



Munich Personal RePEc Archive

The eurozone and the various crises from 2008 to 2020

Schilirò, Daniele

University of Messina

February 2023

Online at <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/119246/>
MPRA Paper No. 119246, posted 28 Nov 2023 10:17 UTC



Working Paper

2023/2

L'eurozona e le varie crisi dal 2008 al 2020

Daniele Schilirò

Università di Messina

Introduzione

L'eurozona ha conosciuto negli ultimi anni diverse crisi che hanno messo in discussione l'esistenza stessa dell'Unione monetaria europea. Anzitutto la crisi finanziaria globale, seguita poco dopo dalla crisi del debito sovrano della Grecia che in breve tempo ha coinvolto l'intero sistema economico dell'eurozona. Infine, la crisi scaturita dalla pandemia COVID-19 che ha creato gravi preoccupazioni per la salute pubblica con importanti conseguenze economiche e sociali (Schilirò, 2020)¹, una crisi che ha coinvolto non solo le economie di mercato avanzate ma anche quelle emergenti. La recessione, l'elevata disoccupazione e l'aumento del debito di quest'ultima crisi sono apparse molto più ampie e profonde della crisi finanziaria globale del 2008-2009 che indubbiamente aveva provocato notevoli difficoltà a gran parte delle economie del mondo.

Questo contributo esamina il dispiegarsi di queste crisi e l'impatto che ciascuna di esse ha avuto sulle economie dei paesi che hanno aderito all'Unione monetaria europea e che hanno adottato l'euro, ma anche i principali cambiamenti nella governance dell'eurozona.

1. La crisi finanziaria globale del 2008.

L'Eurozona ha mostrato una forte fragilità economico-finanziaria durante la crisi finanziaria globale del 2008-2009. Infatti la crisi finanziaria degli anni 2008 e 2009 ha colpito l'economia globale, ed anche l'Europa e l'Italia, dove si è rivelata una delle più profonde della storia economica recente. Come vedremo vi è stata una forte contrazione del PIL nell'Unione Europea, che ha subito una diminuzione di oltre il 5% rispetto al livello pre-crisi, mentre la disoccupazione ha raggiunto quasi il 10% alla fine del 2009 (Schilirò, 2010).

1.1. Narrazione della crisi finanziaria globale nata negli Stati Uniti

La crisi finanziaria globale si manifestò nella sua drammaticità durante il 2008. Infatti, nel giugno del 2008, l'American International Group (AIG), la maggiore società di assicurazione americana, annunciava il dissesto della propria divisione finanza.² In settembre, sempre del 2008, esplose come bombe le insolvenze di Fanny Mae e Freddy Mac, due grandi società del sistema pensionistico americano, che tuttavia venivano salvate con fondi pubblici, e della banca d'affari Lehman Brothers la quale

¹ COVID-19 Crisis and the Public Debt Issue: The Case of Italy.

² La AIG era anche la più grande compagnia assicurativa del mondo. Essa in quel periodo stava vendendo quantità notevoli di derivati chiamati *Credit Default Swap* (CDS). I CDS funzionavano come una polizza assicurativa per gli investitori che possedevano *Collateralised Debt Obligation* (CDO).

invece non veniva salvata dalle autorità di governo, né aiutata da soggetti privati e, quindi, falliva. Il fallimento della Lehman Brothers è stata la più grande bancarotta nella storia degli Stati Uniti.³ Un destino diverso ha avuto Merrill Lynch, altra importante banca d'affari, che è stata salvata da Bank of America (D'Adda, 2009).

Il collasso di Lehman Brothers e la crisi finanziaria globale sono, secondo molti osservatori, da attribuire alla crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti. Infatti, in quel paese le banche incoraggiavano i clienti, anche privi di redditi certi e costanti, a sfruttare le proprie case come fonte di liquidità e di garanzia di mutui ipotecari. Quindi venivano concessi mutui a debitori a rischio di insolvenza, mutui quindi di scarsa qualità o *subprime*. Inoltre, i nuovi prestiti concessi dalle banche servivano a estinguere quelli precedenti, ma essendo spesso di importo superiore, a causa dell'aumento dei prezzi delle case, dato il mercato immobiliare in crescita, le famiglie potevano incassare la differenza. Questa situazione favorevole funzionò per un po' di tempo quando i tassi di interessi erano ancora molto bassi. Purtroppo la bolla immobiliare ad un certo momento scoppiò ed i prezzi delle abitazioni smisero di aumentare, anzi subirono un forte diminuzione, facendo crollare il sistema con la conseguenza di milioni di americani furono sopraffatti da debiti insostenibili. Mentre le loro case erano finite nelle mani delle banche. Tuttavia la causa fondamentale da considerare per comprendere la crisi finanziaria riguarda la finanza astratta e speculativa, incentrata sui titoli derivati. Infatti, mentre le banche vendevano mutui *subprime* alle persone comuni, esse emettevano titoli derivati garantiti da quei mutui come i *Collateralised Debt Obligation* (CDO). Vi era quindi l'aspetto della cartolarizzazione. La cartolarizzazione permetteva agli istituti creditizi di trasferire i mutui, dopo averli "trasformati" in un titolo, a soggetti terzi (le cosiddette "società veicolo") e di recuperare immediatamente buona parte del credito che altrimenti avrebbero riscosso solo al termine dei mutui stessi. Così, quando le banche concedevano un mutuo, sia per diluire il rischio che per moltiplicare i margini, potevano cartolarizzarlo. Questo vuol dire che i mutui potevano essere «impacchettati» in ulteriori strumenti (ABS o MBS) definiti «salsiccia». Ogni pezzo di questa «salsiccia» era quindi fatto di mutui, garantiti dalle case stesse sulle quali venivano accesi i mutui e aveva un suo rendimento dipendente dai tassi di interesse dei mutui. La «salsiccia» veniva poi rivenduta: ovviamente, gli ABS che contenevano i mutui *subprime* avevano un rischio maggiore e, quindi, un rendimento più alto. Per trasferire il rischio le banche impacchettavano gli ABS a loro volta in altri strumenti, i CDO, che potevano contenere diverse cose tra cui anche i mutui *subprime*. Anche i CDO potevano a loro volta finire in altri CDO e

³ La Lehman Brothers aveva accumulato 613 miliardi di dollari di debiti bancari, debiti obbligazionari per 155 miliardi e attività per un valore di 639 miliardi. Nel fallimento 26.000 dipendenti della Banca (di cui 6.000 in Europa e 140 in Italia) persero il lavoro.

così via. Arrivati a questo punto, non era più molto facile capire cosa ci fosse dentro questi strumenti. Proprio a causa di questa complessità, le agenzie di rating avevano, erroneamente o forse volontariamente assegnato dei giudizi troppo elevati. A questo punto è chiaro che, quando le insolvenze dei prenditori di mutui hanno iniziato a moltiplicarsi e quando il mercato immobiliare ha iniziato a scendere, si sono moltiplicati anche i rischi per i detentori di ABS e CDO, che iniziarono a venderli (panic selling) per paura di incorrere in perdite significative.

In sostanza, gli istituti di credito immobiliare non hanno tenuto i debiti immobiliari nei loro bilanci, ma li hanno raggruppati in veicoli di investimento, prodotti derivati, e fondi ipotecari al fine di rivenderli in particolare a fondi pensione e alle principali banche statunitensi.

Gli effetti a catena legati al crollo dei mutui *subprime* portarono alla recessione, al fallimento di fondi di investimento e a perdite consistenti nei bilanci delle banche, che iniziarono a limitare i propri investimenti e a non fidarsi più l'una dell'altra riducendo i prestiti interbancari e in ultima istanza la liquidità immessa sul mercato.

Intanto nell'ottobre 2008, il senato americano approvava il piano del Segretario al Tesoro Henry Paulson che prevedeva salvataggi bancari per 700 miliardi di dollari e garanzie per 1.500 miliardi di dollari. Tuttavia, fa notare D'Adda (2009), l'attuazione degli interventi non è stata immediata.

L'amministrazione Obama che ha sostituito quella di Bush nel 2009 ha cercato da un lato di mettere insieme delle manovre economiche interne con un piano di aiuti anticrisi di circa 800 miliardi di euro, ed altri interventi mirati come, ad esempio, una moratoria di 90 giorni sui pignoramenti delle case (i cui proprietari hanno avuto un mutuo dalle banche salvate dallo Stato) e uno sgravio fiscale di 3.000 dollari per le aziende che creano nuovi posti di lavoro. Dall'altro ha cercato di mettere in campo delle soluzioni internazionali concertate. Il motivo principale di quest'ultima iniziativa era da ricercarsi nel tentativo di mantenere alta la domanda mondiale, cercando di arginare la caduta di quella mondiale privata, attraverso l'uso sapiente della politica fiscale degli Stati. Così fra le maggiori economie, come diventa evidente all'interno delle riunioni del G-20 che hanno luogo nel 2009, si affermava l'idea di politiche economiche coerenti e concertate. Si assisteva pertanto a manovre statali fatte di tagli fiscali o di maggiore spesa a livello mondiale. In sintesi venivano fatte politiche di stimolo. Naturalmente la sensibilità e la forza di queste politiche non erano uguali in tutti i paesi: alcuni mettevano in campo risorse copiose – un esempio al riguardo è la manovra di stimolo varata negli Stati Uniti – altri paesi, invece, stanziavano meno in quanto preoccupati per la stabilità dei loro bilanci pubblici.

1.2. *La crisi finanziaria globale in Europa.*

A metà ottobre 2008, dati i timori che provenivano dagli Stati Uniti, la Banca Centrale Europea decideva di ampliare considerevolmente la gamma di prodotti ammissibili a garanzia delle anticipazioni. Tale misura intendeva offrire alle banche un sostegno, date le difficoltà di liquidità e perdita di valore delle loro attività patrimoniali. Successivamente nel 2009, il Tesoro americano, guidato adesso da Timothy Geithner, decise di entrare nel capitale di City Group per venire incontro alle difficoltà finanziarie di questa grande banca americana, seguendo così un comportamento diverso rispetto alla precedente amministrazione nei confronti di Lehman Brothers.

Nello stesso anno, come ricorda Bini Smaghi (2009), nel contesto dell'Unione Europea: “in seguito a un vertice di emergenza convocato a Parigi nell'ottobre 2008, i governi hanno attuato misure di sostegno coordinate per attenuare le pressioni sui sistemi bancari. Tali misure integravano le massicce iniezioni di liquidità effettuate dalla BCE a partire dall'estate del 2007 e prevedevano garanzie sulle passività bancarie, fra cui una più ampia copertura degli schemi di assicurazione sui depositi. I governi hanno anche ricapitalizzato le istituzioni finanziarie; in alcuni casi hanno addirittura acquisito la quota di maggioranza oppure hanno diluito il valore della quota degli azionisti. Inoltre hanno protetto le istituzioni finanziarie dalle perdite sull'attivo, mediante operazioni di separazione patrimoniale (*ring-fencing*), garanzie statali, operazioni di *swap* e trasferimento delle cosiddette “attività tossiche” dai bilanci delle banche”.

Inoltre, paesi europei come Belgio, Danimarca, Regno Unito⁴, Francia, Germania, Grecia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Svezia non esitano a procedere a consistenti e differenti piani di salvataggio o all'acquisizione pubblica di grandi banche dei rispettivi paesi per evitarne il fallimento. In particolare, in Germania gli aiuti pubblici alle banche sono stati di ammontare considerevole, sia sotto forma di garanzie sulle passività bancarie sia sotto forma di sottoscrizione di azioni o titoli subordinati. In sostanza, consapevoli delle conseguenze economiche e sociali rovinose che i fallimenti bancari avrebbero potuto provocare, i governi degli Stati Uniti, europei ma anche asiatici hanno fatto ricorso a misure straordinarie allo scopo di evitare dissesti finanziari.

Per quanto riguarda il sistema finanziario e in particolare le banche la lezione che si è tratta può essere riassunta ancora una volta nelle considerazioni di Bini Smaghi (2009): “la crisi finanziaria ha evidenziato l'esigenza di riformare l'attuale impostazione delle politiche sotto tre aspetti fondamentali. Innanzitutto, è necessario un sostanziale miglioramento sul piano della regolamentazione e della vigilanza per evitare, tra

⁴ La crisi finanziaria in Europa toccò per prima Northern Rock, quinto istituto di credito britannico specializzato nei mutui immobiliari, oggetto già a metà settembre del 2007 di una corsa agli sportelli. Di conseguenza, la Banca centrale britannica decise di procedere alla nazionalizzazione dell'istituto nel febbraio 2008, impegnando circa 110 miliardi di sterline.

l'altro, l'insorgere di incentivi distorti nei mercati finanziari, anche se ciò comporta un metodo di regolamentazione più invasivo delle istituzioni finanziarie. In secondo luogo, il quadro regolamentare andrebbe esteso a tutte le componenti dei mercati finanziari che possono generare rischi per la stabilità finanziaria. Infine, occorre adottare un'impostazione sistemica nel settore della vigilanza, riconoscendo che le istituzioni finanziarie operano in un contesto complesso e presentano molteplici interconnessioni".

Ma la crisi finanziaria globale ha avuto effetti negativi importanti anche sulle economie reali dei vari paesi dell'Eurozona. In particolare, l'Eurozona ha sofferto maggiormente in termini di crescita e disoccupazione. Nel 2009, quando la crisi globale ha avuto il suo massimo impatto, il PIL dei 17 paesi che allora formavano l'Eurozona è diminuito del 4,4 per cento, con punte massime del 14,1 per cento nel caso dell'Estonia. Tutti i paesi dell'Eurozona hanno sofferto nel 2009 ma i vari paesi sono stati colpiti in misura diversa. In effetti, Estonia, Finlandia, Slovenia, Irlanda e Italia hanno sofferto di più in termini di perdita di PIL reale rispetto a Portogallo, Spagna, Austria, Belgio e Cipro (Schilirò, 2014, p.113). Se poi guardiamo i dati sulla disoccupazione, si è verificato un aumento impressionante nei tassi di disoccupazione in paesi come Grecia, Portogallo, Spagna, Irlanda, Cipro e Italia, dove il numero dei disoccupati ha raggiunto livelli molto elevati. Mentre paesi come Germania, Lussemburgo e Austria hanno mantenuto tassi di disoccupazione relativamente bassi. Quindi, a causa della crisi, i paesi dell'Eurozona hanno mostrato una notevole dispersione dei tassi di disoccupazione. Probabilmente gli elevati tassi di disoccupazione nei paesi periferici sono il risultato di riforme strutturali insufficienti dei mercati del lavoro, che, a loro volta, hanno determinato che la disoccupazione sia andata ad assumere il ruolo di ammortizzatore principale durante il processo di aggiustamento (Schilirò, 2014).

2. La crisi del debito sovrano del 2010.

Successivamente alla crisi finanziaria globale, dal 2010 in poi i paesi dell'Eurozona hanno subito un'altra grave crisi a causa dell'impossibilità da parte della Grecia di finanziare sul mercato il suo debito pubblico confermando in tal modo la fragilità economico-finanziaria dell'Eurozona e una governance inadeguata ad affrontare le crisi.

Ma procediamo con ordine. Gli Stati membri dell'Unione monetaria europea (UEM) hanno subito, a partire dal 2010, anche una crisi del debito sovrano causato dalle difficoltà della Grecia a collocare i suoi titoli di debito pubblico sul mercato, dal momento che era emerso il suo eccessivo deficit pubblico, precedentemente nascosto dal governo greco alle autorità europee.⁵ Di conseguenza, dopo estenuanti trattative

⁵ Il vero deficit di bilancio per il 2009 era stato infatti pari al 12,5% del PIL, più del doppio la cifra precedentemente annunciata.

con i paesi membri dell'Unione monetaria europea, nell'aprile 2010 la Grecia riusciva ad attivare 45 miliardi di euro di prestiti a suo favore, attraverso il primo piano di salvataggio da parte dell'Unione Europea e del Fondo Monetario Internazionale, mentre l'agenzia di rating Standard & Poor's Corporation declassava il debito greco allo status di spazzatura.

Tutto ciò causava, a sua volta, una grande instabilità sia all'interno di ciascun paese sia come Eurozona nel suo insieme. Questa seconda crisi inoltre aveva dimostrato in modo chiaro che l'architettura istituzionale dell'UEM presentava numerosi difetti (Schilirò, 2018).

Infatti, l'architettura e la governance dell'Eurozona erano costruite sul presupposto che potesse basarsi solo sulla prevenzione, basata su delle regole, e che non ci sarebbe stata alcuna necessità di gestione delle crisi (Pisani-Ferry, Sapir e Wolff, 2012). Tuttavia, fin dalla sua nascita, il quadro istituzionale dell'UEM appariva incompleto e inadeguato (Schilirò, 2017). La questione della stabilità finanziaria, ad esempio, non era stata inclusa nella governance dell'UEM, mentre si privilegiava l'enfasi della BCE sulla stabilità dei prezzi. L'idea prevalente era quella per la quale la convergenza tra le economie nazionali potesse essere garantita, da un lato, dai meccanismi di mercato e dall'altro da direttive europee che, attraverso le migliori pratiche e il benchmarking, rendessero omogenee le regole e le leggi dei paesi membri. Pertanto, il quadro istituzionale concedeva ampia discrezionalità alla politica nazionale, creando un ambiente instabile, nonostante i criteri di Maastricht e il Patto di stabilità e crescita (Schilirò, 2014).

La crisi del debito sovrano del 2010 aveva anche creato difficoltà nel sistema bancario e ampi squilibri dei conti esteri, mentre diversi paesi dell'euro erano entrati in una fase di crescita lenta e persino negativa (Schilirò, 2018). Tutto ciò metteva a rischio la sostenibilità dell'Unione Monetaria Europea e contribuiva a diffondere un clima di pessimismo e sfiducia sul futuro della moneta unica.

Infatti, durante la crisi dell'Eurozona del 2010, nonostante una formale "clausola di non salvataggio" da parte della BCE e della Commissione europea, vi sono stati significativi trasferimenti netti dall'Unione Europea alla Grecia, ma anche ad altri paesi in difficoltà come Cipro, Irlanda, Portogallo e Spagna. Questi trasferimenti sono stati agevolati da alcune decisioni riguardanti appunto un cambiamento della governance dell'UME.

Così, già nel maggio 2010, una risposta importante alla crisi fu la creazione del Fondo europeo di stabilità finanziaria (EFSF), volto a garantire la stabilità finanziaria in Europa. L'EFSF ha fornito finanziamenti di emergenza fino al 1° luglio 2013. Successivamente, a partire dall'ottobre 2012, è diventato operativo il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), ossia un meccanismo di salvataggio permanente con una dotazione complessiva di 700 miliardi di euro e una capacità di prestito massima di 500 miliardi di euro. Il MES avrebbe fornito assistenza finanziaria ai paesi della zona

euro in difficoltà finanziarie, sostituendo i finanziamenti temporanei esistenti, ovvero i programmi come l'EFSF e l'EFSM (il meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria) (Schilirò, 2014).

Ma le autorità europee, per affrontare la crisi del debito sovrano decisero di intervenire anche sull'intera governance, in quanto quella attuale si era rivelata incapace di fronteggiare situazioni di crisi inattese e di una certa gravità. Di conseguenza, nel marzo del 2011 il Consiglio europeo decise il "Patto per l'Euro", dove iniziò a progettare una nuova governance dell'Unione Monetaria Europea (UEM), soprattutto al fine di recuperare credibilità e legittimità da parte delle istituzioni europee. Inoltre, il "Patto per l'Euro" costituiva un tentativo di fornire agli Stati membri dell'Eurozona nuove norme di bilancio, principi di gestione e risoluzione delle crisi e soprattutto un quadro più ampio di politica economica (Schilirò, 2013).

La BCE, a sua volta, aveva adottato misure di ampia portata per sostenere la stabilità finanziaria e riparare il meccanismo di trasmissione monetaria fornendo alle banche ampia liquidità nel quadro di norme riviste sulle garanzie e lanciando due programmi di acquisto di titoli di Stato come il "Securities Market Program", che mirava anche ad abbassare gli spread sui titoli sovrani, ma che ebbe breve durata. Successivamente, nel dicembre 2011, la BCE attuava un'operazione di rifinanziamento a lungo termine (LTRO), un programma che prevedeva la concessione di prestiti a basso interesse per una durata di 3 anni (36 mesi) e un interesse dell'1% a favore delle banche europee, e l'accettazione di prestiti dal portafoglio delle banche europee.

In sostanza, nei primi due anni della crisi dell'Eurozona (2010 e 2011), le autorità europee avevano adottato il metodo dei piccoli passi, invece di prendere decisioni radicali.

Inoltre, un passo decisivo per la risoluzione delle crisi è stato quello compiuto dalle autorità europee il 2 marzo del 2012, quando venne firmato dagli Stati membri dell'Unione Europea il "Fiscal Compact", ovvero il Trattato sulla stabilità, Coordinamento e Governance nell'Unione economica e monetaria (TSCG)⁶. Si tratta di un accordo intergovernativo e di un passo importante nella direzione di una maggiore austerità e controllo dei bilanci nazionali. Il "Fiscal Compact" impone alle parti contraenti di garantire la convergenza verso l'obiettivo a medio termine (MTO) specifico per paese, come definito nel PSC. In effetti, il "Fiscal Compact" avrebbe richiesto la definizione di parametri di riferimento per il deficit strutturale e il rapporto debito/PIL non di semplice attuazione. Inoltre, i meccanismi di correzione dovrebbero garantire l'adozione di misure automatiche in caso di deviazione dall'obiettivo a medio termine o dal percorso di avvicinamento ad esso, con clausole di salvaguardia per circostanze eccezionali. Un aspetto importante del TSCG è che queste regole di bilancio sono implementate nel diritto nazionale attraverso disposizioni di "forza vincolante e carattere permanente, preferibilmente costituzionale". Il TSCG rafforza

⁶ Ad eccezione della Repubblica Ceca e del Regno Unito

anche la sorveglianza e il coordinamento delle politiche economiche e prevede che gli Euro Summit si svolgano almeno due volte l'anno. Ciò rappresenta un nuovo aspetto della governance economica nell'Eurozona (Schilirò, 2018).

Sempre nel 2012, dopo il discorso nel mese di luglio di quell'anno in cui Mario Draghi, allora presidente della BCE, affermava che avrebbe fatto qualsiasi cosa pur di salvare l'euro ("whatever it takes"), la BCE comunicava di aver lanciato un innovativo programma di acquisto chiamato "Outright Monetary Transactions" (OMT), una misura non standard di politica monetaria. Secondo tale misura la BCE poteva effettuare acquisti sui mercati secondari dei titoli sovrani, a crete precise condizioni, emessi dagli Stati membri dell'Eurozona. Nell'ambito di questo programma, la BCE prenderebbe in considerazione l'acquisto, senza annunciare alcun limite prestabilito, di titoli di stato con vita residua compresa tra uno e tre anni, ma solo se il paese interessato avesse prima chiesto assistenza al piano di salvataggio europeo (Schilirò, 2014).

Un'altra misura per superare la crisi, come evidenziato in Schilirò (2018), è stata quella dell'introduzione dell'unione bancaria che certamente rappresentava un passo importante nella costruzione di un quadro finanziario integrato per salvaguardare la stabilità finanziaria e ridurre al minimo i costi

dei fallimenti bancari. Il meccanismo di vigilanza unico e la risoluzione unica meccanismo (SRM) sono stati concordati nel 2013 e nel 2014. Ciò ha comportato la supervisione e risoluzione delle banche a livello nazionale dell'Eurozona. Di conseguenza è stato assegnato il ruolo di sorveglianza alla BCE per superare il circolo vizioso determinato dalla crisi del debito sovrano. Tuttavia, come ha fatto notare Véron (2015), l'istituzione di un sistema europeo di assicurazione dei depositi (EDIS) è rimasto assente nel completamento dell'unione bancaria. Egli ha sottolineato che un'assicurazione europea dei depositi con un sostegno credibile è essenziale elemento dell'unione bancaria. Tuttavia, ciò non è avvenuto a causa dei timori della Germania di diventare un finanziatore perenne di un deposito di garanzia.

In conclusione, la crisi del debito sovrano del 2010 che è stata determinata dalla eccessiva spesa in deficit della Grecia e dalla sua impossibilità a finanziarsi sui mercati, ha avuto un effetto a cascata su gli altri paesi che avevano aderito all'UME, facendo emergere le difficoltà economico-finanziarie soprattutto di Cipro, Irlanda, Spagna e Portogallo, ma anche dell'Italia. Naturalmente paesi come ad esempio la Germania, la Francia, l'Olanda e il Lussemburgo che erano più solidi dal punto di vista economico-finanziario, furono coinvolti come finanziatori dei paesi in difficoltà.

Le decisioni delle autorità europee per superare la crisi hanno portato da un lato a cambiamenti significativi nella governance del sistema monetario europeo; dall'altro, tuttavia, tali cambiamenti non sono stati pienamente efficaci, anzi hanno determinato, come nel caso delle politiche fiscali imposte dal "Fiscal Compact", maggiori difficoltà economiche ai paesi del Sud dell'Europa, ovvero proprio a quei paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano.

3. La crisi economica causata dalla pandemia Covid-19 del 2020

La pandemia da Covid-19 ha provocato anch'essa una grave crisi economica a livello globale, vieppiù creando gravi preoccupazioni per la salute pubblica e causando al tempo stesso un elevato numero di vittime. La pandemia si può definire come il tipico “cigno nero”, ovvero un evento imprevisto con gravi conseguenze economiche e sociali. La pandemia da coronavirus ha colpito l'economia globale attraverso una complessa interazione tra shock di domanda e offerta. Di conseguenza, l'economia globale ha vissuto la combinazione di un crollo del commercio globale, di prezzi bassi delle materie prime globali, di un rapido deterioramento dei bilanci pubblici e privati e di una recessione economica sincrona (Schilirò, 2020a).

Nel 2020, per la prima volta dalla Grande Depressione, sia le economie di mercato avanzate che quelle emergenti sono entrate in recessione. Infatti, a causa della pandemia oltre 170 paesi hanno avuto un prodotto interno lordo (PIL) pro capite in calo nel 2020 (International Monetary Fund, 2020). Nel corso del 2020, il prodotto interno lordo (PIL) collettivo mondiale è diminuito del 3,4%. Si è pertanto diffusa la consapevolezza che la portata della crisi causata dal coronavirus che ha determinato la paralisi economica, un'elevata disoccupazione e l'aumento del debito pubblico e provato in moltissimi paesi, è stata molto più ampia e profonda della crisi finanziaria globale del 2008-2009.

Inoltre, un effetto collaterale della pandemia Covid-19 è stato quello di alimentare la tendenza ad allontanarsi dalla globalizzazione. La crisi economica causata dal coronavirus ha dato ulteriore slancio alla tendenza verso la deglobalizzazione. Infatti, l'irruzione del coronavirus, con le sue restrizioni ai viaggi internazionali giustificate dalla tutela della salute pubblica, ha interrotto, nel momento più critico della pandemia, le catene globali, facendo emergere anche l'opportunità di sviluppare produzioni interamente localmente e generando preoccupazioni per la sicurezza nazionale su alcuni beni strategici che potrebbero far fronte a carenze produttive, come i dispositivi sanitari, il cibo e l'aviazione civile. Al tempo stesso contro la crisi del Covid-19, la digitalizzazione è diventata un'esigenza fondamentale (Schilirò, 2020). Di conseguenza, la tecnologia digitale ha svolto un ruolo senza precedenti nel mantenimento delle attività economiche e sociali e più semplicemente della vita quotidiana, contribuendo anche alla ripresa delle industrie e delle attività commerciali. Naturalmente, la pandemia di COVID-19 ha colpito duramente i paesi dell'eurozona. Le loro economie hanno registrato una notevole contrazione del PIL e un forte aumento della spesa pubblica e del debito sovrano. Ad esempio, il PIL italiano è diminuito nel 2020 dell'8,9%, mentre la Spagna ha registrato un calo dell'11%. Il deficit pubblico è naturalmente aumentato in tutti i paesi dell'Unione europea (UE) sia per le maggiori spese sanitarie, sia per far fronte alla crisi produttiva delle economie, e quindi anche il debito pubblico è aumentato in media nell'insieme dei paesi dell'UE,

superando ampiamente il 90% del PIL. La pandemia da Covid-19 ha infatti provocato nei paesi europei un aumento generalizzato del debito pubblico che ha reso più difficile e costoso il raggiungimento di importanti obiettivi come la crescita, la piena occupazione, la tutela dell'ambiente, il sistema sanitario e la lotta alle disuguaglianze. Per far fronte a questa crisi inattesa che ha colpito i bilanci dei paesi dell'UE, nel marzo 2020, la Commissione europea (2020) ha sospeso per la prima volta il Patto di stabilità e crescita (PSC) per garantire la flessibilità necessaria e proteggere le economie degli Stati membri. Tuttavia, la sospensione del PSC da parte della Commissione europea per il 2020, il 2021 e, successivamente, per il 2022 e il 2023 non implicava che i vincoli di bilancio erano scomparsi completamente, ma semplicemente che la loro applicazione veniva sospesa per poi in un tempo successivo essere di nuovo applicati. A sua volta, sebbene la produzione sia diminuita per il Covid-19, la disoccupazione dei paesi europei è tuttavia rimasta sostanzialmente stabile, anche grazie all'implementazione da parte dei paesi membri dei cosiddetti *short-time work schemes*, un insieme di misure mirate a sostenere l'occupazione. Gli Stati membri dell'UE hanno infatti finanziato gli *short-time work schemes* attraverso lo strumento del *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, ovvero del programma SURE, che è stato attivato dalla Commissione europea nell'aprile del 2020.⁷ Al contrario, altri paesi - come gli Stati Uniti - non hanno fornito questo tipo di supporto; piuttosto, hanno agito sul fronte delle indennità di disoccupazione supportando quindi direttamente i disoccupati e non agendo sulla tutela dell'occupazione. Come risultato, in questi casi la disoccupazione è aumentata.

Tuttavia, la misura probabilmente più importante, è stata quella presa dalla BCE il 18 marzo 2020. In quella data la BCE ha annunciato il suo Programma di acquisto di titoli di Stato e obbligazionari per l'emergenza pandemica (PEPP), un programma di acquisti di titoli senza precedenti. Un programma mirato a stabilizzare i mercati finanziari e ad abbassare gli *spread* sulle obbligazioni dei paesi con un debito pubblico elevato, a seguito dell'emergenza sanitaria. Il programma di natura temporanea comportava l'acquisto di titoli obbligazionari del settore privato e pubblico per un totale pari a 750 miliardi di euro. Nel giugno 2020, la BCE prorogava di 600 miliardi di euro il piano di acquisto di bond per far fronte all'emergenza Covid-19, portando il totale di acquisti a 1.350 miliardi di euro, lasciando al contempo invariati i tassi di interesse. Infine, prorogava l'orizzonte temporale del PEPP alla fine di giugno 2021, rispetto alla precedente scadenza di dicembre 2020.

Un'altra misura significativa è stata quella decisa dall'Eurogruppo nel maggio 2020, quando ha definito l'accordo del MES con una linea di credito fino a 540 miliardi di euro denominata *Pandemic Crisis Support* per aiutare gli Stati membri dell'area euro

⁷ In generale, tutti gli stati membri che hanno acceduto a SURE hanno risparmiato un quantitativo notevole di risorse, poiché si trattava di paesi il cui costo medio di finanziamento era più elevato di quello ottenuto tramite SURE.

a coprire i costi sanitari del COVID-19. L'unico requisito era quello utilizzare i fondi esclusivamente per le spese sanitarie. Non vi era nessun'altra condizione. Questa linea di credito poteva essere richiesta dai singoli paesi dal 1° giugno 2020 a dicembre 2022. In tal modo la maggior parte dei paesi dell'Eurozona poteva finanziare i costi sanitari in modo più economico attraverso il MES piuttosto che prendendo in prestito direttamente dai mercati dei capitali.

Oltre alle precedenti decisioni, bisogna sottolineare che il 21 luglio 2020 il Consiglio Europeo, formato da 27 governi dell'Unione Europea, su proposta della Commissione Europea, ha raggiunto un importante accordo sul nuovo stimolo fiscale, ovvero un nuovo strumento per la ripresa: Next Generation EU (NGEU), integrato nel bilancio a lungo termine dell'UE (Consiglio europeo, 2020). La Commissione europea, approfittando del suo forte rating creditizio, è stata incaricata di raccogliere 750 miliardi di euro sui mercati finanziari.

Il principale strumento di NGEU è il Dispositivo per la Ripresa e Resilienza (*Recovery and Resilience Facility*, RRF), che consta di 723,8 miliardi suddivisi in 338 miliardi di erogazioni a fondo perduto e 385,8 miliardi di prestiti. Tale fondo è diventato disponibile da gennaio 2021. Vi è inoltre una seconda iniziativa che amplia le misure di risposta alla crisi: si tratta dell'assistenza alla ripresa per la coesione e i territori d'Europa (REACT-EU) a cui sono stati assegnati 50,6 miliardi di euro. Il NGEU ha assegnato ulteriori finanziamenti ad altri programmi o fondi europei quali *Horizon 2020*, il Fondo *InvestEU*, il Fondo per lo sviluppo rurale, il Fondo per una transizione giusta (JTF) e il *RescEU* portando il totale delle risorse disponibili a 806,9 miliardi di euro (Schilirò, 2022). Tali fondi sono stati assegnati tra gli Stati membri e i settori più colpiti dalla pandemia da coronavirus, assumendo la forma di sovvenzioni e prestiti. La maggior parte di questo sostegno finanziario è stato destinato a investimenti e alla realizzazione di riforme che dovrebbero includere le transizioni verde e digitale e rafforzare la resilienza delle economie nazionali.

A sua volta, per ottenere i fondi gli Stati hanno dovuto presentare alla Commissione europea i propri *Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza* (PNRR), che definiscono il programma di riforme e investimenti dello Stato membro tenendo conto di una serie di criteri e linee guida elaborati da Bruxelles. Tali criteri e linee guida hanno definito, da una parte, le risorse disponibili per ogni paese e, dall'altra, i progetti e le riforme per cui si richiedono i finanziamenti (ad esempio, il requisito di destinare almeno il 37 per cento delle risorse alla transizione "verde" e il 20 per cento a quella digitale).

Le aree tematiche in cui i paesi europei che hanno presentato il loro PNRR devono impegnarsi sono: i) transizione verde; ii) trasformazione digitale; iii) crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, che comprenda coesione economica, occupazione, produttività, competitività, ricerca, sviluppo e innovazione, e un mercato interno ben funzionante con PMI forti; iv) coesione sociale e territoriale; v) salute e resilienza economica, sociale e istituzionale, al fine di rafforzare la capacità di risposta alle crisi;

vi) politiche per la prossima generazione, l'infanzia e i giovani, come l'istruzione e le competenze.

Come già affermato in Schilirò (2022), il successo del NGEU sarà tanto maggiore quanto più i progetti messi in atto dagli Stati Membri contribuiranno non solo a stimolare la crescita economica ma anche al raggiungimento degli obiettivi strategici dell'UE, come il *Green Deal* europeo⁸, o la nuova “Bussola per il Digitale”, che sono fondamentali per il posizionamento e la *leadership* dell'UE su grandi temi globali come appunto la transizione ambientale e quella digitale.

In conclusione la pandemia Covid-19 ha provocato una crisi economica profonda che ha colpito praticamente tutti i paesi del mondo. L'Europa ha naturalmente subito anch'essa la crisi da Covid-19. Tuttavia ha cercato di reagire con misure straordinarie di politica monetaria e fiscale da parte della BCE e della Commissione europea, ma anche con un ambizioso programma di investimenti e riforme, il Next Generation EU che rappresenta anche dal lato del suo finanziamento un grande sforzo comune dell'UE per superare la crisi, determinando al contempo un significativo cambiamento nel modello di *governance* macroeconomica dell'area dell'euro.

Conclusioni

Questo contributo ha esaminato le diverse crisi che l'eurozona ha conosciuto negli ultimi anni, dalla crisi finanziaria globale, alla crisi del debito sovrano della Grecia, a quella scaturita dalla pandemia COVID-19, che hanno messo in discussione l'esistenza stessa dell'Unione monetaria europea. Crisi che hanno avuto un forte impatto sulla produzione, occupazione, debito pubblico e crescita dei paesi dell'eurozona ma che hanno anche determinato profondi cambiamenti nella *governance* della stessa.

La narrazione della crisi finanziaria globale, che è nata negli Stati Uniti, evidenzia sia un primo comportamento delle autorità statunitensi a sottovalutare la crisi e a lasciare che una grande banca d'affari come Lehman Brothers fallisse, ma anche come, subito dopo, le stesse autorità hanno cercato in tutti modi di aiutare mettendo in campo grandi risorse finanziarie pubbliche e private per aiutare varie organizzazioni finanziarie e l'economia nel suo complesso per uscire da quella difficile situazione economica. Per quanto riguarda l'Europa, la crisi finanziaria globale ha anch'essa avuto effetti negativi importanti sul sistema finanziario, che sono stati in qualche modo contrastati dalle

⁸ Il *Green Deal* europeo è la strategia dell'UE che mira ad avviare l'UE sulla strada di una transizione verde, con l'obiettivo ultimo di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050. Tale strategia consiste in un pacchetto che comprende iniziative riguardanti clima, ambiente, energia, trasporti, industria, agricoltura e finanza sostenibile, che sono settori tutti fortemente interconnessi (Consiglio europeo, 2019). Il *Green Deal europeo* è stato avviato dalla Commissione nel dicembre 2019 e il Consiglio europeo ne ha preso atto nella riunione di dicembre dello stesso anno.

autorità monetarie e dai governi europei con aiuti e salvataggi. Ma l'aspetto più rilevante è senza dubbio l'effetto negativo sulle economie che ha determinato la recessione nel 2009 con la caduta del PIL e dell'occupazione. Purtroppo i paesi dell'eurozona poco dopo, nel 2010, hanno sofferto un'altra crisi profonda a causa dalla crisi del debito sovrano della Grecia. Una crisi che aveva trovato impreparati i paesi che avevano aderito all'Unione monetaria europea, dal momento che la complessa architettura della sua governance non era attrezzata per affrontare questo tipo di crisi profonde.

Questo contributo ha messo in rilievo come le autorità europee e i governi dell'eurozona hanno cercato attraverso varie misure di porre rimedio almeno in parte a quelle lacune che la governance dell'UME aveva evidenziato, ad esempio con la creazione del MES, ovvero il fondo "salva stati", con il "Patto per l'Euro", con alcune decisioni della BCE per venire incontro alle esigenze di liquidità degli stati membri dell'eurozona. Ma anche il "Fiscal compact" è stato un atto significativo nel cambiamento della governance. Tuttavia, il "Fiscal compact" se da un lato mirava a costringere gli Stati membri ad una più rigorosa politica di bilancio, dall'altro non ha favorito la ripresa e la crescita di molti paesi. Infine, vi sono state altre misure fra cui il Six Pack⁹.

Il presente lavoro ha infine esaminato la crisi causata dalla pandemia Covid-19, che ha colpito duramente i paesi dell'eurozona. Le loro economie hanno registrato una notevole contrazione del PIL e un forte aumento della spesa pubblica e del debito sovrano. Le autorità europee hanno a sua volta cercato di reagire con misure straordinarie di politica monetaria (la BCE) e fiscale (la Commissione europea), ma anche con un ambizioso programma di investimenti e riforme approvato dai governi dell'UE. Le scelte comuni compiute dalle autorità e governi europei hanno in effetti rivelato un cambiamento nell'approccio nell'affrontare le crisi, come nel caso del programma *Next Generation EU* e i Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza, che sono stati successivamente avviati. Infatti, un aspetto importante è stato quello della emissione di bond europei al fine di finanziare questo programma della Ue per circa 800 miliardi di euro garantiti dal bilancio comunitario europeo. D'altro canto, le sovvenzioni, come i prestiti previsti nel programma, sono state rigorosamente finalizzate a riforme strutturali per innalzare la crescita, l'innovazione e la sostenibilità degli Stati membri in tal modo rendendo più solide anche le loro finanze pubbliche, e naturalmente non per far pagare alla UE i debiti pubblici nazionali. Un altro aspetto importante è stata la sospensione del Patto di Stabilità e di Crescita in un momento particolarmente difficile e delicato per i paesi dell'eurozona. Tutto ciò appare un

⁹ Il six pack è un insieme di cinque regolamenti comunitari (regolamento n. 1177/2011 dell'8 novembre 2011, n. 1173/2011, n. 1174/2011, n. 1175/2011 e n. 1176/2011 del 16 novembre 2011) e una direttiva (n. 2011/85/UE dell'8 novembre 2011), che ha modificato le regole di applicazione del Patto di stabilità e crescita.

cambiamento significativo nel modello di *governance* macroeconomica dell'area dell'euro.

Bibliografia

Bini Smaghi, L. (2009). La crisi finanziaria: sfide e risposte. Associazione Pianificatori Bancari Firenze, 16 ottobre, Banca Centrale Europea.

https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091016_2.it.html

European Commission, (2020a). Communication from the Commission to the Council. On the activation of the general escape clause of the Stability and Growth Pact. *COM (2020) 123 final*, 20.3.2020. Brussels: European Commission.

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/2_en_act_part1_v3-adopted_text.pdf

European Council, (2020). *European Council conclusions, 17–21 July 2020*. Brussels. European Council. <https://www.consilium.europa.eu/media/45109/210720-euco-final-conclusions-en.pdf>

D'Adda, C. (2009). La crisi finanziaria globale 2008-2009, *Rivista Internazionale di Scienze Sociali*, n.1, pp.125-134.

International Monetary Fund (2020). *World Economic Outlook. A Long and Difficult Ascent*. Washington, DC, October.

Pisani-Ferry, J., Sapir, A., & Wolff, G. B. (2012). The messy rebuilding of Europe, Bruegel, *Bruegel Policy Brief*, issue2012/01, March.

Schilirò, D. (2010). L'economia italiana e la crisi globale: crescita, disoccupazione e debito pubblico, *MPRA Paper No. 57546*.

Schilirò, D. (2013). A New Governance for European Monetary Union and its Economic Policy Framework. In *Legitimacy and Effectiveness in Global Economic Governance*, Eds. B. Bossone, M.C. Malaguti, S. Cafaro, M. Di Benedetto, Newcastle upon Tyne, Cambridge Scholars Publishing, pp.166-183.

Schilirò, D. (2014). Changes in the Eurozone governance after the crisis and the issue of growth, *International Journal of Social Science Studies*, 2(2), April, 2014, pp. 110-119.

Schilirò, D. (2017). Imbalances and Policies in the Eurozone, *Journal of Business & Economic Policy*, 4(3), pp. 27-35.

Schilirò, D. (2018). Governance and institutions for stability and growth in the Eurozone. In *Regaining Global Stability After the Financial Crisis*, Eds. B. Sergi, F. Fidanoski, M. Zioło, V. Naumovski, Hershey, IGI-Global, pp.108-125.

Schilirò, D. (2020). Towards digital globalization and the covid-19 challenge, *International Journal of Business Management and Economic Research*, 11(2), pp. 1710-1716.

Schilirò, D. (2020a). COVID-19 Crisis and the Public Debt Issue: The Case of Italy, *International Journal of Business Management and Economic Research*, 11(4), pp. 1851-1860.

Schilirò, D. (2022). *L'euro e l'economia italiana*, Roma, Aracne.

Véron, N. (2015). *Europe's radical banking union (Bruegel Essay and Lecture Series)*. Bruxelles, Bruegel.