, ovvero in un'ottica temporale decisamente più ampia rispetto ai frequenti cicli di governo. Pertanto, risulta pressoché impossibile quantificare il grado di omogeneità tra le preferenze dei Paesi e, di conseguenza, anche il grado di efficienza di un'area valutaria.

Il terzo criterio politico si riferisce all'ambivalenza tra solidarietà e nazionalismo. Nel fare ciò, esso si addentra in un livello ancor più profondo dell'analisi politica in quanto indaga sulla percezione del costo della convivenza. Ogni Paese funziona come un'area valutaria poiché, parte o meno di un'unione monetaria, deve gestire shock economici che colpiscono singole aree o settori, all'interno dei confini nazionali. Internamente ai singoli Stati è naturale che si accolgano i costi che ne derivano e si cerchino soluzioni che vadano bene per tutti, in quanto è largamente accettata e condivisa la percezione di un destino comune. Quando si tratta invece di zone regionali che racchiudono al loro interno una forte eterogeneità socioculturale, le cose si complicano. In questo caso, non è così immediata la percezione e la condivisione di un destino comune ed il costo del vivere insieme potrebbe non avere un consenso sufficiente ad evitare dissidi politici. Dunque, questo criterio si basa sul grado di solidarietà presente in un'area valutaria, comparandolo alle spinte nazionaliste e stabilisce che, più vi è solidarietà nella gestione dei costi che derivano dalla convivenza monetaria tra Stati, più un'unione si può considerare come ottimale.

La critica al terzo criterio parte dal presupposto per cui la solidarietà trova la sua ragion d'essere in un'unione politica perfettamente formata³⁹. Solo allora i sacrifici di alcuni saranno accettati per il bene comune, sapendo che gli altri farebbero lo stesso. Solo allora si comprenderà a pieno l'essenza della teoria OCA, cioè il fatto che i costi verranno compensati dai benefici nel lungo periodo, accettando quindi i costi occasionali derivanti dagli shock asimmetrici e agendo nell'ottica dell'essere tutti sulla stessa barca.

I sei criteri, o meglio, strumenti della teoria delle aree valutarie ottimali, sono quindi formati dai tre economici, ovvero, mobilità del lavoro, diversificazione della produzione e grado di apertura al commercio; più i tre politici, preferenze omogenee, trasferimenti fiscali e destino comune. L'apparente contraddizione tra il nome della teoria, che rimanda

³⁸ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.367

³⁹ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.367

ad un concetto di unione monetaria perfettamente efficiente, ed i suoi limiti, relativi all'impossibilità di soddisfare a pieno i criteri, rimane viva nella teoria stessa. Tuttavia, questi criteri rappresentano da una parte un valido metro di paragone per la valutazione del grado di efficienza e, dall'altra, un modello di riferimento per il miglioramento di un'area valutaria.

1.3 La Performance dell'Unione Monetaria Europea

Ripartendo dal presupposto per cui i criteri OCA non sono qualcosa di statico e perfettamente definito e, pertanto, non possono essere completamente soddisfatti o completamente inadempiti, vediamo come l'EMU risponde al test OCA.

Partendo dal primo criterio economico, la mobilità del lavoro, l'Europa è ben lontana dal livello ottimale, soprattutto se comparata alla mobilità che avviene nel mercato del lavoro statunitense. I fattori che giocano a sfavore degli spostamenti del capitale umano, in Europa, non sono soltanto quelli di tipo economico come ad esempio i costi del trasferimento, l'incertezza riguardo alle opportunità lavorative anche per i propri familiari e i diversi sistemi pensionistici, sanitari e di welfare in generale, bensì incidono negativamente anche e forse soprattutto fattori non economici come la differenza linguistico-culturale. Il fatto che negli Stati Uniti si parli la stessa lingua, che il settore immobiliare sia più fluido e che ci siano sistemi normativi armonizzati incide in maniera decisiva. Di conseguenza, in Europa, a seguito di shock asimmetrici, la carenza di impiego in alcuni Paesi non viene colmata dall'eccesso di disoccupazione di altri, causando un aumento del carico sui sistemi di welfare. Il problema della carenza di capitale umano per i Paesi con l'economia in surriscaldamento potrebbe essere arginato dai flussi migratori, selezionando le risorse necessarie a seconda del grado di competenza richiesto⁴⁰. Naturalmente, è necessario che il capitale aggiunto, più di quanto si dovrebbe fare già con il capitale umano europeo, venga integrato nelle società ed educato a seconda delle previsioni in merito ai bisogni futuri, formando quindi individui che contribuiscano all'aumento dell'innovazione europea. Il primo criterio non è sufficientemente soddisfatto.

In merito al criterio della diversificazione, l'indice di dissimilarità commerciale⁴¹ risalente al 2007, che si basa sulla divisione del commercio in tre categorie di beni (agricoli, minerali e della manifattura), mette in luce uno scenario abbastanza eterogeneo. Tra i Paesi con la più scarsa diversificazione della produzione ci sono Slovenia, Italia e Austria, mentre i Paesi con il livello più alto di diversificazione sono Lettonia, Danimarca

⁴⁰ I fenomeni migratori verso il continente europeo rappresentano un grande problema politico. Tuttavia, non soltanto la teoria dimostra che sebbene ci siano sempre vincitori e perdenti, tutto sommato si vince più di quanto si perde, ma anche le prove empiriche sfatano il mito degli stipendi ridotti drasticamente dall'eccesso di offerta in un determinato settore ed il mito dell'aumento eccessivo della disoccupazione come conseguenza dei flussi migratori. Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.200-210

⁴¹ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.373

e Paesi Bassi. Non bisogna farsi ingannare dalle posizioni agli estremi, con gli ultimi tre posti occupati da Paesi comunitari ed i primi due, con il grado maggiore di differenziazione, occupati da Paesi extracomunitari, poiché nel mezzo la maggior parte dei Paesi comunitari presenta un buon livello di eterogeneità produttiva. Pertanto, il secondo criterio economico può essere considerato soddisfatto.

Per quanto riguarda il terzo criterio economico, l'apertura al commercio, abbiamo visto che essa consiste nella percentuale di economia domestica destinata al commercio internazionale. L'Europa, presenta un ampio livello di apertura con gli Stati membri più piccoli (in termini di PIL) in testa alle statistiche⁴². Non stupisce che la maggior parte dei Paesi europei siano molto aperti e ben integrati quando si tratta commercio, siccome nel processo di integrazione europea si è partiti dalle questioni strettamente economiche. Anche questo criterio si può ritenere soddisfatto.

Se quindi la performance europea è più che discreta per due criteri economici su tre, purtroppo, non si può dire la stessa cosa per la sua prestazione in merito a quelli politici.

Il primo criterio politico, che concerne i trasferimenti fiscali, non si può ritenere soddisfatto in quanto il budget europeo, che ammonta circa all'1% del PIL degli Stati membri, è complementare e di supporto alle operazioni necessarie al coordinamento e quindi alla gestione dell'Unione, nei settori in cui i membri hanno deciso di vincolarsi. Il budget europeo, prevalentemente destinato alla crescita intelligente, inclusiva e sostenibile⁴³, è ben lontano dal fornire un cuscino sicuro in caso di grandi shock per l'Eurozona, nonostante siano stati fatti dei primi passi avanti a seguito della crisi del 2008.

Per quanto riguarda le preferenze omogenee, quindi il grado di consenso nell'impiego delle politiche economiche, nonostante le differenze storiche relative all'inflazione e al debito pubblico, l'integrazione europea ha fatto in modo che, tramite le istituzioni, si instaurasse un regime di disciplina volto al perseguimento degli imperativi comuni. Ma se da un lato l'operato degli Stati è veicolato dalle istituzioni, dall'altro gli Stati non condividono sempre le politiche adottate per affrontare i problemi. Pertanto, il secondo criterio politico, può ritenersi parzialmente soddisfatto.

Il terzo ed ultimo criterio politico, il "destino comune", che contrappone la solidarietà al nazionalismo, non è sufficientemente soddisfatto, o meglio non è del tutto definito, in quanto non è ben delineata l'inclinazione per gli Stati membri e per le opinioni pubbliche nel rinunciare alla sovranità nazionale nel perseguimento di ideali comuni. Questa variabile è molto suscettibile alle numerose tematiche ed agli eventi che accadono e che vanno gestiti all'interno dell'Unione Europea, poiché entrano in gioco svariati fattori sociali, politici ed economici.

⁴² Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.372

⁴³ Cfr. https://ec.europa.eu/budget/graphs/revenue_expenditure.html (al 02.02.21)

1.4 Il Carattere Endogeno delle Aree Valutarie Ottimali

A. Rose e J. Frankel, pionieri della teoria dell'endogeneità⁴⁴, si basarono sull'assunto per cui i Paesi che entrano a far parte di un'unione monetaria, si classificheranno meglio in base ai criteri OCA *ex-post*, nonostante l'eventualità di mediocri risultati *ex-ante*. In altre parole, solamente l'esistenza di un'area valutaria può contribuire a renderla più ottimale di quanto non fosse al momento della sua creazione. Meglio ancora, un'area valutaria che non è del tutto ottimale è soggetta a forze intrinseche che agiscono verso la sua progressione e che sono generate dalla sua stessa esistenza. Secondo i precursori di questa teoria, l'effetto endogeno delle aree valutarie ottimali si basa su due presupposti: il primo, l'apertura al commercio, che è destinata ad aumentare all'interno dell'area, ed il secondo, la correlazione positiva tra integrazione ed interdipendenza dei redditi, ovvero l'assunto secondo cui all'aumentare dell'integrazione, aumenta anche il grado di simmetria tra gli utili derivanti dall'impiego dei capitali tra i diversi Paesi parte dell'area valutaria. Tuttavia, secondo una letteratura più recente, il carattere endogeno delle aree valutarie deriva da una serie di molteplici fattori oltre a quello preponderante e largamente accettato dell'apertura al commercio e quindi relativo all'endogeneità dell'integrazione economica. Il processo che porterebbe a migliori risultati dal punto di vista del test OCA⁴⁵ viene innescato da ulteriori tre fattori: l'endogeneità dell'integrazione finanziaria, della simmetria degli shock e della flessibilità dei mercati dei beni e del lavoro⁴⁶. Essi interagiscono tra loro e costituiscono le forze endogene intrinseche alle aree valutarie e che le rendono ottimali *ex-post*.

Anzitutto è necessario chiarire la logica alla base dell'endogeneità e quindi vedere quali sono le forze che agiscono alla radice di questo meccanismo e come esse interagiscono tra loro.

Le forze endogene possono essere originate dal mercato o dalle istituzioni. Quelle di mercato trovano la loro origine nell'adozione di una moneta comune, poiché essa fortifica il mercato stesso che, a sua volta, richiede più armonia al suo interno. Il mercato libero in un'area valutaria è come un bambino che nasce con dei bisogni. La sua sete di fiducia, inclusione, relazioni stabili ed aperte è placata dalla moneta comune, che può essere vista come l'amore di una madre per il suo neonato (l'unione monetaria), che garantisce quell'impegno necessario al suo sostentamento, quindi precludendo svalutazioni competitive, favorendo gli IDE e relazioni di lungo termine, quindi fertilizzando il terreno per una potenziale integrazione politica più profonda. Ma non solo, questi fattori farebbero in modo che si intensifichino anche il commercio all'interno dell'area, quindi

⁴⁴ Cfr. P. De Grauwe e F.P. Mongelli, "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?", European Central Bank Working Papers, April 2005, No.468 p.5

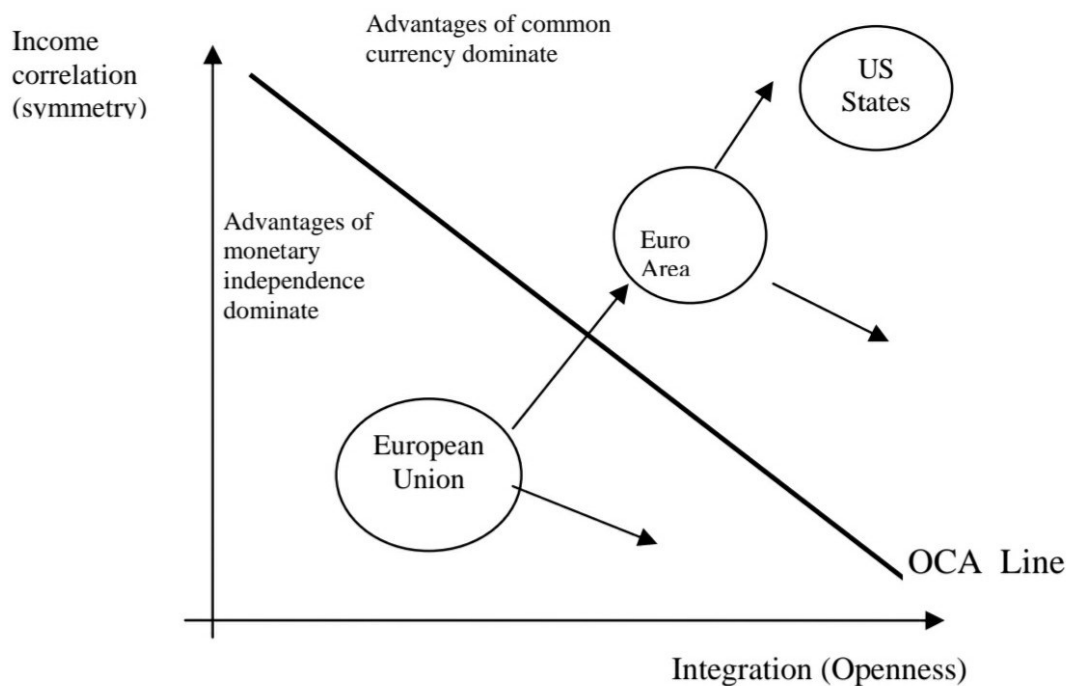
⁴⁵ L'integrazione monetaria implica la necessità, nel tempo, di progredire nel coordinamento di tematiche più ampie rispetto a quelle originarie (e.g. politiche del lavoro, barriere non tariffarie, diritti sulla proprietà intellettuale, ecc.). Basti vedere l'allargamento progressivo delle competenze dell'Unione Europea.

⁴⁶ Cfr. P. De Grauwe e F.P. Mongelli, "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?", European Central Bank Working Papers, April 2005, No.468 p.8

l'integrazione economica e finanziaria, garantendo più armonia e persino sincronia dei cicli economici. Le forze istituzionali a carattere endogeno, sono caratterizzate dalle azioni necessarie volte al coordinamento per un efficiente funzionamento dell'area valutaria. Esse sono generate in primis dall'azione della Commissione Europea che, attraverso il meccanismo basato sulla architettura istituzionale dell'Unione, genera una lunga serie di saggi e piani d'azione volti al rafforzamento ed alla gestione dei problemi dell'Unione stessa⁴⁷.

Le tre dimensioni principali che interagiscono tra loro sono: integrazione economica (grado di apertura), correlazione del reddito⁴⁸ (simmetria) e flessibilità (grado di partecipazione all'area valutaria).

Fig. 1.6 Apertura, Correlazione del Reddito ed Aree Valutarie Ottimali



Fonte: P. De Grauwe e F.P. Mongelli, "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?", European Central Bank Working Papers, April 2005, No.468 p.9

Il grafico in figura 1.6 rappresenta la correlazione, o meglio la scelta (*trade-off*) tra il grado di integrazione e quello di simmetria. La linea OCA riporta tutte le combinazioni possibili, per un dato livello di integrazione, tra le due variabili in questione; essa è inclinata verso il basso poiché un aumento dell'asimmetria comporterebbe costi macroeconomici maggiori per l'unione monetaria. Tuttavia, una maggiore integrazione apporterebbe i benefici di una maggiore efficienza dell'area. Di conseguenza, i costi

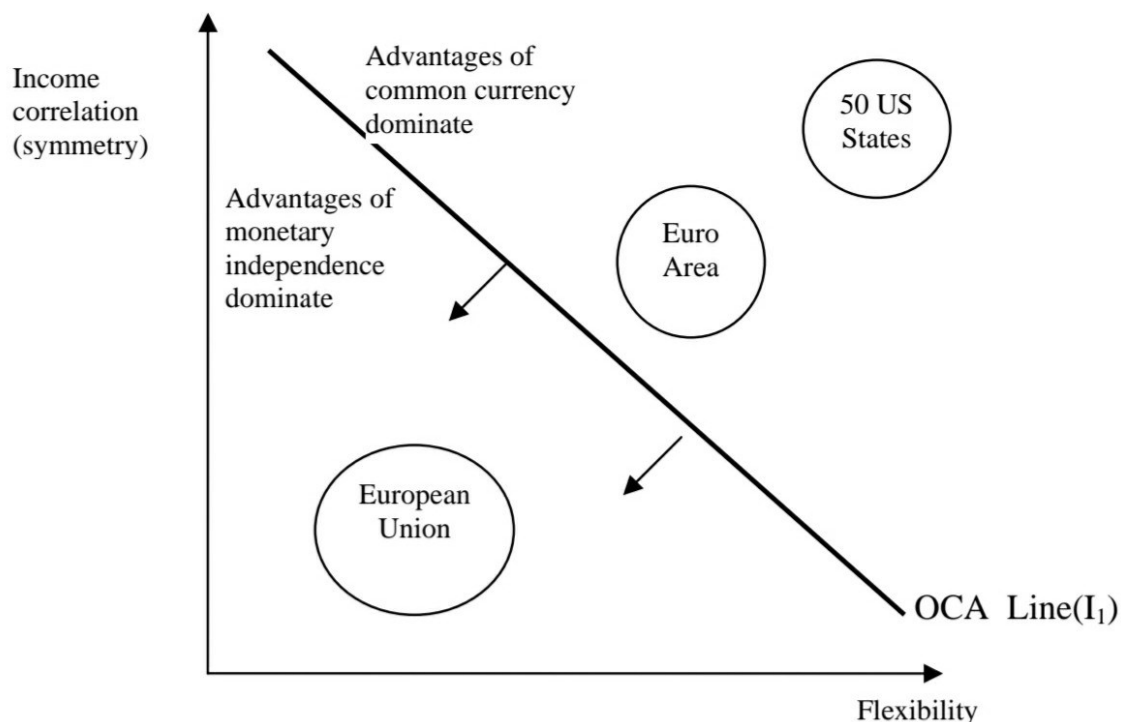
⁴⁷ L'EU Commission Scoreboard, pubblicato annualmente, lascia trasparire l'azione ed i risultati dell'Unione e degli Stati membri in diversi ambiti, quali innovazione, giustizia ed economia ad esempio.

⁴⁸ Linearità tra redditi di Paesi diversi.

macroeconomici possono essere compensati dai benefici microeconomici. A destra della linea OCA, quindi oltre un dato livello di integrazione, sono maggiori i benefici derivanti dall'adozione della moneta comune, mentre a sinistra quelli derivanti dall'indipendenza monetaria.

Il grado di integrazione non va visto come qualcosa di statico ed immutabile nel tempo, esso varia, si evolve. Ma se è largamente accettato che l'apertura generi delle forze volte all'aumento dell'apertura stessa, allora, la moneta comune, contribuendo alla riduzione dei costi⁴⁹, diminuisce anche i costi di trasporto e transazione ed incrementa trasparenza, competizione e minore segmentazione del mercato (specializzazione), che favoriranno a loro volta un grado di integrazione aumentato. Nonostante ciò, esiste un'ambivalenza nel grado di correlazione del reddito. Nel grafico, questa ambivalenza è rappresentata da un lato, dalle frecce verso l'alto che indicano il movimento dei soggetti d'analisi verso maggiori benefici derivanti dalla moneta comune. Caso in cui un maggiore grado di integrazione aumenta la simmetria e quindi la correlazione del reddito. Dall'altro lato, invece, lo spostamento dei soggetti verso il basso è legato ad un aumento della specializzazione (che gioca a sfavore dell'endogeneità), che necessita di una maggiore flessibilità per compensare la perdita di simmetria.

Fig. 1.7 Simmetria, Flessibilità ed Aree Valutarie Ottimali



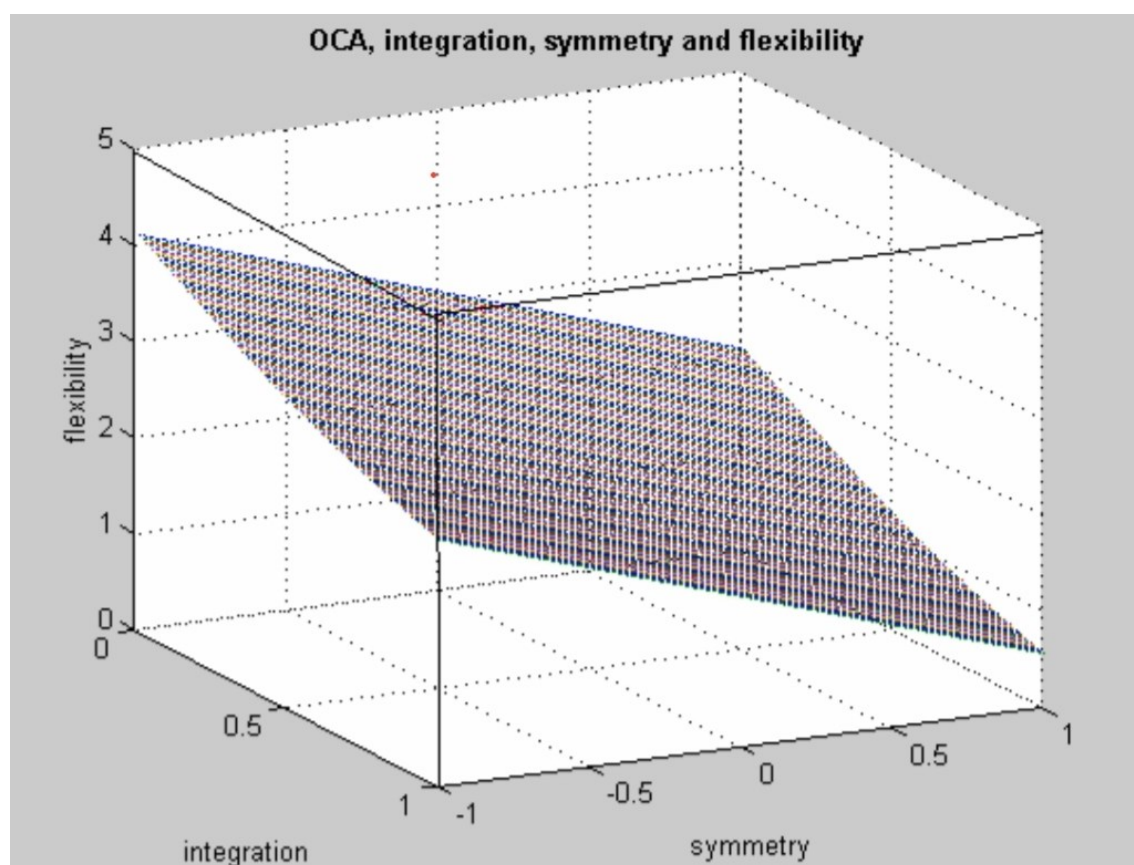
Fonte: P. De Grauwe e F.P. Mongelli, "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?", European Central Bank Working Papers, April 2005, No.468 p.10

⁴⁹ Direttamente, attraverso l'eliminazione del rischio del tasso di cambio ed indirettamente, attenuando il costo dell'informazione.

Un'altra importante dimensione di cui tenere conto nell'evoluzione dell'integrazione monetaria è appunto la flessibilità. Il grafico in figura 1.7 rappresenta il *trade-off* tra flessibilità e simmetria. Anche qui, la linea OCA presenta un'inclinazione decrescente poiché un aumento dell'asimmetria e quindi dei costi, richiederà i benefici legati ad una maggiore flessibilità per compensare i costi macroeconomici. A sinistra della linea OCA i benefici della flessibilità non sono sufficienti a coprire i costi legati all'asimmetria e quindi conviene mantenere in seno allo Stato l'indipendenza monetaria. Ma se a seguito dell'adozione della moneta comune si innescano quelle forze del mercato ed istituzionali che favoriscono l'incremento dell'integrazione, l'aumento di quest'ultima comporta uno spostamento a sinistra della linea OCA. Di conseguenza, aumenterebbero i benefici derivanti dalla moneta comune, quindi sarebbero richiesti un minor grado di flessibilità o di simmetria per rendere l'area valutaria più ottimale.

L'interdipendenza e l'interazione tra le tre variabili è rappresentata tridimensionalmente nel grafico in figura 1.8.

Fig.1.8 Integrazione, Simmetria e Flessibilità in un'Area Valutaria Ottimale



Fonte: P. De Grauwe e F.P. Mongelli, "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?", European Central Bank Working Papers, April 2005, No.468 p.12

L'interazione tra i tre *trade-off*, è causata dalla “variabile mobile”, ovvero dalla dimensione che rimane “libera” dalla scelta. Vediamo quindi le tre combinazioni:

- Se le variabili in esame fossero la simmetria e la flessibilità, dove una diminuzione della simmetria richiederebbe una maggiore flessibilità affinché i benefici derivanti dalla partnership ad un'unione monetaria compensino i costi; sarebbe allora un maggior grado di integrazione a fare in modo che ci sia più agio di manovra (minor flessibilità necessaria);
- Se le variabili in esame fossero l'integrazione e la flessibilità, la chiave del miglioramento sarebbe la simmetria. Un aumento di quest'ultima implicherebbe la necessità di livelli di integrazione o flessibilità minori per raggiungere condizioni ottimali per la condivisione della moneta unica;
- Se le variabili in esame fossero l'integrazione e la simmetria, sarebbe allora una maggiore flessibilità a lasciare più spazio di manovra alle prime due. Quindi con un alto livello di flessibilità, gradi di integrazione e simmetria relativamente ridotti sarebbero necessari affinché un'area valutaria si possa considerare ottimale.

Se quindi un maggior grado di integrazione, in termini di volumi di commercio, contribuisce a migliorare il trade-off tra le due dimensioni rimanenti, e a sua volta succede per la linearità tra i redditi e quindi per la simmetria; possiamo dire allora che l'endogeneità di queste forze, dalla nascita di un'unione monetaria, contribuisce ad accelerare la transizione verso la condizione ottimale.

Passiamo ora all'analisi dei fattori endogeni per settore.

L'endogeneità dell'integrazione economica è legata agli effetti dell'unione monetaria sul commercio e sui prezzi. Buona parte della letteratura si è concentrata anzitutto sull'impatto causato dall'eliminazione della volatilità del tasso di cambio. L'“effetto Rose” esplica come, a seguito di una diminuzione del rischio derivante dal tasso di cambio, avvenga un aumento del volume del commercio.

La riduzione dell'incertezza agisce sul volume del commercio in due modi: non soltanto spinge le aziende esportatrici ad esportare di più, bensì induce aziende non esportatrici a farsi strada nel mercato estero. A fronte di una diminuzione della volatilità, il commercio non aumenta in modo lineare, esso aumenta esponenzialmente. La convessità della curva di Rose è causata da due fattori: il primo si basa sulla sensibilità alla volatilità per le piccole imprese (viste le dimensioni, si possono permettere un margine di rischio ridotto); mentre il secondo, si basa sul fatto che il contesto europeo sia caratterizzato soprattutto da aziende di piccole-medie dimensioni. Di conseguenza, nel contesto europeo, una diminuzione del rischio a seguito dell'adozione della moneta comune porta con sé un aumento del commercio non indifferente. L'interazione tra i modi in cui l'incremento del commercio avviene ed i fattori che causano la convessità della curva, può essere vista come un meccanismo che si autoalimenta, poiché da un lato la riduzione del rischio porta più aziende ad esportare e l'ingresso nel mercato anche di chi non esportava e, dall'altro, il fatto che in Europa la maggioranza delle imprese sia di piccole-medie dimensioni, e che queste siano quelle più sensibili ai cambiamenti in termini di incertezza, implica una

battaglia competitiva per l'accesso a nuove fette di mercato e quindi a guadagni potenziali⁵⁰.

Gli effetti dell'integrazione economica sul commercio intra-europeo sono stati riscontrati da numerosi studi nei primi anni 2000. Essi rilevano incrementi già nel breve-medio periodo a seguito della creazione dell'unione monetaria, incrementi che sono destinati ad assestarsi oltre il lungo periodo (15-20 anni) e che ammontano a circa il doppio del volume di commercio pre-unione. È stato riscontrato anche che la riduzione della volatilità e quindi del rischio del tasso di cambio ha contribuito ad una riduzione delle importazioni per i prodotti extraeuropei, sostituite dalle importazioni di prodotti intraeuropei, incrementando ancora una volta il commercio intra-europeo. Ma non solo, altri studi basati sul modello di gravità adattato⁵¹, attestano un aumento del commercio anche tra Paesi che non condividono l'euro. Per finire, ulteriori studi settoriali (manifattura, chimico e derivati), attestano incrementi dell'ordine del 70-112% per i Paesi parte dell'EMU e fino al 27% per i terzi a seguito dell'adozione dell'euro⁵².

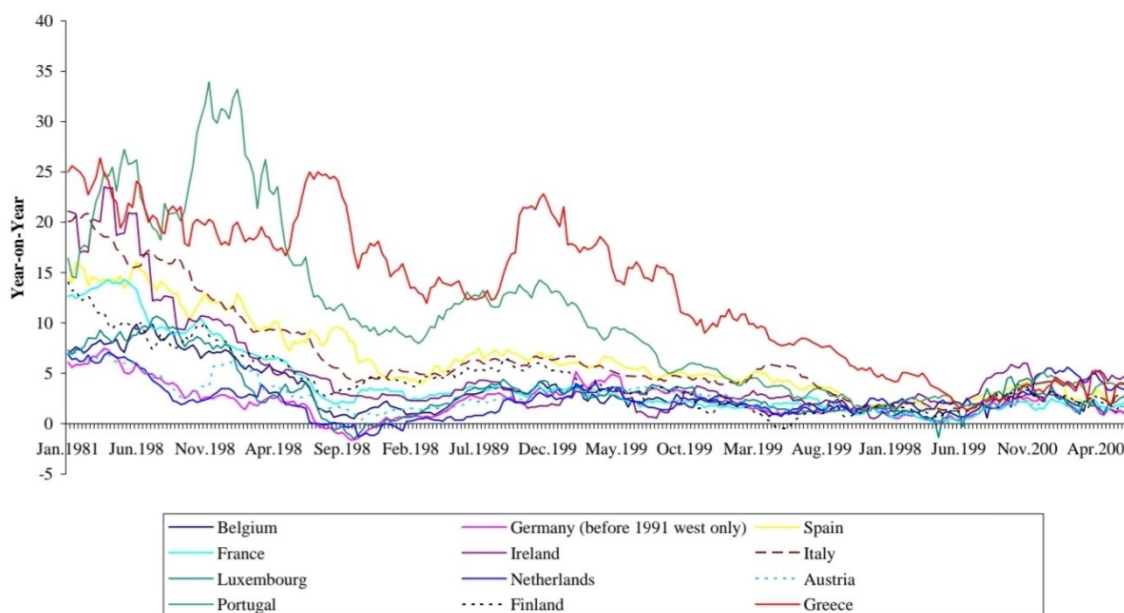
Per quanto riguarda invece gli effetti dell'integrazione economica sui prezzi il grafico in figura 1.9 evidenzia il grado di convergenza raggiunto.

⁵⁰ Cfr. P. De Grauwe e F.P. Mongelli, "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?", European Central Bank Working Papers, April 2005, No.468 p.13

⁵¹ La letteratura economica degli anni '60 di Tinbergen, Poyhonen e Linnenmann prende in prestito il modello della gravità della fisica interplanetaria, per adattarlo ai meccanismi del commercio internazionale. Essi hanno associato la forza di attrazione gravitazionale al commercio e la massa al PIL. Ma se nello spazio aperto non ci sono ulteriori forze di resistenza agli avvicinamenti che non siano quelle di attrazione gravitazionale, nei modelli economici queste sono i rappresentate dai costi che il commercio internazionale porta con se.

⁵² Cfr. P. De Grauwe e F.P. Mongelli, "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?", European Central Bank Working Papers, April 2005, No.468 p.16

Fig.1.9 Indice HICP: Convergenza dell'Inflazione nell'Eurozona



Fonte: P. De Grauwe e F.P. Mongelli, "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?", European Central Bank Working Papers, April 2005, No.468 p.17

Durante la progressione dell'integrazione economica e, soprattutto dall'adozione della moneta unica, c'è stata una marcata uniformazione del livello dei prezzi e quindi un forte declino nella volatilità relativa dei prezzi. Secondo altri studi, sempre risalenti ai primi anni '00, che presero in analisi il "blocco del Marco tedesco", l'uniformazione dei prezzi dovuta all'EMU implica lo svantaggio di adottare strategie di segmentazione all'interno dell'area valutaria, siccome le aziende sarebbero meno in grado di mantenere ampi divari tra i prezzi tra Paesi diversi, rendendo più omogenei i prezzi oltre i confini nazionali. Ciò può essere visto come una sorta di forza endogena nella forza endogena, siccome la convergenza dei prezzi generata dall'unione monetaria induce una modifica delle strategie di marketing che, a loro volta, tendono all'uniformazione dei prezzi grazie alla trasversalità del commercio internazionale che, in questo ambito, ricorda il principio dei vasi comunicanti.

Per quanto riguarda il tema dell'integrazione economica non vi è dubbio che l'unione monetaria sia la causa del maggior volume di commercio e della convergenza dei prezzi, tuttavia non è ancora chiaro quanto influiscano le politiche interne di mercato, dato che la loro implementazione contribuisce in questo processo. Inoltre, l'apertura progressiva tra i Paesi europei ebbe inizio molto prima della creazione dell'EMU, ovvero con l'integrazione istituzionale degli anni '50.

Vediamo ora le caratteristiche delle forze endogene relative all'integrazione finanziaria. Anzitutto da un punto di vista terminologico, l'integrazione finanziaria comporta che gli attori finanziari con simili caratteristiche abbiano a disposizione un regime legale unitario, accesso paritario ai servizi ed agli strumenti finanziari regolati da quel regime

legale e che siano trattati imparzialmente all'interno dei mercati finanziari. L'integrazione finanziaria porta con sé molteplici benefici, tra cui: una maggiore efficienza nell'allocazione dei capitali, maggiore crescita economica e, soprattutto, un sistema di assicurazione rispetto agli shock asimmetrici. Siccome l'integrazione economica permette un miglioramento di quella finanziaria, quest'ultima, accrescerà i benefici derivanti dalla partnership all'unione monetaria riducendone i costi e quindi traslando la linea OCA più in basso nei grafici in fig. 1.6 e 1.7⁵³. Gli studi sui mercati finanziari tra la seconda metà degli anni '90 e la prima metà degli anni '00, dimostrano che questo potenziale non è tanto sfruttato all'interno dell'Unione Europea quanto lo sia negli Stati Uniti. Negli Usa i mercati finanziari ammortizzano gli shock economici per il 62%, molto di più di quanto sia in grado di fare il governo federale. Nell'Unione Europea, invece, vi è la tendenza ad ammortizzare gli shock tramite i bilanci pubblici. Tuttavia, dato che gli effetti endogeni delle aree valutarie richiedono tempo, ed al momento non soltanto non è ancora del tutto consolidato quanto teorizzato dall'endogeneità dell'integrazione economica, bensì non è stata ancora completata la terza fase dell'EMU⁵⁴, non stupisce che le forze endogene dei mercati finanziari siano ancora nella fase di rodaggio.

Per quanto riguarda questo ambito di ricerca, nonostante ci siano prove sufficienti per affermare che l'integrazione del mercato delle monete sia migliorata grazie all'adozione dell'euro, il cambiamento strutturale dell'integrazione dei mercati dei titoli e delle azioni è ancora in via di sviluppo. Tuttavia, i dati relativi alle performance di questi segmenti sono moderati ma incoraggianti e, nel tempo, si potrebbe riscontrare un netto miglioramento del sistema assicurativo internazionale contro gli shock economici⁵⁵.

Analizziamo il carattere endogeno della simmetria degli shock. Guardando alcuni studi risalenti alla seconda metà degli anni '90 da una prospettiva d'insieme si può notare che la correlazione dei redditi (simmetria) e la sincronizzazione dei cicli economici, da un lato, sono favorite dalla riduzione delle barriere al commercio (parzialmente), dagli spillover della conoscenza e dall'armonizzazione delle politiche per la gestione degli shock. Dall'altro lato, invece, esse sono sfavorite dall'apertura al commercio (parzialmente) e dalla maggiore integrazione finanziaria. L'ambivalenza dell'apertura al commercio è data dal suo duplice effetto per le industrie, poiché aumentano sia il commercio inter- che intra-industriale⁵⁶. Mentre quest'ultimo porta ad una maggiore simmetria, siccome espande il know-how tecnologico tra diversi settori; il commercio

⁵³ Cfr. P. De Grauwe e F.P. Mongelli, "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?", European Central Bank Working Papers, April 2005, No.468 p.18

⁵⁴ La terza fase dell'EMU ('99-oggi) consiste, a seguito dell'introduzione della moneta unica, nell'implementazione delle politiche monetarie comuni sotto la responsabilità della ECB. Ad oggi solo 19 Stati parte dell'Euroarea sono in linea con questo step.

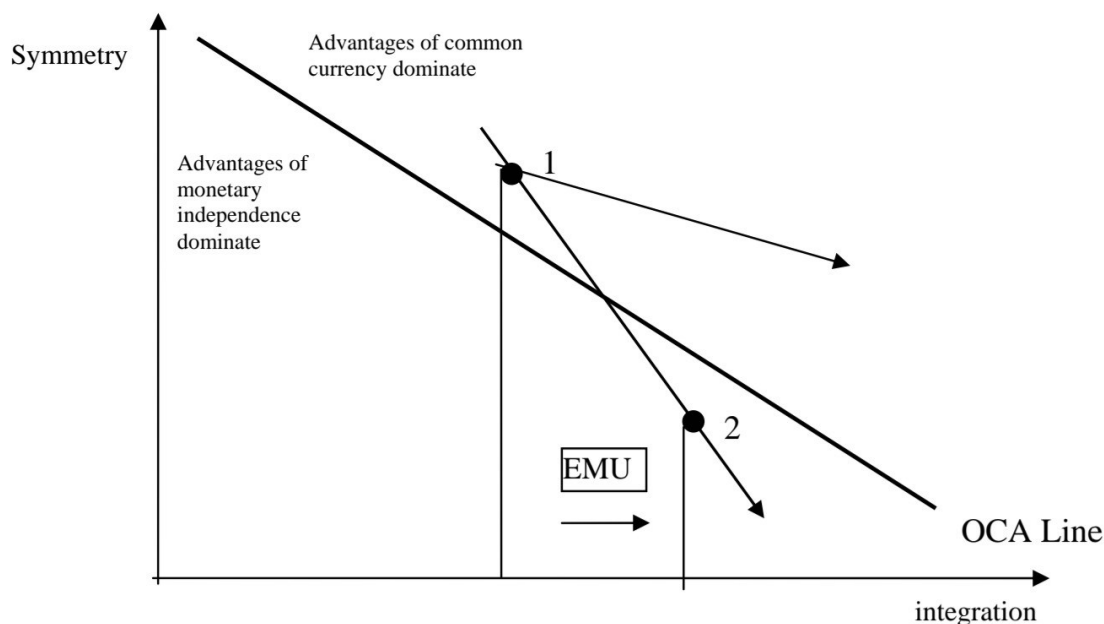
⁵⁵ Cfr. P. De Grauwe e F.P. Mongelli, "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?", European Central Bank Working Papers, April 2005, No.468 p.29

⁵⁶ Per commercio inter-industriale si intende l'attività di import-export caratterizzata dallo scambio di prodotti differenti, che porta all'aumento della specializzazione. Mentre per commercio intra-industriale si intende l'attività di scambio di prodotti simili (surrogati dello stesso settore), che aumenta gli spillover della conoscenza.

inter-industriale porta alla specializzazione e quindi ad un potenziale isolamento settoriale, più sensibile agli shock asimmetrici. Tuttavia, dal punto di vista dell'integrazione finanziaria, questi studi affermano che, tramite una maggiore condivisione del rischio, la specializzazione della produzione viene resa più appetibile per le aziende, rendendo però le fluttuazioni macroeconomiche meno simmetriche⁵⁷.

A questo punto, ci si trova quindi di fronte a due paradigmi antitetici: il paradigma della specializzazione e quello dell'endogeneità delle aree valutarie ottimali.

Fig.1.10 Incremento della Specializzazione e Correlazione del Reddito



Fonte: P. De Grauwe e F.P. Mongelli, "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?", European Central Bank Working Papers, April 2005, No.468 p.23

Secondo il paradigma della specializzazione, all'aumentare dell'integrazione (apertura) aumenta anche il grado di specializzazione della produzione, non solo a causa degli effetti di agglomerazione geografica delle aziende, ma soprattutto a causa delle economie di scala, incentivate dalla rimozione delle barriere al commercio. Con l'apertura reciproca al commercio, i Paesi tendono a specializzarsi nella produzione di beni e servizi per i quali hanno un vantaggio comparato, a discapito della diversificazione e quindi diventando più vulnerabili agli shock. La maggiore integrazione finanziaria, quindi un maggior grado di condivisione del rischio, sta alla base di questo trend, poiché sarebbe ridotta la percezione del rischio per le singole aziende che scelgono di specializzarsi. Ma se il problema è la mancanza di diversificazione che compensa per l'asimmetria creata dalla specializzazione, basterebbe ampliare i confini dell'area valutaria, poiché più Stati

⁵⁷ Cfr. P. De Grauwe e F.P. Mongelli, "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?", European Central Bank Working Papers, April 2005, No.468 p.23

apporterebbero una maggiore diversità della produzione per l'intera area valutaria. Tuttavia, ipotizzando il caso in cui i Paesi di un'area valutaria non abbiano raggiunto un sufficiente livello di specializzazione, sarebbe necessaria una divisione in unità più piccole abbandonando la moneta comune e tornando ai tassi di cambio variabili, siccome in questo caso non ci sarebbero nemmeno gli stessi guadagni derivanti dalle economie di scala. Ma questo è il paradosso della specializzazione siccome unità più piccole sarebbero ancora meno diversificate, necessitando di un'ulteriore divisione data la mancanza di sufficiente specializzazione. Questo processo porterebbe ad un sistema instabile, caratterizzato da singoli individui perfettamente specializzati. Ma tale situazione teorica non è ciò che si osserva nella realtà⁵⁸. Nel grafico in figura 1.10 si può vedere come agiscono le forze della specializzazione: all'aumentare dell'integrazione aumenta anche l'asimmetria che, potenzialmente, potrebbe rendere sconveniente la condivisione della moneta unica. I costi derivanti dalla simmetria ridotta non sarebbero più compensati dai benefici dell'integrazione aumentata (dal punto 1 al punto 2). Tuttavia, l'uscita dalla condizione ottimale dipende da due forze che agiscono in direzioni differenti all'aumentare dell'integrazione: da un lato ci sono i costi derivanti dall'asimmetria e dall'altro i benefici in termini di efficienza. Nel caso in cui questi ultimi fossero maggiori, il gruppo dei Paesi parte di un'area valutaria non finirebbe al punto 2, bensì rimarrebbe a destra della linea OCA, nonostante il grado di specializzazione aumentato⁵⁹.

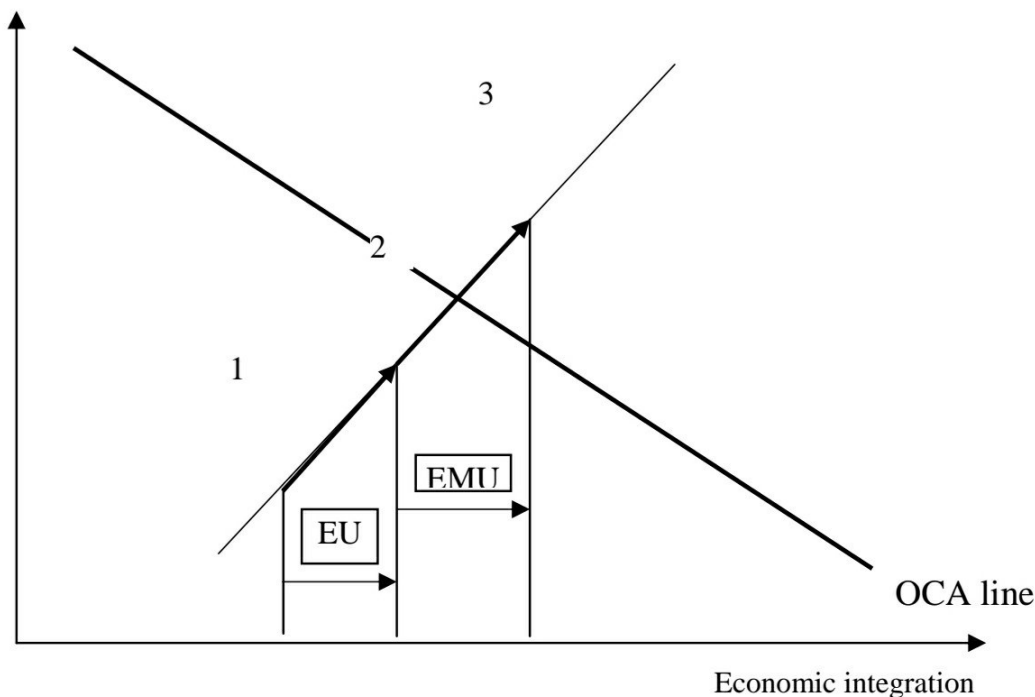
Secondo il paradigma dell'endogeneità delle OCA, invece, vi è una correlazione positiva tra il grado di integrazione aumentato e la simmetria. La radice di questo ragionamento è la credibilità aumentata dovuta all'adozione della moneta unica, linfa di quell'amore materno inderogabile nei confronti della neonata unione monetaria. L'impegno assunto dai Paesi che decidono di vincolarsi tramite l'adozione di una moneta comune preclude la possibilità di svalutazioni competitive, facilita i flussi di IDE, istituisce solide relazioni di lungo termine e la base per una profonda integrazione politica, promuove il commercio intraeuropeo, l'integrazione economico-finanziaria e la sincronizzazione dei cicli economici⁶⁰.

⁵⁸ Cfr. F.P. Mongelli, "New" views on the Optimum Currency Area Theory: what is EMU telling us?", European Central Bank Working Papers, April 2002, No. 138 p.28

⁵⁹ Cfr. P. De Grauwe e F.P. Mongelli, "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?", European Central Bank Working Papers, April 2005, No.468 p.24

⁶⁰ Cfr. pagina 23 del presente elaborato.

Fig.1.11 Il Dominio dell'Endogeneità nel Passaggio da UE a EMU



Fonte: P. De Grauwe e F.P. Mongelli, "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?", European Central Bank Working Papers, April 2005, No.468 p.24

Il postulato di questo paradigma è rappresentato nel grafico di figura 1.11. Esso mostra come, durante il passaggio da gruppo di Stati distinti e perfettamente sovrani a Unione Europea e poi a Unione Monetaria Europea, l'aumento progressivo dell'integrazione e della simmetria rendono più vantaggiosa la condivisione di una moneta comune, rispetto all'indipendenza monetaria.

Diversi studi risalenti alla seconda metà degli anni '90 ed alla prima metà degli anni '00, dimostrano che l'integrazione ha portato ad un aumento dell'interconnessione economica tra Paesi europei e ad una sincronizzazione dei cicli economici⁶¹. Questa simmetria è causata dal fatto che l'EMU tende ad incrementare il commercio intra-industriale, che riduce il grado di specializzazione poiché, all'aumentare della produttività e quindi del reddito grazie all'innovazione tecnologica, aumenta anche l'elasticità dei beni derivanti dal maggiore volume di commercio. La differenziazione aumentata rende quindi meno distruttivi gli shock economici, da un lato, a causa del ridotto grado di indipendenza dai singoli beni e, dall'altro, a causa della propagazione rapida degli shock nel commercio intra-industriale rendendoli meno asimmetrici. Inoltre, l'aumentato peso dei servizi nel PIL europeo rende gli shock ancora meno asimmetrici. Questo perché, nel settore terziario, le economie di scala non generano gli stessi ritorni rispetto al secondario, causando quindi una minor concentrazione regionale. Pertanto, all'aumentare

⁶¹ Cfr. P. De Grauwe e F.P. Mongelli, "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?", European Central Bank Working Papers, April 2005, No.468 p.25

dell'integrazione in un'area valutaria caratterizzata prevalentemente dalla produzione di servizi, non corrisponderebbe nemmeno quell'aumentare della specializzazione che renderebbe i costi dell'asimmetria tanto elevati da rendere svantaggiosa la condivisione della moneta unica.

Nonostante non siano ancora del tutto chiari i meccanismi che agiscono tra le forze di agglomerazione geografica e quelle di dispersione ed in che modo l'integrazione finanziaria influisca sul grado di specializzazione, gli effetti derivanti dall'endogeneità delle OCA sono preponderanti e tenderanno a prevalere, apportando un livello maggiore di simmetria all'Unione Monetaria Europea.

A questo punto, rimane da prendere in considerazione il carattere endogeno della flessibilità dei mercati dei beni e del lavoro. Anche per quanto riguarda quest'area di analisi, gli studi dimostrano che le forze endogene sono in azione. Gli sforzi imposti dalla disciplina per l'adozione della moneta comune e l'adozione della moneta stessa hanno portato ad una stabilizzazione degli stipendi nominali, quindi ad una differenza ridotta tra gli stipendi nei diversi Paesi dell'Unione. Inoltre, l'esistenza dell'EMU incentiva riforme strutturali nei mercati del lavoro. Nonostante in questo ambito la teoria sia alquanto ambigua, le prove empiriche fornite dagli studi dei primi anni '00 attestano che l'aumentata flessibilità del mercato dei beni e del lavoro sia legata alla creazione dell'EMU⁶².

Ricapitolando, le conclusioni in merito all'endogeneità delle aree valutarie ottimali sono moderatamente ottimiste. Le quattro aree di analisi (endogeneità dell'integrazione economica, finanziaria, della simmetria degli shock e dei mercati dei beni e del lavoro) sono sostenute da prove empiriche non abbastanza protratte nel tempo, tuttavia, seppur con intensità differenti, puntano tutte verso la stessa direzione, affermando l'esistenza di forze endogene alle aree valutarie che ne migliorano l'efficienza. Il semplice fatto che i criteri OCA non siano del tutto soddisfatti rende gli shock economici molto dolorosi, ed il dolore stesso può agire come motore del cambiamento⁶³.

⁶² Cfr. P. De Grauwe e F.P. Mongelli, "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?", European Central Bank Working Papers, April 2005, No.468 p.25-29

⁶³ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.368

Conclusion

Com'è variato il grado di integrazione europea dalla nascita dell'EMU a prima della crisi del 2008? Come risposta a questa domanda è opportuno considerare i cambiamenti relativi ai criteri economici⁶⁴, dal momento in cui è a seguito della crisi che sarà oggetto di analisi del prossimo capitolo, che vi sono stati dei cambiamenti significativi in merito ai criteri politici OCA.

Grazie all'adozione della moneta unica ci sono stati dei benefici tangibili e significativi per quanto riguarda i volumi di commercio per l'intero continente europeo, quindi anche per i Paesi che non hanno adottato l'euro. Questi benefici sono parte di un'evoluzione che continua tutt'oggi il suo corso, nonostante l'inversione del trend positivo a causa della crisi del 2008 e di quella pandemica.

Dal punto di vista della specializzazione, contrapposta alla diversificazione della produzione, è stata rilevata una tendenza verso l'aumento della diversificazione, volta quindi all'aumentare dell'integrazione e non il contrario. Pertanto, se questo trend continuerà il suo corso, le forze endogene contribuiranno ad aumentare l'efficienza dell'EMU più di quanto non abbiano già fatto.

Per quanto riguarda i mercati del lavoro sono stati compiuti ben pochi passi avanti, vista la prominente eterogeneità del continente sia da un punto di vista linguistico-culturale, che da un punto di vista normativo. Si potrebbe compensare la carenza di mobilità del lavoro con una maggiore flessibilità. Rispetto a quanto accade negli Stati Uniti, in Europa licenziare è molto più costoso, sia per i datori di lavoro, che per gli Stati che garantiscono generosi sistemi di welfare, a discapito dell'incentivo per i lavoratori a trovarsi un altro lavoro. Ma se in Europa il ruolo dello Stato è bilanciato più dalla parte dell'equità, rispetto all'efficienza, data l'interazione tridimensionale tra flessibilità, integrazione e simmetria, un grado elevato delle ultime due farebbe in modo che sia necessaria una minore flessibilità per compensare la carenza di efficienza dell'area dovuta alla mobilità del lavoro.

Durante i momenti di grande difficoltà i problemi strutturali che stanno alla radice dell'inefficienza emergono a tal punto che non si possono più ignorare e pongono i diretti interessati di fronte ad un bivio. Le crisi sono come degli ostacoli che innescano forti cambiamenti; nei prossimi capitoli vedremo se la strada intrapresa dall'EMU è quella della progressione o quella della regressione.

⁶⁴ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.376

CAPITOLO II

LA CRISI DELL'EUROZONA, UNA QUESTIONE DI SOPRAVVIVENZA

Introduzione

“Ciò che non uccide, fortifica.” Obiettivo di questo capitolo è cercare di capire se l'aforisma di Nietzsche è valso anche per l'Unione Europea a seguito della prima grande sfida che si è ritrovata a dover affrontare. Partendo da alcune considerazioni necessarie per la comprensione delle peculiarità in merito alle politiche fiscali in un'unione monetaria e dei meccanismi relativi ai mercati finanziari, l'oggetto di questo capitolo è l'analisi di come le crisi di inizio XXI secolo hanno colpito duramente l'Europa, come essa ha risposto alla sfida ed in che modo è variato il livello di integrazione a seguito di eventi tanto eccezionali.

2.1 La Politica Fiscale in un'Unione Monetaria

Nonostante la sovranità statale sia già alquanto limitata a seguito della creazione dell'EMU, vi è un'ulteriore limitazione nell'agire dello Stato per far fronte ad uno shock economico. Ma qual è l'origine della necessità di coordinamento per le politiche fiscali tra Stati membri?

Anzitutto è necessario delineare il campo semantico. Le politiche economiche sono composte sia dalle politiche monetarie che da quelle fiscali e servono per perseguire l'equilibrio economico di uno Stato, sia interno che esterno. Come abbiamo visto nel primo capitolo, le politiche monetarie sono gestite dalle banche centrali e agiscono sugli equilibri del mercato delle monete attraverso due strumenti: tasso di interesse ed offerta di moneta. Le politiche fiscali, invece, sono gestite dai governi nazionali che agiscono sulla domanda aggregata e sul reddito attraverso tre strumenti: spesa pubblica (e.g. realizzazione di opere pubbliche), imposizione fiscale (e.g. tasse e imposte, che aumentano o diminuiscono indirettamente il reddito nazionale) e trasferimenti (e.g. sussidi a cittadini ed imprese, che aumentano o diminuiscono il reddito direttamente). Se da un lato le politiche monetarie controllano il livello di inflazione, dall'altro lato, quelle fiscali si riflettono sull'ammontare del debito pubblico, che può avere serie implicazioni in merito al funzionamento di un'area valutaria.

Con una mano legata e l'altra libera, lo Stato, che non è ambidestro e per riflesso della sua natura umana, tende a scordarsi che la politica fiscale non è un sostituto perfetto della politica monetaria. Quando nella villa monetaria senza il tetto, il temporale colpisce soltanto uno od alcuni Stati membri a causa del vento, è naturale che questi compiano scelte avventate pensando alla propria sopravvivenza in un'ottica di breve termine, soprattutto a causa del senso di panico causato dall'aver soltanto una mano libera. Tuttavia, dimenticandosi che con una mano sola non si può costruire un riparo stabile, le scelte compiute in un momento difficile potrebbero ripercuotersi negativamente su tutti gli abitanti della villa.

La politica fiscale, nonostante sia relativamente reattiva una volta adottata, necessita di molto tempo per la sua implementazione a causa del processo negoziale per l'impostazione del bilancio pubblico (che prima deve essere accordato, poi approvato dal parlamento e poi messo in atto a livello burocratico)⁶⁵. E se volessimo fare un parallelismo con la critica al criterio OCA riguardante la mobilità del lavoro, probabilmente il tempo d'azione di una politica fiscale espansiva⁶⁶ volta a compensare un calo della domanda, ad esempio, sarebbe maggiore rispetto alla durata stessa della tempesta. Un ombrello schiuso a seguito di un temporale servirebbe a ben poco. Una politica fiscale espansiva può essere anche vista come un prestito che uno Stato chiede, tramite l'emissione di titoli di debito pubblico, ad altri Stati o ai suoi cittadini (privati o imprese), non colpiti dallo shock economico. Come per qualsiasi debito, il problema diventa quindi l'interesse da pagare sul prestito, e se una reale produttività aumentata non sarà in grado di accrescere la ricchezza del debitore, o se il debitore non fosse in grado di risparmiare abbastanza ed il debito pubblico diventasse insostenibile, lo Stato potrebbe incorrere nel default, rendendo tangibile il rischio di contagio sistemico a causa dell'inceppamento del sistema di debito-credito tra Stati membri. Tuttavia, un vantaggio delle politiche fiscali è relativo a quelle non discrezionali, ovvero, quelle che agiscono in maniera automatica. Ad esempio, in caso di recessione, oltre alla domanda diminuiscono anche i guadagni nazionali provenienti dalla tassazione sul reddito e sui profitti, i guadagni derivanti dall'IVA ecc. Di conseguenza, questa diminuzione del reddito nazionale agisce come una politica fiscale espansiva che controbilancia il calo della domanda. Ma se i cosiddetti "stabilizzatori automatici" agiscono in maniera contro-ciclica⁶⁷, allora, durante una fase di espansione, questi stabilizzatori assumerebbero la veste di una politica fiscale restrittiva a causa della loro caratteristica peculiare, controbilanciando uno squilibrio nel senso opposto. Le politiche fiscali non sono così dirette ed immediate come quelle monetarie.

Con una mano già legata è difficile accettare un'ulteriore limitazione allo spazio di azione scendendo a patti con altri, tuttavia, una mano lava l'altra, e quindi è soltanto attraverso la coordinazione tra le mani libere degli abitanti della dimora (le politiche fiscali in seno ad ogni singolo membro) che si possono ottenere risultati migliori per tutti, in caso contrario, durante e a seguito di una tempesta, il risultato sarebbe il caos.

Ma vediamo nello specifico le implicazioni reali di tutto ciò. Il vero problema sono le esternalità causate dalle politiche fiscali che si ripercuotono su alcuni o tutti i membri di un'area valutaria. Più le decisioni di uno Stato tendono a ripercuotersi sull'economia di un altro membro, più cooperazione fiscale tra i due sarebbe necessaria, tuttavia, essa

⁶⁵ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.420

⁶⁶ Probabilmente, a causa del panico causato sia dalla tempesta (calo della domanda), che dall'intenzione di dover fare con una mano quello che prima si faceva con due, verrebbero adottate politiche fiscali eccessivamente espansive.

⁶⁷ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.421

comporta accordi vincolanti che limitano la sovranità. Ma allora qual è il limite oltre il quale un'ulteriore cessione di sovranità non è più giustificabile?

Le esternalità possono essere relative alla ciclicità dei redditi, ai costi del prestito, quindi ai tassi di interesse, e a deficit di bilancio pubblico eccessivi⁶⁸. I cicli economici vengono trasmessi di Stato in Stato tramite importazioni ed esportazioni, dato che un Paese con l'economia in surriscaldamento tende ad importare di più dai suoi partner commerciali, incrementandone le esportazioni. A sostegno della teoria dell'endogeneità delle aree valutarie si può affermare che, da un lato, in un'unione monetaria i cicli economici sono più sincronizzati tra loro e, dall'altro, la marcata apertura al commercio tende ad accentuare questo trend, rendendo più desiderabile l'integrazione poiché un grado più elevato di sincronizzazione comporta una resilienza maggiore rispetto agli shock. Ad esempio, se per far fronte ad uno shock economico, un singolo Stato si dovesse arrangiare, sarebbe costretto ad adottare una politica fiscale molto espansiva per stimolare l'economia; ma se il destino di questo Stato fosse legato a quello di un altro, uno sforzo comune implicherebbe l'implementazione di politiche fiscali, da parte di entrambi, meno espansive (e quindi meno costose) rispetto ad una singola con a carico tutto l'onere di portare l'economia dello Stato colpito fuori dalla recessione. Ma un maggiore grado di integrazione sarebbe desiderabile anche nel caso in cui la percezione di un destino comune non fosse troppo diretta. Si tratta del caso in cui i cicli economici di due Paesi membri non fossero ancora del tutto sincronizzati, ad esempio a causa della recente annessione all'Unione. Le politiche fiscali adottate da uno dei due avrebbero l'effetto opposto sull'economia dell'altro (i.e. una politica espansiva nel Paese in recessione aumenterebbe la spesa nel Paese con l'economia già in surriscaldamento, contribuendo allo squilibrio), implicando la necessità di un maggiore grado di cooperazione volta all'integrazione. Possiamo quindi affermare che questa è un'altra controprova del carattere endogeno delle aree valutarie.

Per quanto riguarda le esternalità causate dai costi del prestito, più un deficit è ampio, più tendono ad alzarsi i tassi di interesse a causa del grado di rischio aumentato. E siccome in un'unione monetaria il tasso di interesse è comune, un deficit eccessivo (soprattutto se di un grande Stato) comporta un aumento del tasso di interesse per tutti i membri, il che comporta un deterioramento della crescita economica dato che un costo maggiore del denaro deprimerebbe spesa ed investimenti. Pertanto, un deficit di bilancio pubblico eccessivo rischia di diventare insostenibile, ma l'imperfezione della democrazia tende a spingere i politici verso scelte che contribuiscono ad aumentare la spesa. Una forte attività di lobby o grandi coalizioni di governo tendono infatti a fare approvare bilanci pubblici più elevati. Un altro problema che va considerato è che se si spende di più oggi a causa della mancata rappresentanza dei giovani di domani, saranno questi ultimi a doversi fare carico del debito sul credito di cui altri hanno beneficiato in precedenza. Ma il vero problema riguarda il modo in cui vengono spesi i soldi pubblici, perché se vengono fatti investimenti di breve o medio termine, ad esempio incrementando i consumi, gli stipendi pubblici o abbassando l'età pensionabile, al posto di implementare riforme strutturali al

⁶⁸ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.424

sistema burocratico o investendo in opere pubbliche come una rete innovativa di infrastrutture, l'egoismo del presente verrà pagato dalle generazioni future.

Ma se da un lato per convenienza politica, anche a causa della breve durata dei mandati, l'ottica miope dei governi andrebbe compensata da una gestione più centralizzata per quelle tematiche che richiedono un telescopio che dia una visione di lungo termine come per la sicurezza ambientale, ad esempio; dall'altro, la necessità di misure collettive può non essere necessaria quando non suonano i quattro campanelli d'allarme identificati già dai padri fondatori dell'euro⁶⁹. Questi campanelli d'allarme sono: la monetizzazione del debito, una strada sicura verso l'inflazione rampante; indebitamenti pubblici ingenti, che potenzialmente causano tumulto nei mercati finanziari; insolvenza del debito pubblico, che scatena una fuoriuscita immediata e generalizzata di capitali dal Paese, il crollo della moneta e delle azioni ed una crisi profonda caratterizzata da inflazione e disoccupazione; ed infine il salvataggio diretto di uno Stato in default da parte di un altro membro, la cosiddetta "*no-bailout clause*" (art.125 TFUE), volta ad evitare l'azzardo morale⁷⁰.

Nel trade-off in merito al trasferimento di sovranità bisogna tenere conto del principio di sussidiarietà (art.5 TUE), che implica una cessione per le materie che non sono di competenza esclusiva dell'Unione solo in caso di inefficienza a livello statale, e della teoria del federalismo fiscale che, a seconda delle specifiche tematiche, indaga su come assicurare maggiore efficienza nell'assegnare la responsabilità delle politiche fiscali a seconda del livello di governo (regionale, nazionale o sovranazionale).

Nonostante la disciplina fiscale collettiva sia un buon mezzo per far fronte all'inefficienza delle istituzioni statali, il budget europeo, essendo molto limitato, impedisce alla Commissione Europea di sfruttare i benefici macroeconomici di cui si può avvalere, ad esempio, la Federal Reserve statunitense⁷¹. Oltre a ciò, sebbene la crisi del debito pubblico abbia messo duramente in chiaro il fatto che la disciplina fiscale costituisca una questione di sopravvivenza per l'Eurozona⁷², la sua implementazione implica delle difficoltà non soltanto teoriche, bensì anche pratiche. Raggiungere il bene collettivo esterno, coniugando i diversi imperativi interni ai singoli Stati e che dettano le scelte in materia fiscale, è un'impresa tutt'altro che immediata e cristallina.

Tuttavia, già prima della crisi, un passo in avanti verso l'integrazione è stato fatto e si tratta del Patto di Stabilità e di Crescita. Una volta ottenuta la convergenza necessaria alla creazione dell'Eurozona, sciogliere del tutto il guinzaglio sarebbe stata una follia. Per

⁶⁹ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.426

⁷⁰ La tendenza ad assumere comportamenti più rischiosi (e.g. aumentando eccessivamente la spesa), sapendo di avere le spalle coperte. Nonostante l'EMU sia ancora lontana da un punteggio ottimale in termini di destino comune, dato che il default di un membro comporterebbe un rallentamento delle economie per gli altri, è probabile che questi tendano a mettere mano al portafogli per salvare il fratello scapestrato. Quest'ultimo, tuttavia, non imparerebbe mai a stare in piedi con le sue gambe, sapendo di avere sempre qualcuno pronto a risolvere i suoi problemi.

⁷¹ E.g. Sostegno finanziario volto all'armonizzazione dei cicli economici per limitare gli squilibri, quindi al sostegno alle economie colpite.

⁷² Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.430

questo motivo, l'embrione della disciplina fiscale era già contenuto nell'articolo 126 del Trattato di Maastricht, che impone agli Stati membri di evitare deficit di governo eccessivi e di progettare una procedura volta ad impedire spese pubbliche eccessive che possano minare la stabilità dell'unione monetaria. Il patto è stato adottato nel 1997 dal Consiglio Europeo a seguito dell'iniziativa tedesca del '95. Su proposta della Commissione è l'Eurogruppo ad avere l'ultima parola, poiché è composto dai Ministri delle Finanze degli Stati membri, che hanno ancora in seno il controllo delle politiche fiscali. Il patto è caratterizzato da cinque elementi⁷³: una definizione di "deficit eccessivo", un braccio preventivo, un braccio correttivo, delle procedure volte al concepimento di bilanci pubblici armonizzati, e delle sanzioni a seguito dell'attivazione del braccio correttivo. Il patto è valido per tutti e ventisette gli Stati membri dell'Unione Europea, ma il braccio correttivo che prevede sanzioni è applicabile soltanto ai diciannove membri dell'Eurozona. La definizione di "excessive deficit procedure" convalida i criteri fiscali della convergenza pre-euro, quindi la soglia del 3% per il deficit di bilancio pubblico e quella del 60% per il debito pubblico. Il braccio preventivo impone, nell'ambito dell'Eurogruppo, delle discussioni volte all'implementazione di politiche fiscali nazionali che siano in linea con la disciplina fiscale europea. Nel caso in cui gli Stati non rispettino i limiti imposti, a seguito di una sollecitazione da parte della Commissione e della decisione del Consiglio, si attiva un iter caratterizzato da avvertimenti e raccomandazioni. Nel caso in cui uno dei membri dell'Eurozona, per i quali il patto è vincolante a tutti gli effetti, non rispetti i limiti imposti anche a seguito dell'attivazione del braccio preventivo, sempre a seguito di una sollecitazione da parte della Commissione, il Consiglio può dichiarare che per lo Stato in questione persiste un deficit eccessivo, a questo punto fornirebbe ulteriori misure da adottare per far fronte alla situazione. Se entro i limiti di tempo prestabiliti lo Stato membro non sarà stato in grado di porre fine alla situazione di deficit eccessivo, il Consiglio può imporre una sanzione dello 0,2% del PIL, sotto forma di deposito fruttifero, che può arrivare fino allo 0,5% del PIL in caso di non ottemperanza.

Uno dei principali problemi relativi al Patto di Stabilità e Crescita è relativo agli stabilizzatori automatici dato che, in caso di shock, momento in cui le politiche fiscali espansive sarebbero necessarie, aumentano automaticamente il deficit di bilancio. Nel 2003 fu avviata una procedura contro il deficit eccessivo per Francia e Germania, che finì addirittura davanti alla Corte di Giustizia Europea. Nel 2002 la Germania ebbe un deficit di bilancio del 3,8% e la Francia del 3,2% del PIL. Nonostante le raccomandazioni, entrambi non fecero abbastanza per tornare sotto la soglia del 3% e, a seguito di una forte attività di lobby⁷⁴, furono in grado di persuadere il Consiglio dall'adozione di sanzioni. Per questo motivo, la Commissione portò il Consiglio davanti alla ECJ, che annullò la decisione del Consiglio sulla base di questioni procedurali. Tuttavia, non vennero imposte sanzioni poiché quando arrivò il giudizio nel 2004, l'allarme del deficit era già rientrato. A seguito di questo evento, e con l'intento di non creare intoppi nei processi negoziali

⁷³ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.433

⁷⁴ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.441

degli allargamenti regionali di questo periodo, si decise che il patto era troppo rigido e quindi venne riformato nel 2005 tenendo conto della pro-ciclicità degli stabilizzatori automatici. Il patto venne quindi riformato garantendo l'approvazione di differenti obiettivi di medio periodo, tenendo conto delle eterogenee condizioni economiche e di bilancio dei singoli membri; introducendo la definizione tecnica di deficit "eccezionale e temporaneo"; ed infine, estendendo le deadlines delle azioni necessarie che gli Stati sotto procedura devono⁷⁵ adottare.

Nel paragrafo 2.4 vedremo le controversie principali del patto ed in che modo è stato riformato a seguito della crisi.

2.2 Il Ruolo dei Mercati Finanziari

Per ampliare lo spettro della comprensione in merito alla crisi dell'Eurozona è necessario analizzare brevemente le caratteristiche essenziali dei mercati finanziari ed il loro ruolo in un'unione monetaria.

I mercati finanziari si posizionano nel mezzo tra i risparmiatori e chi prende il denaro in prestito. Gli intermediari finanziari, come le banche, ad esempio, prendono in prestito da chi ha capitale da investire e prestano a chi ne ha bisogno, ovviamente trattenendo l'interesse per il servizio fornito. I mercati finanziari svolgono tre compiti principali⁷⁶: intermediazione, tra chi presta e chi chiede in prestito; trasformazione della maturità, fornendo scadenze brevi ai prestatori e strumenti a lunga scadenza ai richiedenti; assunzione del rischio e diversificazione, che derivano rispettivamente dalla potenziale inadempienza dei clienti e dalla necessità di mitigare il rischio stesso, rendendo il servizio meno individuale e quindi più collettivo. I mercati finanziari sono costituiti da tre soggetti principali: banche commerciali, banche d'affari e compagnie assicurative. Questi soggetti, valutano il grado di rischio legato ad un determinato servizio ed impostano il prezzo del tempo relativo al congelamento del capitale di coloro che investono, sempre diversificando il loro portafoglio totale. I mercati finanziari si dividono in mercati obbligazionari (*bond markets*) e mercati azionari (*stock markets*), caratterizzati rispettivamente da strumenti di debito "*bonds*" e dalla proprietà di aziende "*stocks*" o "*shares*". I titoli e le azioni vengono create nel mercato primario e, dopo esser stati venduti al pubblico per la prima volta, vengono poi scambiati innumerevoli volte tra gli investitori nel mercato secondario. Infine, il volume dei mercati dipende non soltanto dal numero dei soggetti del mercato primario, bensì anche dalla profondità, vale a dire dal numero di investitori presenti nel secondo livello. Il volume dipende inoltre dalla sua larghezza, costituita dalla moltitudine di strumenti ed erogatori di cui gli investitori dispongono. All'aumentare del volume, aumenta anche la complessità del mercato stesso.

⁷⁵ È bene ricordare che sono gli Stati parte dell'Eurozona a dover adottare le misure del Consiglio e della Commissione, essendo vincolati dalla moneta unica; mentre per il resto dei membri dell'Unione Europea il "dovere" ha carattere condizionale.

⁷⁶ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.448

Per quanto riguarda il ruolo dei mercati finanziari in un'unione monetaria la cosa principale di cui bisogna tenere conto è che gli Stati membri di un'area valutaria, nel finanziarsi e quindi emettendo dei titoli di debito pubblico, si vincolano in obbligazioni relative ad una moneta di cui non hanno il controllo⁷⁷. Questo comporta diverse implicazioni e complicità degne di nota. Ad esempio, nel caso in cui i mercati finanziari temessero un rischio di default statale⁷⁸, prenderebbe avvio un'ampia azione di vendita dei titoli di debito pubblico di quel Paese. Il tasso di interesse si alzerebbe a causa del grado di rischio aumentato e la vendita dei titoli implicherebbe ingenti flussi di moneta dello Stato in questione, nel mercato delle monete, aumentandone l'inflazione. Il prezzo di questa moneta tornerebbe ad abbassarsi solo nel caso in cui qualcuno compri la differenza. Quel qualcuno potrebbero essere degli investitori privati, oppure l'autorità monetaria responsabile della moneta stessa. Ma chi sarebbe più disposto ad acquistare titoli di debito pubblico con un tasso di interesse troppo rischioso, a seguito di una ritorzione dei mercati finanziari, se non lo Stato stesso, nel cercare di evitare tassi di inflazione troppo elevati ed una depressione della crescita economica a causa della diminuzione della spesa? A questo punto essere o non essere parte di un'unione monetaria cambia nettamente le carte in tavola. Se lo Stato in questione non fosse parte di un'area valutaria, cercherebbe in primis di comprare i propri titoli utilizzando le proprie riserve (che non sono infinite) e, nel caso in cui esse non siano sufficienti a compensare lo squilibrio generato dai mercati finanziari, questo Stato finirebbe per persuadere la banca centrale a stampare moneta, aumentando di fatto la base monetaria tanto quanto basti per provvedere la liquidità necessaria a garantire il proprio debito⁷⁹. Quindi di fronte ad un'azione dei mercati finanziari che potenzialmente potrebbe mandare in default uno Stato, la banca centrale agirebbe come prestatore di ultima istanza. Nel caso in cui lo Stato sia indipendente da un punto di vista monetario questo ragionamento calzerebbe tranquillamente, ma nel caso in cui lo Stato in questione sia parte di un'unione monetaria le cose si complicherebbero nettamente. Se quindi i soggetti e gli intermediari finanziari di colpo decidessero di spostare i propri capitali da uno Stato membro ad un altro, dato che la moneta è la stessa, non ci sarebbero né un mercato delle monete dove poter agire, né tantomeno un tasso di cambio flessibile, pertanto si ridurrebbe la base monetaria del sistema bancario dello Stato che si trova ad affrontare una fuoriuscita repentina di capitali dal proprio Paese. Oltre a ciò, il governo non potrebbe nemmeno forzare la propria banca centrale a comprare titoli di debito nazionali né, tantomeno, forzare l'autorità monetaria centrale dell'unione ad immettere più liquidità in circolazione. Ma non è finita, uno Stato parte di un'unione monetaria, a causa della staticità forzata della moneta comune⁸⁰, non

⁷⁷ Cfr. P. De Grauwe, "The Governance of a Fragile Eurozone", CEPS Working Document, May 2011, No.346 p.2

⁷⁸ Che può essere causato dalla paura di eventuali difficoltà/impossibilità nel ripagare il debito, ad esempio a causa di una recessione ed un conseguente aumento del deficit di bilancio.

⁷⁹ Così facendo si corre il rischio di far aumentare ancor più l'inflazione, ma nel lungo periodo. Tuttavia, di fronte ad uno squilibrio momentaneo, un'azione di questo tipo non sarebbe altro che una boccata d'ossigeno.

⁸⁰ Per staticità dell'euro qui si intende quella relativa all'asincronismo delle differenti economie nazionali, che inevitabilmente la moneta comune non può riflettere esclusivamente. La staticità invece non si riferisce alla relazione euro-monete extraeuropee, dato che l'euro è il tasso di cambio fisso per

avrebbe nemmeno la magra consolazione del lieve boost per l'economia nazionale derivante dal deprezzamento iniziale della moneta, a causa della vendita ingente di titoli, cosa di cui invece uno Stato monetariamente indipendente potrebbe godere⁸¹. Di conseguenza, uno Stato membro dovrebbe implementare politiche economico-fiscali con un maggiore grado di austerità per compensare lo squilibrio.

Possiamo quindi affermare che in un'unione monetaria i mercati finanziari acquisiscono un grande potere, ovvero quello di mettere a dura prova gli Stati, se non quello di indurli in default, a causa della acuta sensibilità rispetto ai movimenti di liquidità. Una riduzione, se non il blocco, del flusso di capitali a causa di sentimenti di sfiducia, può indurre quindi una crisi di solvibilità. Se l'efficienza dei mercati finanziari sia una cosa positiva o negativa, è una questione ambigua ed esistono due scuole di pensiero: da un lato, c'è chi sostiene che essa sia qualcosa di buono in quanto mette in riga i governi spendaccioni; dall'altro lato c'è chi sostiene che a causa della percezione poco oggettiva dei soggetti finanziari, si possano indurre dei sentimenti di panico generalizzato, che a loro volta sono in grado di innescare una crisi che altrimenti non sarebbe mai avvenuta. Fatto sta che, in caso di vento contrario, i mercati finanziari possono contribuire ad inasprire decisamente la situazione.

La volatilità intrinseca ai mercati finanziari, e quindi ai capitali, è causata dalle aspettative dei soggetti che operano nei mercati. Ciò può avere grandi implicazioni in quanto queste aspettative possono dare luogo al fenomeno degli *equilibri multipli*; essi possono essere buoni o cattivi. Il peso sui piatti della bilancia, che fa pendere l'ago verso un equilibrio buono od uno cattivo, non è dato tanto dal reale livello di debito pubblico, bensì dalla credibilità, che uno Stato suscita nei mercati finanziari, relativa alla capacità di mantenere fede alle proprie obbligazioni. Ma se da un lato i mercati che si fidano di uno Stato, tendono ad acquistarne i titoli di debito e, dall'altro, quando non si fidano, tendono a liberarsi dei titoli di uno Stato con poca credibilità, e se la loro percezione è soggettiva, allora sono i mercati stessi che possono indurre un cattivo equilibrio che rende il rischio di default molto più tangibile. I buoni equilibri inducono i soggetti finanziari ad acquistare e rivendere⁸² i titoli, sui quali risplende una luce sana e non nociva derivante da tassi di interesse relativamente bassi, che riflettono a loro volta una credibilità maggiore. Finché equilibri di questo tipo sono in funzione la liquidità circola e tutto procede per il verso giusto. Ma nel momento in cui si attivano i cattivi equilibri le cose cambiano.

eccellenza tra i Paesi dell'Eurozona, ma esternamente la moneta euro si comporta come se riflettesse l'economia dell'intera zona regionale come se fosse una singola entità.

⁸¹ Per lo Stato parte di un'area valutaria, verrebbe quindi a mancare quel meccanismo regolatore che compensa gli squilibri nella bilancia dei pagamenti grazie alla variazione di competitività internazionale acquisita o perduta. Il Meccanismo di Hume, all'interno dell'EMU, non funziona come previsto poiché le intese e gli accordi istituzionali e politici hanno implicato regolazioni innaturali relative a prezzi e stipendi, necessarie a causa della mancanza di tassi di cambio variabili. Cfr. *Hume mechanism* a pag.15 del presente lavoro.

⁸² Non appena un operatore finanziario riceve del capitale, cercherà di liberarsene (prestandolo) il prima possibile dato che il tempo è denaro. Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.451

Sfortunatamente, essi sono molto più ricorrenti all'interno di un'unione monetaria⁸³, non soltanto per il fatto che gli Stati membri non hanno il controllo sull'offerta di moneta in cui emettono i titoli di debito, ma anche perché i mercati finanziari sono molto più integrati. All'interno di un'area valutaria i mercati finanziari è come se fossero un impianto idraulico molto fitto e con svariati collegamenti, snodi e serbatoi di riserva, dove il ricircolo di acqua è vitale per il corretto funzionamento e per la sicurezza di chi si abbevera dai numerosi rubinetti. Una piccola falla od un blocco improvviso rischierebbero di far prosciugare la liquidità tutto l'impianto. Dato che, all'interno della villa più della metà delle riserve di acqua (capitali) di uno Stato sono in possesso di banche di altri membri, nel momento in cui un cattivo equilibrio venga indotto verso i titoli di uno Stato, si corre il rischio di indurre una crisi di insolvenza nell'intero sistema di debito credito tra i membri dell'unione. La paura che l'acqua di uno Stato sia contaminata (basso livello di credibilità), causerebbe una chiusura a ritroso dei rubinetti di tutti coloro che si sono occupati di gestire la liquidità spostandola da un intermediario all'altro. Se la liquidità non circola, il sistema non funziona.

Un cattivo equilibrio rischia inoltre di mettere in crisi anche il sistema bancario interno al Paese, dato che le banche nazionali sono i principali acquirenti dei titoli di debito pubblico nazionale. Quindi la carenza di liquidità, che riduce la base monetaria, mette ulteriormente in seria difficoltà le banche nel restituire i soldi (dato che l'acqua non arriva più), o nel chiederli in prestito a tassi di interesse ancor più elevati.

Un ulteriore grosso problema è legato agli stabilizzatori automatici che, all'interno di un'unione monetaria pervasa da un cattivo equilibrio, fanno fatica ad ingranare. Questo accade proprio a causa della minore credibilità in fase di recessione, che richiede misure austere per porvi rimedio, che a loro volta implicano una riduzione ulteriore della spesa, proprio nel momento in cui servirebbe. Una sorta di meccanismo che si autoalimenta e che rimanda all'endogeneità delle aree valutarie, purtroppo dalla prospettiva opposta. Il fatto che gli stabilizzatori automatici facciano fatica a mettersi in moto all'interno di un'unione monetaria in una situazione di cattivo equilibrio ha pesanti implicazioni per i propri membri. Gli stabilizzatori automatici agiscono contro gli scompensi, sia positivi che negativi, e che allontanano dall'equilibrio. Essi sono creati dai mercati finanziari e pertanto, è di vitale importanza implementare strutture di governo che non siano strozzate dall'austerità durante i periodi di crisi.

Un altro aspetto di cui è necessario tenere conto quando si tratta di dinamiche relative ai debiti sovrani, riguarda il differenziale di competitività e quindi di produttività tra i membri dell'Eurozona, in quanto esso rappresenta una delle cause principali degli squilibri economici⁸⁴. Dalla fine degli anni '90 è stato riscontrato un netto aumento di questo differenziale. Data l'impossibilità, per i membri di un'area valutaria, di svalutazione della propria moneta, un incremento della propria competitività rispetto a quella degli altri membri, potrebbe essere indotto dalla svalutazione di stipendi ad

⁸³ Cfr. P. De Grauwe, "The Governance of a Fragile Eurozone", CEPS Working Document, May 2011, No.346 p.6

⁸⁴ Cfr. P. De Grauwe, "The Governance of a Fragile Eurozone", CEPS Working Document, May 2011, No.346 p.7

esempio, ma si tratterebbe di un lungo processo difficilmente digeribile⁸⁵. Ma se nel tentativo di acquistare maggiore competitività, il deficit di bilancio aumenta, i mercati finanziari tendono a surriscaldarsi. Se la mancanza di credibilità fosse forte abbastanza da indurre una crisi di liquidità quindi si incorrerebbe nel rischio di insolvenza sovrana e potenzialmente una crisi bancaria nazionale. La spirale della deflazione tenderebbe ad inasprirsi a causa degli alti tassi di interesse e dell'austerità imposta, intrappolando gli Stati principalmente colpiti in un cattivo equilibrio. Pertanto, non vi è dubbio, che il rischio per i membri di un'unione monetaria, di incombere in una crisi che si autoalimenta, è relativamente elevato⁸⁶.

Sempre nel paragrafo 2.4, relativo ai cambiamenti ed alle soluzioni comunitarie a seguito della crisi, vedremo come si è cercato di arginare i problemi derivanti da questo tipo di situazioni. Tuttavia, per il momento si può affermare che i mercati finanziari sono di vitale importanza per la crescita di lungo termine⁸⁷ e che senza la moneta unica, il grado di rischio naturale relativo ai movimenti di capitali, dovrebbe fare i conti anche con il rischio derivante dal tasso di cambio, limitando quindi il potenziale di crescita che deriva dai mercati finanziari stessi. Inoltre, è proprio grazie all'accumulo di capitale fisico, umano e della conoscenza che può avere luogo una crescita stabile nel lungo termine⁸⁸. L'integrazione europea è la principale causa di accumulo di capitali, in quanto rende l'economia dell'Eurozona più efficiente, grazie ad una migliore allocazione delle risorse ed alla creazione di un terreno fertile (stabile, sicuro e meno rischioso) per gli investimenti che, a loro volta, aumentano non soltanto l'equilibrio dei mercati finanziari nel lungo termine, bensì anche il reddito pro capite.

2.3 La Crisi Finanziaria Globale e la Crisi del Debito Pubblico nell'Eurozona

In questo paragrafo, vedremo in generale le cause ed i maggiori effetti delle crisi, per poi analizzare nello specifico, nel paragrafo 2.4, le implicazioni che hanno avuto e le soluzioni adottate per porvi rimedio. Le crisi che avvennero a inizio anni '00 posero fine alla cosiddetta '*Great Moderation*', che fu un periodo caratterizzato dalla riduzione della volatilità dei cicli economici soprattutto per i Paesi del nord economico. Dalla seconda metà degli anni '80 del XX secolo, i tassi di inflazione e disoccupazione rimasero relativamente bassi e, nello specifico, in Europa la crescita rimase stabile e l'autorità monetaria dell'Eurozona fu in grado di evitare forti recessioni mantenendo l'inflazione sotto controllo. La Banca Centrale Europea fu anche in grado di far convergere, tra i vari

⁸⁵ Da un lato a causa della recessione e dell'incremento del tasso di disoccupazione e, dall'altro, dal rischio potenziale di crisi del debito sovrano e delle banche nazionali.

⁸⁶ Per gli Stati che invece mantengono l'indipendenza monetaria, in caso di perdita di competitività, sarebbe disponibile l'opzione della svalutazione della moneta nazionale, che impedirebbe sia gli andamenti deflattivi, che una crisi del debito pubblico. Inoltre, la svalutazione darebbe una spinta alla produzione ed aumenterebbe l'inflazione, compensando il vento sfavorevole del cattivo equilibrio.

⁸⁷ Cfr. informazioni relative agli IDE a pag. 10 del presente elaborato.

⁸⁸ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.182

Paesi, i tassi di interesse sugli investimenti di lungo termine verso gli appetibili tassi della Germania, acquisendo una buona reputazione ed una forte credibilità⁸⁹.

Grazie a questo periodo di prosperità economica, specialmente negli Stati Uniti, prese avvio una fase di deregolamentazione dei mercati finanziari che contribuì ad un rapido aumento del loro volume⁹⁰. Le banche, vedendo la possibilità di sfruttare il terreno fertile che si trovarono davanti, si spinsero oltre l'attività classica di stoccaggio e prestito del denaro, diventando investitori finanziari a tutti gli effetti. Questa mescolanza di ruoli tra i soggetti che agiscono nel mercato primario ed intermediari che agiscono in quello secondario rappresenta un arma a doppio taglio. Da un lato si generano profitti facendo fruttare i capitali in un modo che prima non era concesso, quindi diversificando ulteriormente il portafoglio, ma dall'altro lato, vengono creati due tipi di incongruenze. La prima relativa alla maturità, siccome le banche che agiscono come investitori e che acquistano a livello globale, prendono in prestito sul breve termine ed investono nel lungo periodo⁹¹. La seconda è relativa al rischio derivante dal tasso di cambio, poiché prendendo in prestito ed investendo il denaro tra Paesi con valute differenti, gli equilibri dei mercati delle monete possono potenzialmente ridurre il valore di un investimento che deriva da prestiti ottenuti in una determinata moneta ed attende il profitto da un'altra. Finché le cose vanno per il verso giusto⁹² tutto va bene, e quindi i profitti aumentano, ma così facendo si è contribuito a rendere più fragile il sistema bancario che, di fronte a grossi squilibri derivanti dai mercati finanziari e dalle economie reali, potrebbe crollare e trascinare con sé anche i governi nazionali⁹³.

Finché i profitti rimasero alti non ci si preoccupò della fragilità aumentata dei mercati finanziari e probabilmente ben pochi se ne resero conto. Gli unici che si accorsero che prima o poi la bolla finanziaria che si stava ingigantendo sarebbe scoppiata, furono i cosiddetti “outsiders”, come vengono chiamati nel film “*The Big Short*”⁹⁴. Essi si accorsero che i famosi mutui “subprime”, che venivano garantiti dagli istituti bancari a persone ad alto rischio di insolvenza, a causa della prosperità del mercato, non erano altro

⁸⁹ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.29

⁹⁰ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.480

⁹¹ Ponendosi su un altro livello, le banche si discostano dalla loro attività tradizionale di trasformazione della maturità tra chi investe i propri risparmi (che richiede maturità brevi) e chi chiede in prestito il capitale (richiedendo tempi più lunghi per poterli restituire), investendo e quindi di fatto mettendo a rischio il capitale della banca stessa, esponendosi maggiormente al rischio di insolvenza. Questo perché i propri guadagni dipendono da qualcosa su cui la banca esercita ancor meno controllo.

⁹² i.e. i mercati finanziari e quelli delle monete rimangono stabili e sostenuti da economie reali in crescita.

⁹³ I governi non possono permettersi di lasciar fallire tranquillamente le banche, poiché esse sono di vitale importanza per le operazioni della vita quotidiana. Se le banche muoiono, le persone si troverebbero impossibilitate a fare normali acquisti e pertanto l'economia reale si bloccherebbe, causando forti instabilità a livello sociale.

⁹⁴ Film del 2015 di Adam McKay, basato sul libro omonimo di M. Lewis del 2010, la cui trama riflette l'instabilità del mercato immobiliare statunitense che rappresentò la scintilla della crisi finanziaria globale. Il titolo del film è traducibile in “La Grande Scommessa”, siccome il termine *short*, nel contesto finanziario, indica l'azione di scommettere contro qualcosa.

che dei mutui ipotecari utilizzati come garanzia su delle nuove obbligazioni. Nello specifico, questi mutui garantivano soldi ad un basso tasso di interesse iniziale, conferendo a chi non si sarebbe potuto permettere un prestito per comprare una casa. Dato che il mercato immobiliare era in continua crescita ed il prezzo delle case aumentava, l'immobile acquistato con il mutuo poteva servire come garanzia per un altro mutuo, con il quale si sarebbe estinto il primo, ottenendo anche un margine di guadagno, utilizzando di fatto <<le banche come se fossero degli ATM>>⁹⁵. Le banche commerciali, dopo aver raggruppato questi mutui rischiosi, impacchettandoli nelle obbligazioni di debito collateralizzate (CDOs), pagavano agenzie private di classificazione del credito (CRAs) per classificare questi pacchetti come molto sicuri (AAA), quando in realtà valevano molto meno (e.g. BB, se non B+ o addirittura C). Le grandi banche di investimenti (e.g. Goldman Sachs, Deutsche Bank ecc.) compravano questi pacchetti, per dividerli poi in più parti, a seconda del grado di rischio, per poi venderle a loro volta ad altre banche o investitori e così via. Nell'intento di diversificare il loro portafogli, le banche crearono fitte reti di interdipendenza tra soggetti finanziari da tutto il mondo. Finché il mercato immobiliare cresceva il gioco poteva reggere, ma dato che la sua crescita era incrementata da un circolo vizioso se non perverso, che inevitabilmente avrebbe dovuto fare i conti con la saturazione del mercato, gli *outsiders* decisero di scommettere contro il mercato stesso stipulando dei contratti di copertura assicurativi chiamati Credit Default Swap.

I CDSs possono essere venduti da banche e compagnie che gestiscono fondi d'investimento, ed hanno l'obiettivo di fornire una copertura in caso di insolvenza di un debitore nei confronti del suo creditore, che si vedrà rimborsato l'onere dell'obbligazione originale che il debitore gli deve. L'importo compenserà la perdita dell'investitore in quanto corrisponde alla differenza tra il valore nominale dell'obbligazione ed il suo valore di mercato deprezzato⁹⁶. L'investitore, che può essere una banca o qualsiasi altro privato, che decide di acquistare questi contratti assicurativi, dovrà pagare una somma di denaro (premio), suddivisa in diverse tranches fino allo scadere del contratto. I CDSs possono assumere le vesti dell'arbitraggio o della speculazione, oltre a quella della protezione, poiché essi possono essere acquistati anche da investitori terzi per scommettere contro il fallimento di un determinato debitore. Nel caso in cui il debitore incombesse nell'insolvenza, l'investitore si vedrebbe rimborsata la cifra pattuita con l'istituto che ha erogato il CDS. Ma com'è possibile che le banche abbiano deciso di assicurarsi nell'eventualità di un evento che credevano fosse quasi impossibile che avvenisse? Anzitutto, alcune banche erano ben al corrente di ciò che stavano facendo molto prima che la puzza di bruciato si sentisse ovunque e, coscienti della tossicità delle obbligazioni che stavano istituendo, facevano di tutto per rivenderle al più presto come se fossero patate bollenti, compiendo un'operazione di cartolarizzazione del credito⁹⁷. Di

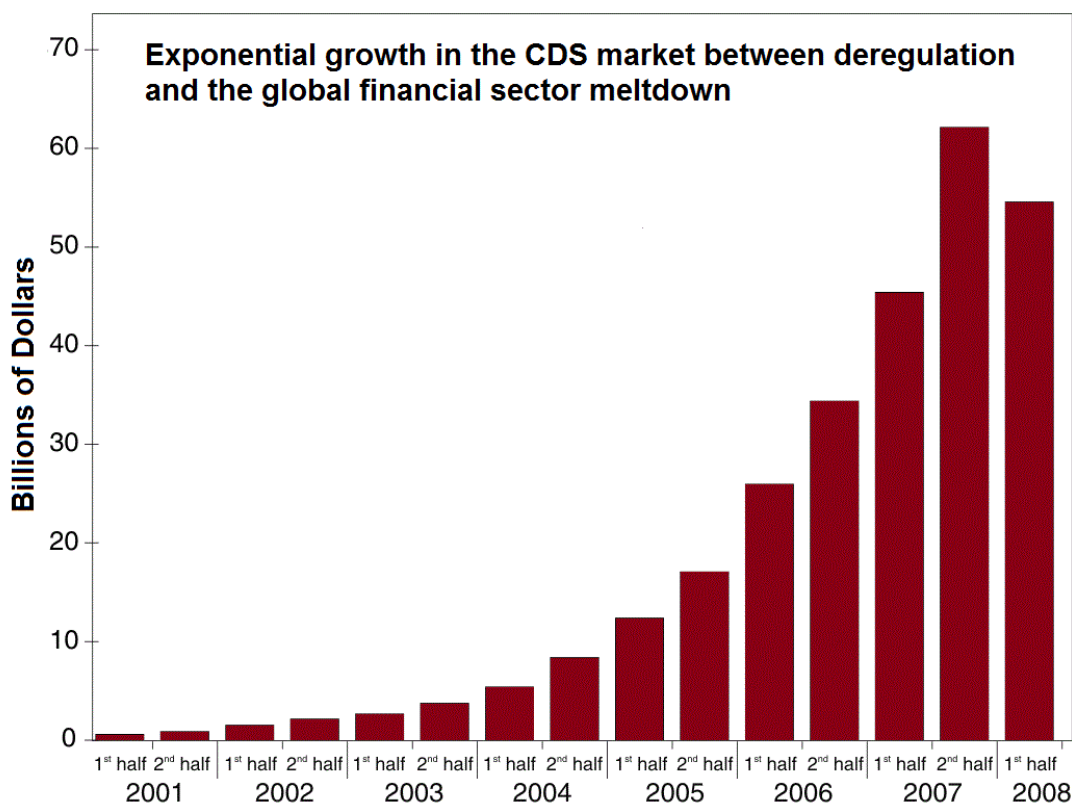
⁹⁵ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.481

⁹⁶ Cfr. <https://voxeu.org/article/credit-default-swap-fault-lines-lessons-2005-gm-and-ford-crisis> (al 09.03.2021)

⁹⁷ La cartolarizzazione è una tecnica finanziaria volta alla trasformazione di strumenti finanziari non trasferibili in altri strumenti trasferibili, negoziabili e quindi liquidi. Con questa pratica, il rischio di credito viene trasferito dalla banca agli obbligazionisti, liberando le risorse di capitale dagli oneri che le congelano.

conseguenza, questi contratti di copertura passarono dall'essere praticamente derisi quando si pensava che il mercato immobiliare potesse crescere all'infinito, all'assumere una vitale importanza durante la crisi poiché rappresentavano l'unico modo per salvare il salvabile.

Fig.2.1 La Rapida Crescita dei CDS all'Alba della Crisi Finanziaria



Source: Bloomberg

Fonte: <https://anotherangryvoice.blogspot.com/2012/06/what-is-credit-default-swap-explained.html> (al 10.03.21)

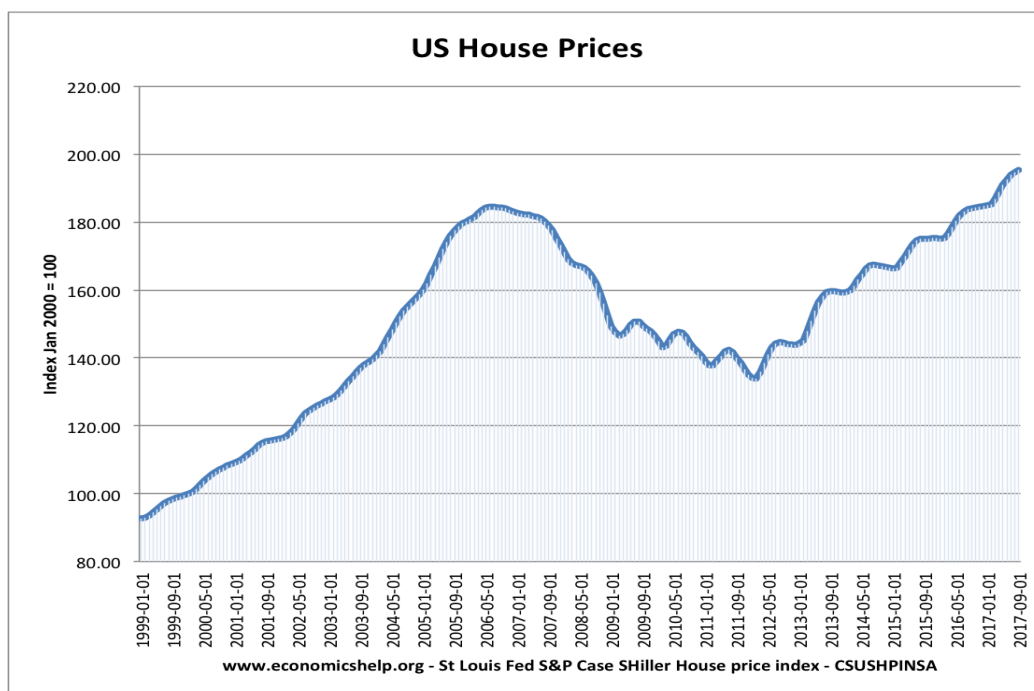
Un altro problema, sempre legato alle agenzie private di classificazione del credito, è relativo alla classificazione di compagnie assicurative come l'American International Group o Moody's, ad esempio. Le CRAs, siccome si basavano su analisi di mercato promettenti, categorizzavano compagnie come l'AIG "molto sicure", conferendo loro la credibilità per poter vendere un grande numero di CDSs, pur non avendo gli asset reali per garantire il rimborso delle obbligazioni che i debitori devono ai propri creditori. A causa della deregolamentazione, queste compagnie non erano obbligate a tenere da parte gli asset necessari a garantire il credito agli acquirenti dei CDSs in caso di insolvenza dei debitori.

Nel mondo reale, il Micheal J. Burry interpretato da Christian Bale nel film di A. McKay, fu uno dei primi a scommettere contro il mercato immobiliare attraverso i CDSs. Burry fu fondatore e capo di *Scion Capital*, una società di investimenti privati che fu in grado

di ottenere un margine di profitto del 489,34% tra novembre 2000 e giugno 2008. Egli non si rivolse a banche di investimenti come Bear Stearns o Lehman Brothers che dava per spacciate al momento dello scoppio perché troppo esposte al rischio derivante dai mutui subprime. Ritenendo quindi che non sarebbero state in grado di ripagare, e credendo che altre banche invece sarebbero riuscite a sopravvivere, si rivolse inizialmente a Goldman Sachs ed alla Deutsche Bank, convincendole ad istituire CDSs sui mutui subprime, dato che non esistevano ancora. Tra maggio e luglio del 2005 M.J. Burry fu in grado di acquistare contratti assicurativi sui mutui subprime per un totale di 750 milioni di dollari, suscitando non poche preoccupazioni tra coloro che avevano investito il loro capitale nella sua azienda. Tuttavia, questo fece tendere l'orecchio anche a Wall Street, che prima non era interessata ad un mercato di questo tipo.

Il momento di svolta arrivò nel 2007, quando la crescita del mercato immobiliare rallentò. A quel punto, non ci volle molto prima che si innescasse l'effetto domino che travolse quel velenoso sistema di debito-credito partito dai mutui subprime e che arrivò a colpire anche gli acquirenti finali, ovvero le banche più autorevoli del mondo.

Fig.2.2 I Prezzi delle Case negli USA tra il 1999 ed il 2017



Fonte: <https://econ.economicshelp.org/2007/04/why-roof-fell-in-on-us-housing-market.html> (al 10.03.21)

Sebbene la deregolamentazione in Europa e nel resto del mondo non fosse così marcata come negli Stati Uniti, la crisi assunse una portata globale a causa delle informazioni asimmetriche⁹⁸ e dei link tra istituzioni finanziarie. Le grandi banche riuscirono infatti a bypassare il rischio derivante dall'incertezza relativa ad un mercato non del tutto

⁹⁸ Il debitore ha una conoscenza nettamente più accurata, rispetto al suo creditore, in merito al suo grado di rischio.

conosciuto come quello dei mutui subprime, affidandosi a dei sussidiari. Lo “shadow banking system”⁹⁹, caratterizzato da intermediari finanziari che si posizionano tra le banche e i fondi di investimento per rendere più efficienti e veloci le trattative tra i due, non era soggetto allo stesso controllo delle banche e quindi non si poteva sapere realmente quanto fossero sani gli investimenti che passavano tra le loro mani.

Dopo l’arresto improvviso del mercato immobiliare nel 2006, il dubbio iniziale si tramutò velocemente in panico generalizzato, il prezzo delle case crollò e si alzarono i tassi di interesse per i prestiti. Insolvenza divenne la parola d’ordine e ci vollero ben quattro anni prima che i prezzi ricominciassero a salire. I primi a dichiarare bancarotta nel 2007 furono Bear Stearn e BNP Paribas, ma è con il crollo di Lehman Brothers del 15 settembre 2008 che ebbe inizio la crisi finanziaria globale. Il governo statunitense decise di non soccorrerla per non far gravare sui propri cittadini le conseguenze che derivavano dai rischi ai quali le banche, da ormai troppo tempo, si stavano esponendo. Il fallimento di Lehman Brothers, con i suoi 619 miliardi di dollari di debito, fu il più grande della storia americana. Lehman, e non solo, aveva un grande numero di obbligazioni con gli istituti finanziari più importanti anche in Europa, per questo motivo avvenne il contagio nel Vecchio Continente. A sostegno dell’argomento in merito al grande potere dei mercati finanziari ed alle implicazioni degli equilibri multipli, discusso nel paragrafo 2.2, possiamo affermare che sono stati proprio i mercati finanziari, o meglio, gli investitori a far affondare ancora più in fretta quella nave che si considerava già un relitto. Essi non soltanto hanno congelato i flussi di capitali verso l’azienda che stava affondando, cercando di svenderne i titoli, bensì hanno anche speculato pesantemente acquistando i CDS contro il fallimento di Lehman. Il fatto che Lehman avesse ingenti obbligazioni con le più grandi banche del mondo sta alla radice del contagio, poiché in reazione a catena, gli investitori che avevano delle obbligazioni legate ai CDO contaminati fecero lo stesso.

La Federal Reserve e la Banca Centrale Europea, nell’intento di salvare le banche, diedero avvio a grandi azioni di acquisto di quelle obbligazioni tossiche che derivavano dal mercato dei mutui subprime e che erano passate attraverso le compagnie intermediarie dello *shadow banking system*, prima di arrivare nelle mani delle grandi banche nazionali. I governi e le banche centrali, essendo a conoscenza del circolo vizioso che in situazioni di questo tipo si può innescare¹⁰⁰ e nell’intento di evitare una nuova Grande Depressione, cercarono di immettere liquidità nei mercati finanziari che si stavano prosciugando,

⁹⁹ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.483

¹⁰⁰ Esistono tre tipi di crisi che si possono autoalimentare durante una recessione od una crisi sistemica: le crisi bancarie, quelle del debito pubblico e le crisi macroeconomiche. Le crisi bancarie possono contribuire al peggioramento delle crisi sovrane poiché i governi si troverebbero costretti a salvare le banche, peggiorando i propri bilanci, cosa che contribuirebbe alla possibilità di renderli insolventi rispetto alle banche nazionali stesse che spesso sono le principali acquirenti dei titoli pubblici. Una crisi del debito pubblico contribuirebbe ad effettuare tagli rispetto a quelle misure volte all’incremento dei consumi, cosa che farebbe diminuire il reddito statale attraverso la VAT ad esempio, e che contribuirebbe al peggioramento delle condizioni macroeconomiche del paese. Una crisi macroeconomica, a sua volta, contribuirebbe all’incremento del rischio di insolvenza rispetto alle obbligazioni tra banche e privati, e le banche sarebbero ancora più restie a prestare soldi, contribuendo ad un’ulteriore diminuzione della spesa e così via.

adottando politiche economiche molto espansive. Quelle monetarie volte ad abbassare i tassi di interesse e quelle fiscali volte ad evitare una crisi macroeconomica, aumentando quindi la spesa e diminuendo la pressione fiscale.

Tuttavia, vestendo il camice bianco ed assumendo il ruolo del medico che lavora in prima linea nelle terapie intensive dove i pazienti più infettivi sono le banche, i governi nazionali si assunsero il rischio di ammalarsi a loro volta, incombendo nel rischio di insolvenza.

L'Eurozona si è ritrovata a dover affrontare una crisi secondaria proprio a causa dell'insolvenza sovrana, cosa del tutto inimmaginabile prima di allora, poiché i titoli del debito pubblico venivano considerati i più sicuri in assoluto. I governi nazionali implementarono delle politiche economiche molto espansive per mitigare la crisi, il cui impatto venne di fatto attenuato, tuttavia, così facendo, vennero create delle voragini nei bilanci statali. Gli Stati stessi, così si sono accollati il rischio di insolvenza. Questo fece preoccupare non poco i mercati finanziari che, ormai pervasi dal clima apocalittico della crisi finanziaria, aprirono gli occhi sulla possibilità di insolvenza pubblica e, temendo il peggio¹⁰¹, contribuirono ad innescare un cattivo equilibrio.

Le cause della criticità particolare della situazione europea sono molteplici¹⁰². Sicuramente i mercati finanziari hanno giocato un ruolo preponderante, dando per spacciati i Paesi più indebitati come Irlanda, Portogallo e Grecia. Ma non solo, non potendo contare sull'aiuto della banca centrale, ai governi europei è mancata un'autorità monetaria che agisse come prestatore di ultima istanza, acquistando quindi buona parte dei debiti pubblici. Questo ha contribuito ad inasprire il cattivo equilibrio. Oltre a ciò, la perdita di competitività per i Paesi più colpiti e la loro impossibilità a svalutare la moneta comune per recuperarne la perdita, ha contribuito ulteriormente al raffreddamento dei mercati finanziari nei loro confronti, intrappolandoli in quel circolo vizioso da cui sembrava sempre più difficile uscire. Come se non bastasse, le esitazioni nell'adottare misure veloci ed efficaci hanno contribuito ad ampliare lo spread tra i tassi di interesse tedeschi (utilizzati come metro di paragone in quanto più sicuri) e gli altri. Non si può cercare di salvare qualcuno da un pozzo quando non è lui il primo a porgere la mano. I mercati finanziari sono bene a conoscenza di ciò e, notando la titubanza della Grecia, ad esempio, nell'implementazione delle misure necessarie poiché aspettava di essere tirata su di peso dalla BCE e dall'IMF, hanno ridotto la credibilità nei suoi confronti, causando un aumento netto dei tassi di interesse sui titoli greci. Infine, dato che non tutti i membri dell'Eurozona avevano compreso a pieno l'importanza della disciplina fiscale, partivano

¹⁰¹ Se le aspettative dei mercati finanziari prevedono un futuro burrascoso, contemplando ad esempio la possibilità di un circolo vizioso in cui banche e governi, essendo legati direttamente da onerose obbligazioni, in quell'abbraccio pericoloso conosciuto come *diabolic loop*, si spingano sott'acqua a vicenda, la situazione può precipitare molto più velocemente di quanto non sarebbe successo se il panico generalizzato non si fosse innescato nei mercati stessi. I soggetti dei mercati finanziari fuggirebbero temendo di essere trascinati anch'essi sott'acqua. Al contrario, se tutti rimanessero calmi durante un'inevitabile situazione di stress, si gestirebbero i problemi insieme, consapevolmente, affrontando al meglio il male minore. Cfr. equilibri multipli par. 2.2

¹⁰² Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.488

da livelli di deficit di bilancio già alti. Questa commistione di fattori ha contribuito a rendere la crisi del debito pubblico particolarmente aspra.

Normalmente, quando uno Stato si trova nella condizione di non poter più chiedere capitali in prestito, o potrebbe farlo soltanto attraverso tassi di interesse proibitivi, la cosa più immediata da fare sarebbe richiedere degli aiuti di emergenza all'IMF. Ottenere aiuti finanziari attraverso il Fondo Monetario Internazionale non è cosa semplice, poiché questi aiuti implicano un forte controllo e strettissime condizioni. Tuttavia fu il male minore rispetto alle conseguenze che si sarebbero venute a creare, nel caso in cui uno Stato dichiarasse di punto in bianco di non voler saldare propri debiti. La BCE, che non voleva finire per essere esclusa dalla gestione dei problemi di casa si oppose ad un policy making extraeuropeo e, facendo leva sulla cooperazione con l'IMF, le istituzioni europee e quindi i governi nazionali, riuscì ad implementare delle soluzioni più europee, che vedremo nello specifico nel paragrafo finale di questo capitolo (par.2.4).

Per il momento vediamo come si è evoluta questa seconda fase della crisi qui in Europa e a quanto ammontano gli aiuti finanziari garantiti ai Paesi in maggiore difficoltà. Tra banche e governi nazionali esiste una forte interdipendenza, che è di vitale importanza per la prosperità e la sicurezza di un Paese. E se non si vuole incorrere in una situazione di instabilità economica che potrebbe indurre il rischio di insolvenza a causa di un contagio, non si può semplicemente ignorare una richiesta d'aiuto di uno Stato membro. Anche tra governi e banche di nazionalità differenti esistono forti relazioni, per cui non si potevano semplicemente far sprofondare nel default i membri maggiormente colpiti.

Partendo dalla crisi greca, quella più lunga e drammatica, si può affermare che essa sia l'esempio lampante delle conseguenze che derivano da una cattiva gestione delle finanze pubbliche. In Grecia, infatti, per diversi anni, i governi hanno adottato politiche fiscali espansive (e.g. stipendi pubblici elevati, età pensionabile relativamente bassa, ecc.) con il mero intento di guadagnare il consenso delle opinioni pubbliche, al posto di effettuare delle riforme strutturali volte al miglioramento dell'efficienza della macchina statale (e.g. sistema burocratico e legale più veloce). Già nei primi anni '00 la Grecia ebbe delle difficoltà nel rispettare la disciplina imposta dal Patto di Stabilità e Crescita e, nel 2004, rischiò di finire sotto procedura di deficit eccessivo, ma venne graziata dalla Commissione probabilmente a causa delle olimpiadi. Imperterrita, continuò a spendere e, nel 2009, la crisi si fece particolarmente dura. La Grecia registrò un debito pubblico di più del 120%PIL ed un deficit di più del 15%PIL, ben oltre i limiti del 60% per il debito e del 3% per il deficit. Questi dati e le raccomandazioni della Commissione tuttavia non furono sufficienti a farle ridurre la spesa. Inoltre, con l'arrivo di Papandreu venne fatta luce sulla reale situazione economica del Paese, più disastrosa di quanto dichiarato in precedenza, cosa che si riflesse in tassi di interesse ancor più elevati. Nel 2010 il Consiglio istituì un piano di riforma per porre fine a deficit tanto elevati. Per la Grecia ci vollero ben tre salvataggi, per un totale di 256,6 miliardi di euro¹⁰³. I primi aiuti finanziari della

¹⁰³ Cfr. <https://www.consilium.europa.eu/en/infographics/financial-assistance-to-greece-2010-2018/> (al 15.03.2021)

Troika¹⁰⁴ arrivarono nel 2010, ed il governo greco dovette implementare misure alquanto austere, *conditio sine qua non*, per l'ottenimento del pacchetto di aiuti. Non soltanto non furono sufficienti, bensì le misure della Troika non fecero altro che far peggiorare la situazione a causa della loro pro-ciclicità, di conseguenza fu necessaria una ristrutturazione del debito, che era ormai diventato insostenibile (+160%PIL), prima di poter avere accesso al secondo pacchetto di aiuti. Siccome la ristrutturazione del debito ebbe un effetto positivo, giunsero gli aiuti del secondo piano di salvataggio nel 2012, a condizione di nuove regole volte all'implementazione di riforme strutturali. Tuttavia, per la Grecia fu necessario un terzo pacchetto di aiuti, che arrivò nel 2015 non con poche difficoltà a seguito delle elezioni del governo Tsipras. La procedura di deficit eccessivo nei confronti della Grecia, venne annullata dal Consiglio nel 2017 ed il supporto finanziario terminò effettivamente nel 2018. L'austerità necessaria all'ottenimento degli aiuti finanziari causò grandi instabilità politico-sociali.

Ben diversa è la storia dell'Irlanda. A seguito della secessione dal Regno Unito nel 1972, l'Irlanda utilizzò i fondi di investimento per modernizzare il Paese e riuscì, nel giro di pochi anni, a trasformare il paese da prevalentemente agricolo ad un Paese moderno in rapida crescita economica. La modernizzazione dell'economia, caratterizzata da un regime fiscale fertile (tassazione ridotta ed ampi incentivi), attrasse molti investimenti e multinazionali. L'economia irlandese registrò un boom negli anni '90. Le cose andarono per il verso giusto fino all'arrivo dell'ondata che arrivò dall'altro lato dell'oceano, nel 2008 iniziò un periodo di recessione. Anche se il debito pubblico era relativamente basso, il deficit ammontava al 6,3%PIL nel 2009; pertanto, il Consiglio adottò una decisione in cui si accertava l'esistenza di una situazione di deficit eccessivo e si raccomandavano delle misure correttive da implementare. Nonostante ciò, la situazione continuò a deteriorarsi, ed il fatto che l'economia irlandese si basasse prevalentemente sugli introiti derivanti dalle banche, contribuì a rendere la situazione ancor più drammatica. Il governo intervenne per salvare i più grandi istituti di credito (e.g. Bank of Ireland, The Irish Bank) con ben 64 miliardi di euro. A quel punto fu lo Stato a rischio di insolvenza, che si ritrovò costretto a chiedere gli aiuti finanziari della Troika. Il pacchetto di aiuti finanziari del 2010, per un totale di 85 miliardi di euro, arrivò a seguito dell'approvazione del governo irlandese delle misure da implementare, volte alla consolidazione fiscale tramite una ristrutturazione del sistema bancario basata sulla riduzione delle spese, riforme sulla tassazione e riforme strutturali volte al miglioramento dell'efficienza e della competizione. Il Consiglio prefissò il 2015 come obiettivo da rispettare per porre fine alla situazione di deficit eccessivo. Nel 2012 la Commissione accertò che l'Irlanda adottò le misure necessarie e nel 2013 l'Irlanda completò il programma di assistenza finanziaria, rimanendo però soggetta a sorveglianza post programma. Nel 2016 il Consiglio abrogò la decisione del 2009 in merito all'esistenza di deficit eccessivo in Irlanda.

Per quanto riguarda il Portogallo, a seguito dell'accesso alla Comunità Europea nell'86, l'economia migliorò nettamente grazie all'integrazione europea. Tuttavia, il PIL iniziò a peggiorare nei primi anni 2000 e, non avendo approfittato del boom economico per

¹⁰⁴ Il termine Troika (terzetto) rimanda all'azione congiunta tra Commissione Europea, ECB ed IMF, volta all'erogazione di fondi finanziari di emergenza soggetti a strette condizioni.

effettuare riforme strutturali volte al miglioramento dell'efficienza e della produttività del Paese, nel 2002 il deficit arrivò a +4%PIL. Il Consiglio adottò due decisioni in merito all'esistenza di deficit eccessivo, una nel 2002 e l'altra nel 2005, che vennero abrogate a seguito del riconoscimento dell'implementazione delle misure raccomandate rispettivamente nel 2004 e la seconda nel 2008 giusto prima dell'arrivo della crisi. Il Portogallo fu colpito duramente a causa dell'inefficienza della macchina statale e della scarsa produttività. Il Consiglio si trovò costretto ad adottare un'altra decisione nel 2009, con l'avviso di porre fine alla situazione di deficit eccessivo entro il 2013. Anche se la Commissione attestò che il Portogallo si stava comportando bene, i mercati finanziari specularono pesantemente temendo il rischio di insolvenza. I tassi di interesse si alzarono molto ed il Portogallo si trovò nella situazione di non potersi più finanziare. Nel 2011 fece richiesta per il pacchetto di aiuti finanziari. A seguito di lunghe negoziazioni tra Commissione Europea, ECB e IMF, nel 2014 vennero garantiti aiuti per un totale di 78 miliardi di euro in diverse tranche. La deadline per il deficit eccessivo venne posticipata dal 2013 al 2015, tuttavia nel 2016 venne aperta un'altra procedura per far fronte al deficit di bilancio portoghese, siccome la situazione non era migliorata. La Commissione attestò che il Portogallo non fece abbastanza per sistemare le cose, tuttavia si decise di non imporre sanzioni per paura di innescare una reazione a catena visto il clima già alquanto surriscaldato dalla questione Brexit. La procedura di deficit eccessivo venne chiusa definitivamente nel 2017.

Anche per quanto riguarda la Spagna ci fu una rapida crescita economica ed un miglioramento netto in termini di modernizzazione, a seguito dell'accesso alla Comunità Europea che avvenne nel 1986. Questo trend toccò il picco positivo negli anni '90 ponendo rimedio addirittura al classico problema della disoccupazione spagnola. Questo andamento positivo durò tuttavia fino all'arrivo della crisi finanziaria in Europa. Nel 2008 anche la Spagna dovette far fronte alla recessione e ad un difficile accesso al credito. Nel 2009 il Consiglio adottò una decisione in cui veniva attestata la persistenza di deficit eccessivo e vennero fatte delle raccomandazioni per porvi fine entro il 2012. Siccome la situazione non migliorò, la BCE inviò direttamente al governo spagnolo (cosa alquanto inusuale) una lista di misure da adottare per salvaguardare il sistema bancario, poiché stava affrontando serie difficoltà (proibitivi tassi di interesse sui titoli pubblici). Come per l'Irlanda, nonostante la rigida implementazione delle misure fiscali raccomandate, il vero problema fu la necessità di salvaguardare le banche. Nel 2012 il governo spagnolo richiese ufficialmente gli aiuti finanziari, la Troika si mise in moto e vennero garantiti aiuti per un totale di 100 miliardi di euro. Nonostante la corretta implementazione delle misure contenute nel *Memorandum of Understanding*, il debito spagnolo rischiò di diventare insostenibile. La Commissione raccomandò ulteriori misure nel 2014, tuttavia, siccome non vennero rispettate, nel 2016 il Consiglio iniziò la procedura per l'imposizione di sanzioni. Ma anche in questo caso, probabilmente per paura di un ricorso generalizzato all'art.50 TUE, non vennero imposte. La procedura di deficit eccessivo venne abrogata dal Consiglio nel 2019.

Per comprendere meglio l'eterogeneità degli effetti di una causa comune, vediamo il caso di Cipro. Si tratta di un esempio di puro contagio, poiché nel Paese non vi erano prominenti inefficienze strutturali, né tantomeno bolle finanziarie. La crisi venne

importata direttamente dalla Grecia in quanto le due economie dipendevano fortemente l'una dall'altra. Cipro entrò a far parte dell'Unione Europea nel 2004, ma come regalo di benvenuto ricevette direttamente una procedura di deficit eccessivo, a causa della scarsa preparazione pre ingresso (non del tutto in linea con i criteri di convergenza). Nel 2008, entrò a far parte dell'Eurozona ed il deficit di bilancio aumentò ancora (6%PIL). La faticosa decisione del consiglio in merito alla procedura di deficit eccessivo giunse nel 2010, ma nonostante il riconoscimento da parte della Commissione riguardo la corretta implementazione delle misure necessarie, le banche cipriote si trovarono in una situazione drammatica per la carenza di liquidità a causa della drammatica situazione delle banche greche. Nonostante i tentativi del governo volti alla ristrutturazione delle obbligazioni bancarie, gli obiettivi di medio e lungo termine divennero insostenibili. Pertanto, anche il governo di Nicosia si trovò costretto a richiedere il pacchetto di aiuti nel 2012. Dopo lunghe negoziazioni con le autorità europee, giunse il Memorandum contenente le condizioni per l'erogazione del credito, tra cui grossi tagli nelle istituzioni pubbliche, migliorare la trasparenza tramite rigorosi processi di sorveglianza dell'operato statale, consolidazione fiscale, tagli della spesa e riforme strutturali. Il programma di aiuti fornì un totale di 10 miliardi di euro. Cipro uscì dal programma nel 2016 e, nello stesso anno, il Consiglio abrogò la decisione in merito al deficit eccessivo, tuttavia, il Paese rimase sotto sorveglianza post programma.

Ogni Paese ha caratteristiche differenti e pertanto la stessa causa ha generato effetti differenti. In totale furono quindi cinque i Paesi che si dovettero salvare ad ogni costo per evitare un contagio dell'intera Eurozona.

L'Italia non si trovò in una situazione tanto critica quanto quella dei Paesi appena visti, ovvero non si trovò nell'impossibilità di autofinanziarsi o di onorare le proprie obbligazioni, tuttavia non fu nemmeno tra quelli che se la cavarono "con poco". Lo storico problema dell'Italia è il debito pubblico, gonfiato soprattutto a causa delle grandi spese pubbliche degli anni '80. Il bel Paese cresce, ma a ritmi troppo lenti. Il problema quindi non fu legato direttamente alla crisi del sistema bancario, siccome in Italia non era permesso acquistare gli asset relativi ai mutui subprime. La crescita anemica rende fragile il sistema bancario e difficile la riduzione del debito, per questo motivo l'Italia fece parte della cerchia di Paesi da salvare. L'Italia venne ammessa all'interno dell'Eurozona nel 1998, a seguito dei grandi sforzi richiesti per essere in linea con i criteri d'accesso. Già nel 2005 la situazione in merito a debito pubblico e deficit non era delle più rosee e venne raccomandato di porre fine alla situazione entro il 2007. Tra il 2008 ed il 2009 il PIL si contrasse di 7 punti percentuali ed il deficit arrivò al 5,3%PIL. Nel 2010 venne istituita la procedura di deficit eccessivo con termine per porvi rimedio al 2012 e, nel 2012, la situazione economica dell'Italia migliorò ma non di quanto ci si aspettava. Il presidente della BCE Trichet e M. Draghi, allora a capo della Banca d'Italia, scrissero una lettera direttamente al governo Berlusconi, contenente le misure da adottare per stabilizzare l'economia. Tra queste, una riforma della negoziazione collettiva degli stipendi, misure fiscali correttive e misure per il miglioramento dell'efficienza amministrativa. Nel 2012 la Commissione fece delle raccomandazioni per migliorare la competitività nazionale attraverso la consolidazione fiscale e riforme per l'educazione, la produttività e la crescita, ma nonostante ciò lo spread rispetto ai titoli tedeschi aumentò a dismisura ed il

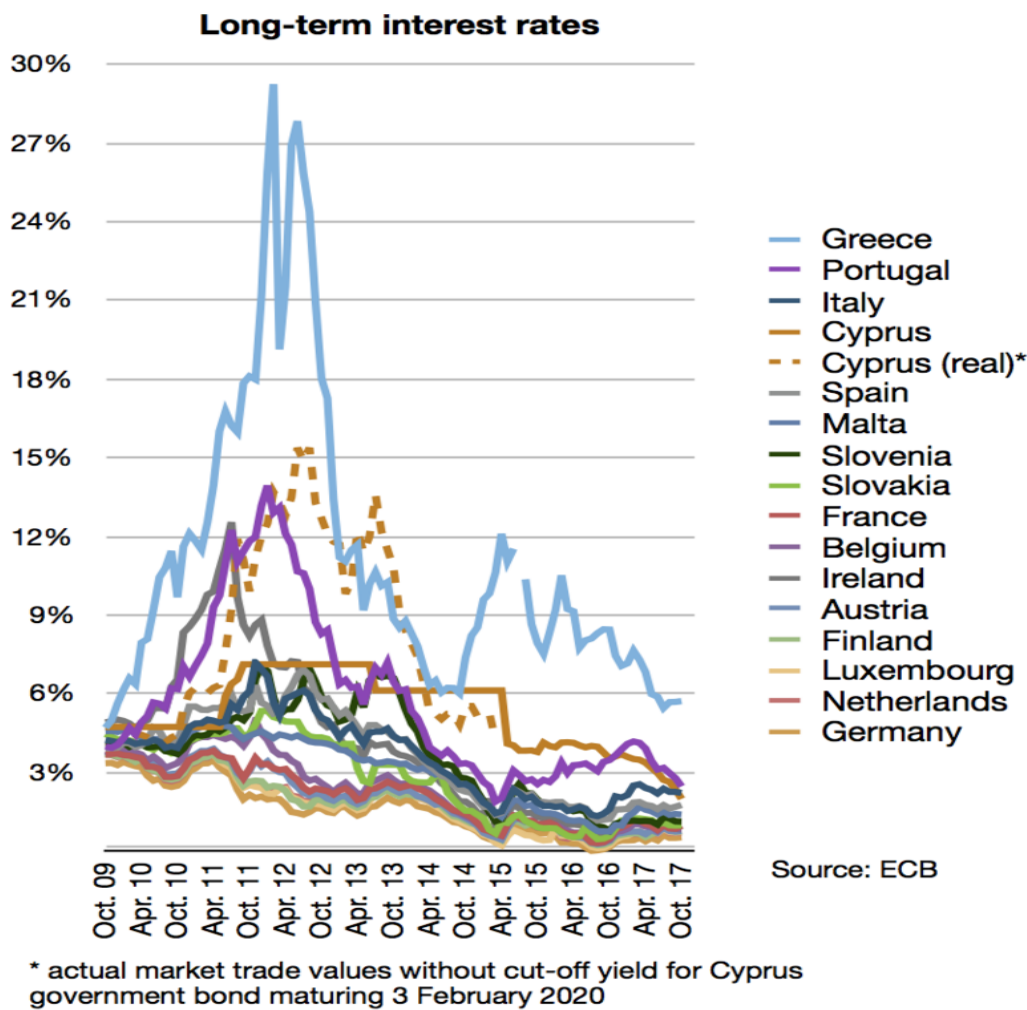
tasso di interesse sul lungo termine per i titoli italiani arrivò al 7%. Il governo tecnico Monti adottò delle riforme volte alla riduzione della spesa pubblica, all'aumento delle tasse ed alla riforma del sistema pensionistico. Nel 2013, il Consiglio abrogò la decisione in merito all'esistenza di deficit eccessivo quando Letta fu a capo del governo, tuttavia il debito pubblico rimase un grosso problema (tra il 2012 ed il 2014 ammontò a circa il 130%PIL). Nel 2016, probabilmente a causa dell'operato discutibile dei governi in merito alla gestione del sistema finanziario, la situazione delle banche italiane si deteriorò ulteriormente. Anche se cresce a ritmi lentissimi, l'economia italiana è tra le più grandi del continente ed il fatto che il 17% dei prestiti (circa 400 miliardi di euro) fosse arrivato ad essere considerato praticamente spazzatura, fu un grosso problema¹⁰⁵. Fu necessario quindi salvaguardare le banche dalla fragilità aumentata per evitare un drammatico contagio. L'Italia sottoscrisse allora un programma di aiuti che ammontò a 125,3 miliardi di euro¹⁰⁶. Nonostante ciò, venne addirittura avvertita dalla Commissione riguardo all'eventualità di una procedura di deficit eccessivo, tra il 2018 ed il 2019, dato che la situazione non migliorò secondo le aspettative (debito +130PIL e deficit vicino alla soglia del 3%PIL).

Per guardare la crisi da un'altra prospettiva, si può affermare che, per quanto riguarda Italia, Francia, Belgio e Germania, chi con maggiori difficoltà e chi meno, si sono trovati sul filo del rasoio ma non in fondo al baratro, poiché non si trovarono in situazioni particolarmente drammatiche. I loro sistemi bancari barcollarono, mostrando segni di fragilità, ma non si ritrovarono nell'impossibilità di onorare i propri debiti né in difficoltà ad autofinanziarsi. Nonostante ciò, se per il Belgio e l'Italia il grande problema fu maggiormente legato al debito pubblico, per Francia e Germania il vero problema riguardò esclusivamente la fragilità delle banche, a causa del contagio diretto con il mercato dei mutui subprime. Tuttavia, se per i Paesi a sud d'Europa la situazione è stata veramente critica, i Paesi a nord non soltanto se la cavarono con qualche scossone, anzi, i bassi tassi di interesse sui titoli di stato li fecero guadagnare. Si stima che, a fine 2011, la Germania abbia guadagnato più di 9 miliardi di euro grazie a tassi così bassi, dato che gli investitori ripiegarono sui bond tedeschi, considerati più sicuri. Con tassi di interesse prossimi allo zero o addirittura negativi (situazione in cui si viene pagati per farsi prestare i soldi) si ritrovarono anche i Paesi Bassi, l'Austria e la Finlandia. Per i titoli a breve scadenza (meno di un anno), anche Belgio, Francia, Svizzera e Danimarca riuscirono a guadagnare dai tassi di interesse favorevoli.

¹⁰⁵ Cfr. <https://www.investopedia.com/terms/e/european-sovereign-debt-crisis.asp#:~:text=The%20European%20sovereign%20debt%20crisis%20began%20in%202008%20with%20the,peaked%20between%202010%20and%202012> (al 17.03.2021)

¹⁰⁶ Cfr. https://www.bancaditalia.it/media/fact/2019/mes_riforma/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1 (al 17.03.2021)

Fig.2.3 Tassi di Interesse sul Lungo Termine nell'Eurozona



Fonte: https://en.wikipedia.org/wiki/European_debt_crisis

La crisi del debito sovrano nell'Euro-area ha avuto serie implicazioni in merito all'integrità dei mercati finanziari. Anzitutto, ha causato una significativa battuta d'arresto relativamente alla progressione dell'integrazione finanziaria. La fuga di capitali, dai Paesi maggiormente colpiti verso quelli che rimasero in piedi senza troppi scossoni, ha causato una marcata frammentazione dei mercati azionari e delle obbligazioni. Inoltre, la crisi ha creato una grave ferita sul volto della moneta comune, mettendo a dura prova la sua esistenza.

Vediamo ora come l'Eurozona ha reagito a questa dura prova.

2.4 Risposte alla crisi

Perché questo cataclisma economico non ha posto fine al processo di integrazione europea? Perché invece che dividersi, uscendo dalla villa, riprendendosi i propri ombrelli e quindi il pieno controllo della sovranità, per affrontare da soli le intemperie, si è scelto di rimanere uniti? Molti si aspettavano il crollo dell'Eurozona all'alba del suo primo decennio di esistenza, tanti altri si aspettavano invece la creazione di un'entità ancor più forte ed integrata.

Dalla fine degli anni '90 con l'introduzione della moneta unica e dieci membri parte dell'unione monetaria, si è passati attraverso la crisi del 2008, con quindici Stati membri, per arrivare allo stato attuale con ben ventisette Stati parte dell'UE e diciannove che condividono l'euro. Nemmeno il clamoroso appello del Regno Unito all'Art. 50 TUE a marzo del 2017, né la sua uscita effettiva a dicembre del 2020, hanno innescato una reazione a catena. Sebbene la morte del progetto europeo sia sicuramente un argomento molto gettonato dai populistici, una volta entrati a far parte dell'Eurozona non si può tornare indietro¹⁰⁷. Anzi, l'uscita dall'euro è realizzabile a livello teorico, ma non avverrà a livello pratico. La prima ragione di questo assunto è di tipo economico, l'uscita dall'euro per un Paese che ha problemi di competitività, ad esempio, implicherebbe dei costi relativi alla svalutazione della moneta nazionale. Tuttavia, questa svalutazione farebbe aumentare l'inflazione tanto da annullare i benefici che deriverebbero dall'aumentata competitività internazionale. Inoltre, aumenterebbero anche i tassi di interesse relativi ai titoli di Stato. Ma anche nel caso in cui l'uscita dall'euro fosse accompagnata da politiche economiche in grado di mitigare gli squilibri inevitabili legati alla fase di transizione, non è automatico che si sistemino i problemi che hanno indotto un membro all'uscita. Problemi di scarsa competitività e produttività, oppure di alto debito o deficit pubblici, non sono legati alla partnership con l'Eurozona, sono problemi nazionali che i membri si portano con sé da molto lontano. Una seconda ragione legata all'impossibilità di uscire dall'euro è di tipo politico. Anche se un membro dovesse decidere di non essere più parte di quell'accattivante partnership elitaria dove i benefici derivanti dal liberalismo sono maggiori a quelli derivanti dal protezionismo, bisognerebbe fare i conti con il costo politico di essere trattati come dei partner di serie b, relativamente alle tematiche economiche di cui dovrebbero inevitabilmente trattare in quanto vicini di casa. Una terza ragione riguarda gli ostacoli procedurali necessari alla denominazione in valuta domestica di tutti i contratti, ad esempio quelli relativi agli stipendi, ai depositi bancari, alle obbligazioni, mutui, tasse, ecc. Ma non solo, andrebbero riprogrammati i computers, sostituiti gli ATM e i dispositivi di pagamento in contante. Senza contare il cambio e la distribuzione della moneta nazionale in tutto il Paese.

A questo punto sarebbe naturale pensare ad una semplice inversione del processo adottato durante l'implementazione dell'euro. Tuttavia, allora il passaggio è avvenuto sì gradualmente, ma soprattutto collettivamente, a seguito di una rigorosa implementazione di misure volte al livellamento dei parametri necessari per un'unione armoniosa ed in

¹⁰⁷ Cfr. <https://voxeu.org/article/eurozone-breakup-would-trigger-mother-all-financial-crises> (al 23.03.2021)

linea con le direttive europee. Tornare indietro, da soli, sganciando la parità del livello dei prezzi e dei tassi di interesse, significherebbe esporsi agli attacchi speculativi degli investitori internazionali relativi ai tassi di cambio. In questo caso verrebbe a mancare quella fase di preparazione necessaria per un atterraggio morbido; l'assestamento potrebbe far crollare la stabilità dello Stato. Famiglie e imprese, coscienti del fatto che la nuova moneta nazionale subirebbe un'inevitabile svalutazione, per non perdere il valore relativo al cambio, sposterebbero i loro depositi nelle banche europee. Lo stesso farebbero gli investitori finanziari, sapendo che i loro capitali in un Paese in uscita subirebbero una perdita di valore, si affrettarebbero per spostarli dove saranno ancora denominati in euro. Il potenziale distruttivo di un cambiamento simile è analogo ai meccanismi che sono avvenuti durante la crisi finanziaria e del debito pubblico. La BCE probabilmente non fornirebbe il suo sostegno ad un Paese che decide di alzare i tacchi e andarsene, e se il Paese uscente fosse addirittura in una situazione fiscale precaria, non sarebbe nemmeno in grado di autofinanziarsi per correre in aiuto delle banche nazionali. Il risultato? Una crisi finanziaria di entità catastrofiche. E per essere innescata, non sarebbe nemmeno necessario arrivare all'effettiva implementazione del processo di transizione, bensì basterebbe una manifestazione credibile della volontà ad intraprendere questo percorso.

Prima di vedere cosa è stato fatto per fare fronte alla crisi, credo sia utile spendere due parole in merito alla legalità degli aiuti finanziari. Ci furono diversi dibattiti in merito all'operato della BCE durante la crisi del 2008, poiché gli articoli 123.1 e 125.1 TUE hanno l'obiettivo di impedire l'assistenza finanziaria europea ai governi europei in caso di difficoltà¹⁰⁸. L'intento fu quello di evitare l'azzardo morale per quei governi che, sapendo di essere salvati in ogni caso, non si preoccuperebbero troppo di spese eccessive. L'articolo 123 riguarda la BCE nello specifico ed impedisce la garanzia di credito tra la Banca Centrale (e quindi anche il sistema delle banche centrali nazionali) e le istituzioni europee, i governi, le autorità locali, ecc. e viceversa. L'articolo 125.1 riguarda invece direttamente i governi e la Commissione e stabilisce che l'Unione non si deve fare carico in nessun modo delle obbligazioni dei governi centrali, delle autorità locali o di altri organismi di diritto pubblico, con l'eccezione di garanzie specifiche necessarie per l'esecuzione di progetti comuni particolari e viceversa. Queste disposizioni si rifanno alla famosa *no-bailout clause*. Tuttavia, il principio di solidarietà venne invocato dall'articolo 122 TUE, che permette al Consiglio dell'Unione Europea su proposta della Commissione, di adottare misure eccezionali in situazioni particolarmente avverse, garantendo assistenza finanziaria. L'ambivalenza di questo dibattito si basò da un lato sul fatto che la BCE non avesse prestato direttamente ai governi nazionali, bensì acquistato le loro obbligazioni dai mercati finanziari (rispettando quindi l'art.123), né tantomeno i governi si sono fatti carico delle obbligazioni di altri governi (in linea con l'art.125). Dall'altro lato, l'azione su larga scala della BCE, relativa all'acquisto di titoli di debito pubblico, degli Stati parte dell'Eurozona, fu tutt'altro che in linea con il principio della *no-bailout clause*. Questo principio è stato violato di fatto, per la salvaguardia dell'Eurozona.

¹⁰⁸ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.487

Nella parte finale del paragrafo 2.1 abbiamo visto in breve il Patto di Stabilità e di Crescita, quindi il suo obiettivo, i suoi elementi principali e la prima modifica del 2005, volta a renderlo meno rigido. A seguito della crisi la Commissione propose una ristrutturazione del Patto, volta ad ampliarlo e a renderlo più complesso ampliandone la portata legislativa. L'obiettivo fu quello di renderlo più rigido, siccome anche prima della crisi non si rilevò molto efficace. La prima riforma, del 2011, conosciuta come *Six Pack-Two Pack Reform*, contiene rispettivamente cinque regolamenti ed una direttiva (Six Pack) e due regolamenti (Two Pack) che vennero però ultimati ed adottati nel 2013. Il primo pacchetto di riforme ebbe l'obiettivo di limitare in maniera significativa l'autonomia degli Stati membri relativamente all'utilizzo delle politiche fiscali, tramite una sorveglianza più rigida, più poteri alla Commissione, sanzioni addizionali, l'estensione della procedura di deficit eccessivo anche al debito pubblico, misure addizionali per la correzione di squilibri macroeconomici ed una pianificazione rigorosa degli obiettivi di bilancio sul medio periodo. Oltre a ciò venne introdotto il *Semestre Europeo*, luogo di cooperazione proattiva in merito all'implementazione di politiche economiche e di budget coordinate ed in linea con gli obiettivi europei, con il focus su periodi semestrali. Il dialogo avviene tra i governi degli Stati membri, rappresentati dai rispettivi ministri dell'Economia e delle Finanze (ECOFIN), e coinvolge anche il Parlamento Europeo¹⁰⁹. Il semestre prende avvio a gennaio, con la pubblicazione delle previsioni economiche sul medio periodo, poi, in primavera, i governi forniscono i programmi di stabilità e convergenza, che includono le strategie volte a rispettare gli obiettivi in linea con l'SGP nell'arco di medio periodo (3 anni). Infine, la Commissione verifica la fattibilità e l'efficacia di questi programmi prima di accettarli o di fornire istruzioni in merito ad eventuali modifiche; una volta approvati i programmi, i governi potranno proporre i bilanci e le misure ai rispettivi parlamenti. Commissione e Consiglio verificheranno poi l'operato degli Stati membri. I due regolamenti del 2013, invece, furono volti al rafforzamento sia del braccio preventivo, che di quello correttivo dell'SGP, con l'obiettivo di rinvigorire ulteriormente la sorveglianza fiscale nel contesto del Semestre Europeo. Il primo regolamento contiene delle scadenze rigorose per la consegna degli obiettivi di medio termine e la pubblicazione dei budget di bilancio, mentre il secondo contiene delle disposizioni in merito alla sorveglianza stretta per i membri che si sono ritrovati in una situazione di deficit o debito eccessivi.

Nel 2012, quando gli effetti della crisi non davano ancora segni di miglioramento, venne istituito il "Trattato sulla Stabilità, Coordinazione e Crescita" noto anche come *Fiscal Compact*. L'obiettivo fu quello di incrementare complessità e tecnicismi in merito alle disposizioni già contenute nell'SGP riformato. Il Fiscal Compact, tuttavia, non si è soltanto limitato a reiterare e rafforzare le disposizioni contenute soprattutto nel Six Pack, bensì introduce nella storia dell'integrazione europea un altro momento di svolta poiché implica la sua implementazione¹¹⁰ a livello nazionale. L'articolo 3, conosciuto anche come *Golden Rule*, oltre a stabilire i parametri limite rispetto al budget, richiede

¹⁰⁹ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.431

¹¹⁰ Ovviamente per coloro che, oltre ad averlo firmato, lo ratificano, conferendogli l'effettività necessaria per la sua efficacia.

l'introduzione, a livello costituzionale, delle disposizioni necessarie a conferirgli efficacia. Questa condizione necessaria per l'ottenimento degli aiuti finanziari in caso di difficoltà o situazioni particolarmente gravi, fa shiftare l'attenzione dei governi e delle opinioni pubbliche dal piano europeo a quello nazionale. L'ostilità che si poteva generare nei confronti delle istituzioni europee¹¹¹ viene di fatto attenuata a discapito dei dibattiti nazionali in materia di politiche fiscali¹¹², veri responsabili delle decisioni che contribuiscono a determinare il benessere di un Paese. Il Fiscal Compact fu negoziato dall'ECOFIN e poi sottoposto allo scrutinio del Consiglio, che l'approvò nel marzo del 2012. Fu poi firmato da venticinque Stati membri ed entrò in vigore per diciannove di loro, con non poche difficoltà nella sua implementazione a livello nazionale.

Ma qual è la controversia principale del Patto di Stabilità e di Crescita, delle sue riforme e del Fiscal Compact, quindi relativa al meccanismo di controllo, prevenzione ed aggiustamento di deficit pubblici? Essa è relativa al freno che questo meccanismo pone agli stabilizzatori automatici¹¹³, che agiscono in maniera contro-ciclica durante una fase di recessione, agendo di fatto come una politica fiscale espansiva in caso di peggioramento del budget statale. Proprio nel momento del bisogno, quindi quando la spesa dovrebbe essere incentivata, il loro effetto di assorbimento dello shock viene bloccato dalla rigidità fiscale imposta, poiché il meccanismo di controllo e prevenzione riscontra un deterioramento dei bilanci pubblici. Il risultato dell'austerità in fase di recessione è una condotta pro-ciclica che incrementa la contrazione dell'economia. Difatti, durante la crisi, la recessione è stata più profonda in quei Paesi che hanno applicato politiche fiscali molto restrittive, adottate sotto il regime dell'SGP.

La logica che sta alla base di questo regime fiscale è quella di fare in modo che i governi mantengano i propri bilanci in equilibrio, o in surplus, di modo tale che, durante le fasi di contrazione dell'economia possano permettersi di adottare politiche fiscali espansive. Anzitutto i criteri di convergenza per la membership europea hanno ammesso un deficit di bilancio non superiore al 3%, ovviamente per motivi politici, quindi ammettendo un deficit che in quanto tale implica uno squilibrio rispetto agli obiettivi di bilancio a zero od in surplus. Di conseguenza, durante una fase di recessione si partirebbe già da una situazione sfavorevole che limita lo spazio d'azione. Ma oltre a ciò, durante gli anni di prosperità economica pre-crisi, non tutti gli Stati membri si sono impegnati per trarre vantaggio dalla situazione favorevole mettendo in pari od in surplus i propri bilanci. Naturalmente è un comportamento umano quello di non accorgersi o preoccuparsi di ciò che è importante finché non viene a mancare davvero. I governi, essendo vicinissimi alle rispettive opinioni pubbliche, faticano a ricevere il consenso di fronte a tematiche sul lungo termine. È molto complicato far accettare limitazioni economiche alla popolazione attuale, con l'intento di sistemare i bilanci pubblici in vista di spese future molto maggiori, relative ad esempio all'invecchiamento della popolazione europea, che imporrà grandi

¹¹¹ Relativamente al meccanismo dell'SGP, i.e. Semestre Europeo, sorveglianza della Commissione, decisioni del Consiglio.

¹¹² Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.437

¹¹³ Cfr. Par. 2.1 e 2.2.

sfide ai sistemi sanitari e pensionistici. Ma questo è uno dei motivi per cui la guida europea è essenziale ai fini della stabilità e della sicurezza regionale.

Per quanto riguarda i mercati finanziari, le crisi hanno ridotto significativamente il livello di integrazione¹¹⁴ e per comprendere meglio il problema e quale soluzione è stata adottata, è necessario analizzare brevemente in che modo la frammentazione ha cambiato le cose.

Anzitutto, l'impatto della crisi ha colpito le banche direttamente al cuore, ovvero facendo segno nel mercato interbancario. *L'interbank market* oltre ad essere il luogo dove hanno origine i tassi di interesse, sui quali si basano tutte le obbligazioni che ne derivano, è anche il luogo dove le banche gestiscono il loro intimo sistema di debito-credito, quindi dove regolano gli squilibri dei loro portafogli. Questi squilibri, in condizioni normali non durano più di qualche ora, giorni al massimo. Con l'arrivo della crisi, questo mercato si congelò, bloccandone la fluidità ed impedendo alle banche di compiere le loro operazioni giornaliere. Le banche più colpite non furono quelle grandi, che potevano finanziarsi internazionalmente, bensì quelle più fragili e di medio-piccole dimensioni. Conseguenza di ciò, nonostante i generosi aiuti finanziari della BCE, ci fu un aumento dello spread sui tassi di interesse relativi ai piccoli prestiti. Questo significa che le piccole-medio imprese o le famiglie, nei Paesi più colpiti, si trovarono nella condizione di non poter più chiedere in prestito il denaro. Ma se il prezzo del denaro non fu più lo stesso tra i diversi Paesi dell'Eurozona, l'esistenza del mercato unico vacillò, poiché venne a mancare una sana competizione tra aziende delle stesse dimensioni. Come se non bastasse, vacillarono anche le garanzie statali sui depositi bancari, il che vuol dire che i depositi in euro detenuti dalle banche tedesche non ebbero lo stesso valore dei depositi in euro detenuti dalle banche cipriote. Questo, oltre a porre seri interrogativi in merito alla moneta comune, implicò una fuga di capitali dai Paesi maggiormente colpiti.

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari e quelli delle azioni, le implicazioni della crisi furono da un lato la frammentazione della convergenza dei mercati delle obbligazioni sovrane, quindi l'aumento dello spread tra i tassi di interesse sui titoli di debito pubblici e, dall'altro lato, i profitti derivanti dalle azioni risultarono maggiormente dispersi¹¹⁵ per i Paesi più colpiti.

Un'altra grande implicazione della crisi riguarda la politica monetaria comune. Come abbiamo visto nel paragrafo 1.1, uno dei costi maggiori di un'unione monetaria riguarda gli shock asimmetrici. La BCE, che agisce sul costo e la disponibilità di credito e moneta tramite i tassi di interesse ed il tasso di cambio, non poté scegliere un tasso di interesse che andasse bene per tutti. Di conseguenza, i tassi di interesse per i Paesi non colpiti furono più bassi di quanto necessario e, al tempo stesso, troppo alti per i Paesi colpiti.

¹¹⁴ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.459

¹¹⁵ Per dispersione, in ambito finanziario, si intendono le variabili relative ai rendimenti sugli investimenti. Essa, può quindi essere utilizzata per quantificare il rischio implicito ad un particolare settore od investimento. Più è elevata, maggiori saranno le variabili di indeterminatezza sul rendimento.

Il mondo reale è ben diverso da quello dei modelli economici che si utilizzano per ideare delle chiavi di lettura. Il sistema bancario tende ad essere molto sensibile ai fallimenti del mercato, siccome le caratteristiche del mondo reale possono intaccare il suo fluido funzionamento. La presenza delle economie di scala¹¹⁶, in questo settore, implica che un numero esiguo di banche di grandi dimensioni abbiano il controllo sull'intero mercato. Per questo motivo, se le grandi banche dovessero fallire, trascinerrebbero insieme a loro l'intero sistema bancario. La fitta rete che caratterizza questo sistema, non soltanto è soggetta a fallimenti sistemici causati dai big players, bensì è anche soggetta all'asimmetria delle informazioni sui debitori di altre banche, le cui obbligazioni vengono scambiate come se fossero patate bollenti. E per aggiungere complessità al tutto, le banche sono bene a conoscenza del fatto che gli Stati non possono semplicemente permettersi di lasciare fallire le banche come se fossero aziende manifatturiere insolventi, poiché il loro fallimento avrebbe serissime implicazioni, che possono avere effetti di lunga durata sulla popolazione e sulle imprese nazionali, a causa della mancanza di accesso al credito. Di conseguenza, sapendo di essere tutelate, le banche sono disposte a correre rischi maggiori, innescando il circolo vizioso dell'azzardo morale.

A causa della fragilità insita nei sistemi bancari, è necessaria l'adozione di meccanismi di regolamentazione, supervisione e risoluzione. La regolamentazione implica la necessità di imporre prudenza e di guidare gli istituti finanziari nelle scelte che li rendano capaci di rimanere in piedi con le proprie gambe in caso di shock. La supervisione ha l'obiettivo di controllare costantemente l'implementazione delle regole imposte dalla regolamentazione. Infine, la risoluzione si pone il compito di porre rimedio all'eventualità in cui le banche non siano più in grado di reggere il peso delle obbligazioni sulle proprie gambe.

Il Comitato Di Basilea per la Supervisione Bancaria è l'istituto che si pone il compito di gestire i meccanismi di stabilità per i sistemi bancari più importanti al mondo. Per quanto riguarda l'Unione Europea, invece, quando venne introdotta la moneta comune, si decise per l'implementazione di regolamentazioni centralizzate piuttosto morbide, per una supervisione decentralizzata e per un meccanismo di risoluzione interamente gestito a livello nazionale. Ciò avvenne poiché non si volle forzare troppo la mano durante i processi negoziali che prevedevano importanti limitazioni alla sovranità nazionale. Tuttavia, questo sistema di prevenzione, controllo e sostegno si rivelò insufficiente durante le crisi, che posero le basi per importanti cambiamenti. Il primo passo in avanti fu l'istituzione di una task force con l'obiettivo di indagare in merito alle carenze del sistema esistente¹¹⁷. Nel 2009 stilò il *de Larosière Report*, in cui venne evidenziata la mancanza di cooperazione e scambio di informazioni soprattutto in situazioni di emergenza, pertanto, a seguito delle proposte contenute in questo rapporto, venne istituito l'EFSF, che vedremo a breve insieme agli altri istituti di garanzia del credito di emergenza. Insieme ad esso vennero create diverse istituzioni, come l'EBA, l'ESMA,

¹¹⁶ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.464

¹¹⁷ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.467

l'ESRB, l'EIOPA e l'ESA, che conferirono una coesione maggiore nella gestione dei problemi comuni; ad esempio la raccolta di informazioni sulle banche europee, una gestione centralizzata dei meccanismi di tutela dei sistemi bancari, finanziari, assicurativi e pensionistici. Il secondo passaggio consistette nella creazione dell'Unione Bancaria. Che lo si voglia o meno, le banche centrali non possono slegarsi dal vincolo di prestatore di ultima istanza, siccome dalla salute di istituti minori dipende anche la loro, tuttavia a Maastricht, questa considerazione venne lasciata da parte. In tempi prosperi, non si fecero i conti di quello che sarebbe potuto succedere in una situazione di emergenza e, data l'enorme cessione di sovranità alla BCE, sarebbe stato quasi impossibile riuscire a vincolare gli Stati anche in materia di supervisione e risoluzione per il sistema bancario. Ma così facendo, il prezzo da pagare fu decisamente più alto durante la crisi, che si rivelò un'occasione per l'apertura ad un dialogo in merito alla centralizzazione. Per quanto riguarda la regolamentazione del sistema bancario, già gestita a livello europeo, nel 2013 vennero adottate le misure di *Basel III*, che includono regole in merito ai capitali bancari da utilizzare come cuscino, agli indici di leva finanziaria¹¹⁸ con un tetto massimo ed in merito alla base di partenza per gli indici di liquidità¹¹⁹. L'Unione Bancaria riguarda quindi i meccanismi di supervisione e risoluzione. Nel 2014 la BCE ha ottenuto la supervisione dei 134 maggiori istituti bancari dell'Eurozona, tuttavia per il resto dei membri dell'UE, l'adesione al Single Supervision Mechanism rimane discrezionale e le banche di piccole dimensioni rimasero soggette alla supervisione nazionale. L'aumentato potere della BCE, che può condurre analisi sulla salute degli istituti che supervisiona tramite l'*Asset Quality Review* ed uno stress test, implica però una mescolanza tra il ruolo di supervisore e quello originario di gestore della politica monetaria¹²⁰. La BCE potrebbe essere tentata di adottare politiche monetaria più blande per favorire gli istituti bancari in difficoltà, inoltre dato che la supervisione si basa su considerazioni e previsioni che possono rivelarsi non del tutto corrette, questo potrebbe intaccare la grande credibilità. Nonostante queste osservazioni, anche in questo settore sono stati compiuti grandi passi avanti in merito alla centralizzazione. Anche per quanto riguarda i meccanismi di risoluzione sono stati fatti progressi in termini di integrazione tramite la creazione di un nuovo *Supervisory Resolution Mechanism*. I progressi in questo ambito, tuttavia, sono più esigui rispetto a quelli fatti per la supervisione non soltanto perché la BCE decise di mantenere le distanze per evitare un conflitto di interessi tra le due funzioni, bensì anche per le esigue risorse finanziarie in caso di emergenza.

Di tutt'altra portata furono gli aiuti finanziari garantiti dalle istituzioni di salvataggio e dall'azione della Banca Centrale Europea. Anzitutto, la base legale per garantire aiuti

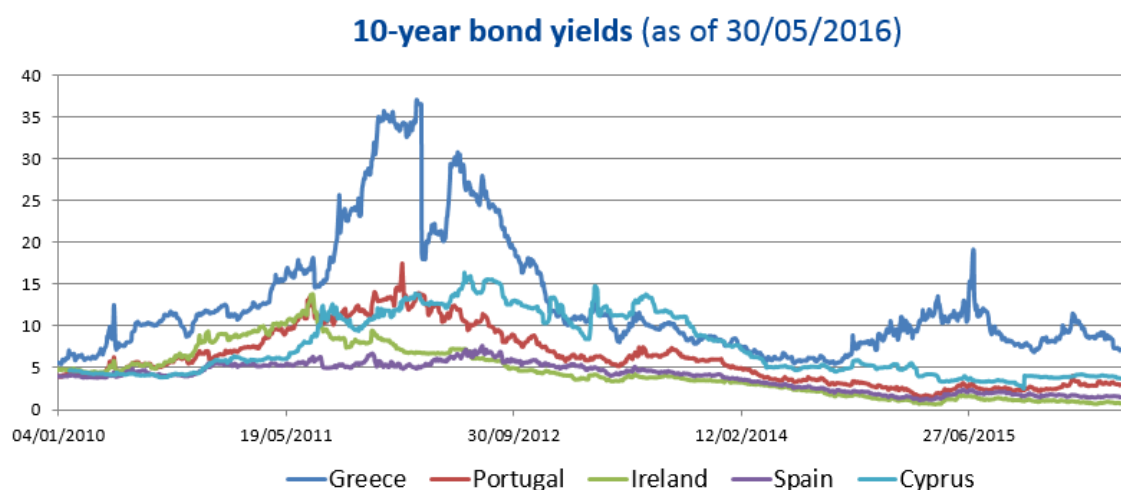
¹¹⁸ L'indice di leva finanziaria è un indicatore che quantifica il capitale in entrata sotto forma di debito, e viene utilizzato come metro per determinare il potenziale per adempiere ai propri obblighi. Questo indice di indebitamento, tuttavia si basa su delle previsioni sui ritorni degli investimenti che, in quanto tali, non possono determinare con oggettiva precisione i guadagni. Se, ad esempio, una banca si dovesse aspettare promettenti profitti sui rendimenti, sarà più incline a correre rischi in vista di profitti maggiori.

¹¹⁹ Si tratta sempre di una metrica finanziaria che, in questo caso, si pone l'obiettivo di quantificare la capacità di un debitore di onerare i suoi obblighi senza richiedere ulteriori capitali per poterlo fare. Questo indice quantifica gli asset che possono essere venduti in cambio di liquidità immediata.

¹²⁰ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.469

finanziari in situazioni di emergenza sono gli articoli 122 e 143 TFEU. Il primissimo strumento utilizzato per fornire aiuti ai Paesi in serie difficoltà fu lo *European Financial Stabilisation Facility* (EFSM), creato nel 2010 ed utilizzato da Irlanda e Portogallo tra il 2011 ed il 2014 e dalla Grecia nel 2015. Esso fu veramente utile durante le prime fasi dell'emergenza, tuttavia non fu sufficiente per porre rimedio alla situazione in quanto ebbe una capacità di soli 60 miliardi di euro. Nello stesso anno, venne creato l'EFSF, *European Financial Stability Facility*, un meccanismo temporaneo di garanzia del credito con una portata di 250 miliardi di euro. L'EFSF fu decisamente più efficace del suo predecessore, e venne utilizzato per garantire gli aiuti necessari sempre a Grecia, Irlanda e Portogallo, eppure fu indispensabile creare qualcosa di ancor più grande e duraturo. Nel 2012, l'EFSF venne quindi sostituito dal famoso Meccanismo Europeo di Stabilità (acronimo inglese ESM), una soluzione permanente e del tutto europea con una capacità di prestito di 500 miliardi di euro. Il potere di fuoco dell'EFSF e dell'ESM insieme è di circa 700 miliardi di euro. L'ESM venne utilizzato prevalentemente da Spagna e Cipro ed in totale, gli aiuti erogati dai due strumenti ammontarono a 254,5 miliardi di euro tra il 2010 ed il 2016. Essi furono di vitale importanza per la sopravvivenza dell'euro e dimostrarono l'efficienza dei programmi *cash-for-reform*, basati sull'erogazione del credito in cambio di riforme. Questi programmi, oltre ad aver salvato gli Stati membri in difficoltà, e con loro l'intera Eurozona, hanno fatto anche in modo che diventassero più resilienti a shock futuri e più forti da un punto di vista strutturale, garantendo loro delle solide basi per la prosperità e la stabilità economica. Nonostante i danni causati dall'eccessiva austerità richiesta dalla Troika, condizionale agli aiuti e che causò una recessione ancor più profonda, questi strumenti furono in grado di livellare i tassi di interesse sul lungo termine per i cinque Paesi più colpiti dalla crisi.

Fig.2.4 Tassi di Interesse sui Titoli di Debito Pubblici (GR, POR, IR, SP, CY)



Fonte: <https://www.esm.europa.eu/about-us/history> (al 28.03.2021)

La garanzia di credito da parte di questi nuovi istituti finanziari non fu la sola a salvaguardare l'integrità dell'Eurozona, la politica monetaria della BCE agì

parallelamente. Ben cosciente delle ripercussioni sull'inflazione nel lungo termine, la BCE abbassò gradualmente i tassi di interesse fino a sfiorare quasi la soglia dello zero, molto più cautamente di quanto fecero Stati Uniti e Regno Unito. Prestando direttamente alle banche, la banca centrale aumentò la sua spesa del 40% nel giro di poco¹²¹. Ma non fu abbastanza, nel 2011 l'Eurozona stava sprofondando sempre più nel vortice della recessione e, a questo punto, oltre a sterilizzare i suoi interventi¹²², ed in mezzo ai contrasti tra nord e sud Europa¹²³, la BCE affermò di voler intraprendere un'azione di acquisto diretto di titoli di debito pubblico, considerando quindi l'azzardo morale come male minore in una situazione tanto critica, decise di agire di fatto da prestatore di ultima istanza. Fu sufficiente l'annuncio dell'allora presidente Mario Draghi - "the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro" - a far uscire l'Eurozona da un cattivo equilibrio¹²⁴. L'annuncio venne poi concretizzato tramite il programma OMT, *Open Market Transactions*, che consistette appunto nell'acquisto di obbligazioni sovrane, per quegli stati che avrebbero acconsentito a sottoporsi al programma della Troika. In realtà non vennero mai fatti acquisti tramite il programma OMT¹²⁵, tuttavia i valori degli spread si ridussero drasticamente. Il famoso *quantitative easing*, che consiste nell'immissione diretta di liquidità all'interno dei mercati, fu soltanto un progetto, la cui "minaccia" bastò a placare i mercati finanziari, il cui potenziale agisce anche in positivo, nello spostamento da un cattivo ad un buon equilibrio. Con la sua azione, la Banca Centrale Europea pose fine, nel 2012, alla fase più acuta della crisi, impedendo lo sgretolamento dell'Eurozona ed agendo in linea con la sua *raison d'être*, quindi non soltanto mantenendo la stabilità dei prezzi, bensì anche preservando la sopravvivenza dell'unione monetaria stessa.

L'Autorità Bancaria Europea (EBA), creata a seguito del De Larosière Report (2009), con il compito principale di raccolta informazioni sulle banche europee, nel 2010 ha condotto il primo stress test, che si pone come obiettivo quello di testare la resilienza di un istituto bancario durante e a seguito di un ipotetico shock esterno. Con lo stupore sia dei governi, confidenti della resistenza delle loro banche, che dei mercati finanziari, i risultati non furono dei migliori, siccome sei grandi istituti bancari si sarebbero trovati nella necessità di ricapitalizzazione¹²⁶. Un'altra sessione di stress tests venne condotta nel

¹²¹ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.498

¹²² La sterilizzazione è un'azione della banca centrale volta a limitare gli effetti delle sue azioni sull'offerta di moneta e ad impedire un deterioramento della propria bilancia dei pagamenti. Essa avviene attraverso la compravendita di asset finanziari oltre i confini nazionali, quindi agendo nel mercato delle monete, si cerca di manipolare il valore della valuta nazionale rispetto a quelle estere.

¹²³ La divergenza di opinioni, che rema contro il criterio delle preferenze omogenee, in questo caso riguarda il timore che abita i Paesi del nord, e che non riguarda soltanto le differenze economiche, bensì anche la paura di doversi fare carico degli errori altrui, dato che tutti i Paesi dell'Eurozona condividono perdite e guadagni relativi alla moneta comune, tramite la BCE.

¹²⁴ Venne spezzato quel circolo vizioso innescato dalla perdita di credibilità, che fa aumentare i tassi di interesse che sgretolano la disponibilità di liquidità, che a sua volta può causare problemi di insolvenza, che minano la credibilità degli attori coinvolti.

¹²⁵ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.500

¹²⁶ Cfr. Baldwin e C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione), p.503

2011 ed incluse anche l'eventualità di default pubblico, siccome la crisi del debito pubblico era in via di peggioramento. Tuttavia, i risultati si rivelarono fin troppo ottimisti, dato che nel giro di poco alcune banche, considerate "sicure", si ritrovarono nella condizione di dover essere salvate. Nel 2014, a seguito dell'espansione dei poteri della BCE nel regime del Single Supervision Mechanism, l'EBA e la BCE intrapresero un'azione congiunta e decisamente più rigorosa nell'ambito degli stress tests. L'obiettivo fu quello di rendere più stabile e resiliente il sistema bancario europeo, affinché riacquistasse la credibilità necessaria a porre rimedio alla frammentazione del sistema stesso.

Nonostante le progressive cessioni di sovranità, l'Unione Europea non è ancora una federazione e non ha un vero e proprio governo centrale, la Commissione non può scavalcare i governi nazionali. Nello stato attuale, ovvero a metà tra la condizione di unione monetaria in cui gli Stati membri non sono del tutto sovrani e quella di Stato federale a tutti gli effetti, è già tanto che i grandi problemi emergano soprattutto a causa di shock esterni. L'Europa è così esposta proprio perché a metà di questa fase di transizione in cui la politica monetaria è decisa a livello centrale e quella fiscale a livello nazionale. Di questa condizione ne risente soprattutto la disciplina fiscale, che possiamo immaginare come la corda di un tiro alla fune tra gli Stati membri e l'Unione. A differenza di Stati federali come il Brasile, Canada, Germania e Stati Uniti, all'Unione Europea manca la caratteristica fondamentale di un'unione fiscale, le manca un'autorità centrale con il compito di progettare ed implementare una politica fiscale comune per l'intera Unione. Il budget Europeo è molto ridotto rispetto a quello dei governi nazionali e questo ci indica dove risiede ancora il potere politico. Il federalismo non è qualcosa di statico, è un fenomeno in continua evoluzione, caratterizzato da un continuo confronto tra entità politiche che, sulla base di eventi economici, trovano il modo di gestire problemi comuni. I grandi cambiamenti in termini di politiche fiscali sono avvenuti soprattutto a seguito di eventi eccezionali, come le grandi crisi economiche, ad esempio, e spesso nel senso della centralizzazione¹²⁷. All'Unione manca una guida teoretica ed empirica su cui poter fare riferimento. Quello dell'Eurozona è un esperimento unico nella storia e pertanto è necessario aggiustare il tiro. Lo si può fare prendendo come esempio gli Stati federali di successo come la Germania o gli Stati Uniti che impongono una rigida disciplina fiscale ed arginano il problema dell'azzardo morale essendo credibili relativamente alla *no-bailout clause*. L'Eurozona, in questo senso, è sulla retta via grazie alle riforme progressive in termini di monitoraggio delle politiche fiscali e dei deficit di debito e di bilancio. Il problema è che gli Stati membri hanno ancora troppa indipendenza. Nonostante ciò, se l'Unione continuasse ad imparare ed adattarsi in base alle sfide politico-economiche che si trova di fronte, implementando sia a livello europeo che statale, le riforme necessarie ad una gestione comune dei problemi, il punto di arrivo non può essere che quello della creazione degli Stati Uniti d'Europa. Quanto tempo ci vorrà è veramente difficile da stabilire, siccome entrerebbero in gioco innumerevoli variabili, tuttavia la direzione intrapresa prima e durante la crisi del 2008 sembra proprio essere questa. Oltre alla credibilità nel rispetto della *no-bailout clause*, ed alla continua capacità

¹²⁷ <https://voxeu.org/article/fiscal-union-euro-some-lessons-history> (al 31.03.2021)

di adattamento, per poter arrivare alla creazione di un'entità regionale decisamente più armoniosa, saranno anche necessarie delle entrate fisse per la costituzione del budget europeo, un maggior grado di indipendenza dagli Stati nella sua gestione ed un meccanismo di stabilità e trasferimenti ancor più strutturato rispetto al MES. Un tal meccanismo, dovrebbe adottare l'approccio del bastone e della carota, dove il bastone rappresenta la condizionalità, quindi l'austerità dilazionata lungo un periodo ragionevole a seconda del caso; la carota invece dovrebbe riflettere dei tassi di interesse più concessivi, rispetto a quelli adottati¹²⁸, e che rendano più semplice, al Paese interessato, evitare l'accumulazione del debito. Questo meccanismo, dovrebbe includere inoltre la capacità di autofinanziarsi, emettendo dei titoli di debito europei che siano in grado di proteggere sia gli Stati membri, che l'intera Unione, dai cattivi equilibri dei mercati finanziari. Ciò che manca davvero per completare questi passaggi è un'unione politica più radicata nelle culture nazionali.

Per il momento, si può affermare che la ristrutturazione del debito pubblico sembra esser stata la via più immediata¹²⁹ per far fronte all'instabilità dell'EMU, oltre ovviamente agli ingenti trasferimenti fiscali attuati tramite le istituzioni di salvataggio. La ristrutturazione, tuttavia, implica il rischio di innescare un'altra crisi, poiché, oltre ad imporre un costo sui creditori che si vedono sfolire il proprio credito nell'intento di salvare il salvabile; rischia di distruggere alcuni istituti bancari che si ritroverebbero nella condizione di dover esser salvati nuovamente dai governi, innescando il *diabolic loop* tra banche e governi nazionali. La ristrutturazione del debito, oltre ad essere un processo negoziale molto doloroso tra banche e governi da un lato ed investitori dall'altro, non è una soluzione sostenibile nel tempo.

Inoltre, il conflitto tra i valori comunitari e quelli intergovernativi, ha fatto emergere ancor più la necessità di progredire verso l'unione politica. La Commissione è stata bypassata spesso dagli attori più influenti nel teatro europeo, quelli che in situazioni di emergenza hanno il potere effettivo di agire rapidamente. Francia e Germania, ancora una volta, hanno orchestrato il processo decisionale durante i negoziati più importanti, approvando o meno le proposte della Commissione. L'azione dell'Eurogruppo e quella del Semestre Europeo, da sola non poteva bastare e non sarà sufficiente per far fronte a situazioni tanto critiche. Tuttavia, essi rappresentano un significativo impegno verso la soluzione del problema della *"two-speed Europe"*, livellando i divari tra i diversi Paesi e sincronizzandone i cicli economici. Sicuramente la crisi ha contribuito ad esporre il gap tra nord e sud Europa, ma il fatto che l'Eurozona non sia del tutto ottimale (anche se i criteri OCA non possono essere del tutto soddisfatti o trasgrediti), non significa che l'EMU non sia in grado di portare avanti il progetto europeo. L'EMU ha soltanto bisogno di essere messa a punto, ed essendosi rialzata a seguito di uno shock tanto forte, ha dimostrato la volontà ed il potenziale per poterlo fare.

¹²⁸ Il MES ha utilizzato dei tassi di interesse che di fatto indicavano ai mercati la scarsa fiducia nei confronti dei Paesi a cui venivano garantiti gli aiuti. Cfr. P. De Grauwe, "The Governance of a Fragile Eurozone", CEPS Working Document, May 2011, No.346 p.12

¹²⁹ E.g. Private Sector Involvement (PSI) per la Grecia nel 2011

Nel giugno del 2015 venne pubblicato il *Five Presidents' Report, Completing Europe's Economic and Monetary Union*¹³⁰. Il documento fu redatto dagli allora presidenti della Commissione Europea J.C. Juncker, del Parlamento Europeo M. Schulz, della BCE M. Draghi, del Consiglio Europeo D. Tusk e dal presidente dell'Eurogruppo J. Dijsselboem. L'obiettivo primario fu quello di consolidare la protezione, l'assistenza, le garanzie ed il coordinamento delle politiche per i Paesi maggiormente colpiti dalla crisi, fornendo un piano d'azione volto alla progressione dell'integrazione dell'EMU. Il piano, che si basa sul motto "*deepen by doing*", è volto al raggiungimento di risultati concreti per l'Eurozona ed è aperto a tutti i membri dell'Unione Europea. Esso si suddivide in due fasi, la prima si pose come obiettivo temporale l'arco tra il 2015 ed il 2017; la seconda fase, invece, è da portarsi a termine entro il 2025. Gli obiettivi della prima fase sono relativi a quattro diversi settori. Il primo settore su cui lavorare fu quello dell'Unione Economica, da migliorare in termini di maggior convergenza, impiego e crescita. Il secondo settore fu quello dell'Unione Finanziaria, con l'obiettivo del completamento dell'Unione Bancaria, l'avvio dell'Unione dei Mercati dei Capitali e con l'obiettivo del rafforzamento dell'ESRB¹³¹. Per quanto riguarda il terzo settore, l'Unione Fiscale, l'obiettivo fu quello di creare un comitato fiscale europeo (EFB), il cui mandato sarebbe stato quello di fornire consulenza in merito ai bilanci europei, quindi alla loro implementazione sulla base degli obiettivi europei. Infine, il quarto settore riguarda la responsabilità democratica ed il rafforzamento della sua legittimazione a livello istituzionale. Per progredire in questo senso, fu necessario ristrutturare il Semestre Europeo, consolidare il controllo parlamentare, aumentare il livello di cooperazione tra il Parlamento Europeo e quelli nazionali, conferire più spazio d'azione e quindi maggiori poteri all'Eurogruppo, migliorare la rappresentanza esterna dell'Eurozona ed integrare nel framework legislativo europeo le disposizioni del TSCG, dell'Euro Plus Pact¹³² e dell'Accordo Intergovernativo¹³³ sul Single Resolution Fund. Per quanto riguarda la seconda fase, invece, esistono tre settori. Il primo settore riguarda sempre l'Unione Economica, questa volta con l'intento di formalizzare e rendere ancor più vincolante il processo di convergenza. Il secondo settore riguarda l'Unione Fiscale, il cui obiettivo riguarda la creazione di un sistema di stabilizzazione macroeconomica per l'intera Eurozona. Il terzo settore, infine, sempre legato alla responsabilità ed alla legittimità democratica ed al rafforzamento istituzionale, ha il compito di introdurre l'ESM all'interno del quadro giuridico europeo e quello di creare un fondo comune a livello europeo.

Dal 2015 ad oggi è stato fatto molto rispetto agli obiettivi del piano, poiché la coordinazione delle politiche economiche è migliorata attraverso il Semestre Europeo,

¹³⁰ Juncker J.C., D. Tusk, J. Dijsselboem, M. Draghi, M. Schulz, "Five Presidents' Report", *European Commission press release*, Brussels, 22 June 2015

¹³¹ Il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico è un'istituzione che si pone il compito di salvaguardare il sistema finanziario europeo da una prospettiva macroeconomica, mitigando il contagio sistemico in caso di crisi.

¹³² Il Patto si pone l'obiettivo di inspessire la competitività europea per prevenire l'accumulazione di squilibri finanziari esterni.

¹³³ Mirato all'adozione di un regime finanziario integrato all'interno dell'UE e considerando l'Unione Bancaria come mezzo fondamentale.

sono stati conferiti maggiori poteri alla governance comunitaria grazie alle National Productivity Boards¹³⁴ ed alla European Fiscal Board¹³⁵ e, inoltre, sono stati compiuti grandi passi avanti verso il completamento dell'Unione Bancaria e dell'Unione dei Mercati dei Capitali, che però purtroppo non sono ancora state ultimate.

Nonostante sia stato fatto molto a seguito della crisi del 2008, l'architettura europea non è ancora completa. Vedremo se un'altra crisi accelererà il processo di integrazione.

¹³⁴ Si tratta di istituzioni indipendenti dai governi nazionali, che conducono analisi economiche in termini di produttività e competitività per i Paesi dell'Eurozona, i restanti membri dell'UE sono incoraggiati ad istituirle a loro volta.

¹³⁵ Il mandato dell'EFB è quello di inspessire la struttura della governance economica europea, attraverso la valutazione dell'implementazione delle politiche fiscali dell'Unione, suggerimenti per migliorarle, stime in merito alle posizioni fiscali future, cooperazione con i National Independent Fiscal Councils ed attraverso il supporto al Presidente della Commissione.

Conclusione

Il progetto europeo fu tutt'altro che perfetto se paragonato agli obiettivi di efficienza economica; tuttavia, non bisogna mai dimenticare il disegno politico alla sua radice. Le crisi economiche, come del resto tutti i grandi problemi che la vita ci mette davanti, hanno il potenziale di innescare un grande cambiamento. L'imperfezione del sistema europeo, prima della crisi, fu caratterizzata essenzialmente dalla mancanza di disciplina fiscale in alcuni dei Paesi membri, dall'assenza di un sistema di regolazione, supervisione e risoluzione bancaria di portata europea, dalla timidezza della BCE nell'agire da prestatore di ultima istanza e da una governance economica europea non abbastanza solida. La villa europea è stata colpita dallo *shrapnel* finanziario partito dagli Stati Uniti, che ha colpito senza preavviso e che, con le sue schegge, ha causato quella ferita secondaria che è la crisi del debito pubblico. Ma questo non è bastato a farla crollare, anzi. Il cambiamento è avvenuto proprio in quei parametri OCA dove l'Eurozona si classificava al peggio, ovvero, per quanto riguarda quelli politici. Il timore di vedersi crollare addosso i muri di cemento ha contribuito ad inspessire significativamente la percezione di un destino comune, non soltanto tra i membri dell'Eurozona, bensì anche tra i membri dell'Unione Europea. Ma non solo, ha fatto in modo che si compissero quei trasferimenti fiscali necessari a sistemare le crepe nelle mura della villa, costringendo alla cooperazione sui metodi d'azione e quindi a trovare quelle soluzioni comuni che fanno classificare meglio l'Europa anche in merito al criterio delle preferenze omogenee. Le massicce riforme istituzionali che hanno avuto luogo, e che hanno trasferito una ulteriore quantità significativa di sovranità dagli Stati nazionali all'Eurozona, sono la testimonianza della progressione verso un maggior grado di integrazione. Le istituzioni di salvataggio, la riduzione dello spazio d'azione, per gli Stati membri, in cui poter condurre politiche fiscali indipendenti, l'adozione di regole per i bilanci pubblici basate sul modello tedesco e la progressione dell'evoluzione della disciplina fiscale volta all'unione politica, soltanto per citarne alcuni. Queste sono tutte prove lampanti della solidarietà aumentata tra i membri dell'Eurozona, e del fatto che la crisi ha unito invece che dividere. Per prevenire crisi future, tuttavia, saranno necessari ulteriori passi avanti in termini di unione politica, solo allora il cerchio sarà chiuso e l'Europa potrà finalmente concentrare le sue energie altrove.

CAPITOLO III

LA CRISI PANDEMICA, UNA SVOLTA SOLIDALE

*“Today, we face our very own defining moment. What started with a virus so small your eyes couldn’t see it, has become an economic crisis so big that you simply cannot miss it. Our unique model build over 70 years is being challenged like never before in our lifetime or in our Union’s history”*¹³⁶ Ursula von der Leyen

Introduzione

In questo capitolo vedremo anzitutto, lo status quo dell’integrazione europea a seguito della crisi del 2008 ed i gap che rimasero ancora da colmare. Poi, proseguiamo entrando nel merito della crisi attuale, analizzando brevemente le sue origini e le sue implicazioni, sia economiche che non. Il terzo ed il quarto paragrafo, si concentrano rispettivamente sulle risposte europee alla crisi e sull’analisi del livello di integrazione in chiave OCA.

3.1 Tra le due Crisi

Prima di vedere la crisi pandemica in senso lato, per poi entrare nel merito dell’analisi della variazione del livello di integrazione sulla base degli strumenti della Teoria delle Aree Valutarie Ottimali, credo sia importante fare chiarezza in merito allo status quo del processo di integrazione nel periodo compreso tra la crisi del 2008 e lo scoppio della pandemia. Questo non soltanto per ripercorrere e definire in questa sede ogni passaggio importante verso una maggiore integrazione, bensì anche per confrontare quanto ci si era prefissati di fare prima della crisi pandemica, con quello che è stato fatto in seguito.

Nonostante i progressi compiuti a seguito della crisi, per i quali rimando all’ultima parte del capitolo secondo, dove espongo le linee guida dettate dal *Five Presidents’ Report, Completing Europe’s Economic and Monetary Union*, dopo il 2017 rimasero ancora importanti lacune da colmare. Queste furono oggetto di analisi del *Reflection Paper on the deepening of the Economic and Monetary Union*, presentato dalla Commissione Europea a maggio del 2017. Questo documento si pone l’obiettivo di esaminare la condizione dell’EMU e di fornire istruzioni per la sua progressione in termini di efficienza economica e resilienza agli shock. Il documento venne redatto a seguito del *White Paper on the future of Europe*, pubblicato dalla Commissione a marzo 2017, che espone dei possibili scenari evolutivi dell’Unione Europea. Pertanto, il Reflection Paper è inserito nel contesto di un ampio dibattito sul futuro dell’integrazione europea, e per questo

¹³⁶ *Speech by President von der Leyen at the European Parliament Plenary on the EU Recovery Package, European Commission Speech, Brussels 27 May 2020*

motivo, il documento si è focalizzato sul proseguimento del dibattito nell'ottica dell'EMU, proponendo diverse opzioni per costruire non soltanto un consenso comune di fondo, bensì anche per dare una nuova spinta al processo di integrazione stesso. A dicembre del 2017, a seguito del discorso dell'allora presidente della Commissione Juncker in cui annunciò una lista di nuove misure necessarie per inspessire le mura difensive dell'Unione, la Commissione pubblicò *l'EMU Deepening Package*. Formato da diversi documenti, in linea con le direttive del Presidente, si occupa di fornire istruzioni per accrescere l'unità, l'efficienza e la responsabilità democratica da un lato, e dall'altro, di impedire un'altra crisi e dare nuova vita al processo di convergenza¹³⁷. Vediamo la composizione di questi documenti volti al miglioramento dell'architettura europea.

Il *White Paper on the future of Europe*, sottolinea anzitutto il progetto politico alla radice dell'Europa, grazie al quale è stato possibile dare avvio a quel processo di integrazione che stiamo vivendo e che ci continua a permettere di vivere in pace e libertà. Questo clima di sicurezza ha permesso all'Unione di evolversi fino a diventare una delle economie più prospere del mondo, un'area in cui convergono svariate culture, che rappresenta addirittura un baluardo della tutela dei diritti umani e dell'ambiente. L'Europa, ospita le società più eque ed i paesi più pacifici al mondo e da oltre settant'anni si evolve e sopravvive alle sfide che lo scacchiere internazionale ha in serbo per lei. Ed i momenti di cambiamento più importante sono avvenuti proprio a seguito delle sfide più dure. Il denominatore comune che sta alla base del successo di questo processo evolutivo è l'unione politica, ovvero il risultato di una mediata prospettiva comune. In un mondo che cambia ad un ritmo sempre più impetuoso, senza contare imprevisti come la crisi del 2008 o la crisi pandemica, le sfide del futuro con cui l'Europa sarà costretta a fare i conti sono molteplici. Nonostante il grande status internazionale raggiunto, con la seconda moneta più utilizzata, il mercato unico più ampio che esista ed una diplomazia che media trattative globali di altissimo livello, esistono delle minacce che brulicano al suo interno. Tra i problemi più importanti vi è quello relativo alla popolazione. Essa non soltanto invecchia, bensì si riduce drasticamente. Se intesa come quota di quella globale, è passata dal 25% agli inizi del '900, al 6% poco dopo il primo decennio degli anni 2000. Di questo passo, secondo le previsioni, essa dovrebbe arrivare al 4% intorno al 2060. E con una media di 45 anni, la popolazione europea rappresenterà la più vecchia del mondo entro il 2030. A questo si aggiunge il problema della disuguaglianza generazionale, poiché per la prima volta dalla Seconda Guerra mondiale, sulle nuove generazioni incombe il rischio reale di una diminuzione del benessere e delle garanzie future. Se da un lato l'Europa ha uno dei sistemi di welfare più avanzati, dall'altro lato essa rischia di perdere questo primato a meno che non investa massivamente nella ricerca e nello sviluppo, cercando di stare al passo con l'evoluzione del tessuto socio economico. Per non rimanere indietro rispetto al cambiamento, sarà necessario rivoluzionare il sistema educativo, l'approvvigionamento energetico ed il modo in cui le industrie e le città funzionano. A questo si aggiunge il problema della sicurezza. Nella realtà odierna il terrorismo è capace di attivare cellule e di sferrare attacchi direttamente al cuore della nostra civiltà. Oltre a ciò, vi è un

¹³⁷ Cfr. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/economic-and-monetary-union/deepening-economic-and-monetary-union_en#reflection-paper-on-the-deepening-of-the-economic-and-monetary-union al 26.11.2021

surriscaldamento dei nostri confini regionali a causa dei conflitti armati in Africa ed in Medio Oriente. Per non contare la tematica degli attacchi informatici, che rappresentano una minaccia ancora maggiore. Comodamente seduti alla scrivania, oggi è possibile possono paralizzare interi sistemi. L'ombrello della sicurezza della NATO non è più abbastanza, l'Unione dovrà pensare a soluzioni comuni ed esclusivamente europee. Secondo la Commissione esistono cinque possibili scenari verso cui l'Unione si potrebbe evolvere. Essi sono illustrativi e non riflettono tutte le possibili evoluzioni che si potrebbero generare a seconda delle scelte compiute. Questa analisi, da un lato, ha quindi lo scopo di accelerare il dibattito tra gli Stati membri dell'Unione, relativamente allo stato dell'Unione nel futuro prossimo (entro il 2025). Dall'altro lato, invece, cerca di compensare l'approccio semplicistico che è stato spesso utilizzato per interpretare questa tematica, i.e. quella concezione dualistica secondo cui l'evoluzione dell'Europa potrà essere semplicemente più o semplicemente meno Europa¹³⁸.

Lo scenario numero uno, “*carrying on*”, ipotizza un'Unione che prosegue nel progressivo aggiornamento della sua agenda politica. Vale a dire, che gli Stati membri e le istituzioni europee agiscono di comune accordo per aggiornare ed implementare le nuove direttive nelle materie di competenza. In questo scenario, l'Unione mantiene ai vertici delle sue priorità la tutela e la creazione dei posti di lavoro e la crescita economica, quindi investendo per rafforzare il mercato unico, nelle energie rinnovabili, nel settore delle infrastrutture e del digitale. Così facendo, aumenterebbe di conseguenza la resilienza della moneta unica, poiché diventerebbe + resistente agli shock economici che provengono sia dall'esterno che dall'interno. Inoltre, continuando su questa linea, l'Unione aumenterebbe il grado di controllo fiscale sugli Stati membri, tutelando e rendendo più fertile il mercato dei capitali, che è di vitale importanza in quanto finanzia l'economia reale. Nell'ambito della difesa, le autorità nazionali coopererebbero nelle azioni di intelligence da un lato, e dall'altro e creerebbero delle forze armate congiunte per le missioni all'estero. Dal punto di vista della politica estera, invece, si continuerebbe a riflettere all'esterno il volere comune parlando con una sola voce. Per quanto riguarda gli accordi economici con i partner esterni si continuerebbe agendo come si fa tutt'ora, ma nell'ambito della gestione dei confini regionali, ci sarebbe una cooperazione aumentata grazie al ruolo maggiore della *European Border and Coast Guard*. In questo modo, l'Unione entro il 2025 sarà in grado di delineare l'agenda globale in ambito climatico, finanziario e sviluppo sostenibile. Questo scenario, da un lato contribuirebbe alla creazione di risultati efficienti da parte dell'Unione Europea, grazie ad un senso di comunanza e ad una visione condivisa aumentati. Tuttavia, dall'altro lato, l'unità dell'Unione stessa potrà essere mantenuta ed incrementata proprio grazie ad una continua cooperazione condivisa, senza la quale non sarebbe possibile colmare il vuoto esistente tra le promesse europee sulla carta e le aspettative reali di ogni nazione.

Il secondo scenario, “*nothing but the single market*”, prevede l'impossibilità di raggiungere soluzioni comuni in molte aree, come ad esempio in materie di immigrazione, sicurezza e difesa. Pertanto l'Unione finirebbe per focalizzarsi

¹³⁸ Cfr. European Commission, “*White Paper on the future of Europe, reflections and scenarios for the EU27 by 2025*”, Brussels 1 March 2017, p. 6-13

esclusivamente sugli aspetti chiave del mercato unico. Di conseguenza, verrebbe a mancare il progresso in molte aree di competenza attuali e le questioni che comunque continuerebbero ad emergere al di fuori del mercato unico, verrebbero gestite bilateralmente. Il corretto funzionamento del mercato unico diventerebbe la principale, se non unica, ragione di vita dell'Unione. In questo contesto continuerebbero ad esistere, se non ad aumentare, le differenze nella regolamentazione delle politiche per i consumatori, del welfare, ambientali, della tassazione e dell'accesso ai fondi europei. Sarebbe inoltre più ostile la mobilità europea per i lavoratori, a causa della disarmonia nella regolamentazione dei mercati del lavoro. Nonostante la moneta comune, aumenterebbe la vulnerabilità dell'Eurozona a causa della ridotta cooperazione e delle dissonanze di fondo. Di fronte ad una crisi finanziaria o a shock economici importanti, l'esistenza stessa dell'Unione verrebbe minacciata a causa della sua impossibilità di reazione. La mancanza di cooperazione nell'ambito della mobilità delle persone, porterebbe alla reintroduzione dei controlli di frontiera. L'inconcludenza dei negoziati in ambito di commercio internazionale implicherebbe l'impossibilità di concludere accordi commerciali con paesi terzi e le questioni negli ambiti di migrazione, sicurezza, politica estera e difesa sarebbero gestiti bilateralmente. L'Unione Europea cesserebbe di influenzare le politiche a livello globale nel campo dei diritti umani, tutela dell'ambiente e stabilità del commercio internazionale. In questo quadro ipotetico, se da un lato il processo di decision-making si semplificherebbe, dall'altro lato verrebbe rallentato nettamente in quanto i problemi internazionali verrebbero gestiti bilateralmente uno ad uno, riducendo drammaticamente l'efficienza della regione.

Il terzo scenario, "*those who want more do more*", raffigura un'Unione molto simile a quella attuale, ma con la peculiarità per cui alcuni Stati membri, che possono decidere di attivarsi e cooperare maggiormente in aree esclusive, dando vita a coalizioni volontarie. Gli ambiti potrebbero essere ad esempio, difesa e sicurezza internazionale, tassazione e politiche sociali. Lo status attuale degli altri Stati membri rimarrebbe invariato e vi sarebbe la possibilità di unirsi alle coalizioni settoriali. Questo si tradurrebbe, per i settori d'interesse, in un'incrementata ricerca comune, una base industriale integrata¹³⁹ ed un maggior potenziale d'insieme per le operazioni militari al di fuori dei confini europei. Anche in ambito di giustizia e sicurezza interna verrebbe incrementato l'operato comune dell'intelligence e delle forze di polizia europee. Similmente, questo accadrebbe anche per quanto riguarda l'armonizzazione dei regimi fiscali e nel campo delle politiche sociali. Il mercato unico verrebbe strutturato maggiormente grazie al rafforzamento delle sue quattro libertà e la cooperazione economica con i Paesi terzi rimarrebbe gestita a livello europeo come avviene oggi. In questo scenario, da un lato verrebbe preservata l'unità dell'Unione e si otterrebbero risultati maggiori in specifici ambiti e, dall'altro lato, si creerebbero delle disparità in termini di benefici tra le società dei Paesi che hanno scelto di cooperare in un determinato ambito e quelli che hanno scelto di non farlo. Il gap tra le

¹³⁹ Una base industriale comune è caratterizzata dall'attività congiunta per tutto ciò che concerne i fattori della produzione, quindi strutture, approvvigionamenti, capitale umano e know-how, per un determinato settore del mercato.

aspettative ed i risultati si andrebbe via via riducendo in quegli Stati che hanno optato per la cooperazione.

Il quarto scenario, *“doing less more efficiently”*, raffigura uno stato dell’Unione in cui avviene un riposizionamento drastico delle risorse europee. In questo caso, gli Stati membri sarebbero in grado di occuparsi in maniera molto efficiente di quelle tematiche considerate comunemente prioritarie, dirigendovi la maggior parte delle risorse. Al tempo stesso, tuttavia, questo implicherebbe in un certo senso l’accantonamento se non addirittura l’abbandono delle altre aree di competenza. Ad esempio, l’Unione si focalizzerebbe nei campi di innovazione, ambiente, sicurezza e difesa, garantendo un processo decisionale fluido ed una produzione rapida di risultati concreti facendo convergere la maggioranza delle risorse in queste aree. Al contrario, l’Unione si troverebbe costretta a garantire molto meno in quei settori considerati come secondari, come ad esempio lo sviluppo regionale, sanità pubblica, impiego e politiche sociali (non direttamente legate al corretto funzionamento del mercato unico). Se da un lato una linea chiara e netta dell’Unione aiuterebbe non soltanto gli Stati membri, ma anche le rispettive opinioni pubbliche a comprendere quanto e cosa viene fatto, riducendo il gap tra le aspettative ed i risultati concreti, dall’altro lato verrebbero a mancare parzialmente o totalmente i benefici derivanti dalle aree di competenza secondarie. Inoltre, non è del tutto automatico che gli Stati membri riescano fin da subito a trovare un punto di incontro in merito alle priorità.

Il quinto ed ultimo scenario, *“doing much more together”*, ipotizza un’Europa più unita su tutti i fronti, a causa della percezione condivisa che nella condizione attuale, l’Unione non possa essere in grado di affrontare le sfide moderne. Pertanto, gli Stati membri deciderebbero di conferirle maggiori poteri e risorse. Pertanto, assisteremmo ad una cooperazione nettamente maggiore in tutte le tematiche dell’agenda europea. La consapevolezza secondo cui tutto ciò che rende l’Eurozona più resiliente è a beneficio di coloro che condividono la moneta unica, garantisce non soltanto un processo decisionale europeo molto rapido, bensì anche risultati nettamente più tangibili. Sullo scacchiere internazionale, l’Europa agirebbe solida e unita, rappresentando al tempo stesso il forum internazionale di maggior prestigio, in cui essa sarebbe uno degli attori con maggior potere negoziale. Dal punto di vista della sicurezza e della difesa, verrebbe creata l’Unione Europea di Difesa, che agirebbe in stretta collaborazione con la NATO. Grazie alla maggiore cooperazione ed efficienza nel settore dell’immigrazione, verrebbero adottate politiche con l’obiettivo di creare opportunità economiche nei paesi limitrofi e quindi a regolarizzare i flussi verso l’Europa. In questo quadro, verrebbe inoltre completato il mercato unico nel settore energetico, digitale e dei servizi. Grazie all’innovazione ed ai mercati capitali completamente integrati, verrebbero addirittura create delle *“Silicon Valleys”* europee. Infine, sarebbe presente un elevato grado di coordinazione delle politiche fiscali e sociali, e sarebbero disponibili maggiori fondi europei non soltanto in caso di shock all’economia, bensì anche per incrementare la crescita economica. Se da un lato la qualità e la rapidità dell’operato europeo non farebbe altro che aumentare, di pari passo alle garanzie per i cittadini, derivanti dalla legislazione europea; dall’altro lato c’è il rischio di dover fare i conti con quella fetta di popolazione

europea che vedrebbe ingiustificato un aumento così ampio di poteri per l'Unione, a discapito di quello degli Stati.

Il *Reflection Paper on the deepening of the Economic and Monetary Union*, espone un piano volto all'aumento del grado di integrazione europea. Questo piano è costituito da una serie di passaggi concreti che l'Unione Europea dovrebbe compiere per completare del tutto l'Unione Monetaria. Pertanto, l'obiettivo di questo documento è quello di stimolare un attivo dibattito e possibilmente quello di facilitare la strada verso la creazione di un'architettura europea più ottimale¹⁴⁰.

La moneta unica europea è il frutto più tangibile di quegli ideali che stanno alla radice dell'Unione e dei suoi progressi. Grazie all'euro non soltanto le economie dei diversi Paesi si sono integrate, bensì anche i popoli sono più vicini l'un l'altro. L'euro, tuttavia, non è soltanto un progetto economico, è una promessa di prosperità che, durante i momenti di crisi non riusciva ad essere mantenuta. La Commissione, con questo saggio, intende sottolineare quanto all'Europa, per progredire, non servano soltanto dei vigili del fuoco che placino le fiamme durante un incendio. L'Europa ha inoltre bisogno di architetti che agiscano in un'ottica comune e di lungo termine, col fine di creare una struttura che sia praticamente indistruttibile da un lato, e che possa essere un modello da cui prendere esempio dall'altro.

“A complete Economic and Monetary Union is not an end in itself. It is a mean to create a better and fairer life for all citizens, to prepare the Union for future global challenges and to enable each of its members to prosper.” J.C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi, M. Schulz, June 2015

Le parti centrali del *Reflection Paper* sono due, la prima espone delle motivazioni per cui bisognerebbe procedere verso il completamento dell'EMU, nella seconda vengono illustrati dei possibili mezzi volti ad aumentare il grado di integrazione politica.

Perché è necessario ultimare il progetto dell'EMU? Esistono diverse spiegazioni. La crisi del 2008, da un lato, ha causato un lungo periodo di bassa crescita economica che, a sua volta, ha aggravato le disparità socioeconomiche tra i Paesi europei. Dall'altro lato, la crisi ha frammentato il settore finanziario dell'Eurozona. Inoltre, persistono alcune debolezze, da un lato quelle relative alle finanze pubbliche sia per alcuni Stati membri in particolare, che per l'Unione e, dall'altro lato nel modo in cui l'Unione stessa è governata. C'è ancora molto da fare per rendere l'Unione monetaria più ottimale. Nell'ambito del progetto EMU, sono quattro le principali aree che richiedono un'azione congiunta e determinata: l'unione economica, l'unione finanziaria, l'unione fiscale ed una governance più efficiente.

Partendo dal problema delle divergenze socioeconomiche tra i diversi Paesi europei, esistono diversi problemi. Il periodo pre-crisi 2008 fu caratterizzato da un trend costante di convergenza nel livello dei prezzi, grazie alle condizioni favorevoli che permisero generosi tassi di interesse per l'erogazione del credito ed ingenti flussi di capitali.

¹⁴⁰ Cfr. European Commission, *“Reflection Paper on the deepening of the Economic and Monetary Union”*, May 2017 Brussels

Tuttavia, in molti casi, i mercati non riuscirono a supportare l'economia reale e così si crearono delle bolle finanziarie. Sia i mercati finanziari, che le autorità pubbliche non furono in grado di cogliere queste debolezze. La crisi del 2008 ha marcato la fine di questo trend di convergenza e l'inizio di un trend di divergenza, soprattutto in quelle zone dell'Euro-area meno resilienti agli shock economici. Solo a seguito della crisi, nel 2017/18, questo trend è iniziato a migliorare. Nonostante i tassi di disoccupazione siano diminuiti nettamente, esistono ancora drammatiche differenze tra i Paesi del sud e quelli del nord. Inoltre, a causa della lenta ripresa dalla crisi, il numero ridotto degli investimenti e gli scarsi livelli di produttività hanno polarizzato ulteriormente le differenze socio-economiche dell'Eurozona. Nonostante i progressi avvenuti a seguito della crisi nell'ambito di supervisione e controllo, sono necessari ulteriori riforme verso un'Unione economica più resistente agli shock, che garantisca in egual modo crescita costante e prosperità. Per rendere le economie europee più resilienti e prosperose, è quindi necessario sostenere costantemente la convergenza economica ed incrementare l'armonizzazione normativa tra i diversi Stati membri.

In merito al problema della fragilità finanziaria, nonostante i miglioramenti avvenuti soprattutto grazie all'azione della BCE, le banche private detengono ancora buona parte del debito pubblico nazionale. Oltre a ciò, gli strascichi dei debiti sia pubblici che privati, ed i *non-performing loans*, contribuiscono alla fragilità dei mercati da un lato, e dall'altro alla riduzione del loro potenziale di finanziamenti per l'economia reale dall'altro. Nonostante i miglioramenti avvenuti successivamente alla crisi, un'ulteriore integrazione finanziaria è necessaria per salvaguardare i mercati da possibili crisi future. In questo senso, è necessario accelerare i tempi della messa a punto sia dell'Unione Bancaria, che dell'Unione dei Mercati Capitali.

Naturalmente, è di primaria importanza continuare a ridurre i livelli di debito pubblico ed incrementare il potenziale di stabilizzazione collettivo, affinché gli Stati membri siano in grado non soltanto di assorbire shock di maggiore intensità, bensì anche per incrementare il potenziale di crescita dei Paesi europei. Inoltre, rimane di vitale importanza proseguire sulla strada della creazione di un'Unione Fiscale. Per il corretto funzionamento del mercato unico sono necessari: finanze pubbliche sane ed ammortizzatori fiscali per rendere le economie più resistenti agli shock, strumenti di stabilizzazione comune pronti all'uso ed una condivisione di un framework normativo europeo più semplice ed efficace.

Queste tematiche vanno gestite da una governance europea più efficiente e trasparente. L'architettura europea è il frutto di ideali passati che arderanno sempre tra le mura della villa di De Grauwe. Tuttavia, questa architettura va costantemente rinnovata ed adattata a seconda delle necessità. Nonostante i momenti di crisi si sono sempre rivelati un buon punto di partenza per il cambiamento, a seguito della crisi del 2008 la struttura di governo europea non era ancora del tutto ottimale in quanto non aveva il potenziale per agire in modo rapido ed efficiente. Le sue debolezze sono fondamentalmente tre. Primo, la governance dell'EMU è sbilanciata. Le politiche monetarie sono centralizzate pienamente, mentre le politiche fiscali sono ancora in buona parte decentralizzate. Secondo, l'architettura istituzionale è un sistema complesso, che richiede molto tempo per agire in modo rapido e concreto. Terzo, gli interessi comuni non vengono gestiti con

la dovuta priorità nei dibattiti pubblici e nei processi di decision-making dei singoli Stati. Un'Unione Monetaria più forte richiede una governance decisamente più solida e robusta, in grado di rispondere prontamente alle necessità ed ai problemi dell'Unione da tutti i fronti¹⁴¹.

Perché è necessario progredire anche con l'unione politica? Senza di essa verrebbe a mancare la motivazione necessaria per la messa in opera di tutti quei tecnicismi volti alla costruzione di un'architettura EMU solida e concisa. È quindi indispensabile un approccio condiviso che vada oltre gli interessi nazionali, basato su quattro principi guida. Primo, i principali obiettivi che l'EMU deve perseguire sono occupazione, crescita, equità sociale, convergenza economica e stabilità finanziaria. Secondo, le riforme devono essere permeate da un senso di responsabilità e solidarietà comune, che sono alla radice della creazione di un sistema sano di riduzione e condivisione del rischio. Terzo, l'Unione monetaria deve rimanere aperta a tutti i membri dell'Unione Europea. Quarto, il processo decisionale deve diventare più trasparente e garantire una maggiore responsabilità democratica.

Data l'accentuata eterogeneità linguistico-culturale dell'Europa, oltre al grande numero di persone che la abitano, sarebbe oggi impensabile che si parta con un accordo in grado di assecondare gli interessi di tutti. Pertanto, sarebbe opportuno partire con un approccio generale basato su di un ampio consenso politico, che tenga conto della necessità inderogabile di trovare un modo adeguato per convivere fianco a fianco nel migliore dei modi. Gli Stati membri devono comprendere che non ci si può ritirare od astenersi dal tavolo dei negoziati a causa della mancanza di opzioni che permettano loro di guadagnare terreno rispetto agli altri. I negoziati dovranno essere basati sulla convinzione che non ci si può tirare indietro rispetto alle questioni comunitarie o sul rubarsi potere a vicenda. Gli Stati devono fare propria la consapevolezza dell'essere parte di un sistema unico, il cui benessere equivale al benessere di tutti. Anche se privo di dettagli, è necessario delineare un percorso guida generale che indichi gli step necessari da portare a termine il prima possibile. La Commissione, in questo saggio ne propone tre: il completamento dell'Unione Finanziaria, il raggiungimento di un'Unione Economica e Fiscale molto più integrate tra loro ed il rafforzamento delle istituzioni europee e della loro responsabilità democratica.

Per quanto riguarda il primo step, un'Unione Finanziaria genuina, quindi ben integrata, fluida e che garantisca sia la riduzione del rischio, che la sua condivisione, è alla base di una Unione Monetaria stabile ed effettiva. In questo senso, entro il 2019 fu necessario progredire in relazione ad una serie di problematiche. Prima di tutto, la riduzione del rischio, grazie soprattutto al lavoro del Semestre Europeo. Il completamento dell'Unione Bancaria, tramite la garanzia di prestatore in ultima istanza attraverso il Fondo Unico di Risoluzione e la creazione dello *European Deposit Insurance Scheme* (EDIS). Il completamento dell'Unione dei Mercati Capitali, fondamentale per finanziamenti innovativi, sostenibili e diversificati. Dunque, nel periodo compreso tra il 2019 ed il 2025,

¹⁴¹ Cfr. European Commission, "*Reflection Paper on the deepening of the Economic and Monetary Union*", May 2017 Brussels, p.12-17

la Commissione ha prima di tutto reiterato la necessità di portare a termine l'Unione dei Mercati Capitali ed il pieno impiego dell'EDIS. Oltre a ciò, ha suggerito la creazione di titoli europei sicuri (a basso tasso di rischio), sul modello delle obbligazioni del Tesoro statunitense. Si tratterebbe quindi di uno strumento finanziario in grado di erogare debito comune a livello europeo. La loro creazione non è semplice, poiché richiede un punto di incontro su complesse tematiche legali, politiche ed istituzionali, come ad esempio la mutualizzazione del debito, in merito alla quale si creano accessissimi dibattiti. Tuttavia, l'attuale sistema di erogazione del credito è molto eterogeneo ed asimmetrico, il che implica instabilità ed insicurezza nei momenti in cui dovrebbe avvenire l'esatto opposto. Durante le crisi è necessaria una risposta dei mercati finanziari che sia in grado di erogare liquidità in maniera veloce, solida, compatta e mirata, che fornisca la liquidità necessaria al sostegno dell'economia reale. I titoli di debito europei garantirebbero ai mercati finanziari europei una maggior stabilità, diversificazione e diminuirebbero inoltre il link malsano tra le banche ed i debiti pubblici degli Stati di cui portano la bandiera. La loro creazione, tuttavia non sarebbe possibile senza una profonda unione politica.

Il secondo step, il raggiungimento di una crescente convergenza all'interno di un'Unione economica e fiscale molto più integrata, permetterebbe all'EMU non soltanto di reagire in modo più veloce ed efficace in tempi di crisi, bensì anche di garantire una maggiore stabilità e crescita economica anche nei periodi di armonia. La convergenza deve migliorare in tutti i suoi aspetti, essa può essere vista da una prospettiva tridimensionale. Esistono tre nozioni di convergenza: convergenza reale, nominale e ciclica. La convergenza reale include il grado di uniformità tra gli standard di vita, il livello dei redditi, quindi la coesione economico-sociale, crescita, stabilità dei prezzi e tassi di occupazione. La convergenza nominale è composta da indicatori come i tassi di interesse, di inflazione e di cambio, i deficit di bilancio ed il livello dei debiti dei governi. La convergenza ciclica, riguarda invece il sincronismo tra i cicli economici dei diversi Paesi, che è importante che siano in linea, data l'impossibilità di adottare politiche monetarie differenti. La convergenza non implica necessariamente una armonizzazione generale delle politiche economiche, non sarebbe conveniente a causa del differente grado di maturità delle economie dei diversi Paesi. Ad esempio non sarebbe opportuno adottare le stesse decisioni sia per l'economia tedesca od italiana, tra le più mature, che per le economie più giovani come quelle dei paesi che sono entrati nell'Unione dal 2004 in poi. Saranno tuttavia necessari accordi comuni di lungo termine, basati su fini politici, che prevedano dei mezzi economici differenti a seconda delle necessità. Un ottimo punto di partenza sarebbe il pieno impiego ed il continuo miglioramento del framework europeo dell'integrazione economica, una maggior coordinazione delle politiche economiche comunitarie sotto il regime del Semestre Europeo ed il rafforzamento dei collegamenti tra le riforme nazionali ed i finanziamenti europei. Oltre a ciò, la Commissione suggerisce la creazione di una nuova struttura del tutto europea per la stabilizzazione macroeconomica, e.g. "European Investment Protection Scheme", "European Unemployment Reinsurance Scheme", "Rainy day Fund". Ovviamente, sarà di fondamentale importanza il ruolo dell'assistenza tecnica europea, da fornire agli Stati Membri, nella creazione di tali strutture ed istituzioni.

Infine, il terzo step, focalizzato sull'inspessimento dell'architettura europea e su di una maggiore responsabilità democratica, sarà possibile soltanto se gli Stati membri saranno disposti a conferire ed a condividere più competenze in un unico framework europeo, per quanto riguarda le aree di comune interesse. Questo potrebbe avvenire continuando sulla linea fornita dalle istituzioni europee e dei trattati europei, ovviamente fino al processo di ratifica, e grazie ad un approccio intergovernativo tra Paesi europei, volto all'integrazione nei sistemi legali nazionali delle normative europee. Inoltre, è necessario continuare a promuovere l'interesse generale attraverso le istituzioni europee che facciano da tramite tra l'Unione e gli Stati membri. Questo potrebbe avvenire da un lato, attraverso un nuovo equilibrio di poteri tra i maggiori soggetti europei, caratterizzato da una cessione parziale di poteri dalla Commissione all'Eurogruppo e, dall'altro lato, attraverso l'uniformazione degli obiettivi comuni da proiettare verso i paesi terzi con un'unica voce, che sia abbastanza forte da conferire all'Europa lo status che si merita nelle questioni internazionali. L'EMU, difatti, da un punto di vista economico è rappresentata a livello globale dal Presidente della BCE, ma non è rappresentata in maniera unitaria all'interno del Fondo Monetario Internazionale. Invece, per quanto riguarda la responsabilità democratica, sarebbe sufficiente perseguire le direttive europee per il completamento dell'EMU, siccome implicherebbero appunto un maggior controllo pubblico sull'impiego del potere da parte dei governi nazionali, in merito alle questioni europee, ed una maggiore trasparenza riguardo alle decisioni prese ad ogni livello del decision-making. Gli accordi, in questo ambito, andrebbero poi codificati all'interno del framework legale europeo. Inoltre, la Commissione ha portato avanti l'idea della creazione di un Tesoro per l'Eurozona, su modello statunitense, con l'obiettivo primario della sorveglianza economico-fiscale e l'idea della creazione del Fondo Monetario Europeo, creato sul modello dell'attuale MES, col fine di garantire maggior stabilità in momenti di crisi¹⁴².

Una maggiore integrazione economica, fiscale e finanziaria, nel tempo, permetterebbe di rivedere ed ottimizzare lo stato attuale dell'architettura europea, apparentemente caotico e sicuramente complesso, rendendolo più fluido ed efficace. È importante considerare lo status quo europeo in costante e continuo miglioramento, e non come statico ed immutabile. In questo senso, sarà necessario un'azione continua, volta a dare priorità al pragmatismo rispetto alla rigidità burocratica da un lato, e dall'altro a costruire legami di fiducia sulle incomprensioni di fondo tra l'Europa ed i suoi cittadini.

Passiamo ora in rassegna i principali documenti *dell'EMU deepening package*.

La Commissione, a fine 2017, pubblicò una serie di proposte legate al completamento dell'EMU, in una comunicazione diretta al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio d'Europa ed alla BCE. Anzitutto, essa riconosce i progressi compiuti rispetto ai punti espressi nei documenti precedenti, prosegue poi reiterando la necessità di una maggiore unione, efficienza e responsabilità democratica, siccome esse dovrebbero essere alla base di un solido processo di integrazione. In questa sede, tuttavia, la Commissione propone cinque ulteriori iniziative volte al completamento dell'EMU. La

¹⁴² Cfr. European Commission, "*Reflection Paper on the deepening of the Economic and Monetary Union*", May 2017 Brussels, p.18-28

prima proposta richiede la creazione di un Fondo Monetario Europeo, da inserire nel framework legale dell'Unione. La seconda, esorta l'integrazione del TSCG sempre all'interno del quadro normativo europeo. Con la terza proposta, la Commissione illustra nuovi strumenti di budget, utili per apportare una maggiore stabilità all'Eurozona, sempre da includere nel corpo legale dell'Unione. La quarta proposta include dei cambiamenti legati alla mobilità dei fondi europei a supporto delle riforme nazionali da un lato, e dall'altro una proposta di ristrutturazione dello *Structural Reform Support Programme*. La quinta ed ultima proposta di questo primo documento espone invece la necessità di istituire la figura di Ministro Europeo dell'Economia e delle Finanze. Infine, la Commissione conclude esponendo le carenze nel processo integrativo relative a Unione Finanziaria, Unione Fiscale, Unione Economica, responsabilità democratica e maggiore efficienza a livello governativo¹⁴³.

Il secondo documento dell'*EMU deepening package* è legato esclusivamente alla creazione del Fondo Monetario Europeo. In questa sede, la Commissione sottolinea l'importanza di "riparare il tetto quando il sole splende" e, probabilmente con questa espressione nella parte introduttiva, essa alludeva proprio alla villa di De Grauwe. Qui viene quindi espressa l'importanza dell'incorporazione di questo nuovo ed unico strumento all'interno del sistema legale europeo, di modo tale che sia direttamente vincolante per gli Stati membri. Le motivazioni esposte dalla Commissione sono sempre argomentate nell'ottica di miglioramento dell'unità, dell'efficienza e della responsabilità democratica, continuando sulla linea dei precedenti rapporti. Il framework legale europeo permetterebbe al nuovo strumento di qualificarsi meglio sotto questi aspetti. Dal punto di vista dell'Unità, si ritiene pertanto necessaria la partecipazione al fondo anche per i Paesi europei che non sono ancora parte dell'Eurozona, ma che sono parte dell'Unione Bancaria. Inoltre, viene sottolineato quanto sia poco efficiente ed equo, avvalersi di un sistema frammentato e diviso tra le istituzioni europee ed i meccanismi intergovernativi. Per quanto riguarda la responsabilità democratica, il problema invece è quello di rendere il FME molto più trasparente del MES, con un ampio coinvolgimento del Parlamento Europeo e sottoposto ad un controllo giuridico più stretto. Il FME non dovrebbe essere creato da zero, ma bisognerebbe incorporarlo nel sistema del MES, che verrà poi assorbito dalla struttura nuova, appunto per evitare un dispendio ingente di risorse. Qui viene inoltre proposta l'assegnazione della funzione di prestatore di ultima istanza alla *Single Resolution Board*, che si tramuterebbe poi nel *Single Resolution Fund*, grazie al quale aumenterebbe non soltanto la capacità finanziaria, bensì anche la credibilità. Inoltre, viene proposto anzitutto un sistema di votazione a "maggioranza qualificata rinforzata", per accelerare il processo decisionale in caso di crisi; poi, un coinvolgimento diretto del FME nelle sedute della Commissione ed infine, la possibilità, sempre per il FME, di creare nuovi strumenti finanziari in linea con i principi e gli obiettivi del suo operato. La trasformazione del MES in FME istituirebbe uno strumento solido, efficace e del tutto europeo, che contribuirebbe nettamente al completamento dell'EMU, garantendole una maggiore stabilità finanziaria. Ma la Commissione questa volta non si è limitata a

¹⁴³ Cfr. European Commission „*Further steps towards completing Europe's Economic and Monetary Union: A Roadmap*“, December 2017, Brussels

proporre solamente un testo esplicativo, bensì ha proposto un regolamento per il Consiglio ed addirittura lo Statuto del FME, entrambi pronti da firmare e ratificare¹⁴⁴.

Il terzo documento rilevante dell'*EMU deepening package* è una proposta di regolamento per il Consiglio ed il Parlamento europei, finalizzata ad incrementare la dotazione finanziaria del Programma di Supporto alle Riforme Strutturali, noto anche con l'acronimo SRSPR. Si tratta di un programma europeo innovativo, con l'obiettivo di fornire supporto agli Stati membri, in materia di riforme amministrative e strutturali, col fine ultimo di rendere le loro economie più resilienti agli shock e favorire la convergenza. La portata di questo programma, per periodo 2017-2020, ammonta a 142,8 milioni di euro. Tuttavia, a causa delle ingenti richieste da parte degli Stati membri, non tutti sono riusciti ad accedere ai fondi a causa della relativa scarsità. Pertanto, la Commissione in questa sede ha richiesto di incrementare il budget del programma, per il periodo 2019-2020, di 80 milioni di euro. Tramite il regime del *Multiannual Financial Framework*, gli Stati membri trasferiranno parte delle loro risorse destinate all'assistenza tecnica dal Fondo Investimenti Strutturali Europeo al Programma all'SRSPR. Così facendo, si è riusciti a raddoppiare il budget totale per l'anno 2020, per un totale di 300 milioni di euro¹⁴⁵.

Il quarto documento è una Direttiva della Commissione in cui viene espressa la necessità di integrare il Trattato di Stabilità, Coordinazione e Crescita, conosciuto anche come *Fiscal Compact*, all'interno del corpo normativo europeo. A seguito della crisi del 2008, il regime fiscale proposto dall'Unione Europea, fu di fondamentale importanza per tenere sotto controllo i livelli di debito e veicolare le spese dei Paesi membri. Tuttavia, in questa sede, la Commissione sottolinea la necessità di rendere il framework normativo in materia fiscale vincolante per tutti gli Stati membri, incorporando le disposizioni del *Fiscal Compact* nei Trattati europei. Questa proposta è stata fortemente supportata dal Parlamento Europeo, che ha sottolineato che in questo modo aumenterebbe il grado di unità, di effettività e di responsabilità democratica, contribuendo ad una gestione più genuina dell'Unione. In questo modo, il regime normativo verrebbe reso meno confusionario, meno dispersivo e più trasparente, inoltre verrebbero ridotti i rischi di inefficienza burocratica, verrebbe facilitata l'evoluzione delle norme e della loro applicazione a seconda delle necessità e, soprattutto, aumenterebbe anche il grado di legittimità dell'Unione¹⁴⁶.

Il quinto documento è una comunicazione della Commissione diretta al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo ed alla BCE. Si tratta di un documento con l'obiettivo di fornire degli strumenti che possano incrementare ulteriormente la stabilità finanziaria dell'EMU. Si tratta di strumenti che siano in grado di garantire quattro specifiche

¹⁴⁴ Cfr. European Commission "Council Regulation on the establishment of the European Monetary Fund", December 2017, Brussels

¹⁴⁵ European Commission, "Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2017/825 to increase the financial envelope of the Structural Reform Support Programme and adapt its general objective", Brussels December 2017

¹⁴⁶ Cfr. European Commission, "Council Directive laying down provisions for strengthening fiscal responsibility and the medium-term budgetary orientation in the Member States", December 2017, Brussels

funzioni. Primo, l'assistenza tecnica necessaria, per gli Stati, per la corretta implementazione delle riforme strutturali; affinché non si creino degli intoppi burocratici, incrementandone quindi l'efficienza. Secondo, una funzione stabilizzatrice del tutto europea, tramite la quale si possano attivare rapidamente le risorse necessarie per affrontare quegli shock, di fronte ai quali le risorse nazionali non sono sufficienti. Terzo, ancora una volta, viene sottolineata l'importanza della creazione di uno strumento che possa farsi carico della funzione di prestatore di ultima istanza per l'Unione Bancaria. Quarto, una struttura che fornisca l'assistenza necessaria a tutti quegli Stati che abbiano avviato il processo di convergenza necessario per l'ingresso nell'eurozona¹⁴⁷.

Infine, il sesto documento è relativo alla creazione di un Ministro Europeo dell'Economia e delle Finanze. In questa comunicazione, volta al Parlamento, al Consiglio ed alla BCE, la Commissione suggerisce quali dovrebbero essere le funzioni di una tale figura istituzionale, i.e. il Ministro persegue l'interesse generale dell'Unione Europea e dell'Eurozona, rappresentandole a livello globale; supervisiona l'evoluzione e l'implementazione delle politiche economiche, fiscali e finanziarie; mantiene il grado di coordinazione tra le politiche fiscali e quelle monetarie della BCE; controlla l'utilizzo degli strumenti per la stabilizzazione dei budget nazionali; dovrà rendere conto del suo operato durante le sedute al Parlamento Europeo; presiede l'Eurogruppo; è vice presidente della Commissione Europea ed infine dovrà controllare anche l'operato del Fondo Monetario Europeo. La Commissione considera questo step come uno dei passaggi istituzionali più importanti verso la creazione di un'Unione più unita, coerente, effettiva e democratica¹⁴⁸.

È evidente come la Commissione, tramite questo pacchetto di proposte, sottolinei l'importanza di incorporare le riforme necessarie all'interno del regime legale europeo. Questo passaggio permetterebbe di rendere ulteriormente vincolanti le linee guida europee e quindi dare effettivo avvio ad ogni passaggio necessario per incrementare il grado di integrazione europea, contribuendo al completamento dell'EMU.

Questa serie di proposte della Commissione europea, rappresentano un'istantanea sulla situazione post crisi 2008, quindi nel periodo compreso tra il 2017 e lo scoppio della pandemia a fine del 2019. Nonostante i grandi passi avanti necessari per la sopravvivenza, pare che il processo di integrazione europeo si sia leggermente rallentato durante il periodo di stabilità. Difatti, secondo quanto emerge dalle proposte della Commissione, al di là dei problemi relativi all'invecchiamento della popolazione ed alla gestione di un'area tanto vasta ed eterogenea, manca ancora quel volere politico finalizzato alla progressiva ristrutturazione, costruzione e costante adattamento dell'architettura europea.

Nel quarto ed ultimo paragrafo di questo capitolo vedremo in che modo è variato il grado di integrazione a causa della crisi pandemica.

¹⁴⁷ Cfr. European Commission, "New budgetary instruments for a stable euro area within the Union framework", December 2017, Brussels.

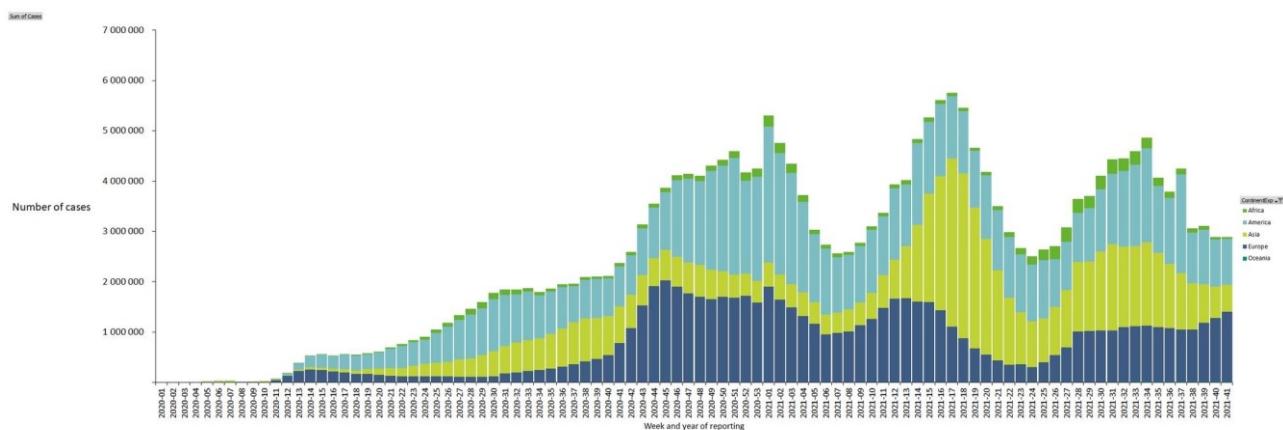
¹⁴⁸ Cfr. European Commission, "A European Minister of Economy and Finance", December 2017, Brussels

3.2 La Pandemia e le sue Implicazioni

Nel dicembre 2019 viene registrata a Wuhan, in Cina, un'epidemia causata da un nuovo virus che, escludendo gli asintomatici, provoca manifestazioni che vanno da una sindrome simil-influenzale nei casi più lievi, a gravi polmoniti, sindrome da distress respiratorio acuto, sepsi o shock settici fino al decesso. Si è scoperto in seguito che i danni causati da questo virus non si limitano soltanto al tratto respiratorio, bensì intaccano anche altri organi, in particolare cuore, fegato, reni e sistema nervoso¹⁴⁹. Questo nuovo coronavirus venne poi riconosciuto dall'OMS con il nome di *SARS-CoV-2*, comunemente noto con il nome *Covid-19*.

A gennaio 2020 si registrarono i primi casi in alcuni Stati membri dell'Unione Europea. Verso la fine di febbraio, l'Italia venne colpita duramente non soltanto in termini di casi, bensì anche di decessi, soprattutto nella zona settentrionale del Paese. A marzo, ormai tutti gli Stati membri ebbero registrato casi di Covid-19 e gli indici di contagio non accennavano minimamente a migliorare. Nello stesso mese l'OMS dichiarò lo stato di pandemia mondiale.

Fig. 3.1 Distribution of COVID-19 cases, worldwide and by continent, as of week 41

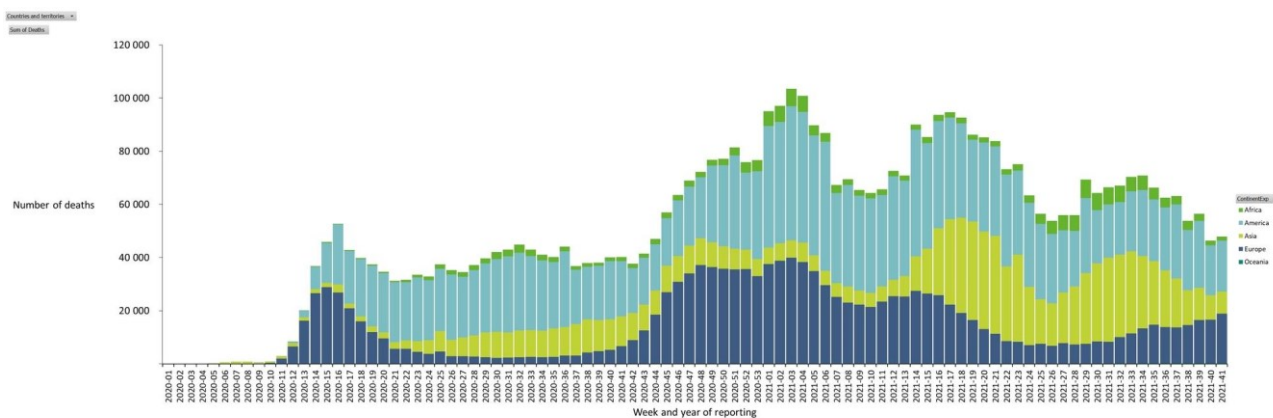


2021

Fonte: <https://www.ecdc.europa.eu/en/geographical-distribution-2019-ncov-cases> al 23.10.2021

¹⁴⁹ Cfr. <https://www.fondazioneveronesi.it/magazine/articoli/cardiologia/covid-19-lascia-il-segno-anche-su-cuore-reni-fegato-e-cervello> al 20.10.21

Fig. 3.2 Distribution of COVID-19 deaths, worldwide and by continent, as of week 41



2021

Fonte: <https://www.ecdc.europa.eu/en/geographical-distribution-2019-ncov-cases> al 23.10.2021

Al momento della scrittura, il numero di casi di Covid-19 riportati a livello mondiale ammonta a 241'366'720 ed il numero dei morti a 4'903'963. In Europa il numero dei casi riportati ammonta a 71'339'690, ed i paesi con il maggior numero sono Regno Unito, Russia, Turchia, Francia e Spagna. Per quanto riguarda il numero dei morti nel continente Europeo la cifra ammonta a 1'353'954, ed i paesi con il maggior numero di decessi legati al Covid-19 sono Russia, Regno Unito, Italia, Francia e Germania¹⁵⁰.

Prima di parlare degli effetti sull'economia credo sia opportuno spendere qualche parola in merito agli effetti più generali che la pandemia ha causato sulle società e la vita di tutti i giorni. Dato che la trasmissione del virus avviene per via aerea, furono necessarie delle misure di contenimento volte alla limitazione dei contatti tra esseri umani. Un esempio esaustivo di questo tipo di politiche restrittive può essere rappresentato dalle misure del contenimento adottate dal Governo italiano, tra le più rigorose, in quanto l'Italia rientra tra i paesi colpiti molto duramente e prematuramente. A partire dal gennaio 2020, a seguito della dichiarazione dello stato di emergenza internazionale da parte dell'OMS, il presidente del Consiglio G. Conte, in collaborazione con il Ministro della salute, R. Speranza, ed il Direttore scientifico dell'Istituto nazionale per le malattie infettive "L. Spallanzani", G. Ippolito, con l'aiuto del Comitato Tecnico Scientifico; si sono occupati di stipulare, adottare ed applicare le misure volte al contenimento del contagio. Tra le prime misure vi sono i controlli aeroportuali e le limitazioni al traffico aereo e marittimo, la quarantena obbligatoria in caso di contatto con un caso positivo. A partire dalla seconda metà di febbraio 2020 arrivarono i primi Dpcm volti alle limitazioni, nelle regioni di Lombardia e Veneto, degli spostamenti tra e all'interno dei Comuni, alla sospensione delle manifestazioni o iniziative di riunione di qualsiasi genere in luoghi pubblici ed alla sospensione delle attività lavorative non di prima necessità o di pubblica utilità. A marzo 2020 vennero poi sospese le attività scolastiche in tutta Italia. Queste le principali misure che vennero prorogate fino all'arrivo dell'estate, quando la curva epidemologica intraprese un trend di costante miglioramento. Le progressive riaperture e l'allentamento

¹⁵⁰ Cfr. <https://www.ecdc.europa.eu/en/geographical-distribution-2019-ncov-cases> al 23.10.21

delle misure di contenimento presero avvio a partire da fine maggio 2020. Tuttavia, con l'arrivo dell'autunno, arrivò anche la seconda ondata di nuovi casi, pertanto, a novembre vennero identificate le zone rosse, arancioni o gialle in tutto il Paese a seconda dell'incidenza. Ognuna di esse, fu caratterizzata da un grado differente di restrizioni¹⁵¹. A settembre 2021, a seguito della campagna vaccinale, il nuovo Presidente del Consiglio, M. Draghi, introdusse l'obbligo del "Green Pass", una certificazione di validità vaccinale, in ambito scolastico-universitario e socio sanitario-assistenziale¹⁵². Quest'obbligo, da ottobre, venne poi esteso non soltanto per l'ingresso nei locali al chiuso, bensì anche per l'accesso a tutti i luoghi di lavoro, sia pubblici che privati.

Misure restrittive analoghe, con un grado di restrizione differente a seconda delle necessità e del background politico-culturale, sono state adottate dai vari Stati dell'Unione Europea e del mondo, causando effetti non indifferenti sulla salute mentale e gli animi delle rispettive società. Un cambiamento drastico ed improvviso della vita di tutti i giorni, caratterizzato da distanziamento sociale, isolamento e rigide norme igienico-sanitarie, stipendi ridotti o addirittura dalla perdita del lavoro, ha provocato nelle persone implicazioni non indifferenti per quanto riguarda il benessere psico-fisico. Senza contare la sofferenza dei molti che hanno visto da vicino la malattia o di coloro che hanno perso i propri cari. La crisi pandemica e la recessione economica che ne è conseguita non soltanto hanno causato un incremento dei disturbi mentali, bensì ha anche reso meno accessibili i servizi per la salute mentale nel 93% dei Paesi in tutto il mondo, proprio nel momento del bisogno¹⁵³. Gli effetti più comuni sono ansia e stress, disturbi depressivi, insonnia, disturbi del comportamento alimentare ed incremento dell'utilizzo di alcol e sostanze stupefacenti¹⁵⁴. Oltre ad aver creato nuovi problemi e ad aver reso drammatici i casi già gravi, questa situazione ha esacerbato le condizioni delicate di quelle fasce più vulnerabili della società, come ad esempio le donne ed i casi di violenza domestica. Inoltre, anche nei Paesi più informatizzati, la qualità dell'educazione scolastica è diminuita nettamente, poiché l'erogazione del servizio in modalità telematica non garantisce gli stessi stimoli e le attenzioni necessarie per un corretto sviluppo della personalità e della socialità¹⁵⁵.

Passiamo ora alle implicazioni economiche generali indotte dalla pandemia. Ma come si passa da una crisi legata al sistema sanitario, caratterizzata da scenari apocalittici in cui i medici si sono ritrovati a dover scegliere tra chi salvare e chi abbandonare al proprio destino a causa del collasso delle strutture ospedaliere, ad una crisi economica che ha depresso l'economia globale? Il canale di trasmissione è rappresentato dal bilanciamento tra due valori costituzionali essenziali per la sicurezza di un paese: il diritto alla salute ed

¹⁵¹ Cfr. <http://www.sitiarcheologici.palazzochigi.it/www.governo.it/febbraio%202021/it/coronavirus-misure-del-governo.html> al 25.10.2021

¹⁵² Cfr. <https://www.governo.it/it/coronavirus-misure-del-governo> al 25.10.2021

¹⁵³ Cfr. <https://www.who.int/news/item/05-10-2020-covid-19-disrupting-mental-health-services-in-most-countries-who-survey> al 27.10.2021

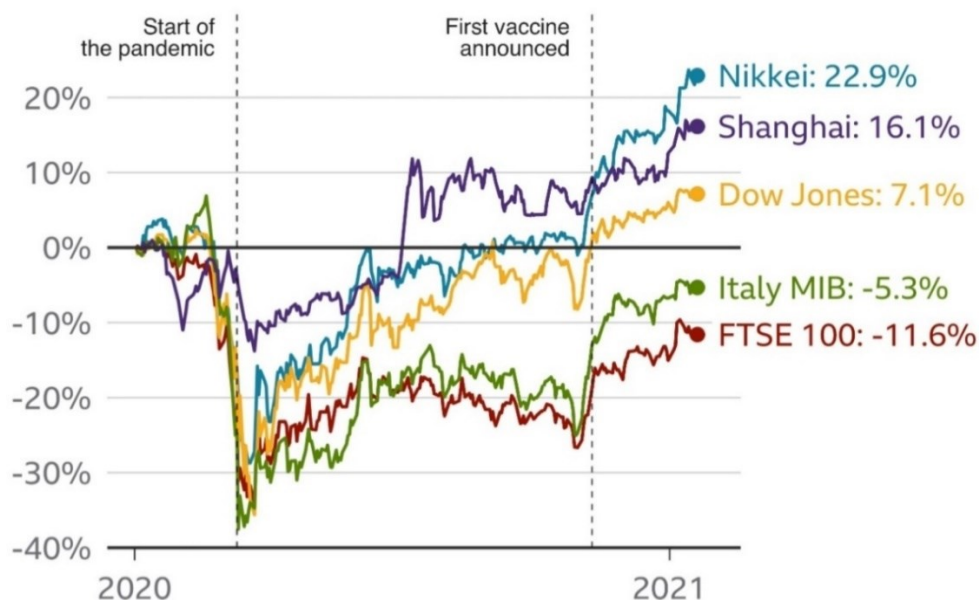
¹⁵⁴ Cfr. <https://www.kff.org/coronavirus-covid-19/issue-brief/the-implications-of-covid-19-for-mental-health-and-substance-use/> al 27.10.2021

¹⁵⁵ Cfr. *Ministero dell'Istruzione*, "Piano Scuola 2021-2022, Documento per la pianificazione delle attività Scolastiche, educative e formative nelle istituzioni del Sistema nazionale di Istruzione, pp. 3-5

il diritto al lavoro¹⁵⁶. Prendendo ancora una volta l'Italia come esempio, la costituzionalità di leggi o decreti-legge è indiscutibile, quando essi sono volti alla tutela di un valore assoluto, che prevale su di un altro, se in una determinata situazione si trovano in insanabile contrasto tra loro. Difatti, nei periodi di emergenza sanitaria, quando il valore salute e la vita stessa erano a rischio, i lockdown e le pesanti restrizioni hanno rappresentato la netta prevalenza del diritto alla salute sul diritto al lavoro. Ed è qui che l'economia passa in secondo piano.

Le restrizioni che la pandemia rese necessarie hanno influito notevolmente sull'economia globale e sui mercati finanziari. Tra le più evidenti ripercussioni si annoverano la crescita della disoccupazione ed ingenti contrazioni nel settore dei trasporti, dei servizi e della manifattura. Queste contrazioni si sono tradotte in una diminuzione della produttività delle imprese, che in molti casi si sono ritrovate costrette a chiudere. L'interruzione del commercio nel settore turistico e della ristorazione ha inoltre creato delle voragini nelle bilance dei pagamenti di quei Paesi che ne sono quasi esclusivamente dipendenti. Nei paesi colpiti più duramente si è riscontrato non soltanto un calo diretto dei redditi, che ha spinto i consumatori a cambiare le proprie scelte in termini di consumo, bensì anche uno shock negativo dell'offerta, con effetto a catena nei settori e nelle imprese ad essi legate. Inoltre, secondo indici azionistici come *S&P 500*, *FTSE 100*, *CAC 40* e *DAX*, i mercati finanziari e delle materie prime hanno perso circa un quarto del loro valore durante la prima ondata della pandemia. Dallo scoppio della pandemia, è aumentata quindi la volatilità dei mercati finanziari, che ha ripreso poi a stabilizzarsi a seguito della dichiarazione del primo vaccino.

Fig. 3.3 The impact of coronavirus on stock markets since the start of the outbreak

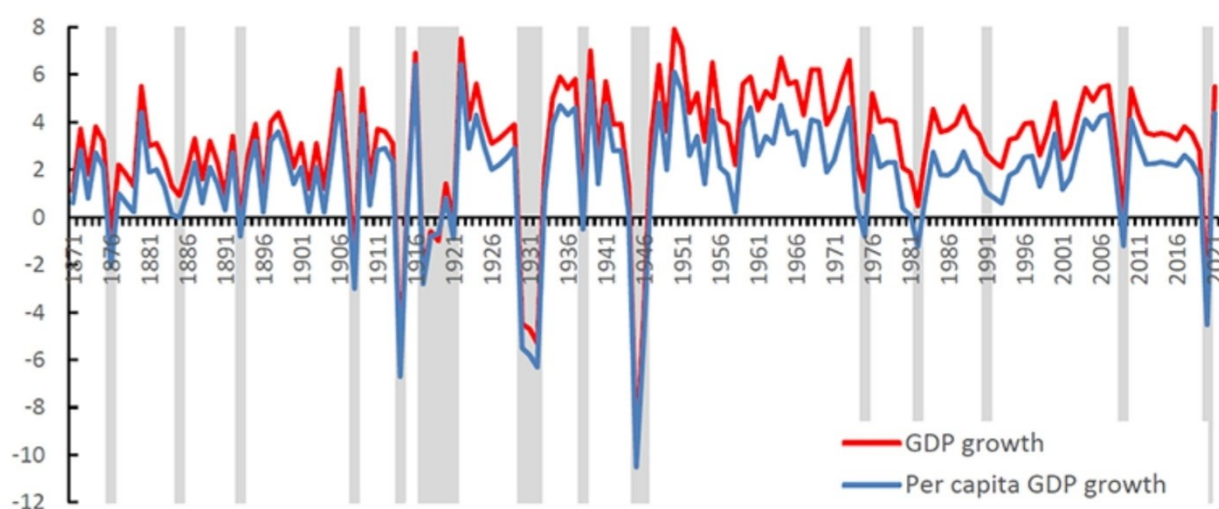


Fonte: Bloomberg, 24 Jan 2021, 00:01 GMT

¹⁵⁶ Nel caso dell'Italia il diritto alla salute è tutelato ai sensi dell'art. 32 della Costituzione, il diritto al lavoro ai sensi dell'art. 4 e la tutela del lavoro ai sensi dell'art. 35.

Le variazioni della domanda dei combustibili fossili da un lato e le variazioni della produzione nei settori ad esso legati dall'altro, possono causare ripercussioni non indifferenti sul livello dei prezzi. Oltre a ciò, un altro grande problema è relativo ai mercati del lavoro di quei paesi dipendenti dalla domanda di lavoro estera che, a causa della mobilità ridotta, fanno ancor più fatica a compensare l'eccessiva offerta di lavoro. La limitazione della mobilità dei lavoratori agisce negativamente sia sulla crescita economica regionale che globale¹⁵⁷. Come si può notare dal grafico in figura 3.4, dove le fasce grigie evidenziano i periodi di recessione, ed i picchi blu negativi il collasso della crescita economica, la contrazione dell'economia globale causata dalla pandemia è la più grave dalla fine della Seconda Guerra mondiale.

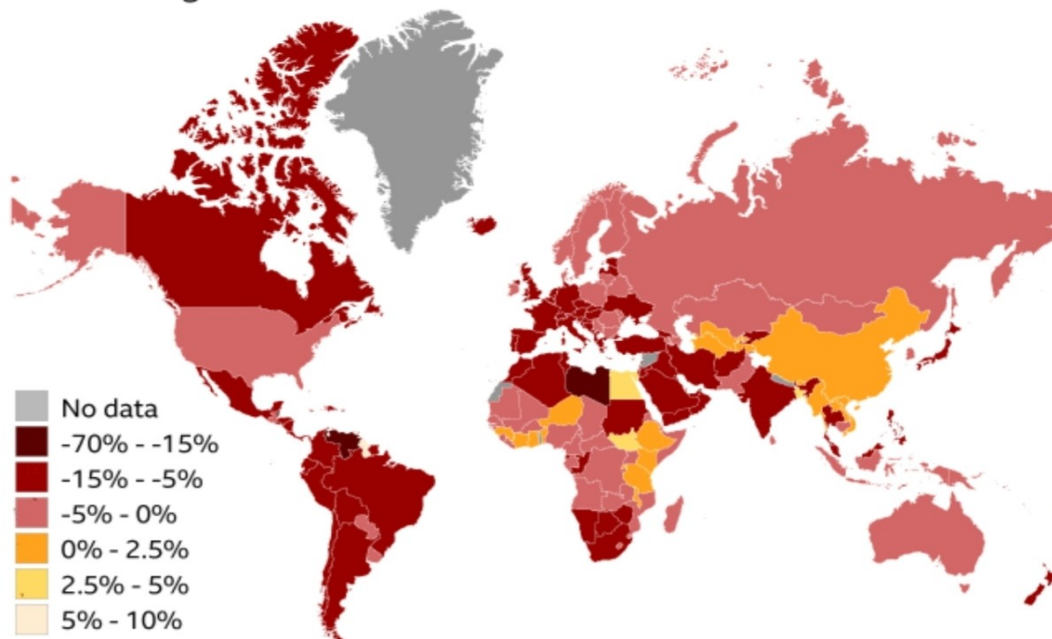
Fig. 3.4 Global GDP growth in a historical perspective



Fonte: Bolt et al. (2018), Kose, Sugawara, and Terrones (2019, 2020), and IMF-WEO Apr. 2021

¹⁵⁷ Cfr. <https://www.frontiersin.org/articles/10.3389/fpubh.2020.00241/full> al 29.10.2021

Fig. 3.5 Majority of countries in recession
Real GDP growth



Fonte: International Monetary Fund, Jan 2021

All'inizio di questa crisi del tutto particolare, l'immaginario del nemico con cui dover fare i conti era tutt'altro che chiaro e si dovette agire in fretta perseverando la vita e la salute delle persone. Tuttavia, ora che questa minaccia ha un volto ben più delineato, e si sa come affrontarla, nonostante le costanti evoluzioni a causa delle sue mutazioni; anche a livello globale si è riusciti a stabilizzare l'emergenza ed a tornare ad una quotidianità che ricorda la vita normale. Pertanto, è ora di vitale importanza preoccuparsi di risanare le ferite che questo virus ha lasciato sull'economia, prima che le questioni economiche diventino esse stesse una minaccia per la sopravvivenza. Cerchiamo ora di mettere in luce le implicazioni che questa crisi ha avuto sull'Unione Europea e l'Eurozona e, nello specifico, se e come queste hanno contribuito ad una riduzione del livello di integrazione, o se invece hanno agito in senso opposto, aumentando il grado di coesione. La crisi scatenata dalla pandemia da Covid-19 potrebbe rappresentare un punto di svolta unico nella storia, non soltanto per i decision-makers europei, bensì anche per i leader globali, volto non soltanto al miglioramento dell'efficienza dei sistemi economici regionali e di quello globale, ma anche ad una maggiore resilienza degli Stati stessi all'interno del contesto europeo. In ogni caso, affinché si possa ristabilire l'ordine ai livelli precrisi e garantire la prosperità economica, mezzo senza il quale non si potrebbe assicurare la sicurezza Statale, è necessaria un'azione internazionale collettiva per il finanziamento della ripresa economica.

3.3 Le risposte europee alla crisi

L'Unione Europea ed i suoi Stati membri, hanno adottato diverse misure per mitigare le ripercussioni socioeconomiche causate dalla pandemia. Ad aprile 2020 i leader europei si riunirono per fare il punto della situazione e fecero richiesta alla Commissione Europea di presentare una proposta che avesse l'obiettivo di esporre un piano d'azione. Essa venne presentata a maggio 2020. A luglio, i membri del Consiglio Europeo giunsero ad un primo accordo da 750 miliardi di euro, il *Next Generation EU*, un pacchetto di aiuti volto a tamponare al più presto l'emorragia della crisi. Oltre ad esso, il Consiglio approvò il budget europeo di lungo termine a 1074,3 miliardi di euro, con l'obiettivo primario di rendere l'Europa più verde, più digitale e più resiliente. Questi aiuti, sommati ad un ulteriore fondo da 540 miliardi di euro, con l'obiettivo della tutela mirata a lavoratori, imprese e Stati membri, fecero salire il totale degli aiuti per la ripresa europea a 2364,3 miliardi di euro¹⁵⁸. La Commissione Europea, grazie alla sua grande credibilità, è ben valutata dalle agenzie di rating e, pertanto, per conto dell'Unione Europea, si può permettere di ottenere dei prestiti dai mercati finanziari assicurandosi dei bassi costi di prestito. Il Parlamento ed il Consiglio europei giunsero ad un accordo primario in merito a questi aiuti a novembre 2020 ed a dicembre dello stesso anno il Consiglio fece chiarezza sui problemi che emersero. Subito dopo venne spianata la strada per l'adozione e l'implementazione di questi aiuti¹⁵⁹.

Il budget europeo di lungo termine 2021-2027 ed il *Next Generation EU*, costituiscono il pacchetto di aiuti finanziari più grande della storia europea. Essi, non si limitano soltanto a risanare gli effetti immediati della crisi, ma sono mirati ad una trasformazione netta del tessuto socioeconomico. L'obiettivo è quindi da un lato, quello di risanare i danni concreti di oggi, e dall'altro, quello di prevenire le incertezze di domani. I pilastri degli accordi che hanno portato all'implementazione di questi strumenti sono: ricerca ed innovazione, attraverso *Horizon Europe*; recupero e resilienza, tramite la *Recovery and Resilience Facility*, *rescEU* ed il programma sanitario *EU4Health*; la modernizzazione delle politiche tradizionali, come ad esempio la Politica Agricola Comune, con il fine di adattarla alle nuove prerogative dell'Unione; la lotta al cambiamento climatico, alla quale è stato destinato il 30% dei fondi europei¹⁶⁰; ed infine la tutela della biodiversità e della parità di genere. Le risorse totali, che in termini di prezzi odierni ammontano a 1210,9 miliardi di euro per il *Multiannual Financial Framework* e, per il *Next Generation EU* a 806,9 miliardi di euro, sono impiegate nelle seguenti aree: mercato unico, innovazione e digitale, coesione, resilienza e valori, risorse naturali e ambiente, migrazione e gestione delle frontiere, sicurezza e difesa, Paesi adiacenti e resto del mondo, pubblica amministrazione europea¹⁶¹.

¹⁵⁸ I prezzi di riferimento si rifanno ai livelli del 2018.

¹⁵⁹ Cfr. <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/coronavirus/covid-19-economy/#> al 05.11.21

¹⁶⁰ Quota di budget mai utilizzata prima d'ora in un singolo ambito.

¹⁶¹ Cfr. https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_en#main-elements-of-the-agreement al 06.11.21

Gli aiuti del NGEU equivalgono al 5% del PIL europeo e, grazie ai prestiti effettuati dalla Commissione sui mercati dei capitali, i ricavi verranno destinati direttamente agli Stati membri, ed ai Paesi terzi il cui benessere è direttamente legato a quello dei Paesi dell'Unione. Gli aiuti, sotto forma di prestiti a basso tasso d'interesse e sussidi, dovranno essere impiegati per la spesa necessaria alla ripresa. L'erogazione avrà luogo nell'arco temporale compreso tra la metà del 2021 ed il 2026, ed il risarcimento si verificherà nell'arco temporale tra il 2028 ed il 2058. Il budget europeo, finanziato a sua volta dai Paesi UE, sosterrà il prestito stesso. Col fine di garantire un maggior margine di azione, il budget è stato incrementato di 0,6 punti percentuali dell'indice GNI europeo. Oltre a ciò, è stato aumentato all'1,4% anche il massimale delle risorse che la Commissione può richiedere agli Stati membri, nell'arco di un anno. Questo incremento sarà utilizzabile fino a quando le passività cesseranno di esistere, auspicabilmente entro i termini prestabiliti. Il Budget europeo di lungo termine continuerà ad essere finanziato attraverso i dazi doganali dell'Unione, le contribuzioni degli Stati membri basate sull'IVA, le contribuzioni basate sull'indice GNI e, in aggiunta rispetto alle classiche fonti di introito, dal gennaio 2021 è stata introdotta una nuova contribuzione nazionale basata sugli imballaggi di plastica non riciclata¹⁶². Per finanziare la spesa, la Commissione sta emettendo titoli di debito tramite una "strategia di finanziamento differenziata", caratterizzata da una procedura di richiesta dei prestiti che si rinnova annualmente, quindi delineando il piano d'azione di anno in anno; una trasparenza strutturata con gli istituti bancari; strumenti di investimento sia a medio che a lungo termine, per garantire flessibilità nell'accesso ai mercati e gestire più facilmente il fabbisogno di liquidità; ed infine, da una combinazione di aste e società volte ad assicurare un accesso ai finanziamenti efficiente, che garantisca quindi condizioni vantaggiose. Le operazioni di emissione di titoli sono state codificate in un solido quadro di governance, che assicura un'esecuzione coerente ed omogenea nel tempo. È importante sottolineare che la spina dorsale di questa strategia di finanziamento rimane l'approccio europeo "back-to-back", ossia un metodo secondo cui le operazioni di presa in carico del prestito e passaggio del credito non speculino in alcun modo sui tassi di interesse. La Commissione, da oltre quarant'anni, trasferisce gli stessi interessi favorevoli direttamente agli Stati membri dell'Unione.

Gli strumenti finanziari utilizzati sono differenti: *EU-Bonds*, *EU-Bills*, *Private Placements*, *NGEU Green Bonds*, *SURE Social Bonds*. Vediamoli nel dettaglio. Per quanto riguarda i primi due strumenti, la differenza principale è la durata della maturità, per i Bonds è compresa tra i tre ed i trent'anni, mentre per i Bills è inferiore ad un anno. Se con i Bonds la Commissione persegue l'obiettivo di continuare la sua presenza regolare sia nel mercato primario, che in quello secondario; con i Bills persegue invece l'obiettivo di aumentare il raggio d'azione, per arrivare direttamente fino a dove fluisce la liquidità, quindi nel mercato delle monete. Con gli EU-Bills, la Commissione è in grado

¹⁶² Nel giugno 2021, la Commissione ha proposto ulteriori nuove fonti di introito per l'Unione, i.e. un meccanismo di aggiustamento per il controllo dell'utilizzo del carbone, imposte digitali, un sistema di scambio di quote relative alle emissioni tra Paesi EU, una tassa sulle transazioni finanziarie, differenti contribuzioni finanziarie a seconda del settore in cui si opera ed una nuova tassa comune di base per le imprese europee.

di intercettare anche quei nuovi investitori che si trovano a questo livello del mercato, diversificando ulteriormente il piano strategico. I Private Placements, invece, sono emissioni di titoli effettuati con investitori selezionati a priori e non tramite offerta pubblica. Solitamente, essi sono destinati a creare obbligazioni di minor valore rispetto ai Bonds, quindi fino a trecento milioni di euro all'incirca. I NGEU Green Bonds sono dei titoli di debito che serviranno a coprire il 30% dei fondi del NGEU e verranno utilizzati esclusivamente per finanziare politiche ecosostenibili. L'Unione Europea, così facendo otterrà il primato mondiale come emittente di green bonds, e la prima tranche ha avuto luogo a ottobre 2021. Grazie al loro impiego, l'Unione Europea sarà in grado di confermare l'impegno della Commissione verso finanziamenti sostenibili nel tempo, aumentandone ulteriormente la credibilità; garantire l'accesso a nuovi asset finanziari verdi e di valore ad un pubblico ampio, facendo incontrare gli interessi pubblici con quelli privati; permettere una diversificazione del portafoglio anche agli investitori, quindi innescando potenzialmente un circolo vizioso di investimenti ecosostenibili; e naturalmente, così facendo, l'Unione rafforzerà anche il suo ruolo e quello dell'euro nei mercati finanziari. Infine, i SURE social bonds costituiscono l'elemento chiave del piano europeo di finanziamento mirato al sostentamento dell'impiego durante le fasi più acute della pandemia, ovvero quelle che minacciano direttamente la chiusura delle imprese e la perdita dei posti di lavoro. Per finanziare il programma SURE, la Commissione, sempre agendo per conto dell'Unione, ha emesso circa cento miliardi di euro, guadagnandosi il primato mondiale anche come emittente di obbligazioni sociali. La prima tranche di emissione ha avuto inizio a partire dall'ottobre 2020. Secondo i rapporti semestrali dell'operato del SURE, a marzo 2021 è stato confermato che grazie a questo programma sono state sovvenzionate tra i 25 ed i 30 milioni di persone e tra 1,5 e 2,5 milioni di imprese colpite dalla crisi. Secondo il rapporto di settembre 2021, è stato confermato che gli aiuti sono stati utilizzati da 31 milioni di persone nel 2020 e 2,5 milioni di imprese, permettendo ai Paesi europei di risparmiare circa 8,2 miliardi di euro in pagamenti di interessi¹⁶³.

Lo strumento principale del Next Generation EU è la *Recovery and Resilience Facility*, istituita dal Consiglio Europeo a febbraio 2021. Il suo obiettivo è da un lato quello di mitigare i danni causati dalla crisi, sostenendo i Paesi europei durante la ripresa, e dall'altro quello di rendere le economie e le società europee più sostenibili e resilienti, gettando anzitutto le fondamenta per la transizione verde e digitale. Questo strumento è in grado di fornire fino a 723,8 miliardi di euro di aiuti, secondo il livello dei prezzi odierni, suddivisi in prestiti (fino a 385,8 miliardi) e sussidi (fino a 338 miliardi). La RRF erogherà questi aiuti fino al 31 dicembre 2026. Gli Stati membri, per poter accedere ai fondi, devono presentare alla Commissione un "piano nazionale di recupero e resilienza", che deve essere in linea con i requisiti europei. Tra i requisiti, non vi è solamente il rispetto delle raccomandazioni effettuate dal Consiglio per ogni singolo Stato durante il Semestre Europeo, bensì vi è anche l'obbligo di dimostrare che il 37% degli aiuti sarà destinato agli investimenti nel settore ambientale, contro il cambiamento climatico nello specifico, e che il 20% sarà destinato alle innovazioni nel settore tecnologico. Il Semestre è stato

¹⁶³ Cfr. https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations_en al 07.11.21

modificato e adattato alla linea già precedentemente fornita dal *Green Deal* europeo, e le aree in cui devono essere impiegati gli investimenti sono: energie rinnovabili; efficienza energetica degli immobili; infrastrutture sostenibili e colonnine elettriche; connessioni rapide a banda larga; digitalizzazione della pubblica amministrazione; archiviazione dati cloud e processori sostenibili; educazione e formazione professionale al sostegno delle digital skills. La Commissione, a seguito di verifica, produce per ogni Stato dei testi legalmente vincolanti, che devono essere approvati in ultima istanza dal Consiglio Europeo, caso per caso. Una volta accettati, i piani devono essere implementati tramite riforme ed investimenti entro la fine del 2026, e l'erogazione dei fondi avviene in tranches differenti. La *Recovery and Resilience Task Force*, in stretta cooperazione con il Direttorato Generale degli Affari Economici e Finanziari, è un'istituzione secondaria che si pone il compito di supervisionare i processi di implementazione dei fondi per ogni singolo Stato e di coordinare il loro operato con le linee guida del Semestre Europeo. Questa istituzione fornisce regolarmente i rapporti alla presidentessa della Commissione Ursula von der Leyen¹⁶⁴.

Il resto dei fondi viene fornito da ulteriori istituzioni. La seconda istituzione in termini di contributi economici è la *Recovery Assistance for Cohesion and the Territories of Europe* (o ReactEU), con una portata di 50,6 miliardi di euro. Si tratta di un'iniziativa volta ad incrementare i pacchetti di aiuti di emergenza, quindi quelli volti esclusivamente alle misure di contrasto diretto alla crisi. Essa opera attraverso due iniziative: la *Coronavirus Response Investment Initiative* e la *Coronavirus Response Investment Initiative Plus*. L'obiettivo di entrambe è quello di supportare una coordinazione collettiva, flessibile e solidale tra i diversi Paesi europei, in quanto eterogenee risposte individuali non sarebbero sufficientemente efficienti. I fondi legati a questo meccanismo saranno erogati da tre principali istituti di credito: *European Regional Development Fund*, *European Social Fund*, *European Fund for Aid to the Most Deprived*.

Le istituzioni che apportano il resto degli aiuti economici sono: *Horizon2020*, lo strumento finanziario che opera esclusivamente nel campo dell'innovazione; *InvestEU*, che si pone il compito di fornire finanziamenti a lungo termine alle imprese maggiormente colpite, di attirare gli investimenti di medio termine degli investitori privati verso i settori chiave del piano di ripresa e di supportare le attività di importanza strategica per l'Unione; *RescEU*, a supporto del meccanismo europeo di protezione civile, ha contribuito addirittura fornendo mezzi aerei da combattimento, piani per i corridoi sanitari, stoccaggio di materiale medico ed ospedali da campo in grado di gestire emergenze sanitarie anche di tipo chimico, biologico e nucleari; *EU4Health*, che ha l'obiettivo specifico di rendere i sistemi sanitari europei più resilienti di fronte alle emergenze sanitarie; *Rural Development*, che contribuisce ai progetti di modernizzazione della PAC; *Just Transition Fund*, il pilastro principale del meccanismo di transizione verso la neutralità climatica entro il 2050.

¹⁶⁴ Cfr. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/recovery-coronavirus/recovery-and-resilience-facility_en al 10.11.21

Ricapitolando, in termini di contributi economici forniti tramite il NGEU, il totale corrisponde a 806,9 miliardi di euro in termini di prezzi odierni ed è così suddiviso: RRF 723,8 miliardi; ReactEU 50,6 miliardi; Horizon Europe 5,4 miliardi; InvestEU 6,1 miliardi; Rural Development 8,1 miliardi; JTF 10,9 miliardi; RescEU 2 miliardi.

Oltre a questi strumenti, ovviamente non poteva mancare l'azione della Banca Centrale Europea. La presidente della BCE, Christine Lagarde, esprime così la sua dedizione all'euro:

"Extraordinary times require extraordinary action. There are no limits to our commitment to the euro".

Nel secondo capitolo abbiamo visto come una dichiarazione simile, in tempi di crisi, possa essere sufficiente a far cambiare gli equilibri del mercato. Questa volta, il programma di aiuti azionato dalla BCE ammonta a 1,85 miliardi di euro ed è azionato all'interno del framework del *Pandemic Emergency Purchase Programme*. L'obiettivo principale di questo programma è quello di mantenere bassi i tassi d'interesse, per incrementare la spesa, agendo quindi in maniera controciclica. Esso viene messo in atto dalla BCE che acquista le obbligazioni direttamente dalle banche europee, oppure comprando le obbligazioni di società. Questi acquisti, che rendono più disponibili i fondi alle banche e che conferiscono una fonte aggiuntiva di credito alle imprese, aiutano a stimolare la spesa e gli investimenti, entrambi essenziali sia per il corretto funzionamento di un sistema economico durante le depressioni, che per la crescita economica. L'azione della BCE è quindi volta ad assorbire lo shock per le economie causato dalla crisi, mantenere disponibile l'erogazione del credito e supportarne l'accesso¹⁶⁵, aumentare la portata di prestito delle banche e preservare la stabilità finanziaria attraverso la cooperazione internazionale. Insieme, queste misure aiuteranno i cittadini, le aziende ed i governi ad accedere al credito essenziale per mitigare gli effetti della pandemia¹⁶⁶.

Dal punto di vista medico-sanitario, la risposta dell'UE si focalizza su tre imperativi: limitare la diffusione del virus, garantire la fornitura di attrezzature mediche e promuovere la ricerca su terapie e vaccini. L'Agenzia Europea per i Medicinali ha autorizzato quattro tipi di vaccini contro il Covid-19 e la campagna vaccinale ha avuto inizio a dicembre 2020. L'Unione ha inoltre ritenuto essenziale la creazione di un certificato Covid digitale valido in tutti i Paesi membri (nonché Svizzera, Norvegia, Islanda, Liechtenstein). Il suo obiettivo è quello di facilitare la libera circolazione in condizioni di sicurezza. Esso è stato introdotto a luglio 2021¹⁶⁷. Ad ottobre 2021 è stato raggiunto un enorme traguardo con il 75% degli adulti europei completamente vaccinati e questo è stato possibile grazie alla rapidità dell'innovazione scientifica, ad una costante e solidale cooperazione politica e all'efficienza logistica all'interno dell'UE.

"Without Europe, it would not have been possible to develop and produce several types of vaccines in less than one year. Without Europe, many countries would not yet have

¹⁶⁵ L'obiettivo è quello di fare in modo che i cattivi equilibri del mercato, fomentati dalle previsioni di breve termine, non impediscano l'erogazione delle obbligazioni.

¹⁶⁶ Cfr. <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.en.html> al 12.11.21

¹⁶⁷ Cfr. <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/coronavirus/> al 17.11.21

received their first doses. The goal was to avoid competition and bidding between countries, and to allow all countries to obtain the doses at the same time.” Charles Michel, President of the European Council, 9 March 2021

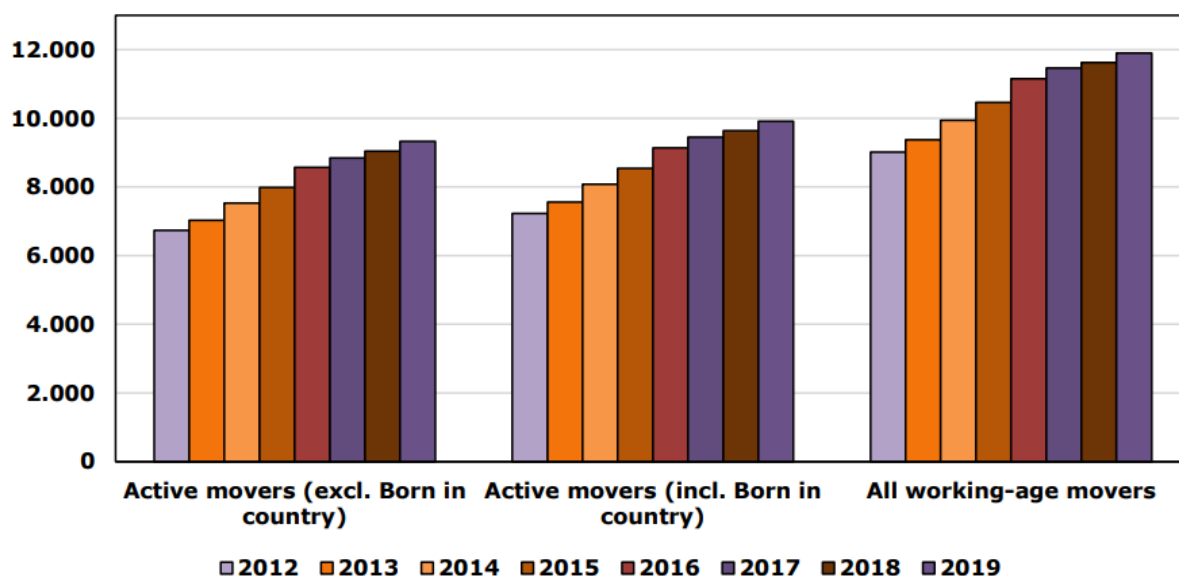
Ma l’Unione va addirittura oltre i confini regionali, a partire da febbraio 2021 con le iniziative COVAX e Team Europe entrambe volte a garantire un accesso equo ai vaccini per i Paesi a medio e a basso reddito. La portata di queste due istituzioni è di oltre 3 miliardi di euro. Gli Stati membri, sia per questioni morali che di sicurezza nazionale, hanno inoltre accordato di garantire i vaccini anche ai Paesi di confine, ai Paesi dell’area dei Balcani ed ai Paesi africani¹⁶⁸.

3.4 Analisi della variazione del livello di integrazione in chiave OCA

Cerchiamo ora di capire come è variato il grado di integrazione europea a seguito della crisi pandemica e la direzione che l’Unione Europea sta dando a sé stessa ed ai suoi Stati membri. Vediamo quindi come l’Europa, ad oggi, si classifica in base ai sei criteri della Teoria delle Aree Valutarie Ottimali e se essa è migliorata rispetto all’analisi presente nel capitolo primo, relativa all’anno 2015.

Il primo criterio economico si concentra sulla mobilità del lavoro. Nel 2021 le persone si spostano di più per motivi di lavoro?

Fig. 3.6 Annual growth in stocks of different groups of EU-28 movers (20-64 years), EU-28 aggregate, 2012-2019



Fonte: Annual Report on Intra-EU Labour Mobility 2020, European Commission, December 2020

¹⁶⁸ Cfr. <https://www.consilium.europa.eu/en/covid-vaccine-journey/> al 17.11.21

I dati relativi alla mobilità europea continuano ad essere non del tutto incoraggianti, soprattutto se paragonati agli indici sulla mobilità del lavoro statunitense, decisamente più elevata. Per quanto riguarda l'Unione Europea, i trend di lungo termine rimangono in media pressoché invariati rispetto al 2015, nonostante crescano lievemente di anno in anno. Nel 2016 l'incremento in termini di percentuale della popolazione europea fu del 7%, nel 2017 del 3,4%, nel 2018 del 2% e nel 2019 dell'1,2%. Pertanto, l'aumento non è costante, bensì in diminuzione, nettamente minore rispetto all'arco temporale 2012-2016. Inoltre, due su tre di coloro che si spostano per ragioni di lavoro fanno ritorno nel paese di origine. Tuttavia, il 78% di coloro che partono finisce con l'ottenere un'occupazione stabile, a differenza di quelli che non partono. Il 75% di coloro che si spostano è al di sotto della soglia dei 35 anni e quindi è più probabile che le persone traslochino all'inizio della loro carriera, quindi tra i 20 ed i 30 anni di età. Tra i maggiori paesi di arrivo vi sono la Germania, il Regno Unito e la Francia, mentre tra quelli di partenza vi sono la Romania, la Polonia, l'Italia ed il Portogallo. Dal 2008 è in costante aumento la percentuale di lavoratori altamente qualificati in cerca di fortuna altrove¹⁶⁹. Di sicuro le pesanti restrizioni alla mobilità applicate durante le fasi più acute della pandemia poi non hanno giovato in questo senso. Per questo motivo, l'Unione Europea ha avviato il programma ALMA, dedicato a tutti i giovani europei che non sono riusciti a trovare la loro strada sia nel mondo della formazione scolastico-accademica, che nel mondo del lavoro. L'obiettivo è quello di agire in maniera mirata su questa fetta di popolazione e di garantire un'esperienza di formazione in un altro paese europeo, affinché queste persone possano accrescere le loro competenze, creando al tempo stesso legami oltre i confini nazionali e quindi anche un'identità europea.

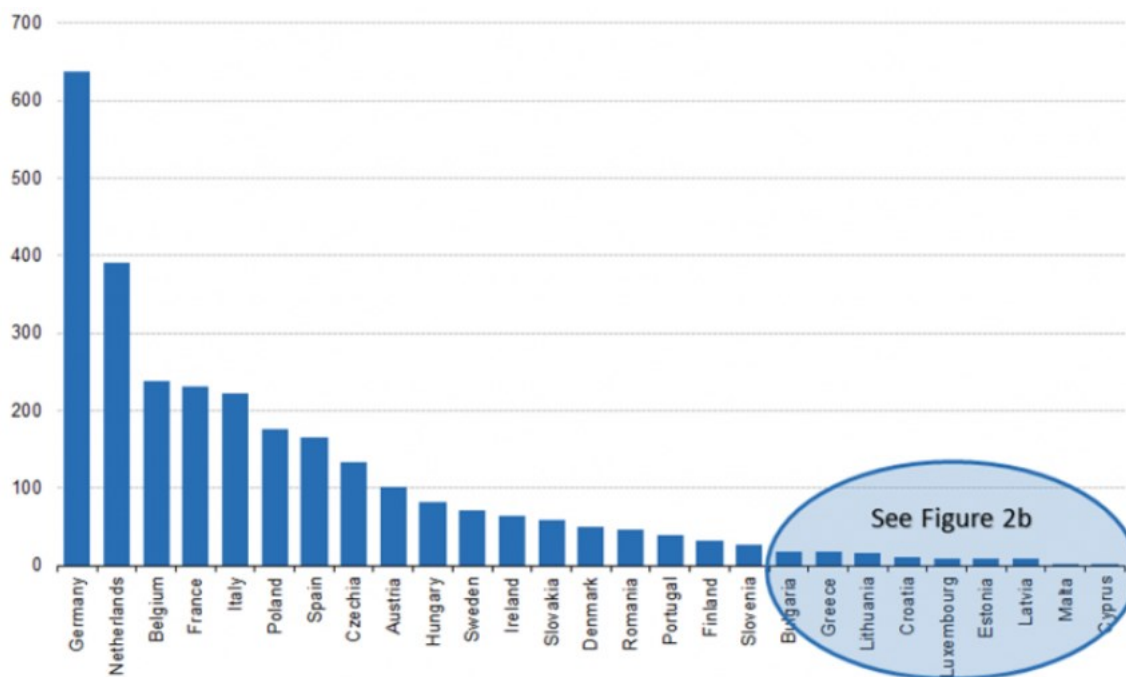
Per quanto riguarda il primo criterio, l'EMU continua quindi a non essere un'area valutaria ottimale. Nonostante ciò, l'Unione sta dando avvio ad intelligenti programmi volti alla mobilità del lavoro.

Per quanto riguarda il secondo ed il terzo criterio economico, rispettivamente la diversificazione della produzione ed il grado di apertura al commercio intraeuropeo, ho deciso di condurre un'analisi congiunta per i seguenti motivi. I dati relativi al *Trade Dissimilarity Index*, esposti nell'analisi relativa al secondo criterio economico nel capitolo primo, risalgono al 2007 e da allora non sono più state effettuate scomposizioni settoriali comparative per i Paesi europei. Pertanto, effettuare in questa sede una "*sector breakdown*" per i tre settori di ogni Stato membro, per poi metterla a confronto in un grafico, richiederebbe molto tempo. Dunque, ho seguito questo ragionamento: più un Paese diversifica la propria produzione e meno sarà dipendente da beni esteri ed esporterà più di quanto importa. Al contrario, un Paese che affida le proprie fonti di introito su pochi settori, ad esempio turismo e pesca, si troverà costretto ad importare ciò che gli manca. Cerchiamo di analizzare meglio la questione con dei grafici.

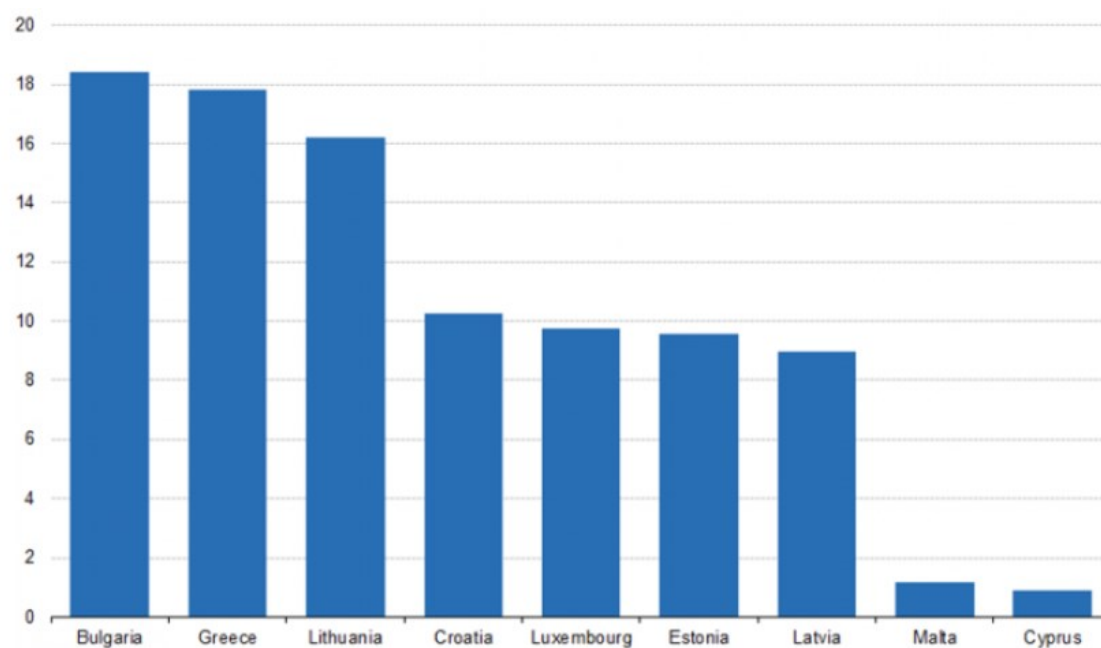
¹⁶⁹ Cfr. European Commission, "Intra-EU Labour Mobility at a glance, main findings of the Annual Report", December 2020

Fig. 3.7 Exports of goods to other Member States, 2020 (EUR billion) – a. and b.

a.



b.



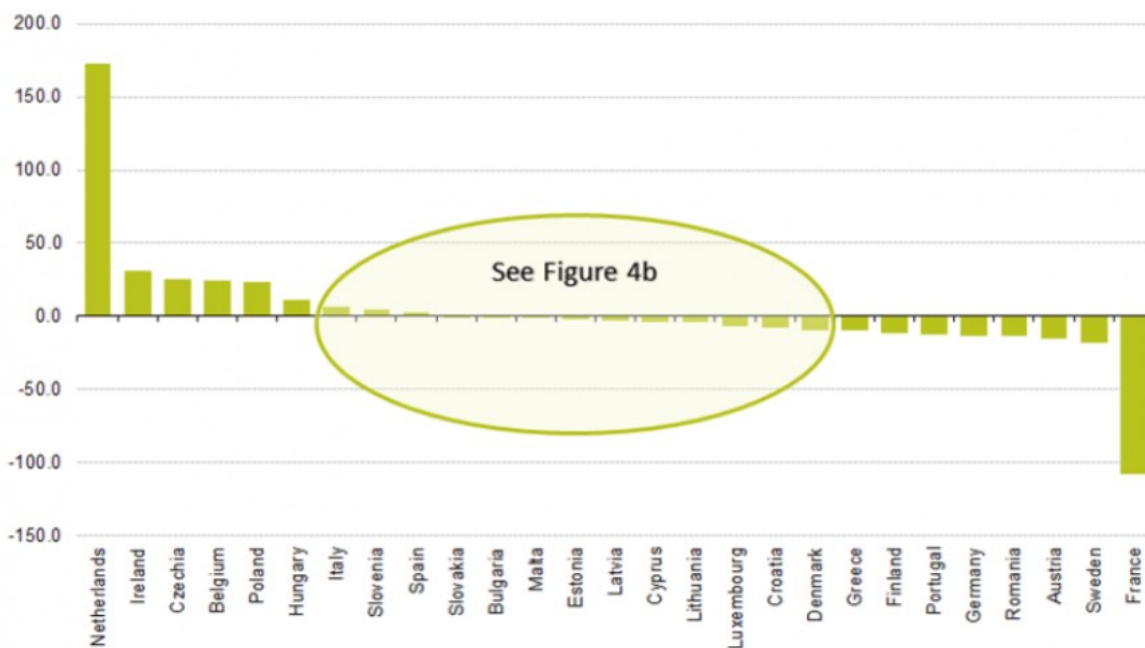
Fonte: Eurostat https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?oldid=452727#Evolution_of_intra-EU_trade_in_goods al 05.01.2022

Questo grafico evidenzia la variazione del volume delle esportazioni di beni tra le diverse economie europee, che nel 2020 spaziò dai 630 miliardi di euro per la Germania ai 0,9 miliardi per Cipro. Tuttavia, nonostante le divergenze marcate agli estremi, la media si

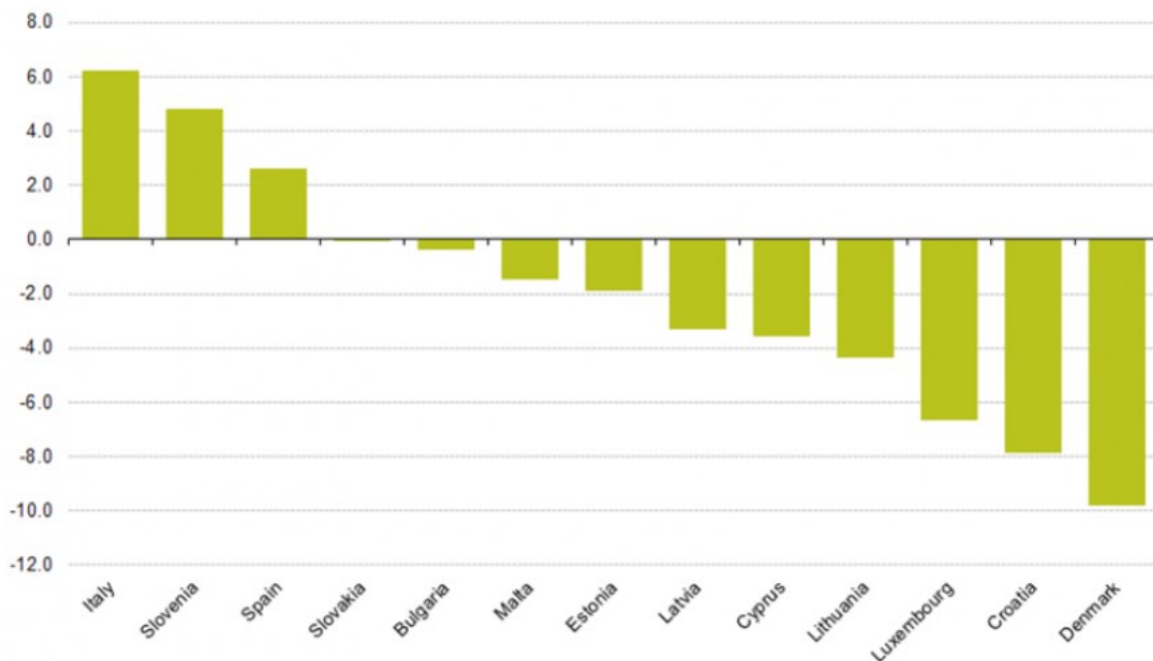
aggira intorno ai 100 miliardi di euro ed è costituita dalla fascia centrale e quindi dalla maggioranza dei paesi europei. Eppure, non è sufficiente prendere in analisi valori assoluti.

Fig. 3.8 Intra-EU trade in goods balance by Member State, 2020 (EUR billion) – a. and b.

a.



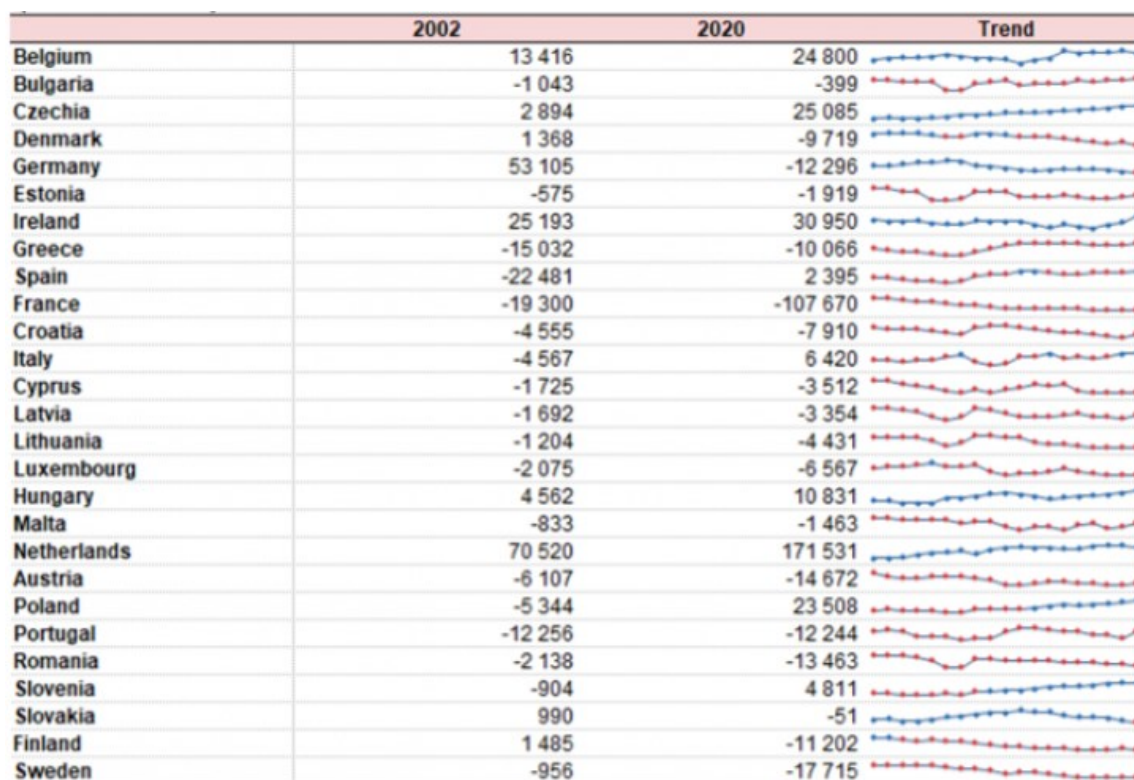
b.



Fonte: Eurostat https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?oldid=452727#Evolution_of_intra-EU_trade_in_goods al 05.01.2022

In questo grafico, che riporta invece il bilancio tra importazioni ed esportazioni per i Paesi europei, si nota come la maggior parte abbia dei valori relativi che si avvicinano allo zero.

Fig. 3.9 Intra-EU trade in goods balance, 2002-2020 (EUR million)



Fonte: Eurostat https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?oldid=452727#Evolution_of_intra-EU_trade_in_goods al 05.01.2022

Questo grafico invece riporta l'analisi del rapporto importazioni-esportazioni per ogni Paese su di un'ottica di lungo termine e si può notare che non ci sono state variazioni eccessive, eccetto che per quei Paesi che sono passati dal deficit al surplus e viceversa. Nel 2002 diciotto Stati membri risultavano in deficit, e per Italia, Spagna, Polonia e Slovenia il trend si è invertito, siccome hanno raggiunto il surplus nel 2020. Dall'altro lato, nove dei paesi che nel 2002 avevano un trade di bilancio tra importazioni ed esportazioni in positivo, Germania, Danimarca, Slovacchia e Finlandia, sono passati in negativo nel 2020.

Per quanto riguarda il secondo criterio economico, ritengo che esso sia rimasto pressoché invariato rispetto all'analisi effettuata nel 2015, pertanto esso è soddisfatto.

Passiamo al terzo criterio economico, e quindi l'apertura al commercio, che si può anche analizzare come volume del commercio intraeuropeo, in quanto all'aumentare di esso aumenta anche il grado di apertura.

Fig. 3.10 Intra-EU exports of goods, January 2002-December 2020 (EUR billion, seasonally adjusted data)



Fonte: Eurostat https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?oldid=452727#Evolution_of_intra-EU_trade_in_goods al 05.01.2022

Da questo grafico si evince che il trend di lungo termine è in costante aumento, e che per il periodo in questione è di 135 miliardi di euro, ad eccezione dei marcati trend negativi causati dalle due crisi. Va notata la rapidità nella ripresa a seguito della crisi pandemica (meno di un anno), rispetto alla ben più lunga ripresa a seguito della crisi del 2008 (quasi tre anni).

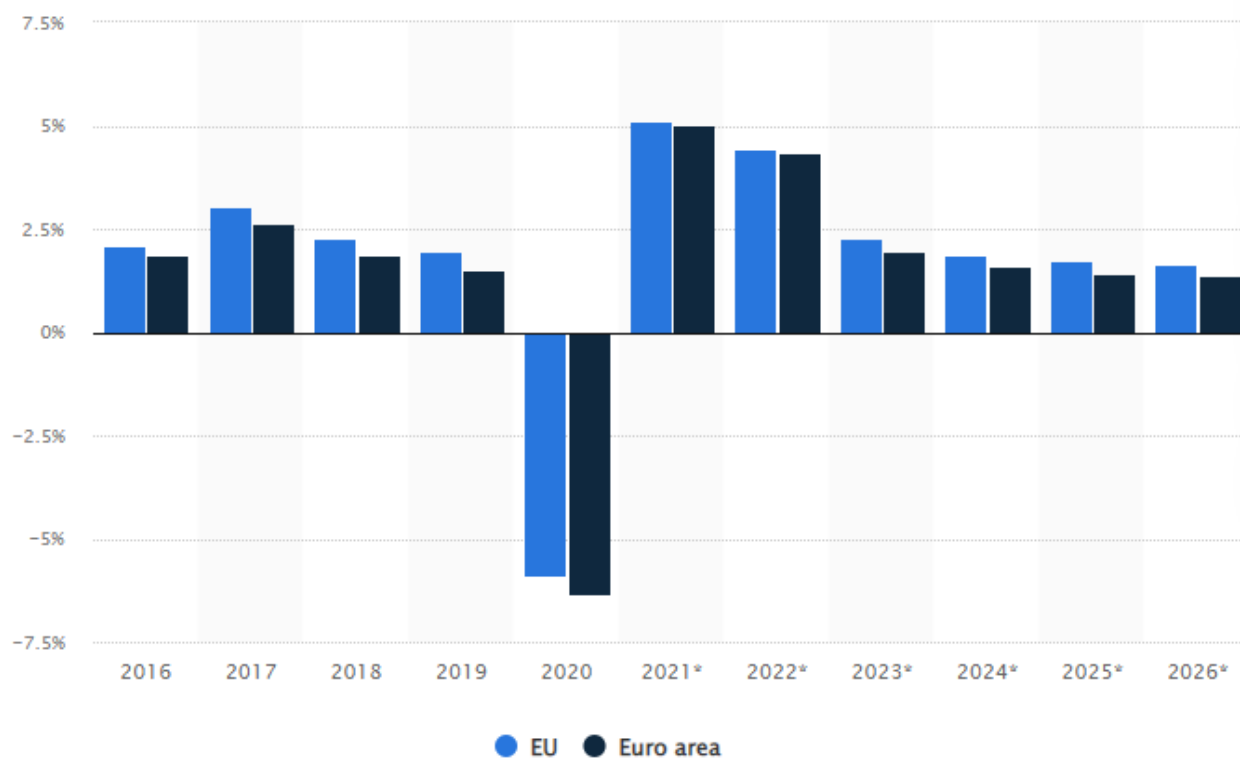
Anche il terzo criterio economico continua a rimanere soddisfatto rispetto all'analisi del 2015.

Passiamo ora ai criteri politici. Il primo criterio politico, che riguarda i trasferimenti fiscali, non si poteva ritenere soddisfatto nell'analisi effettuata nel paragrafo 1.3. Tuttavia, a seguito delle crisi le cose sono cambiate decisamente. Credo quindi sia opportuno spendere qualche parola in più.

Per fare fronte alla crisi del 2008 sono state adottate, dalla BCE, misure eccezionali e del tutto nuove per immettere liquidità nei mercati finanziari europei, attraverso l'*OMT Programme*. Si è dato vita ad una serie di regolamenti e direttive volte ad instaurare un regime di disciplina per le politiche fiscali, fino alla stipulazione del *Fiscal Compact*. Vennero inoltre istituite differenti strutture per l'erogazione del credito, fino alla creazione del Meccanismo Europeo di Stabilità. Ovviamente, oltre all'azione rapida della BCE tramite il *Pandemic Emergency Purchase Programme*, l'Unione Europea si è attivata ancor più pronta e decisa, memore delle lezioni del passato, dando vita al NGEU e ad un singolare *Multinational Financial Framework*. Entrambi costituiscono il pacchetto di aiuti finanziari più grande della storia europea, che non soltanto è mirato alla stabilizzazione di una situazione di emergenza, bensì anche ad una modifica radicale del

tessuto socio-economico ed istituzionale dell'Europa, che guarda ben oltre l'orizzonte del post-crisi. Grazie ad essi la ripresa è stata fulminea.

Fig. 3.11 Growth of the real GDP in the EU and the Euro area from 2016 to 2026



Fonte: <https://www.statista.com/statistics/267898/gross-domestic-product-gdp-growth-in-eu-and-euro-area/> al 06.01.2022

Attraverso i piani d'azione e le strutture parte del NGEU e del bilancio europeo del MFF 2021-2027, la capacità fiscale dell'Unione Europea è aumentata dell'80%, è stato creato un meccanismo di stabilizzazione che potrà essere attivato nuovamente in futuro ed è stata avviata per la prima volta l'erogazione di titoli di debito europei. Si tratta di un vero e proprio cambio di paradigma in materia fiscale per l'UE, che se avesse osato tanto durante la crisi del 2008, i tempi di ripresa sarebbero stati decisamente molto ridotti. Tuttavia, evidentemente i tempi non erano ancora maturi¹⁷⁰.

Ma nonostante i progressi fatti, c'è ancora molto da fare. Nella sezione lavori in corso troviamo ancora l'Unione dei Mercati Capitali, l'Unione Bancaria e l'Unione Fiscale. La prima, che mira alla creazione di un mercato unico europeo per gli investimenti ed i risparmi, non è ancora del tutto completata. Nonostante i progressi fatti grazie alle prime iniziative adottate nel 2015, i mercati finanziari europei sono ancora frammentati. La Commissione, a seguito dello scoppio della crisi, ha adottato un nuovo piano d'azione a

¹⁷⁰ Cfr. <https://www.fes.de/en/translate-to-english-progressive-wirtschaftspolitik-fuer-europa/artikelseite-progressive-wirtschaftspoitik/europes-budget-revolution-from-covid-19-recession-to-progressive-reconstruction> al 06.01.2022

settembre 2020, che fu necessario per facilitare la circolazione del credito necessario per far fronte alla crisi. A novembre 2021, la Commissione ha adottato diverse proposte di legge con l'obiettivo di accelerare le tempistiche verso la trasformazione dei piani relativi all'Unione dei Mercati Capitali in *hard law*¹⁷¹. Per quanto riguarda l'Unione Bancaria, due su tre dei suoi pilastri sono stati ultimati, i.e. il *Single Supervisory Mechanism* ed il *Single Resolution Mechanism*. L'ultimo passo per il completamento di una vera e propria unione bancaria sarebbe la creazione dello *European Deposit Insurance Scheme*, che fornirebbe un fondo di assicurazione ancor più solido ed unitario. Il terzo pilastro dell'Unione Bancaria fu proposto dalla Commissione già nel 2015, tuttavia non è stato ancora ultimato. Questo problema persiste accanto al problema dei *non-performing loans*, che le banche utilizzano per diversificare il proprio portafoglio in materia di debiti sovrani¹⁷². Infine, in merito al tema dell'Unione Fiscale, il problema della sovranità persiste. Nonostante la disciplina fiscale imposta, necessaria ad un'applicazione armoniosa delle politiche economiche, quindi sia monetarie che fiscali, gli Stati ritengono ancora buona parte della sovranità in materia fiscale. La crisi pandemica non può essere vista come il "momento Hamilton" per l'Unione Europea, alludendo alla creazione dello Stato federale a seguito della Guerra d'Indipendenza statunitense. Il disegno che sta alla base dell'Europa, pur essendo radicato in fortissimi ideali politici, è monetario. E solo tramite il mezzo economico, nel contesto europeo, sarà possibile raggiungere il fine ultimo dell'unione politico-fiscale. Sicuramente è stata compiuta la scelta della strada più difficile ed accidentata, ma la nostra storia non ha permesso e non permetterebbe il contrario. Vincolarsi in questo senso, ha dato avvio a quel processo di integrazione composto da moti endogeni che tendono a far convergere sempre più verso una maggiore integrazione. Rimaniamo quindi ad un ultimo grande passo verso il conferimento di quel che resta della sovranità statale in merito al controllo delle politiche fiscali, dagli Stati membri all'Unione Europea. Questo passo non potrà essere compiuto attraverso tecnicismi ed escamotage politici, bensì solo e soltanto attraverso un processo di negoziazione diplomatica col fine ultimo della firma e della ratifica di un Trattato internazionale in materia fiscale¹⁷³. I due grandi passaggi in questo senso sarebbero rappresentati appunto, come proposto dalla Commissione Europea in merito agli step da compiere per il completamento dell'EMU, la trasformazione del MES nel Fondo Monetario Europeo e l'incorporazione del Fiscal Compact all'interno del framework legislativo europeo. Ad oggi, questi passaggi non sono ancora stati completati.

Per quanto riguarda il criterio dei trasferimenti fiscali, se al 2015 non era ritenuto avesse un livello sufficiente, ad oggi credo si possa affermare con certezza che esso è più che parzialmente soddisfatto. Quindi l'EMU, a seguito delle due grandi crisi del XXI secolo, ha fatto dei grandi passi avanti in questo ambito, diventando un'area valutaria decisamente più ottimale.

¹⁷¹ Cfr. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en al 07.01.2022

¹⁷² Cfr. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/banking-union/what-banking-union_en al 07.01.2022

¹⁷³ Cfr. Otmar Issing, "The COVID-19 crisis: A Hamilton moment for the European Union?", *International Finance*, Volume 23, Issue 2, Summer 2020

Il secondo criterio politico, le preferenze omogenee, si focalizza sul grado di consenso relativo alla creazione e all'implementazione delle politiche economiche. Più esso è elevato e minore sarà il rischio che si creino distorsioni nella gestione dell'EMU. Questo criterio, insieme al criterio della diversificazione della produzione, è molto ambiguo poiché è tutt'altro che semplice da quantificare. Nell'analisi del 2015, questo criterio si riteneva parzialmente soddisfatto. Nonostante il progressivo miglioramento in termini di coordinamento di politiche economiche, non sono stati fatti importanti passi avanti. In questo ambito, il grande salto corrisponderebbe con il completamento dell'Unione Fiscale e quindi di una struttura che abbia il compito di condurre all'unisono le politiche fiscali europee e che faccia da garante in caso di shock asimmetrici, qualunque sia la loro origine, sanitaria, finanziaria, climatica, geopolitica, ecc. Nel frattempo, anche senza l'istituzione di un nuovo Trattato o la modifica di quelli attuali, si potrebbe fare comunque di più, ad esempio nel campo della sostenibilità dei debiti pubblici europei. Vista la rapidità con cui certi eventi possono minacciare la prosperità di un'intera regione, è necessario che alla solidità degli imperativi di *hard law* dell'Unione, si affianchi una malleabilità reattiva in materia di *soft law*. E per apportare sempre più omogeneità alle politiche fiscali, gli strumenti esistono già. A livello istituzionale, tali scambi potrebbero avvenire attraverso un consiglio dedicato, un forum permanente od attraverso il processo del Semestre Europeo¹⁷⁴. Sotto l'aspetto delle preferenze omogenee, mancano ancora all'appello, e costituirebbero importantissimi progressi: un framework normativo riformato, più semplice ed efficace; una governance più efficiente, democratica e trasparente; una rappresentanza ufficiale europea all'interno del Fondo Monetario Internazionale; ed infine la creazione del Ministro Europeo dell'Economia e delle Finanze. Per questa serie di motivi, il criterio delle preferenze omogenee, ad oggi, rimane ancora parzialmente soddisfatto.

Infine, anche per quanto riguarda il terzo criterio politico, i Paesi europei hanno dimostrato un grande senso di solidarietà ed un netto aumento sia della percezione di un destino comune, che della fiducia verso l'operato delle istituzioni europee.

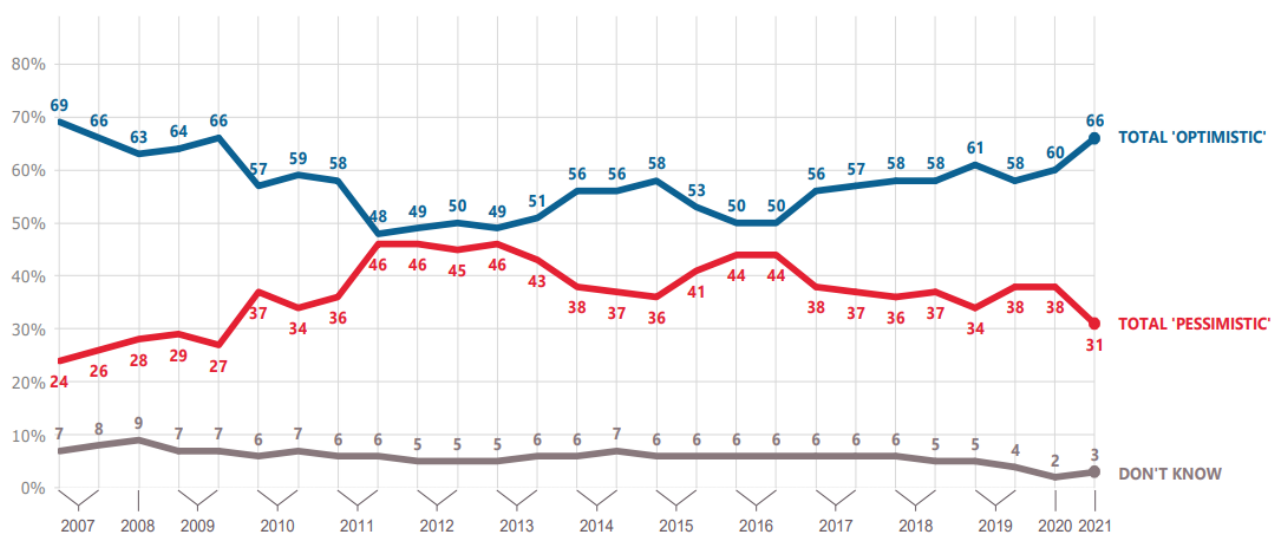
Il Consiglio dell'Unione Europea ha reso omaggio a quegli atti di solidarietà che hanno fatto sembrare il secolo scorso lontano anni luce. I Paesi europei, di fronte ad una crisi mai vista prima, non solo sono restati uniti anziché dividersi, anzi, si sono rimboccati le maniche per aiutarsi l'un l'altro. Grazie all'impiego dei fondi comuni, l'Unione ha condotto una campagna vaccinale di una rapidità mai vista prima nella storia: dalla sperimentazione, alla produzione, alla somministrazione nei Paesi europei e addirittura all'estero. Senza l'Unione questo non sarebbe stato possibile. Gli Stati membri, oltre a gestire le crisi sanitarie nazionali, si sono assistiti reciprocamente fornendo servizi, personale specializzato ed attrezzature mediche, ed hanno collaborato per rimpatriare i cittadini europei bloccati oltre i propri confini nazionali¹⁷⁵.

¹⁷⁴ Cfr. <https://voxeu.org/article/reforming-eu-macroeconomic-policy-system-economic-requirements-and-legal-conditions> al 07.01.2022

¹⁷⁵ Cfr. <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/coronavirus/european-solidarity-in-action/> al 08.01.2022

Oltre a tutto ciò, è ai massimi storici la fiducia nell'operato delle istituzioni europee, che di fatto uniscono ed indirizzano gli Stati membri verso un futuro comune. Secondo le indagini dell'Eurobarometro, condotte dalla Commissione nei 27 Stati membri, l'ottimismo rispetto al futuro dell'Europa, ad oggi ha raggiunto il livello più alto dal 2009 e la fiducia verso l'operato dell'Unione è al livello più alto dal 2008. Il supporto verso la moneta comune è ai massimi storici dal 2004 ed è inoltre aumentata significativamente la percezione della condizione delle economie nazionali, una delle tematiche più sentite dai cittadini europei. Inoltre, la maggioranza dei cittadini è soddisfatta delle misure adottate dall'Unione e dai governi nazionali per combattere la crisi pandemica¹⁷⁶.

Fig. 3.12 The future of the European Union



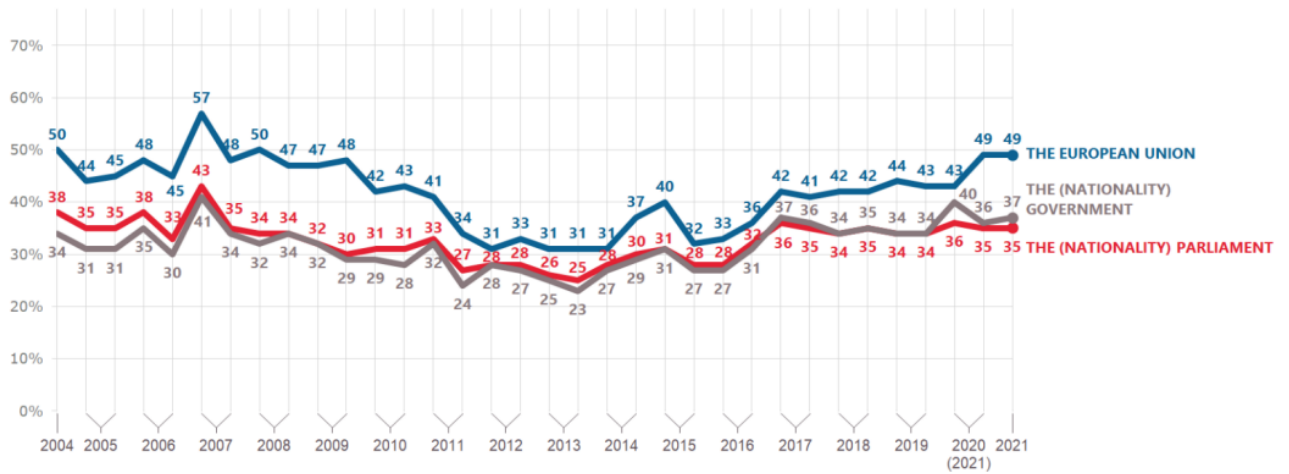
Would you say that you are very optimistic, fairly optimistic, fairly pessimistic or very pessimistic about the future of the EU? (% - EU)

Fonte: European Commission https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_4610 al 08.01.2022

L'ottimismo in merito al futuro dell'Unione è cresciuto di molto dall'estate 2020, ed è la percentuale maggiore dall'autunno 2009. Solamente tre decimi della popolazione è pessimista rispetto al futuro dell'Europa, il livello più basso dal 2009.

¹⁷⁶ Cfr. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_4610 al 08.01.2022

Fig. 3.13 Image and trust in the EU

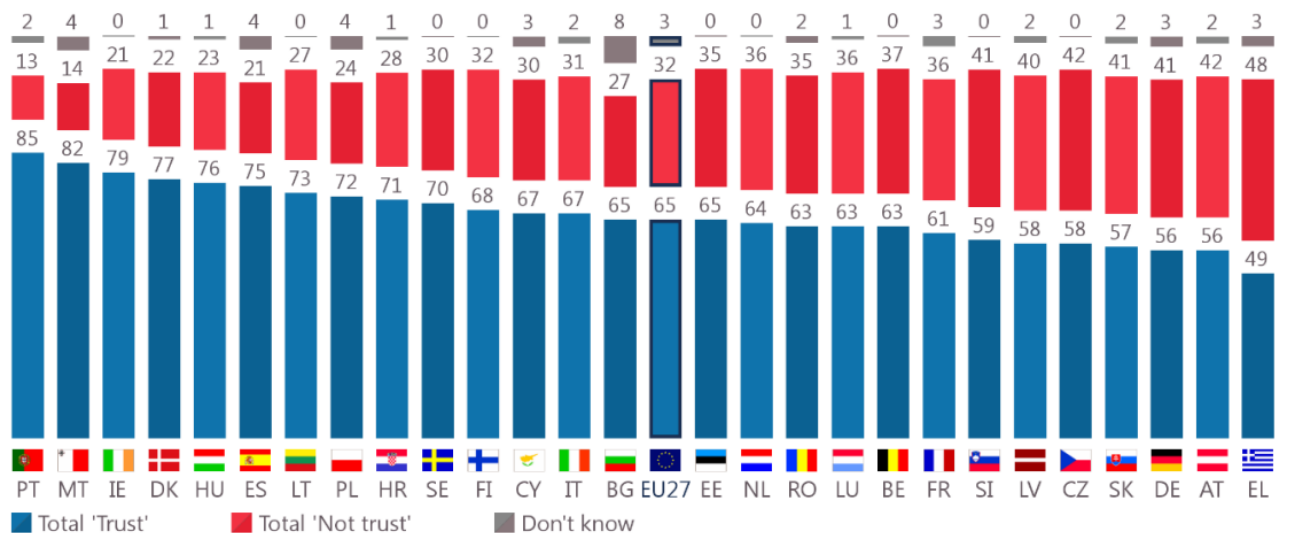


In general, does the EU conjure up for you a very positive, neutral, fairly negative or very negative image? (% - EU)

Fonte: European Commission https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_4610 al 08.01.2022

Quasi la metà dei cittadini europei ha fiducia nelle istituzioni europee, ad oggi siamo al livello più alto dalla primavera del 2008. Nonostante il lieve incremento della fiducia verso i propri governi, i cittadini Europei ripongono una fiducia maggiore nei confronti dell'Europa, rispetto ai propri organismi nazionali.

Fig. 3.14 The coronavirus pandemic and public opinion in the EU



Thinking about EU's response to the coronavirus pandemic, to what extent do you trust or not the EU to make the right decision in the future? (%)

Fonte: European Commission https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_4610 al 08.01.2022

Quasi due terzi dei cittadini europei confida nell'Unione riguardo alle decisioni future. Con un incremento di sei punti percentuali rispetto all'inverno 2020-2021, nei 27 Stati membri il gradimento è ben oltre la metà con 65 punti percentuali.

Ricapitolando, i progressi fatti dall'EMU in termini di una maggior resilienza agli shock esterni sono i seguenti: rispetto all'analisi OCA risalente al 2015, la valutazione odierna sulla base dei criteri OCA rimane invariata per quelli economici, quindi da un lato la mobilità del lavoro non ha un grado che si possa considerare sufficiente; dall'altro lato invece, il grado di apertura al commercio e la diversificazione della produzione contribuiscono, in maniera costante, a rendere l'EMU un'area valutaria più ottimale. Per quanto riguarda invece i criteri politici, vi è stato un netto miglioramento, siccome per due criteri su tre è avvenuto un passaggio di classe. Sotto l'aspetto dei trasferimenti fiscali, l'EMU è passata dal non essere un'area valutaria ottimale ad esserlo parzialmente. Relativamente alle preferenze omogenee la situazione non è variata di molto, quindi l'EMU rimane parzialmente ottimale. In merito al criterio del destino comune, non soltanto i Paesi dell'Unione sono ai massimi storici di fiducia verso le istituzioni europee, ma inoltre gli Stati membri si sono attivati prontamente ed hanno cooperato seguendo le linee guida dell'Unione praticamente senza battere ciglio. L'EMU è quindi passata da una condizione ben poco definita, ad avere un legame comune chiaro e netto. L'ultimo criterio politico è quindi oggi parzialmente soddisfatto.

Conclusione

Questa pandemia è qualcosa di più di un periodo acuto di crisi, essa è stata un'opportunità unica non soltanto per trasformare le economie e le società dei Paesi europei, bensì anche per emergere dalla pandemia più forti e più uniti di prima. La crisi pandemica ha accelerato il processo di integrazione europeo. Senza ombra di dubbio, non si sarebbero potuti ottenere risultati tanto sostanziosi quanto celeri se non ci fosse stata l'Unione Europea. Grazie alla sua formidabile azione in termini di credibilità, capacità organizzative e di mediazione politico-culturale, gli Stati membri sono stati in grado di sostenersi a vicenda con un grande spirito di solidarietà. L'Europa è stata in grado di compiere ciò che fino a poco fa poteva sembrare impossibile, ed ha reso se stessa più forte di prima, più resiliente, più unita, semplicemente più ottimale. Ma non solo, grazie ad una coscienza comune che va oltre gli individuali interessi nazionali da un lato ed oltre una visione di breve-medio periodo dall'altro, l'Unione è stata anche in grado di indirizzare il cambiamento mirando alle grandi sfide di fronte alle quali non soltanto la comunità europea, bensì anche l'umanità tutta non si può più sottrarre. Acquisendo un ruolo guida del tutto rinnovato, è stata in grado di indirizzare le risorse degli Stati membri verso le aree chiave per l'innovazione dei giorni nostri, quindi da un lato gli investimenti nel campo dell'innovazione per le energie rinnovabili, per la salvaguardia dell'equilibrio uomo-ambiente e, dall'altro, gli investimenti in campo tecnologico-scientifico, essenziali per stare al passo con la velocità del cambiamento. Tutto ciò rappresenta una svolta epocale per l'Europa, poiché uscirà da questa crisi con un volto nuovo, il volto di un interlocutore in grado di porsi come egemone nel sistema internazionale.

CAPITOLO IV

I PASSI MANCANTI ED UNO SGUARDO AL FUTURO

Introduzione

In questo capitolo vedremo brevemente i progressi di integrazione europea compiuti finora, per poi analizzare i passi mancanti per raggiungere un ottimale grado di efficienza. Infine, getteremo uno sguardo al futuro attraverso delle considerazioni in merito alla creazione di una federazione di Stati europei.

4.1 Riepilogo dei Progressi Raggiunti

Dalle prime concezioni di progetto europeo e dalle prime prese di posizione dei padri fondatori, da Adenauer a Churchill, da De Gasperi a Monnet e da Schuman a Spinelli; dai trattati originari della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio all'Atto Unico Europeo, fino ai trattati di Maastricht e di Lisbona; attraverso la tempesta del 2008 ed attraverso l'uragano di una pandemia mondiale; possiamo ora affermare con certezza che l'Unione Europea ha compiuto passi da gigante in termini di integrazione. L'Europa, è nata da idee comuni e condivise e, tramite le sue istituzioni, ha inspessito e radicato sempre più a fondo le proprie fondamenta ed i propri valori nel Vecchio Continente. L'Europa, nella sua essenza più profonda, ha oggi assunto la forma di un'entità che chiamiamo Unione Monetaria Europea, un nucleo di diciannove Stati sovrani in cui circola la moneta comune – l'euro – dal 1999, attorno al quale ruotano i restanti otto Stati Membri, che insieme ad esso formano la nostra Unione Europea, nata nel 1993. Dal 1995, grazie alla piena entrata in vigore degli Accordi di Schengen, sono crollati i controlli di frontiera; tuttavia, rimane ancora molto lavoro da fare. Ad esempio, a causa del recente scoppio della guerra tra Ucraina e Russia alle porte di casa, è ancor più evidente che la sicurezza militare dei nostri confini è ancora garantita dall'ombrello della NATO, sin dal lontano 1949.

Ma prima di analizzare i passi mancanti, per poi addentrarci in temi più attuali come la difesa comune o temi che gettano uno sguardo al futuro come quello relativo agli Stati Uniti d'Europa, procediamo con un breve riassunto dei grandi progressi avvenuti tra la nascita dell'UE ed a seguito dei grandi sconvolgimenti del XXI secolo.

4.1.1 I Primi Anni

Tra la nascita dell'Unione Europea e la crisi del 2008 i più grandi passi avanti in termini di integrazione in chiave OCA sono stati compiuti nell'ambito dei criteri economici. Grazie all'adozione della moneta unica, ci fu un grande incremento del volume del commercio Europeo, non soltanto tra i paesi dell'Eurozona, bensì anche per quelli al di

fuori che si aprirono al mercato nascente. L'aumento del volume del commercio ha portato con sé un trend positivo legato all'aumento della diversificazione della produzione, criterio che da un lato garantisce una maggior efficienza e resilienza rispetto agli shock economici, e che dall'altro lato incrementa le forze endogene che fanno da collante per il sistema Europa. Purtroppo, non ci sono stati progressi in merito alla mobilità del lavoro soprattutto a causa della vastissima eterogeneità culturale europea. Anche relativamente ai criteri politici, in questa prima fase di integrazione non sono stati fatti progressi degni di nota, tuttavia il processo di integrazione si evolverà in maniera coerente rispetto all'ordine delle priorità di integrazione. Difatti l'unico modo per realizzare il progetto europeo fu quello di iniziare dall'integrazione economica, con l'intento poi di riuscire a fare progressi anche in quella politica.

4.1.2 L'Adolescenza

La via d'uscita dalla crisi del 2008 fu tutt'altro che in discesa, e servirono quasi dieci anni prima di tornare ai livelli di crescita pre-crisi. Le risposte europee alla crisi del 2008 si possono riassumere in cinque progressi fondamentali¹⁷⁷. Primo, i paesi più colpiti hanno migliorato i propri problemi strutturali, grazie alle riforme da attuare per poter accedere agli aiuti economici. Secondo, la governance dell'Unione Europea è stata rafforzata, grazie ad esempio ai nuovi poteri conferiti alla Commissione funzionali all'applicazione del Patto di Stabilità e di Crescita, ed alla possibilità di fornire raccomandazioni mirate ai singoli Paesi attraverso il lavoro del Semestre Europeo e sulla base dei dati derivanti dall'Eurostat. Terzo, sono state create delle istituzioni per l'erogazione degli aiuti finanziari, tra le più importanti l'EFSF e l'ESM, che con il loro approccio *cash-for-reform* hanno permesso ai paesi aderenti di accelerare la propria crescita economica in maniera decisiva. Quarto, l'azione non convenzionale della BCE è stata di vitale importanza per la sopravvivenza dell'Unione ed essenziale per l'immissione di liquidità nei mercati attraverso le banche. Infine, è stata istituita l'Unione Bancaria, attraverso la quale è stato possibile monitorare ulteriormente l'operato delle banche, dei mercati azionari e delle compagnie assicurative non soltanto per scongiurare altre possibili catastrofi, bensì anche per garantire una maggiore prosperità al sistema europeo.

Da questa prima grande crisi, ci siamo rialzati più forti e più coesi di prima, nonostante gli errori derivanti dall'eccessiva austerità imposta proprio nel momento in cui gli stabilizzatori automatici avrebbero dovuto compiere il loro corso, e malgrado i rischi per i mercati finanziari derivanti dall'azzardo morale, potenzialmente aggravato dall'azione della BCE, che fu tuttavia di vitale importanza non soltanto per la salvaguardia dell'euro, bensì anche per una questione di sicurezza¹⁷⁸. Imparando dai propri errori, l'Europa ha istituito delle strutture per l'erogazione del credito, degli istituti di sorveglianza economica, ed è riuscita ad ottenere delle riforme importanti, che hanno circoscritto ulteriormente la libertà degli Stati nazionali di legiferare in materia fiscale.

¹⁷⁷ Cfr. <https://www.weforum.org/agenda/2016/03/how-the-financial-crisis-made-europe-stronger/> in data 23.04.2022

¹⁷⁸ Cfr. pag. 68

Dal punto di vista della Teoria delle Aree Valutarie Ottimali, la variazione del livello di integrazione innescato dalla crisi avvenne proprio nell'ambito di quei parametri, che divennero sempre più essenziali per progredire con l'integrazione, ovvero quelli politici. Nella fase tra il 2008 ed il 2017, non sono avvenuti cambiamenti significativi relativamente ai criteri economici, quindi in merito alla mobilità del lavoro, alla diversificazione della produzione ed in merito all'apertura al commercio. Eppure, nell'ambito di quelli politici, sono stati fatti dei grandi passi in merito ai trasferimenti fiscali, grazie ai nuovi istituti per l'erogazione del credito; nell'ambito delle preferenze omogenee, dato che senza un comune grado di accordo, non si sarebbero potuti raggiungere i consensi che hanno portato all'adozione delle nuove e più armoniose politiche economiche; infine, sono avvenuti netti miglioramenti anche per quanto riguarda la solidarietà tra nazioni e quindi verso una maggior percezione di un destino comune. La crisi ha unito, invece che dividere, e persino i "falchi del nord" hanno accettato l'adozione di misure di salvataggio, assistenza e sviluppo comuni, siccome si sono resi conto di non avere altre valide alternative. Grazie alla crisi del 2008 è diventato evidente che è più difficile uscire dalla Villa che crearne il tetto. Pertanto, ci si è resi conto che è necessario avere tutti gli inquilini in forze per poter ultimare i lavori prima che arrivi una nuova tempesta.

4.1.3 L'Età Adulta

Ma una nuova tempesta arrivò ben prima del previsto, e tra la crisi del 2008 e la pandemia da Covid-19 rimanevano ancora importanti lacune da colmare. Il *Five Presidents Report* del 2015 sottolineò l'importanza, per la prima fase 2015-17, di apportare una maggior convergenza all'EMU, di creare un'Unione Finanziaria attraverso l'Unione Bancaria e l'Unione dei Mercati Capitali, di progredire verso l'Unione Fiscale e di incrementare il grado di responsabilità democratica ed il rafforzamento governativo dell'Unione. Per quanto riguarda la seconda fase, da ultimare entro il 2025, il *Report* richiese anzitutto una chiara formalizzazione delle normative legate all'Unione Economica e quindi la loro integrazione all'interno del quadro giuridico europeo. In merito all'Unione Fiscale, esso ritenne necessaria la creazione di un sistema di stabilizzazione macroeconomica per l'intera Eurozona ed anche per quanto riguarda l'ambito della legittimità democratica e del rafforzamento istituzionale venne richiesta l'integrazione del MES sempre all'interno del framework istituzionale europeo. Tra il 2017 e lo scoppio della pandemia, furono evidenziate ulteriori carenze da due *report* fondamentali: il *Reflection Paper on the deepening of the Economic and Monetary Union* e l'*EMU Deepening Package*. Anch'essi si posero come obiettivo quello di incrementare l'efficienza del sistema euro, di renderlo più resistente agli shock e di accrescerne l'unità, la responsabilità democratica e di velocizzare ulteriormente il processo di convergenza. Il primo documento si focalizza sulle quattro aree con maggior debolezza: l'unione economica, l'unione finanziaria, l'unione fiscale e l'ambito della governance. Per porre rimedio a queste carenze, il report sottolinea l'importanza di lavorare costantemente sulla convergenza economica e l'armonizzazione normativa; progredire verso l'integrazione finanziaria ultimando l'Unione Bancaria e l'Unione dei Mercati Capitali; salvaguardare il mercato unico in caso

di avversità creando l'Unione Fiscale; ed infine una ristrutturazione della governance europea con l'obiettivo di renderla più solida ed efficace. Un sistema tanto complesso richiede una guida politica molto più decisa ed autorevole. Il secondo documento, si focalizza invece su altre carenze fondamentali: la creazione di un Fondo Monetario Europeo; l'integrazione del Fiscal Compact all'interno del framework normativo dell'Unione; l'assistenza tecnico-amministrativa agli Stati membri; e la creazione di un Ministro Europeo dell'Economia e delle Finanze.

L'unità politica è alla radice di tutti questi obiettivi, senza di essa non è possibile ultimare i passaggi che mancano per il completamento dell'EMU. Alcune di queste lacune individuate tra le due crisi restano ancora da colmare, e le vedremo nel seguente paragrafo. Ma nonostante ci sia ancora molto lavoro da fare, l'Europa ha fatto dei passi da gigante durante la crisi pandemica. Analizzando la questione attraverso la lente della teoria delle Aree Valutarie Ottimali, possiamo osservare che, nonostante non siano stati raggiunti risultati entusiasmanti dal punto di vista dei criteri economici, l'Unione ha raggiunto grandi progressi proprio nell'ambito dei criteri politici. Dal punto di vista dei trasferimenti fiscali, l'Unione Europea è stata in grado di mettere in piedi il pacchetto di aiuti finanziari più grande della storia europea in tempi record. Dimostrando di avere tutte le carte in regola per poter agire efficientemente e rapidamente, non soltanto ha tappato le falle causate dalla crisi, bensì al tempo stesso ha colto l'occasione per veicolare tali risorse verso un orizzonte molto lontano. Ovvero, tramite i piani d'azione e le strutture create tramite il *Next Generation EU* ed il *Multiannual Financial Framework 2021-27*, essa ha creato un sistema di erogazione di titoli di debito a stelle gialle su sfondo blu, destinati alla trasformazione del tessuto socio-economico del nostro continente. Per quanto riguarda le preferenze omogenee, la crisi pandemica non ha lasciato né spazio d'azione né tantomeno tempo agli Stati per perdersi in negoziati interminabili e tecnicismi complessi. L'urgenza determinata dalla situazione ha reso molto più pragmatico il processo negoziale, amalgamando le differenti ideologie in termini di politiche economiche. Gli accordi ed i risultati ottenuti grazie al lavoro dell'Europa non sarebbero stati possibili se non si fosse raggiunto un così alto grado di consenso comune. Perlomeno, ad oggi è ben chiaro di cosa è in grado di fare l'Unione Europea quando mette in moto il suo enorme potenziale. E se ha raggiunto risultati simili con l'attuale grado di integrazione, chissà cosa sarebbe in grado di fare se i passaggi mancanti andassero al loro posto. Infine, dal punto di vista della solidarietà le azioni condotte dall'Europa nell'ambito dei vaccini, dalla ricerca alla sperimentazione, dai primi studi sugli esseri umani alla distribuzione di massa persino oltre i confini nazionali, sono degne di una medaglia al valore.

Insomma, l'Europa nell'ultimo decennio ha viaggiato alla velocità della luce ed ormai è sempre più vicina ad un ottimale grado di efficienza. Oggi, l'Unione è sulla buona strada poiché si sta ottimizzando maggiormente sul piano politico. A quanto pare, si sta invertendo quel trend iniziale del progetto europeo che per forza di cose era volto alla sua sopravvivenza. L'integrazione politica è ormai diventata il motore di quella economica.

Ormai non si può più parlare di sopravvivenza dell'Europa, ma di come l'Europa affronterà la fase matura della sua esistenza, avendo superato la fase relativamente

tranquilla della sua infanzia ed in maniera burrascosa quella dell'adolescenza, essa ha ormai assunto un volto unico ed una struttura solida che però richiede ancora degli aggiustamenti. Per potersi muovere con destrezza nel sistema internazionale e per mantenere viva la fiamma del progresso, è necessario che gli Stati membri, anche nei momenti di pace, non si dimentichino di quanto le tempeste facciano paura e che quindi continuino a lavorare anche quando il sole splende.

4.2 Importanti lacune da colmare

“Europe needs a soul, an ideal, and the political will to serve this ideal”
Robert Schuman

L'Europa, unita, ha dato vita a queste parole grazie ai risultati raggiunti durante la crisi pandemica¹⁷⁹, ma ora è necessario progredire con l'integrazione invece di impantanarsi in altre fasi di stallo. Per accrescere in maniera decisiva il livello di integrazione dell'EMU, colmando i grandi squilibri rimanenti ed arrivando quindi ad un passo dalla creazione di una federazione, mancano all'appello: il completamento dell'Unione Finanziaria, il completamento dell'Unione Fiscale, una Governance Europea più efficiente e la Comunità Europea di Difesa.

4.2.1 Completamento dell'Unione Finanziaria

Una efficiente, o meglio, una integrata unione finanziaria permette una corretta allocazione di capitali, una crescita economica costante ed un sistema di assicurazione contro gli shock asimmetrici. Economia e finanza sono strettamente correlate¹⁸⁰, pertanto i benefici dell'integrazione di una favoriscono i benefici per l'altra. Tuttavia, per essere completata, è necessario ultimare l'Unione Bancaria da un lato e l'Unione dei Mercati Capitali dall'altro.

L'Unione Bancaria è una serie di iniziative di supervisione, monitoraggio e controllo istituite dalla Commissione Europea a seguito della crisi del 2008. Esse sono derivate da tre regole fondamentali: necessità di maggior prudenza nell'operato delle banche, maggiori tutele per i creditori e regolamentazioni per la gestione delle banche insolventi¹⁸¹. L'Unione Bancaria si basa su due pilastri, il *Single Supervisory Mechanism* ed il *Single Resolution Mechanism*. Il primo costituisce un utile strumento di supervisione per la Banca Centrale Europea che, grazie ad esso, controlla se i maggiori istituti bancari europei rispettano le normative dell'Unione e gestisce i problemi derivanti. Il secondo pilastro ha come obiettivo quello di impedire o di mitigare le ripercussioni causate da una banca in fallimento o fallita, come ad esempio depressioni dell'economia reale od

¹⁷⁹ Cfr. *State of the Union Speech 2021*, Ursula von der Leyen, European Commission

¹⁸⁰ Cfr. “Finance vs. Economics” <https://www.investopedia.com/terms/f/finance.asp#toc-finance-vs-economics> al 12.05.2022

¹⁸¹ Cfr. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/banking-union/what-banking-union_en al 12.05.2022

instabilità finanziaria. Questo meccanismo si innesca per quelle banche che fanno parte dell'SSM, quindi quelle dell'Eurozona e di altri Paesi UE partecipanti, e viene regolato dalla *Single Resolution Board*, un'agenzia Europea indipendente, che gestisce i fondi assicurativi versati dalle banche stesse.

Il problema è che le fondamenta dell'Unione Bancaria non sono al completo, dato che manca il terzo pilastro su cui dovrebbe poggiare: l'EDIS, o meglio *European Deposit Insurance Scheme*¹⁸². La necessità della sua creazione, esposta per la prima volta dalla Commissione in una proposta del 2015 "*A stronger Banking Union*", venne adottata insieme ad altre misure contenute nel *Five Presidents Report* e ribadita poi nel 2017 dal *Reflection Paper on the deepening of the Economic and Monetary Union*. L'EDIS si fonda su dei sistemi nazionali di garanzia dei depositi, DGS, ideati originariamente da una direttiva europea del 1994. Questi sistemi di garanzia sono finanziati dalle banche, non dai cittadini, e sono ideati per rimborsare una parte del credito che le banche devono ai propri debitori, impedendo l'instabilità finanziaria causata dai prelievi di massa che si verrebbero a creare in caso di fallimento. Nel 2009 e nel 2014 vennero adottate ulteriori direttive in materia, per incrementare la base di questi depositi. Ad oggi, essi garantiscono un minimo di cento mila euro per ogni istituto bancario e sono obbligatori per ogni Stato membro dell'UE. L'EIDS sarebbe il corrispettivo europeo dei DGS nazionali, al quale essi verrebbero subordinati. Pertanto, l'EIDS costituirebbe un sistema europeo di garanzia comune che apporterebbe un grado di protezione maggiore e più uniforme per l'Eurozona. Riducendo la vulnerabilità dei DGS di fronte a shock asimmetrici ed assicurando una maggiore credibilità agli occhi degli investitori internazionali, l'EIDS coprirebbe in caso di necessità i depositi che non riescono a raggiungere la soglia minima. Si tratterebbe quindi di una garanzia europea aggiuntiva alle garanzie nazionali che, in quanto tali, non sono prestite e non incentiverebbero dei comportamenti rischiosi da parte delle banche. Si tratterebbe quindi di un cuscino di salvataggio europeo sotto ai cuscini nazionali, che contribuirebbe quindi a rendere l'Eurozona più resistente e reattiva di fronte alle instabilità dell'economia. L'idea di fondo è quella di incrementare progressivamente le contribuzioni all'EDIS, fino al punto in cui la protezione delle banche europee sarà garantita interamente dal sistema di assicurazione europeo, in stretta collaborazione con i DGS nazionali, che rimarranno attivi sul proprio territorio.

Purtroppo, i lavori sono ancora in corso e sia l'EDIS che la commutazione della *Single Resolution Board* in *Single Resolution Fund*, che dovrebbe assumere la funzione di prestatore di ultima istanza che ad oggi, *de facto*, è ancora interamente in mano alla BCE ed alle diciannove banche centrali degli Stati parte dell'EMU. L'assunzione di questa funzione da un'istituzione dedicata interamente all'integrità dell'Unione Bancaria, accrescerebbe ulteriormente la credibilità dell'EMU da un punto di vista internazionale. Questi problemi, insieme a quello dei Non-Performing Loans, che contribuiscono alla fragilità del sistema euro, sono trattati dalla Comunicazione della Commissione europea dell'11 ottobre 2017 "*Completing the Banking Union*", che esorta esplicitamente il Parlamento ed il Consiglio europei a progredire nell'adozione delle misure necessarie per

¹⁸² Cfr. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/banking-union/european-deposit-insurance-scheme_de al 13.05.2022

ridurre i rischi derivanti da queste carenze¹⁸³. Da allora non sono stati compiuti progressi degni di nota.

Per quanto riguarda l'Unione dei Mercati dei Capitali, si tratta di un piano per la creazione di un mercato unico europeo per i capitali. In linea di massima il mercato unico garantirebbe una migliore circolazione di capitali all'interno dell'Unione, favorendo consumatori, investitori ed imprese. Il mercato unico in questa materia permetterebbe agli investimenti ed ai risparmi di circolare liberamente ed efficacemente in tutta l'Unione, garantendo: costi di finanziamento ridotti; una rapida ripresa economica a seguito di downturn economici; la creazione di nuovi posti di lavoro; un contributo sostanzioso nell'agevolazione delle misure adottate per far fronte alla crisi pandemica; una maggiore autonomia e competitività europee; un sistema finanziario decisamente più solido¹⁸⁴. Nonostante l'avvio del *CMU Package* nel 2015, i mercati finanziari europei rimangono ancora molto frammentati, quindi non sufficientemente integrati. Oggi più che mai, un'Unione dei Mercati Capitali è necessaria, poiché è il combustibile fossile, o meglio, una fonte di energia pulita per mantenere in movimento il motore europeo non soltanto durante le fasi di ripresa a seguito di shock economici, bensì anche in tempi di pace dove sono di vitale importanza innovazione e ricerca, per le quali servono i fondi. Per questo motivo, la Commissione Europea ha adottato nel settembre 2020 un nuovo *CMU Package*, con i seguenti obiettivi: supportare la ripresa economica durante la transizione verde e digitale, rendendola più resistente agli shock; rendere l'Unione Europea un porto sicuro per gli investimenti anche nel lungo termine; integrare i singoli mercati nazionali sotto il tetto di un mercato finanziario europeo¹⁸⁵. Tra il 2015 ed il 2020 sono stati raggiunti importanti accordi tra il Parlamento Europeo e gli Stati membri, come una cartolarizzazione più semplice, trasparente e standardizzata; prospetti finanziari e fondi di investimenti collettivi regolamentati a livello comunitario; il *Pan-European Personal Pension Product*; obbligazioni garantite per il lungo termine o *covered bonds*; finanziamenti collettivi per le start-ups; revisioni sugli investimenti di impresa; ristrutturazioni preventive, e seconde chance a seguito di procedure di insolvenza; promozione delle piccole e medie imprese nei mercati in emergenza; armonizzazione delle norme nei conflitti sulla cessione del credito; supervisione e controllo in ambito di riciclaggio; supervisione generale del mercato europeo dei capitali¹⁸⁶. Ma nonostante questi progressi degni di nota, rimangono ancora aperte delle sfide importanti per completare l'Unione dei Mercati Capitali, sulle quali la Commissione ha già iniziato a lavorare attraverso proposte sia di *soft-*, che *hard law* che si basano su tre obiettivi principali. Primo, il supporto finanziario alla transizione verde e digitale, che possa far diventare l'economia europea più inclusiva e resiliente, rendendo i finanziamenti più

¹⁸³ https://ec.europa.eu/info/publications/171011-communication-banking-union_de al 13.05.2022

¹⁸⁴ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en al 13.05.2022

¹⁸⁵ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_de#objectives al 15.05.2022

¹⁸⁶ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/legislative-measures-taken-so-far-build-cmu_de al 15.05.2022

accessibili alle compagnie europee. Secondo, rendere l'Unione un posto ancor più sicuro nell'ambito degli investimenti di lungo termine. Infine, il terzo, quello più ambizioso ed allo stesso tempo necessario, integrare i singoli mercati nazionali all'interno di un unico mercato europeo dei capitali¹⁸⁷.

4.2.2 Completamento dell'Unione Fiscale

L'eurozona è un'unione economica atipica poiché, come già visto in precedenza, le politiche monetarie sono decise a livello centrale dalla BCE e le politiche fiscali a livello decentralizzato dagli Stati membri, che tuttavia devono pur sempre rispettare le direttive europee in materia di convergenza. Ma cos'è di fatto un'unione fiscale? La si può definire attraverso la costituzione di cinque elementi che possono anche non essere del tutto soddisfatti¹⁸⁸. Più lo sono, più l'entità in analisi si potrà definire come unione fiscale.

Il primo elemento è costituito dalle regole fiscali, la coordinazione delle politiche fiscali e dai meccanismi di supervisione. In questo senso l'EMU ha fatto molti progressi, come il Patto di Stabilità e di Crescita, le rispettive *Six- and Two-Pack Reforms*, il lavoro del Semestre Europeo, il *Fiscal Compact*, l'SSM e gli *Stress Tests* sotto il regime della BCE e dell'EBA. Il secondo elemento è rappresentato dal *crisis resolution mechanism* e, nel caso europeo, quello che si avvicina di più è il MES. Tuttavia, nonostante gli incredibili aiuti finanziari che l'Unione Europea è stata in grado di mettere in piedi, essi non sono sostituibili ad un'istituzione creata appositamente per attivarsi in caso di crisi. Il MES andrebbe riformato e nell'ultima parte di questo paragrafo vedremo brevemente la proposta del Fondo Monetario Europeo. Il terzo elemento è formato da una garanzia congiunta per il debito pubblico. Essa può assumere diverse forme a seconda delle limitazioni di tempo, l'ammontare della copertura e le condizioni per l'accesso al credito. L'innovazione Europea in questo ambito è costituita dai bond europei istituiti sotto il regime del *Next Generation EU*. Il quarto elemento è composto dalla perequazione fiscale e da altri meccanismi per i trasferimenti tra Paesi. A differenza degli elementi esposti fin ora, questi ultimi non si attivano solamente in situazioni di insolvenza, si tratterebbe bensì di trasferimenti sempre attivi e costanti nel tempo. Ad oggi, i trasferimenti che ricava l'Unione attraverso il budget ordinario non sono sufficienti per poter rientrare in questo paradigma. Un livello sufficiente di questo tipo di trasferimenti avviene esclusivamente in unioni monetarie che hanno un elevato grado di integrazione politica, come ad esempio le federazioni con un forte governo federale. Non è detto che queste misure non si possano introdurre all'interno dell'UE, ma con l'attuale stato dell'arte, sarebbe difficile differenziare l'effetto assicurativo di tali misure stabilizzatrici, dalla redistribuzione del reddito. Infine, il quinto elemento sarebbe costituito da un ampio budget europeo e da tasse esclusive e consistenti per l'UE. Ad oggi, nonostante i progressi compiuti a seguito

¹⁸⁷ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_de#objectives al 15.05.2022

¹⁸⁸ Cfr. C. Fuest e A. Peichl, *European Fiscal Union: What is it? Does it work? And are there really 'no alternatives'?*, Ifo Institute – Leibniz Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, Vol.13

della crisi pandemica, il budget EU ammonta solamente a circa il 2% dell'insieme dei budget degli Stati membri, in media meno di un caffè al giorno per cittadino¹⁸⁹.

Nonostante il livello di integrazione politica non sia ancora sufficiente per poter costruire una vera e propria unione fiscale, la risposta alla crisi pandemica è stata un punto di svolta siccome ha di fatto gettato le sue fondamenta. Se da un lato, a seguito della crisi del 2008, le parole d'ordine furono *condizionalità*, *no-bailout clause* e *budget di bilancio*, coerentemente con gli art. 125 e 310 TFEU; dall'altro lato, a seguito del NGEU questi imperativi sono divenuti quasi obsoleti, poiché l'EU emette debito comune con una minima condizionalità, bypassando l'art. 310, e quindi il principio secondo cui tutte le entrate e le spese devono essere indicate nel bilancio, giustificando la crisi pandemica come misura di crisi *una tantum*¹⁹⁰. Ma se questo ha permesso quel rapido decision-making, necessario in situazioni di emergenza, al tempo stesso ha indebolito la sostenibilità di questo debito nel lungo termine. Questo perché non è ancora ben chiaro come questi debiti verranno ripagati, nel senso che non è automatico che le misure imposte per l'accesso al credito, generino negli stati un output di crescita economica sufficiente. Inoltre, il venir meno della *no-bailout clause*, genera delle aspettative future di salvataggio che potrebbero far assumere comportamenti rischiosi agli Stati membri. Ma ora che i limiti legali sono venuti meno, si potrebbe pensare ad un agire futuro dell'unione che dia origine a norme consuetudinarie generate da decisioni puramente politiche.

Pertanto, l'unione fiscale emerge dal NGEU in due modi: attraverso i prestiti comunitari ed attraverso i trasferimenti agli Stati membri. Tuttavia, questo embrione di unione fiscale non è dotato degli strumenti per affrontare altre crisi ed è quindi molto vulnerabile, siccome gli mancano una forte disciplina di mercato, chiare divisioni di competenza e responsabilità, ed una struttura di decision-making molto più efficiente. La strada più ovvia da percorrere a questo punto sarebbe quella della trasformazione in una federazione, attraverso riforme ai trattati esistenti o creandone di nuovi, che conferiscano all'Unione ulteriori poteri. Ma l'attuale grado di integrazione politica non permetterebbe oggi un salto costituzionale verso gli Stati Uniti d'Europa. Qui, il vero problema sarebbe quello di conquistare la fiducia ed il supporto degli Stati del nord Europa.

Lavorare in questa direzione, significherebbe per l'UE raggiungere quel grado di coercizione sufficiente a far fare agli Stati membri anche le cose che non farebbero volentieri. A tal fine è di vitale importanza destinare gli aiuti verso la digitalizzazione e le infrastrutture dei paesi europei che hanno prospettive di crescita economica che non vanno oltre l'orizzonte del medio periodo. Difatti, sarebbe di grande aiuto dimostrare ai paesi del nord che questi aiuti sono riusciti a modernizzare i Paesi del sud, rendendo le loro economie più sostenibili, quindi incrementandone la produttività, il tasso di occupazione e l'efficienza amministrativa.

¹⁸⁹ Cfr. https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-budget-added-value/fact-check_en#howbigistheebudget al 15.05.2022

¹⁹⁰ Cfr. <https://voxeu.org/article/emerging-fiscal-union-needs-solid-foundation> al 16.05.2022

Nel frattempo, dal punto di vista della stabilizzazione fiscale, sarebbe utile l'istituzione del Fondo Monetario Europeo attraverso il framework del Meccanismo Europeo di Stabilità. La proposta del Parlamento Europeo del 16 febbraio 2017 *on the budgetary capacity for the euro area*, esprime una prima presa di posizione in cui si esprime la necessità di istituire il FME, come modifica del MES, inserendolo direttamente nel framework legale dell'Unione Europea. Il FME, oltre ad assumere le funzioni del MES, avrebbe una portata maggiore ed un mandato specifico per la sua attivazione sia in caso di shock asimmetrici, che simmetrici. La sua capacità fiscale sarebbe inizialmente finanziata attraverso il budget europeo, fino a quando il fondo non sarà ben consolidato; a quel punto si dovrà autofinanziare¹⁹¹.

La proposta della Commissione del dicembre 2017¹⁹², suggerisce l'istituzione del FME come un corpo dell'Unione con personalità legale, in grado di autofinanziarsi tramite i mercati finanziari, la cui concessione dei prestiti deve rimanere subordinata ad una stretta condizionalità. Il FME acquisirebbe la funzione di prestatore di ultima istanza per il Single Resolution Fund e, in casi di emergenza, potrebbe addirittura bypassare alcuni poteri del Consiglio. Grazie all'incorporazione del FME nel framework europeo, la sua responsabilità democratica sarebbe assoggettata al Parlamento Europeo, che non ha il diritto di veto¹⁹³, il che costituirebbe un cambiamento di paradigma importante. Un importante obiettivo della Commissione sarebbe quello di riuscire a migliorare il meccanismo attuale di decision-making, rendendolo più semplice ed immediato, affinché ne si modifichino gli equilibri di potere ed al tempo stesso renderlo più trasparente, estendendone il raggio d'azione.

Dato che questa proposta di basa sull'art. 352 TFEU, per la sua approvazione è necessaria l'unanimità del Consiglio e del consenso del Parlamento Europei. La proposta ha incontrato una notevole opposizione da parte del Consiglio, che per ora desidera mantenere il carattere intergovernativo del MES, ampliandone solo leggermente le competenze¹⁹⁴. Il Parlamento, che interviene solo alla fine del processo di approvazione a seguito del Consiglio, tuttavia accoglie con favore la proposta di legge della Commissione. La BCE da un lato supporta l'incorporazione del MES nel framework dell'UE, pur non esprimendosi sulla fattibilità giuridica di tale operazione, ma ritiene che per il momento il meccanismo di crisi debba rimanere intergovernativo. Tuttavia, ritiene necessaria l'assegnazione della funzione da prestatore di ultima istanza per il SRF. La BCE, critica inoltre l'aggettivo "monetario" del fondo, in quanto precisa che è lei la sola ed unica ad avere la competenza esclusiva per determinate funzioni a livello comunitario. Per quanto riguarda le opinioni del mondo accademico, esse sono molto variegate e spaziano da quelle che sposano a pieno la proposta del FME a quelle che ritengono che il

¹⁹¹ Cfr. European Parliament, *Establishment of a European Monetary Fund*, March 2019

¹⁹² Cfr. European Commission, Proposal for a Council Regulation on the est. of the European Monetary Fund, Brussels December 2017

¹⁹³ A differenza del regime attuale del MES, in cui i parlamenti nazionali come ad es. il Bundestag hanno il potere di veto.

¹⁹⁴ Cfr. [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI\(2019\)635556](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI(2019)635556) al 16.05.2022

MES non sarebbe dovuto nemmeno esistere. Altre invece, ritengono che sia sufficiente assegnare al MES la funzione di prestatore di ultima istanza.

4.2.3 Una Governance più Efficiente

Il concetto di *governance* europea rimanda all'insieme di regole, procedure e pratiche che riguardano il modo in cui i poteri sono suddivisi ed esercitati dall'Unione Europea.

L'architettura europea è costituita dal Consiglio Europeo, formato dai leader nazionali, che ha il ruolo di guida politica per la Commissione Europea, formata dai "commissari" che sono uno per Paese ed hanno diverse aree di competenza. La Commissione detiene il potere esecutivo insieme al Consiglio dell'Unione Europea, formato dai ministri di governo degli Stati membri a seconda delle tematiche da trattare. La Commissione ha il compito di creare delle proposte di legge e budget, che saranno poi sottoposte sia all'approvazione del Consiglio, che del Parlamento Europeo. Quest'ultimo, detiene il potere legislativo ed è formato dai rappresentanti politici nazionali, proporzionalmente alla grandezza delle rispettive popolazioni. Il potere giudiziario è assegnato alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, formata da un giudice per ogni Stato membro.

La governance europea si basa su diversi principi, ovvero: la trasparenza delle sue istituzioni; il coinvolgimento della società civile nel processo decisionale; la coerenza nella creazione e nell'applicazione delle sue politiche; la garanzia di quadri normativi chiari a sostegno della crescita e dell'occupazione; il principio di proporzionalità ed il principio di sussidiarietà; il senso di responsabilità ed il progressivo miglioramento di ogni singola istituzione¹⁹⁵.

Nel 2001, la Commissione ha pubblicato il *White Paper on the European Governance*¹⁹⁶. Si tratta di un documento in cui esprime la necessità di apportare miglioramenti dal punto di vista della democrazia, trasparenza e sussidiarietà. Nonostante il documento abbia già compiuto vent'anni, tratta temi che purtroppo sono ancora attuali. L'Unione Europea deve essere resa più efficace, più vicina ai propri cittadini e deve consolidare la propria legittimazione democratica attraverso le sue istituzioni. In questo Paper la Commissione espone i cinque principi di una buona governance: l'apertura al dialogo, la partecipazione, il senso di responsabilità, l'effettività e la coerenza. Viene inoltre sottolineata la necessità di migliorare la qualità della legislazione europea rendendola più chiara, semplice e più efficiente. Nel corso degli anni, l'Unione Europea ha sviluppato un metodo di fare buona governance che da un lato utilizza per rivolgersi principalmente agli attori governativi, quindi ancora troppo distante dalla società civile, e dall'altro lato questo approccio varia a seconda del settore della politica estera in cui opera¹⁹⁷. Si possono identificare tre tipi

¹⁹⁵ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/EN/legal-content/glossary/eu-governance.html#:~:text=The%20expression%20'European%20governance'%20designates,closer%20to%20the%20EU%20institutions> al 17.05.2022

¹⁹⁶ Cfr. European Commission, *European Governance – A White Paper*, Official Journal of the European Communities, October 2001, p.50-51

¹⁹⁷ Cfr. T.A. Börzel, Y. Pamuk, A. Stahn, *Good Governance in the European Union*, Freie Universität Berlin, Januar 2008

di approcci, e sono diretti soprattutto verso i governi. Il primo, o *classical development policy*, viene adottato nei confronti di quei paesi con cui l'UE ha degli interessi strategici, e si limita al perseguimento della stabilità economica relativa agli scambi commerciali. Questi paesi sono gli ACP countries, quindi quelli Africani, dei Caraibi e del Pacifico, con i quali l'UE adotta una governance di tipo efficace. Il secondo approccio, *the neighbourhood policy*, viene adottata con i Paesi adiacenti ai nostri confini. Tramite questo approccio l'Unione cerca di coinvolgere in una cooperazione istituzionalizzata questi paesi in materia di sicurezza, energia ed anche questioni economiche. I paesi interessati sono i cosiddetti *Western NIS*, quindi Armenia, Bielorussia, Georgia, Federazione Russa, Ucraina, ecc., ed i Paesi a sud del Caucaso e quelli Mediterranei. Con questi Paesi, l'UE adotta un approccio di governance efficace e, in parte, un approccio di governance democratica (solo con quegli Stati con cui intende mantenere relazioni di lungo termine, i Western NIS). Il terzo approccio, *the enlargement or accession policy*, viene adottato con quei Paesi con cui l'Europa ha una chiara prospettiva di partnership. Più uno Stato manifesta la volontà di entrare a far parte dell'Unione, più l'approccio si sposta da quello effettivo a quello democratico.

L'Unione Europea utilizza prevalentemente il canale intergovernativo per promuovere le proprie politiche di governance. Ancora oggi, soltanto l'Istituto Europeo per la Democrazia e per i Diritti Umani, l'EIDHR, utilizza il canale transnazionale per promuovere l'efficacia delle politiche europee. L'approccio transnazionale, molto più inclusivo e democratico da un lato, ma dall'altro meno efficace, è tuttavia da considerare con grande attenzione se si vuole migliorare la governance europea secondo le direttive del White Paper. Questo tipo di approccio sarebbe di grande aiuto nell'ambito delle politiche di sviluppo, dove mancano partner statali affidabili; nell'implementazione delle politiche di allargamento, dove le società sono molto frammentate e divise; e nella politica di vicinato, dove le relazioni con la società civile andrebbero inspessite di modo tale che contribuiscano a rafforzare l'efficacia delle pubbliche istituzioni. Quello su cui l'Europa deve lavorare è proprio l'approccio transnazionale con le società civili, considerandole non un mezzo, bensì un obiettivo a sé.

4.3 Stati Uniti d'Europa, Utopia o Futuro Prossimo?

Il dibattito in questo campo si accende tra i federalisti e gli antifederalisti. Gli uni che spingono per una centralizzazione delle competenze, gli altri che preferiscono mantenere un approccio intergovernativo e la decentralizzazione della sovranità statale. In questo paragrafo vedremo brevemente due visioni antitetiche, da un lato quella di Adams Tomkins, membro conservatore del parlamento scozzese e Professore di legge presso l'Università di Glasgow. Grazie ai suoi studi, Tomkins si è specializzato in teoria e storia costituzionale, diritto britannico e diritto comunitario comparati. Dal lato della scuola di pensiero federalista, invece, analizzeremo il pensiero e la proposta di Guy Verhofstadt,

politico belga, democratico, e Membro del Parlamento Europeo dal 2009 al 2019. Nel 2022, è stato eletto membro del consiglio esecutivo della prima *Conference on the Future of Europe*¹⁹⁸, luogo di incontro tra i rappresentanti delle istituzioni europee, la società civile ed i giovani europei, per discutere su come plasmare la figura dell'Europa nell'orizzonte di medio e lungo termine.

Ciò che il Regno Unito ha voluto mettere nero su bianco con la Brexit, è la manifestazione di volontà a mantenere la sovranità inglese in tutta la sua integrità entro i confini di Londra. Tramite il referendum del 23 giugno 2016, si è dato avvio al procedimento normativo per l'uscita dall'UE, con l'obiettivo di trattenere l'autonomia statale all'interno dell'unità politica nazionale. La differenza tra questo modo di agire e la cessione delle proprie competenze ad un ordine legislativo sovranazionale per il perseguimento di fini ed obiettivi comunitari, è alla radice del dibattito tra federalisti e antifederalisti.

Adam Tomkins, nonostante si dichiari fautore dell'internazionalismo, dell'economia aperta e globale, del libero scambio e cosmopolita nel mondo dell'arte e della cultura, ritiene che se da un lato questi fattori garantiscono una promessa emancipatrice, di libertà e prosperità generale, al tempo stesso i fallimenti del mercato libero favoriscano soltanto una parte della società, quella elitaria. Tuttavia, egli sostiene che senza una popolazione consenziente, le élite non avranno lunga vita e che l'Unione Europea deve cambiare il suo corso. Secondo lui, la direzione che l'Europa dovrebbe intraprendere è quella dell'anti federalismo, democratico e non elitario, che salvaguardi la sovranità nazionale degli Stati membri. Secondo Tomkins, questo è quello che molti europei desiderano¹⁹⁹. Oltre a ciò, sottolinea che il problema di fondo risiede nel distaccamento dall'entità statale naturale²⁰⁰, ad un'entità ibrida costituita tramite la concessione di poteri “*power by contract*”, attraverso la stipulazione di trattati internazionali. Tomkins afferma che l'entità odierna che si è creata a tavolino non sia né uno Stato, né un'organizzazione internazionale e che il progetto europeo ha dimostrato di non essere funzionante. “[...] *the failed Constitutional Treaty was an unhappy compromise between a constitution (something for a State) and a treaty (something for an international organization)*[...]”. Nonostante i diversi anni di sforzi politici, legali ed economici volti all'integrazione volti alla creazione di una fonte di potere unica e comune a tutti i popoli europei, ancora oggi il punto di riferimento culturale e sociale rimangono gli Stati nazionali. Tomkins sostiene che più l'Unione metta le mani su aree politicamente sensibili, più verrà a mancare la responsabilità democratica indiretta; ed è proprio qui che risiede il dilemma dell'UE: le organizzazioni internazionali non consentono la democrazia senza filtri tra le società ed i propri organi politici. Per questo motivo, l'Unione Europea dovrebbe abbandonare il progetto federalista poiché destinato a fallire. Proseguendo su questa strada, l'Unione rimarrebbe prigioniera di sé stessa ed il dissenso popolare che si manifesta nell'anti federalismo dovrebbe giungere in suo soccorso.

¹⁹⁸ Cfr. <https://futureu.europa.eu/?locale=en> al 23.05.2022

¹⁹⁹ Cfr. Adam Tomkins, *An Antifederalist EU*, New Direction, Brussels 2018

²⁰⁰ Basata sul ruolo della legge, la separazione dei poteri ed un governo democratico.

L'ideologia di Verhofstadt, esposta nel suo libro *Gli Stati Uniti d'Europa*, datato ma pur sempre attuale, si pone in netto contrasto con queste idee.

Anzitutto, è bene ricordare che l'Unione Europea è perfettamente riuscita nel suo intento di garantire pace e benessere per i suoi abitanti, che per troppi anni hanno dovuto sopportare le atrocità della guerra. Mai prima della nascita dell'Unione, Paesi tanto importanti quanto eterogenei tra loro, avevano rinunciato ad una parte così importante della propria sovranità per amore della pace. Fin dal suo esordio il progetto europeo suscitò un grande fascino, tuttavia, a seguito del fallimento del trattato costituzionale del 2005 le cose cambiarono. Questo trattato venne bocciato dai referendum nazionali in Francia e nei Paesi Bassi ed il sogno europeo venne riposto nel cassetto. A quanto pare, col passare del tempo, i benefici derivanti dall'Unione Europea, dalla sicurezza ai fattori economici, pare si diano per scontati. Oggigiorno, si tende a pensare a Bruxelles come ad un foro di compromessi incomprensibili, un costoso labirinto burocratico, che nei momenti di quiete fatica a mantenere viva la fiamma del progetto europeo. Siamo ora di fronte al bivio in cui bisogna decidere se lasciar regredire l'Europa ad una mera zona di libero scambio in cui la competizione tra Stati nazionali sarebbe malsana ed improntata alla sopravvivenza rispetto al ritmo sempre più incalzante della globalizzazione da un lato; oppure, dall'altro lato, se riprendere in mano vigorosamente il progetto di un'Europa politicamente unita, solidale e dotata degli strumenti necessari a colmare le sue lacune di inefficienza economica, che sia in grado di porsi come egemone nel sistema internazionale²⁰¹.

Nonostante i referendum siano nobili istituti giuridici di pronuncia popolare, non tutti andrebbero sottoposti alla popolazione, tanto meno un referendum in merito alla Costituzione Europea. L'uomo comune probabilmente non la leggerebbe nemmeno, difficilmente la comprenderebbe. Nella maggior parte dei casi, il cittadino medio prederebbe una decisione avventata sulla base di informazioni irrilevanti, su una questione esistenziale. Inoltre, più un quesito è complesso e maggiori sono le probabilità di una bocciatura. Ma è proprio questo il cuore della democrazia, e se i cittadini europei non sentono che l'Europa sia in grado di rispondere ai loro bisogni ed alle loro aspettative allora il problema risiede altrove. Sono i politici, che non sono in grado di mediare su questioni complesse, fornendo le giuste istruzioni ai cittadini. Di fronte ad un esito negativo del referendum, sono i politici che dovranno interrogarsi sulle ragioni di quel "no". Nel caso del referendum sulla Costituzione sono stati paura e dubbio. Paura per l'indeterminatezza creata dei cambiamenti mondiali e dubbio che l'Unione abbia il potenziale per fornire le giuste risposte. La fonte di questi timori è stata la mancanza di strumenti adeguati all'unione europea, come una dotazione istituzionale più robusta e con poteri maggiori, ed una politica forte, energica che le sappia governare. Ed in questo senso, l'Unione Europea ha fatto molti progressi a seguito dei grandi sconvolgimenti del nostro secolo, l'Unione è stata in grado di porsi nuovamente come fonte d'ispirazione, che non soltanto è in grado di affrontare le sfide attuali, bensì anche in grado progettare i

²⁰¹ Cfr. Guy Verhofstadt, *Gli Stati Uniti d'Europa – Manifesto per una nuova Europa*, Fazi Editore 2006, versione Kindle, pos.137-184

cambiamenti necessari per quelle future. Tuttavia, per darle efficacia, è ora necessario progredire con l'integrazione politica²⁰².

Un grosso problema, derivante dalla prassi degli anni '90, è quello dell'utilizzo dei cosiddetti *opt-out e opt-in*, cioè delle eccezioni concesse agli Stati rispetto alla non adesione rispetto ad alcuni settori. Ad esempio, non tutti gli Stati membri partecipano al Trattato di Schengen o non tutti hanno scelto di adottare l'euro, e così via. Questa prassi ha creato man mano un'Europa a diverse velocità, un'Europa *à la carte*. Nonostante le buone intenzioni diplomatiche di questo modo di fare politica (meglio un piccolo accordo di nessun accordo), questa consuetudine è ormai fuori dal tempo e non dovrà più essere concessa, poiché accetta che gli Stati membri procedano in direzioni e velocità differenti. Questa prassi nega l'idea stessa di cooperazione europea e pertanto è incompatibile con i principi dell'Unione²⁰³.

Ma c'è un altro grande problema che ha macchiato e che purtroppo continua ancora a macchiare la reputazione dell'Europa. I politici nazionali hanno abusato dell'Unione per mascherare i propri errori e per scaricare le colpe dell'inefficienza delle politiche adottate e dei fallimenti del mercato, o come capro espiatorio quando si tratta di adottare politiche impopolari. E se teniamo in conto di quanto sia facile infangare il giudizio di qualcuno e di quanto sia difficile ripulirlo con le buone azioni, il silenzio assordante delle notizie relative ai successi dell'Europa ha aggravato ulteriormente questa situazione. Spesso, i governi nazionali si sono presi addirittura i meriti delle azioni compiute dall'Unione. L'esempio più eclatante di tutto ciò è l'introduzione dell'euro, uno dei successi più grandi dell'unificazione, ancora oggi i cittadini credono che l'aumento dei prezzi ne sia una conseguenza. Ma la realtà è ben diversa, sono gli uomini d'affari che, in tutta Europa, si sono approfittati della scarsa informazione dei consumatori per alzare i prezzi, il tutto sotto gli occhi dei politici nazionali che non hanno preso alcun provvedimento. Inoltre, in diversi ambiti, le istituzioni europee hanno fatto fin troppo poco per informare correttamente i cittadini dei cambiamenti che avvenivano²⁰⁴.

L'Europa ora si trova di fronte ad un bivio, regredire con l'integrazione facendo ricorso al paradigma dell'Europa delle patrie, perseguendo esclusivamente gli interessi nazionali, o se progredire con il processo di integrazione seguendo il modello di un'Europa federale, perseguendo l'approccio comunitario. Questo dissidio esistenziale tra federalisti ed intergovernativi non si è mai risolto, tuttavia l'Europa è come una bicicletta, si pedala, si cade, oppure si scende²⁰⁵.

²⁰² Cfr. Guy Verhofstadt, *Gli Stati Uniti d'Europa – Manifesto per una nuova Europa*, Fazi Editore 2006, versione Kindle, pos.209-285

²⁰³ Cfr. Guy Verhofstadt, *Gli Stati Uniti d'Europa – Manifesto per una nuova Europa*, Fazi Editore 2006, versione Kindle, pos.289-339

²⁰⁴ Cfr. Guy Verhofstadt, *Gli Stati Uniti d'Europa – Manifesto per una nuova Europa*, Fazi Editore 2006, versione Kindle, pos.345-373

²⁰⁵ In questa metafora la pedalata allude alla progressione del processo di integrazione verso un ideale comunitario, e quindi verso un'Europa efficiente ed integrata politicamente; la caduta nel caso in cui non si faccia nulla per modificare lo status quo e quindi si andrebbe inevitabilmente incontro ad un

Prendendo come esempio l'esperienza statunitense, anche in questo caso il dilemma tra federalisti ed antifederalisti era colmato da paure e dubbi relativi alla democrazia, ai rappresentanti, rispetto alla divisione dei poteri, ecc. Tuttavia, nel 1787 a Filadelfia, prevalse la visione federalista, nonostante le influenze degli antifederalisti che permearono le istituzioni americane anche nei decenni a seguire. L'argomento più convincente, ancor più della presa di coscienza che le colonie, singolarmente non sarebbero state in grado di raggiungere l'indipendenza; fu la decisione per cui la Costituzione sarebbe entrata in vigore con la ratifica di nove Stati su tredici. Ai rimanenti fu poi chiaro che la scelta di chiamarsi fuori sarebbe stata alquanto sconveniente. Ma il vero punto di svolta fu la guerra civile, conclusa nel 1865, e a seguito di questa ulteriore tragedia della storia dell'umanità fu creata a poco a poco una vera e propria autorità federale. Ma come la storia insegna, solo a seguito di grandi crisi avvengono i grandi cambiamenti necessari, ed è a seguito della crisi del '29 che venne creato un governo federale a pieno titolo²⁰⁶. Ad oggi, è evidente come la scelta federale sia stata la strada giusta da percorrere nel caso statunitense. A noi non resta che sperare di non dover affrontare né altre simili atrocità del passato, né i moderni cataclismi del futuro, che l'ironia del caso ha in serbo per noi. L'Europa non ha più tempo da perdere per prepararsi all'inevitabilità del divenire.

Come lo è stato per gli Stati Uniti, anche in Europa l'incentivo alla cooperazione è diventato fortissimo a seguito della traumatica esperienza di due guerre mondiali. I cittadini nati dopo il 1945 non hanno conosciuto guerre o dittature e dall'avvio dell'integrazione economica il nostro continente ha sperimentato uno sviluppo economico formidabile. Nella creazione di una nuova Europa, bisogna fare molta attenzione all'applicazione del principio di sussidiarietà, quindi l'Unione dev'essere autorizzata ad esercitare la sua autorità solo nel caso in cui le norme internazionali apportino veramente un valore aggiunto, altrimenti è giurisdizione delle autorità nazionali. In Europa più che altrove questo principio è importante, poiché non deve intaccare l'integrità delle culture europee, i poteri dell'Europa devono fornire un valore aggiunto. L'Unione, ad esempio, non si dovrà esprimere in materia di sport, cultura o servizi pubblici, ma dovrà essere impeccabile nell'adozione di misure come quelle relative ad ambiente e infrastrutture²⁰⁷.

Per poter offrire un valore aggiunto ai suoi cittadini, l'Europa si dovrà concentrare e lavorare costantemente su cinque punti. Prima di tutto, l'Unione deve adottare una strategia socioeconomica comune che modifichi le debolezze strutturali, come ad esempio il pesante carico amministrativo di molti degli Stati membri; o il finanziamento unilaterale del modello sociale, basato esclusivamente sulle imposte sul lavoro, che minano le forze produttive delle società ed il tessuto industriale. Secondo, di

fallimento, non essendo stati in grado di sopravvivere ai cambiamenti impellenti del sistema internazionale; e la discesa dal mezzo che rimanda all'abbandono della villa di de Grauwe per perseguire l'approccio intergovernativo fino a ridurre l'Unione Europea ad una mera zona di libero scambio.

²⁰⁶ Cfr. Cfr. Guy Verhofstadt, *Gli Stati Uniti d'Europa – Manifesto per una nuova Europa*, Fazi Editore 2006, versione Kindle, pos.403-468

²⁰⁷ Cfr. Guy Verhofstadt, *Gli Stati Uniti d'Europa – Manifesto per una nuova Europa*, Fazi Editore 2006, versione Kindle, pos.474-515

fondamentale importanza è l'innovazione tecnologica, che va messa a frutto attraverso gli investimenti pubblici. Terzo, c'è ancora molto da fare in materia di sicurezza interna ai confini europei, ed in quest'ambito l'unione delle forze in un approccio transnazionale è di particolare importanza. Pertanto, è necessaria una maggiore centralizzazione ed armonizzazione delle norme in campo di giustizia e sicurezza. Un passo giusto in questa direzione fu il mandato di arresto europeo, ma l'Europol dovrebbe diventare un vero e proprio ufficio d'investigazione comunitario, a stretto contatto con l'Eurojust. Anche in questo campo l'unione delle forze è l'unica via verso il raggiungimento di importanti traguardi. Quarto, la diplomazia europea ha bisogno di assumere un'unica voce quando si tratta di agire sul piano internazionale, altrimenti altre potenze le passeranno davanti. Infine, la creazione di un esercito europeo non può più aspettare, poiché le agenzie emerse fino ad oggi, rappresentano ancora la frammentazione degli sforzi e quindi una dispersione inutile di energie. Gli Stati membri devono mettere a disposizione una quota di PIL e delle proprie forze armate, gli eserciti nazionali esisteranno ancora, ma a fianco dell'esercito a stelle su sfondo blu²⁰⁸.

La nuova Europa dovrà disporre di nuove istituzioni, naturalmente che siano efficienti, trasparenti, democratiche, ma soprattutto riconoscibili. Senza quest'ultimo fattore, il riconoscimento internazionale rimarrà debole. Il Consiglio Europeo dovrà assumere la figura di Presidente degli Stati Uniti d'Europa; l'Alto Rappresentante per la Politica Estera e di Sicurezza Comune, dovrà essere denominato come Ministero degli Esteri Europeo; la Commissione Europea, si dovrà chiamare Governo Europeo²⁰⁹.

Di fronte a questo nuovo bivio l'Europa dovrà optare di nuovo per la strada più tortuosa, poiché la scelta più semplice sarebbe controproducente. La Costituzione Europea venne bocciata non perché troppo ambiziosa, al contrario, perché lo fu troppo poco. Quello che serve ora all'Europa è un progetto di integrazione chiaro, definito e la volontà politica di realizzarlo. Tuttavia non tutti gli Stati sono pronti a compiere il grande passo, perché c'è chi ancora vede l'Europa come una semplice rete di cooperazione economica o, peggio ancora, una fonte sicura di reddito e guadagno di cui potersi approfittare. Ma se soltanto una parte degli Stati membri sono pronti a compiere questa trasformazione, perché aspettare il consenso di tutti? Un nucleo di Stati centrali all'Eurozona dovrebbero unirsi e creare una federazione europea al nucleo dell'Unione. Verhofstadt definisce questa entità come *Europa a due cerchi concentrici*, un nucleo politico formato dagli "Stati Uniti d'Europa"; attorno alla quale orbitano una confederazione di Stati "l'Organizzazione degli Stati Europei". Accedere al nucleo dovrà essere una libera scelta, subordinata alla volontà di cooperare ai progetti politici della federazione. Questa proposta faciliterebbe anche la fase di transizione dei Paesi in entrata da Stato extra comunitario a Stato comunitario, fornendo un passaggio intermedio prima di arrivare a far parte del nucleo

²⁰⁸ Cfr. Guy Verhofstadt, *Gli Stati Uniti d'Europa – Manifesto per una nuova Europa*, Fazi Editore 2006, versione Kindle, pos.519-708

²⁰⁹ Cfr. Guy Verhofstadt, *Gli Stati Uniti d'Europa – Manifesto per una nuova Europa*, Fazi Editore 2006, versione Kindle, pos.712-752

più esigente. Questo progetto dovrà essere sottoposto tramite referendum ai cittadini degli Stati membri interessati²¹⁰.

“Verrà un giorno in cui non ci saranno altri campi di battaglia, i mercati si apriranno al commercio e gli animi alle idee [...]. Verrà un giorno in cui queste due comunità immense, gli Stati Uniti d’America, gli Stati Uniti d’Europa, gli uni di fronte agli altri, si tenderanno la mano oltreoceano”

Victor Hugo, discorso di apertura del Congresso della Pace, Parigi, 21 agosto 1849

“Occorre ricostruire la Famiglia Europea in una struttura regionale che potrebbe chiamarsi Stati Uniti d’Europa. Se in un primo momento tutti gli Stati Uniti d’Europa non avessero intenzione o non fossero in grado di formare un’Unione, occorrerebbe comunque continuare a mettere insieme quei paesi che lo desiderano e ne hanno la possibilità. La salvezza dalla guerra o dalla schiavitù della gente comune di qualunque razza e terra deve essere basata su solide fondamenta e dev’essere salvaguardata da tutti quegli uomini e donne pronti a morire pur di non farsi sottomettere dalla tirannia. Dunque vi dico questo: che nasca l’Europa!”

Wiston Churchill, discorso presso l’Università di Zurigo, 19 settembre 1946

“I nostri paesi sono diventati troppo piccoli per il mondo d’oggi, rispetto alla tecnologia moderna, all’America e alla Russia del presente, alla Cina e all’India del futuro. L’unità dei popoli europei raggruppati negli Stati Uniti d’Europa fa sì che aumenti la qualità della vita e che regni la pace. È la grande speranza e l’opportunità della nostra epoca. Noi stessi abbiamo intrapreso un viaggio di sola andata per gli Stati Uniti d’Europa”

Jean Monnet, dai dibattiti nell’Assemblea Comune 1954

Più che un’Utopia, gli Stati Uniti d’Europa, rappresentano un progetto potenzialmente realizzabile. Analizzando i mutamenti dell’entità europea dalla Comunità Europea del Carbone e dell’Acciaio al NGEU, è ben chiara la direzione verso cui sta andando l’Europa, a maggior ragione se si osserva l’accelerazione con cui i cambiamenti sono avvenuti. Tuttavia, è difficile affermare quando il grande passo verrà compiuto. Non vi è dubbio, che la direzione più ragionevole sia quella della progressione verso il coronamento dell’unione politica, poiché da soli i Paesi europei rappresenterebbero una sorta di vuoto di potere, sul quale inevitabilmente metterebbero le mani i nuovi giganti del sistema internazionale. L’approccio intergovernativo non è altro che il frutto di una visione miope ed egoista, che da un lato danneggia i benefici nazionali tutelabili soltanto

²¹⁰ Cfr. Guy Verhofstadt, *Gli Stati Uniti d’Europa – Manifesto per una nuova Europa*, Fazi Editore 2006, versione Kindle, pos.759-801

attraverso la comunità, e che dall'altro è indifferente rispetto alla tutela delle generazioni future.

Non rimane che restare a guardare se la guerra in corso od altri futuri sconvolgimenti, saranno in grado di innescare l'incentivo alla cooperazione internazionale necessario a completare quest'ultimo passo.

Conclusione

L'Europa ha dimostrato di avere un enorme potenziale ed è ormai evidente che solo attraverso l'unione delle capacità nazionali è possibile sfruttarlo a pieno. Le forze endogene all'Eurozona hanno reso sempre più sconveniente la regressione dell'integrazione, ma è a seguito delle grandi crisi che sono avvenuti i cambiamenti maggiori. In queste fasi, hanno giocato un ruolo da protagonista l'istinto di sopravvivenza ed il nobile spirito di solidarietà.

Abbandonare la nave, anzi la villa, sarebbe stato decisamente più costoso che scendere a patti e cooperare. E di fronte alla mancanza di alternative, non si è fatto altro che trovare un punto di incontro su questioni che altrimenti sarebbero state rimandate ancora e ancora. Possiamo quindi affermare che, l'Europa non soltanto sia sopravvissuta a questi cataclismi spaventosi, bensì ne è uscita più forte e più integrata di prima. Tuttavia, mancano ancora dei passi fondamentali, senza i quali l'Unione rimane relativamente vulnerabile.

Il seme dell'ideale politico, piantato nel suolo europeo durante i primi trattati, è finalmente riuscito ad insediare le proprie radici e a consolidarle attraverso il mezzo economico. A questo punto il tronco ha raggiunto un diametro abbastanza grande da poter resistere alle tempeste più spaventose, ma prima che i cittadini europei si possano nutrire dei suoi frutti, dovrà passare ancora qualche tempo. Senza i frutti il ciclo della vita non è al completo, poiché senza di essi non soltanto non si potrebbe far fronte al fabbisogno nutrizionale, bensì mancherebbero i semi per poter creare quella foresta fatta di ideologie e progetti di pace, di benessere, prosperità e fratellanza che ci offre riparo.

Quello che ora manca sono dei nuovi Trattati internazionali, o degli emendamenti ai trattati passati, che continuino a tracciare il cammino sul quale ci si è fermati a Lisbona nel 2007. La direzione in cui dover andare ormai è ben chiara, manca solamente la volontà politica di unire le forze per proseguire. L'unica alternativa razionale è quella di proseguire uniti ed integrati, verso la messa a punto di un'Europa funzionante, ottimale. Dividersi, significherebbe rimanere in balia degli eventi stabiliti da attori molto più lontani da noi, significherebbe scegliere di diventare delle semplici pedine sullo scacchiere internazionale.

CONCLUSIONI

Il processo di integrazione europea è qualcosa di straordinario ed unico nel suo genere. Dall'embrione di idee generate dalle menti dei Padri Fondatori²¹¹, stanche di assistere alle atrocità della guerra e determinate a garantire pace, prosperità e benessere alle generazioni a seguire; si è innescato un meccanismo di integrazione che da un lato è stato in grado di consolidare questi pilastri nel suolo europeo, e dall'altro è riuscito ad aggiungere quelli necessari a sostenere la Villa europea anche durante le tempeste più violente.

Il disegno politico europeo ha preso forma passando attraverso il vantaggioso vincolo economico. Difatti, nella prima fase di integrazione, che si può delimitare tra la nascita dell'Unione Europea e la crisi del 2008, solamente due criteri economici su sei totali si potevano ritenere sufficientemente soddisfatti: la diversificazione e l'apertura al commercio. Grazie ai benefici derivanti dall'integrazione, come la moneta unica, ad esempio, l'abbandono della Villa è diventato sempre più sconveniente.

A questo punto, per far fronte alle carenze del Sistema Euro, e di fronte alla prima grande sfida, non rimase altro da fare che progredire con l'integrazione. Durante la seconda fase di integrazione, tra la crisi del 2008 e la crisi pandemica, sono avvenuti i primi miglioramenti nell'ambito dei criteri politici. In mancanza di un sufficiente grado di preferenze omogenee, non sarebbe stato possibile adottare le riforme necessarie ai trasferimenti fiscali, di vitale importanza per la sopravvivenza dell'Unione. In questa fase lo spirito di solidarietà è stato mosso prevalentemente dalla presa di coscienza che non è possibile lasciar perire nel default economico alcuni membri, poiché altrimenti anche i più virtuosi si sarebbero trovati di fronte ad enormi perdite.

Ma la vera svolta solidale europea è avvenuta proprio durante una crisi mai vista prima nella storia dell'uomo, in cui l'emergenza sanitaria si è mescolata ai cataclismi economici. Il motore mosso dalla percezione accentuata di un destino comune ha innescato una forte accelerazione del processo di integrazione europeo che è stata in grado di ristabilire i livelli di crescita in tempi record. Nella fase matura della storia dell'Unione, che va dal post pandemia ai giorni nostri, grazie al consolidamento dei criteri politici, si è assistito ad un ritorno al progetto politico iniziale, che è la base di un futuro prospero.

Dopo quasi ottant'anni di integrazione europea, l'Europa è finalmente stata in grado di spiegare il proprio potenziale, che grazie alle riforme post Covid, volte alla trasformazione del tessuto economico e sociale, è stato veicolato nella giusta direzione. Ma purtroppo, a causa dell'accelerazione costante dei cambiamenti del mondo di oggi, il lusso di fermarsi e riposare non è più concesso. Se l'Europa dovesse mettere in pausa il processo di integrazione durante i momenti di calma apparente, c'è il rischio che venga inghiottita senza alcun controllo sulla catena di eventi manovrata dai nuovi egemoni del Sistema Internazionale. Per salvaguardare l'identità europea e l'integrità territoriale, e sedersi al tavolo della scacchiera internazionale al pari dei giocatori più forti, l'Europa non potrà fare altro che prepararsi alle sfide future, perché ormai è evidente che non è più una questione di se, ma bensì di quando.

²¹¹ https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/history-eu/eu-pioneers_en al 17.07.22

Bibliografia

- Baldwin R. e Wyplosz C., *The Economics of European Integration*, Maidenhead, McGraw-Hill Education, 2015 (V edizione).
- Börzel T.A., Pamuk Y., Stahn A., *Good Governance in the European Union*, Freie Universität Berlin, Januar 2008
- De Grauwe P., *Design Failures in the Eurozone – can they be fixed?*, *Economic Papers 491*, Brussels April 2013.
- De Grauwe P. e Mongelli F.P., *Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?*, *European Central Bank Working Papers*, April 2005, No.468.
- De Grauwe P., *The Governance of a Fragile Eurozone*, *CEPS Working Document*, May 2011, No.346
- European Commission, *White Paper on the future of Europe, reflections and scenarios for the EU27 by 2025*, Brussels, March 2017
- European Commission, *Reflection Paper on the deepening of the Economic and Monetary Union*, Brussels, May 2017
- European Commission, *Further steps towards completing Europe's Economic and Monetary Union: a Roadmap*, Brussels, December 2017
- European Commission, *Council Regulation on the establishment of the European Monetary Fund*, Brussels, December 2017
- European Commission, *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2017/825 to increase the financial envelope of the Structural Reform Support Programme and adapt its general objective*, Brussels, December 2017
- European Commission, *Council Directive laying down provisions for strengthening fiscal responsibility and the medium-term budgetary orientation in the Member States*, Brussels, December 2017
- European Commission, *New budgetary instruments for a stable euro area within the Union framework*, Brussels, December 2017
- European Commission, *A European Minister of Economy and Finance*, Brussels, December 2017
- European Commission, *Intra-EU Labour Mobility at a glance, main findings of the Annual Report*, December 2020
- European Commission, *Annual Report on Intra-EU Labour Mobility 2020*, December 2020
- European Commission, *Proposal for a Council Regulation on the est. of the European Monetary Fund*, Brussels December 2017
- European Commission, *European Governance – A White Paper*, Official Journal of the European Communities, October 2001
- European Parliament, *Establishment of a European Monetary Fund*, March 2019
- Feldstein M., *The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11 No. 4, Fall 1997.

- Fuest C e Peichl A., *European Fiscal Union: What is it? Does it work? And are there really 'no alternatives'?*, Ifo Institute – Leibniz Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, Vol.13
- Issing Otmar, *The COVID-19 crisis: A Hamilton moment for the European Union?*, International Finance, Volume 23, Issue 2, Summer 2020
- Juncker J.C., D. Tusk, J. Dijsselboem, M. Draghi, M. Schulz, *Five Presidents' Report*, European Commission press release, Brussels, 22 June 2015.
- Ministero dell'Istruzione, *Piano Scuola 2021-2022, Documento per la pianificazione delle attività Scolastiche, educative e formative nelle istituzioni del Sistema nazionale di Istruzione*, pp. 3-5
- Mongelli F.P., *New views on the Optimum Currency Area Theory: what is EMU telling us?*, European Central Bank Working Papers, April 2002, No. 138.
- Pugel T.A., *International Economics*, New York, McGraw-Hill Education, 2016 (XVI edizione).
- *Speech by President von der Leyen at the European Parliament Plenary on the EU Recovery Package*, European Commission Speech, Brussels, 27 May 2020
- Verhofstadt G., *Gli Stati Uniti d'Europa – Manifesto per una nuova Europa*, Fazi Editore 2006, versione Kindle
- Von der Leyen U., *State of the Union 2021*, European Commission
- Wyplosz C., *Euro is coming back*, Finanz und Wirtschaft international selection, January 2022
- Tomkins A., *An Antifederalist EU, New Direction*, Brussels 2018

Sitografia

- <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/economic-and-monetary-union/what-economic-and-monetary-union-emu> (al 22.12.20)
- https://europa.eu/european-union/about-eu/euro/which-countries-use-euro_en (al 22.12.20)
- <https://www.treccani.it/enciclopedia/curva/> (al 10.01.21)
- <https://www.cnb.cz/en/faq/What-is-the-nominal-and-real-exchange-rate/> (al 13.01.21)
- <https://voxeu.org/article/global-value-chain-transformation-decade-ahead> (al 20.01.21)
- https://ec.europa.eu/budget/graphs/revenue_expenditure.html (al 02.02.21)
- <https://voxeu.org/article/credit-default-swap-fault-lines-lessons-2005-gm-and-ford-crisis> (al 09.03.2021)
- <https://anotherangryvoice.blogspot.com/2012/06/what-is-credit-default-swap-explained.html> (al 10.03.21)
- <https://econ.economicshelp.org/2007/04/why-roof-fell-in-on-us-housing-market.html> (al 10.03.21)
- <https://www.consilium.europa.eu/en/infographics/financial-assistance-to-greece-2010-2018/> (al 15.03.2021)
- https://www.bancaditalia.it/media/fact/2019/mes_riforma/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1 (al 17.03.2021)
- <https://www.investopedia.com/terms/e/european-sovereign-debt-crisis.asp#:~:text=The%20European%20sovereign%20debt%20crisis%20began%20in%202008%20with%20the,peaked%20between%202010%20and%202012> (al 17.03.2021)
- <https://voxeu.org/article/eurozone-breakup-would-trigger-mother-all-financial-crises> (al 23.03.2021)
- <https://www.esm.europa.eu/about-us/history> (al 28.03.2021)
- <https://voxeu.org/article/fiscal-union-euro-some-lessons-history> (al 31.03.2021)
- https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_en (al 12.04.2021)
- <https://www.fondazioneveronesi.it/magazine/articoli/cardiologia/covid-19-lascia-il-segno-anche-su-cuore-reni-fegato-e-cervello> al 20.10.21
- <https://www.ecdc.europa.eu/en/geographical-distribution-2019-ncov-cases> al 23.10.21
- <http://www.sitiarcheologici.palazzochigi.it/www.governo.it/febbraio%202021/it/coronavirus-misure-del-governo.html> al 25.10.21
- <https://www.governo.it/it/coronavirus-misure-del-governo> al 25.10.2021
- <https://www.who.int/news/item/05-10-2020-covid-19-disrupting-mental-health-services-in-most-countries-who-survey> al 27.10.2021
- <https://www.kff.org/coronavirus-covid-19/issue-brief/the-implications-of-covid-19-for-mental-health-and-substance-use/> al 27.10.2021
- <https://www.frontiersin.org/articles/10.3389/fpubh.2020.00241/full> al 29.10.2021

- <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/coronavirus/covid-19-economy/#> al 05.11.2021
- https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_en#main-elements-of-the-agreement al 06.11.21
- https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations_en al 07.11.21
- https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/recovery-coronavirus/recovery-and-resilience-facility_en al 10.11.21
- <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.en.html> al 12.11.21
- <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/coronavirus/> al 17.11.21
- <https://www.consilium.europa.eu/en/covid-vaccine-journey/> al 17.11.21
- https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/economic-and-monetary-union/deepening-economic-and-monetary-union_en#reflection-paper-on-the-deepening-of-the-economic-and-monetary-union al 26.11.2021
- https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?oldid=452727#Evolution_of_intra-EU_trade_in_goods al 05.01.2022
- <https://www.statista.com/statistics/267898/gross-domestic-product-gdp-growth-in-eu-and-euro-area/> al 06.01.2022
- <https://www.fes.de/en/translate-to-english-progressive-wirtschaftspolitik-fuer-europa/artikelseite-progressive-wirtschaftspoitik/europes-budget-revolution-from-covid-19-recession-to-progressive-reconstruction> al 06.01.2022
- https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en al 07.01.2022
- https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/banking-union/what-banking-union_en al 07.01.2022
- <https://voxeu.org/article/reforming-eu-macroeconomic-policy-system-economic-requirements-and-legal-conditions> al 07.01.2022
- <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/coronavirus/european-solidarity-in-action/> al 08.01.2022
- https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_4610 al 08.01.2022
- <https://www.investopedia.com/terms/f/finance.asp#toc-finance-vs-economics> al 12.05.2022
- https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/banking-union/what-banking-union_en al 12.05.2022
- https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/banking-union/european-deposit-insurance-scheme_de al 13.05.2022
- https://ec.europa.eu/info/publications/171011-communication-banking-union_de al 13.05.2022
- https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en al 13.05.2022

- https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_de#objectives al
15.05.2022
- https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/legislative-measures-taken-so-far-build-cmu_de al 15.05.2022
- https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_de#objectives al
15.05.2022
- https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-budget-added-value/fact-check_en#howbigistheebudget al 15.05.2022
- <https://voxeu.org/article/emerging-fiscal-union-needs-solid-foundation> al
16.05.2022
- [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI\(2019\)635556](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI(2019)635556) al 16.05.2022
- <https://eur-lex.europa.eu/EN/legal-content/glossary/eu-governance.html#:~:text=The%20expression%20'European%20governance'%20designates,closer%20to%20the%20EU%20institutions.> al 17.05.2022
- <https://voxeu.org/article/european-public-goods-how-we-can-supply-more> al
21.05.2022
- <https://futureu.europa.eu/?locale=en> al 23.05.2022
- https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/history-eu/eu-pioneers_en al 17.07.2022