

DISEI - Università degli Studi di Firenze

Working Paper Series - Economics

Sulle Possibili Strategie di Uscita dalla Crisi

C. Colesanti Senni, G. Ricchiuti

Working Paper N. 17/2013

DISEI, Università degli Studi di Firenze
Via delle Pandette 9, 50127 Firenze, Italia
www.dse.unifi.it

The findings, interpretations, and conclusions expressed in the working paper series are those of the authors alone. They do not represent the view of Dipartimento di Scienze dell'Economiche e dell'Impresa, Università degli Studi di Firenze

Stampato in proprio in Firenze dal DISEI
(Via delle Pandette 9, 50127 Firenze) nel mese di Settembre 2013,
Esemplare Fuori Commercio Per il Deposito Legale
agli effetti della Legge 15 Aprile 2004, N.106

Sulle Possibili Strategie di Uscita dalla Crisi¹.

di

Chiara Colesanti Senni e Giorgio Ricchiuti

L'incapacità delle autorità di politica economica di traghettarci fuori dalla crisi ci spinge ad analizzare il dibattito in corso sulle sue cause, sulla sua dinamica, sul suo permanere e, infine, sulle possibili opzioni per uscirne. Opzioni che partono dall'individuazione delle origini della crisi nell'architettura dell'Euro e, di conseguenza, riguardano un necessario ripensamento della moneta unica. Le debolezze dell'Unione Monetaria Europea non sono una scoperta recente in quanto diversi autorevoli critici avevano ragionato sulle difficoltà dell'area monetaria ben prima della sua implementazione. Oggi, queste difficoltà appaiono particolarmente evidenti e questo ha spinto diversi autori a proporre revisioni più o meno drastiche dell'assetto europeo, con l'obiettivo di rilanciare la crescita dei paesi membri.

Anche se incentriamo il presente lavoro su argomenti di tipo economico, riteniamo importante nel valutare le diverse strategie adottabili sviluppare un ragionamento che includa anche il ruolo delle istituzioni e delle scelte politiche. La dimensione politica ha mostrato di avere un'importanza centrale nella storia passata dell'unione monetaria ed è probabile che avrà un ruolo determinante anche nella sua evoluzione futura. La scelta di non concentrarsi unicamente su considerazioni di tipo economico implica una lettura multidimensionale delle strategie che, a sua volta, pone alla nostra attenzione un elemento raramente esplicitato nelle misure di politica economica proposte: *il tempo che intercorre fra l'attuazione di una politica e il raggiungimento di un nuovo equilibrio*. Semplificando e muovendoci lungo la linea del tempo, se chiamiamo A il punto di partenza, attuando la politica X, raggiungeremo un nuovo punto, B, dopo un certo lasso di tempo. Tuttavia, non è detto che B sia stabile in termini economici, cioè sicuramente raggiungibile; inoltre, anche assumendo la stabilità di B, il ragionamento non tiene in considerazione il tempo effettivo (giorni, mesi, anni) che intercorre fra A e B. La rilevanza di quest'ultimo aspetto è, invece, oggettiva perché la politica attuata determina, nel periodo di transizione, degli effetti collaterali (ad es. un più alto tasso di disoccupazione) che hanno ricadute sul sistema economico. Non vogliamo qui aprire una discussione tecnica, ma riteniamo che queste criticità non siano affatto secondarie e che dipendano dalle mancanze intrinseche della maggior parte dei modelli economici più che dalla reticenza di chi propone politiche: per il mainstream, il tempo è astratto e manca una diretta relazione con il tempo effettivo; inoltre, l'analisi è di equilibrio e l'esistenza di più equilibri, invece di essere una ricchezza teorica da approfondire viene vista come un problema da escludere a priori, poiché non permette una chiara definizione delle politiche da adottare. Anche molti modelli che si definiscono dinamici evitano di discutere (esplicitamente) cosa succede fra un equilibrio e un altro, limitandosi a studiare le condizioni e caratteristiche di equilibri intertemporali dati², o a rilevare la presenza di andamenti caotici. Eppure la valutazione di una politica economica non può prescindere dalla presenza della path dependence: lo stretto legame fra le possibili scelte dell'oggi e il percorso già compiuto.

Dopo aver analizzato l'evoluzione dell'Unione Monetaria, soffermandoci su alcune criticità dell'area Euro già evidenti prima della crisi, cercheremo di presentare alcune delle diverse modalità di reazione alla crisi emerse negli ultimi anni, sottolineando quelli che, a nostro avviso, sono gli obiettivi delle diverse strategie, gli strumenti atti al raggiungimento dello scopo, i costi effettivi della scelta e il "tempo" che ciascuna di esse potrebbe richiedere.

¹ Ringraziamo sentitamente Hervé Baron, Paola Biasi, Nicolò Bellanca e Sebastiano Nerozzi per aver letto una versione preliminare di questo scritto. Con tutti loro - ed altri - condividiamo la necessità di vivere l'Economia Politica come una delle Scienze Sociali. Ovviamente tutti gli errori sono nostri.

² E' importante sottolineare come questa sia una mancanza della teoria economica e non dei lavori empirici, dove oramai da più di una decade sono stati sviluppati i modelli di sopravvivenza/durata per analizzare, ad esempio, cosa determina la sopravvivenza delle imprese o il permanere nello stato di disoccupazione.

1. Dagli USA all'EMU³

La crisi scoppiata a metà del decennio negli Stati Uniti si è trasmessa ai paesi europei sia attraverso il sistema finanziario (dove era stata generata), sia attraverso il più classico canale commerciale. Guardando ai dati, negli Stati Uniti il rallentamento è già evidente fra il 2006 e il 2007 quando il tasso di crescita passa dal 2.65 al 1.90, ma si accentua nel 2008 e ancor più nel 2009 quando si registrano tassi di crescita negativi. Diversamente, nell'area Euro, in Europa più che a un rallentamento si assiste a una brusca frenata: infatti, il tasso di crescita passa dal 3% del 2007 allo 0.3% del 2008, per poi diventare negativo nel 2009. E' interessante notare che, in percentuale, la caduta del PIL dell'Unione nel 2009 è stata maggiore di quella registrata negli Stati Uniti (-4.4% contro un -3.10% degli USA). Inoltre, gli Stati Uniti sono tornati ad una seppure lenta crescita negli anni successivi, in parte attribuibile a imponenti politiche fiscali che hanno portato il deficit americano al 10% del PIL per due anni (a fronte del limite del 3% imposto ai membri dell'EMU) e a politiche monetarie espansive. Al contrario, l'Unione, benché abbia mostrato una timida ripresa, è tornata ad avere tassi di crescita negativi dalla fine del 2011. Questa seconda crisi ha riportato l'attenzione sulle debolezze (intrinseche) dell'EMU e su come queste possono essere affrontate. In questo contesto si è riaperto il dibattito sulla teoria delle aree valutarie ottime (AVO), che aveva accompagnato i vari progetti di integrazione monetaria europea e il processo di costruzione della moneta unica.

La teoria dell'AVO nasce all'inizio degli anni '60, come risposta alla presunta superiorità di un sistema di cambi flessibili adottata da Friedman, e si concentra su quali siano le caratteristiche che in diversi territori devono presentarsi per definirsi *area valutaria ottima* e per poter rinunciare alla flessibilità dei tassi di cambio⁴. I primi autori (su tutti Mundell, 1961) hanno posto l'accento su come i paesi coinvolti dovessero soddisfare alcuni precisi requisiti tra cui la mobilità dei fattori produttivi (capitale e lavoro), la flessibilità di prezzi e salari (attraverso una contrattazione decentrata), un'elevata integrazione finanziaria che garantisca la convergenza dei tassi di interesse, tassi di inflazione simili (in modo da minimizzare i differenziali monetari di competitività) e, non ultima, una politica fiscale comune, che potesse aiutare a compensare e condividere il costo di eventuali shock asimmetrici. Mentre negli anni '60 venivano discussi gli elementi comuni che avrebbero permesso il buon funzionamento di un'AVO, negli anni '70 l'attenzione si è spostata sulla quantificazione dei costi e dei benefici di una moneta unica. Vengono, ad esempio, confrontati gli svantaggi derivanti dalla perdita di una politica monetaria autonoma e dello strumento della svalutazione/deprezzamento con l'impatto positivo derivante da una riduzione dei costi di transazione e dall'eliminazione del rischio di cambio. Il vero punto di svolta, tuttavia, si ha negli anni '80, quando, con lo sviluppo della teoria delle aspettative razionali e l'evolversi del Sistema Monetario Europeo, prende piede la *New Theory* delle aree valutarie. Questa corrente si concentra sul tema della maggiore credibilità derivante per le autorità monetarie nazionali dall'adesione a un'unione monetaria, sui vantaggi che tale credibilità può dare in termini di lotta all'inflazione, e sulla possibilità che la convergenza in molti degli indicatori individuati dagli approcci precedenti, piuttosto che rappresentare un prerequisito, sia raggiungibile ex-post (la cosiddetta Area valutaria endogena). Quest'ultimo elemento non è da sottovalutare e, a nostro avviso, la *New Theory* ha costituito un valido riferimento teorico per il passaggio dallo SME all'Euro. Infatti, negli anni '80, le problematiche evidenziate dalla teoria con riferimento all'EMU, sono state smorzate introducendo nell'analisi la (supposta) capacità della moneta comune di generare un sufficiente grado di convergenza tra le economie considerate e le possibilità offerte dalla presenza di una

³ Se non diversamente specificato, in tutto lo scritto con Unione intendiamo l'EMU (l'unione monetaria europea) e non l'Unione Europea.

⁴ La domanda iniziale di Mundell (1961) è quale sia la dimensione - il dominio - ottimale di una valuta comune.

Banca Centrale indipendente di accrescere la credibilità della valuta unica e delle istituzioni coinvolte.

Armata di questi brevi e non esaustivi elementi teorici, facciamo un passo indietro nella storia. Nel 1979, per reazione all'elevata volatilità dei tassi di cambio che aveva caratterizzato gli anni '70, viene istituito, fra i paesi europei, lo SME, un sistema di cambi *simmetrico* a bande fisse⁵. Tale sistema voleva riportare sotto controllo i tassi di cambio (troppo volatili dopo la fine di Bretton Woods e il fallimento del cosiddetto "serpente monetario" fra le diverse monete europee) lasciando, allo stesso tempo, margini di manovra alle banche centrali nazionali sulle misure di politica monetaria. Il sistema ha dovuto fin da subito fronteggiare una serie di problemi in quanto la ricercata simmetria si è tradotta, nei fatti, in asimmetria: la Germania si è posta come paese di riferimento in grado di imporre – direttamente o indirettamente – la politica monetaria che più si addiceva alle sue necessità. L'emergere di squilibri è stato reso evidente anche dalla perdita di competitività dovuta ai differenziali in termini di inflazione e che ha richiesto numerosi riallineamenti delle valute e interventi delle banche centrali a sostegno delle parità. Le rinegoziazioni delle parità sono state frequenti fino al 1987; da questa data sono state adottate misure atte a far diventare lo SME un sistema di cambi fisso con la conseguenza che non si sono avuti riallineamenti fino al 1992. La scelta nella direzione di una maggior rigidità del sistema non ha tenuto in opportuna considerazione il cambiamento istituzionale avutosi in tutti i paesi dalla caduta di Bretton Woods in tutti i paesi e che aveva comportato la progressiva liberalizzazione dei movimenti di capitali. La rilevanza di tale cambiamento è spiegata, nella teoria economica, dal tritico dell'impossibilità⁶, secondo cui la presenza simultanea di tassi di cambio fissi e movimenti di capitali rende *impossibile* una politica monetaria autonoma. Date queste condizioni, le opzioni per i paesi membri dello SME erano essenzialmente due: da una parte, conservare la sovranità monetaria scegliendo però fra tassi di cambio flessibili o la definitiva rinuncia a una politica monetaria autonoma⁷, dall'altra adottare una moneta unica scambiabile liberamente sui mercati e gestita *in autonomia* da una nuova Banca Centrale.

Il trattato di Maastricht ha segnato la scelta nella direzione della seconda possibilità, disegnando la nuova Banca Centrale Europea e definendo i parametri da soddisfare per aderire all'unione monetaria. Attingendo ad alcuni dei criteri deducibili dalla teoria delle AVO, è stato stabilito che ogni paese dovesse:

- avere un tasso d'inflazione non oltre 1,5 punti percentuali superiori a quello dei tre Stati membri con migliori risultati in materia di stabilità dei prezzi;
- avere un deficit non oltre il 3% del PIL;
- avere un debito non oltre il 60% del PIL;
- avere un tasso di interesse nominali a lungo termine non oltre 2 punti percentuali superiori a quello dei tre Stati membri con migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi;
- far parte dello SME;
- non aver avuto svalutazioni nei due anni precedenti.

Da quello che abbiamo scritto sopra, risulta chiaro che questi parametri sono stati introdotti perché i paesi coinvolti non formavano un'AVO e risultava necessario individuare un percorso comune che li portasse a convergere verso caratteristiche simili. I dati mostrano che tutti i paesi che sono entrati nella prima tornata hanno registrato, nel corso degli anni '90, una netta convergenza nei parametri

⁵ In questo regime viene individuata una parità fra le diverse monete e i cambi possono fluttuare liberamente all'interno di margini prestabiliti.

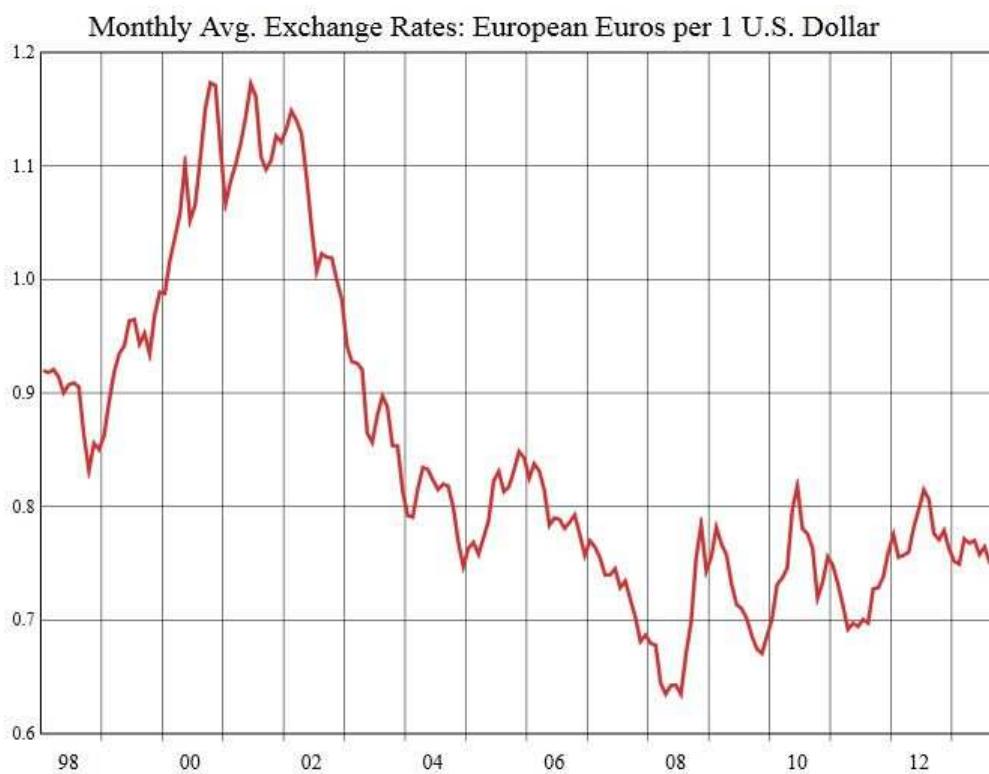
⁶ Il tritico dell'impossibilità sostiene che non è possibile avere contemporaneamente perfetta mobilità dei capitali, una politica monetaria autonoma e tassi di cambio fissi.

⁷ La terza opzione sarebbe reintrodurre controlli sui movimenti di capitale ma in quel momento storico era improponibile. E la crisi odierna ha evidenziato le difficoltà della politica nell'affrontare un sistema finanziario dotato di potere economico e in grado di "votare" attraverso i mercati.

elencati. Inoltre, anche nei casi in cui la convergenza non è stata raggiunta, le argomentazioni fornite dalla New Theory e i primi risultati raggiunti in questa direzione hanno giustificato la decisione di andare avanti nel processo di integrazione monetaria. Tuttavia la convergenza non ha eliminato le differenze strutturali fra i paesi, e questo ha determinato degli effetti cumulati che hanno minato la stabilità e la sicurezza economica dei partner europei e portato alla seconda crisi del 2010. Per mostrare questi effetti riportiamo di seguito quelli che, a nostro avviso, sono tre elementi critici: l'andamento del tasso di inflazione, del tasso di crescita del costo unitario del lavoro e della bilancia commerciale in percentuale del PIL.

Nella Figura 1, riportiamo il tasso di cambio dell'euro fin dalla sua creazione. Immediatamente dopo la sua introduzione come moneta esclusivamente bancaria, l'euro ha visto un deprezzamento rispetto al dollaro attribuibile ad una certa diffidenza da parte degli operatori economici sul fatto che il processo di unificazione giungesse effettivamente a compimento e sull'effettivo comportamento di una banca centrale, sulla carta molto conservatrice (à la Rogoff), ma aperta all'influenza di paesi molto diversi fra di loro quanto a struttura economica e preferenze inflazionistiche. A partire dal 2001, allorché si avvicinava il momento della effettiva entrata in circolazione della nuova moneta, l'euro si è apprezzato e questa tendenza si è manifestata fino al 2008 quando si è osservato un chiaro deprezzamento. C'è però da sottolineare come l'euro nel periodo della crisi abbia sempre oscillato intorno a 0.75 centesimi di euro per dollaro. Questo dato è interessante, nonostante la crisi (o forse proprio a causa della crisi) gli operatori internazionali hanno continuato a detenere euro e, quindi, a sostenerne il valore.

Figura 1: Tasso di cambio Euro/Dollaro (media mensile)

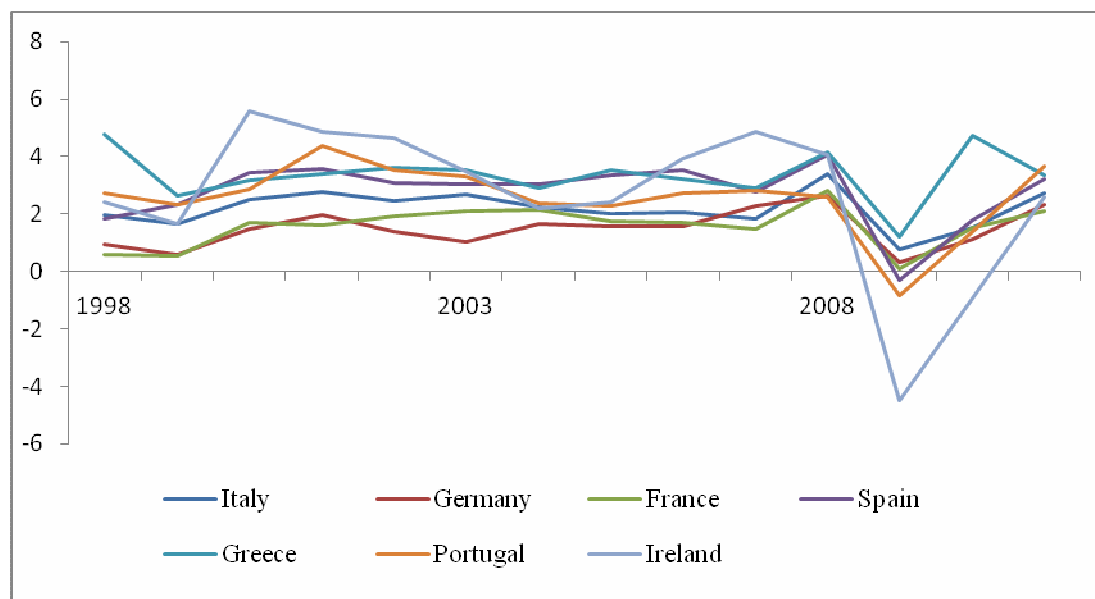


Questa figura va legata a quella di altre variabili centrali per i singoli paesi. Di fatto, dopo l'introduzione della moneta unica, il grado di convergenza nei parametri stabiliti, raggiunto negli

anni precedenti, è stato mantenuto mentre le differenze fra i paesi membri in termini, ad esempio, di tassi di inflazione e costo unitario del lavoro sono rimasti latenti.

Benché l'inflazione sia generalmente bassa, la Germania presenta lungo tutto il periodo valori al disotto della media (vedi Fig. 2) e questo è un primo, seppur rozzo, indicatore del recupero in termini di competitività che ha ottenuto con l'introduzione dell'euro. E' bene però sottolineare l'effetto cumulato: la perdita di competitività rispetto agli altri partner, non dipende da un singolo anno ma da una continua erosione che anno dopo anno si accumula,

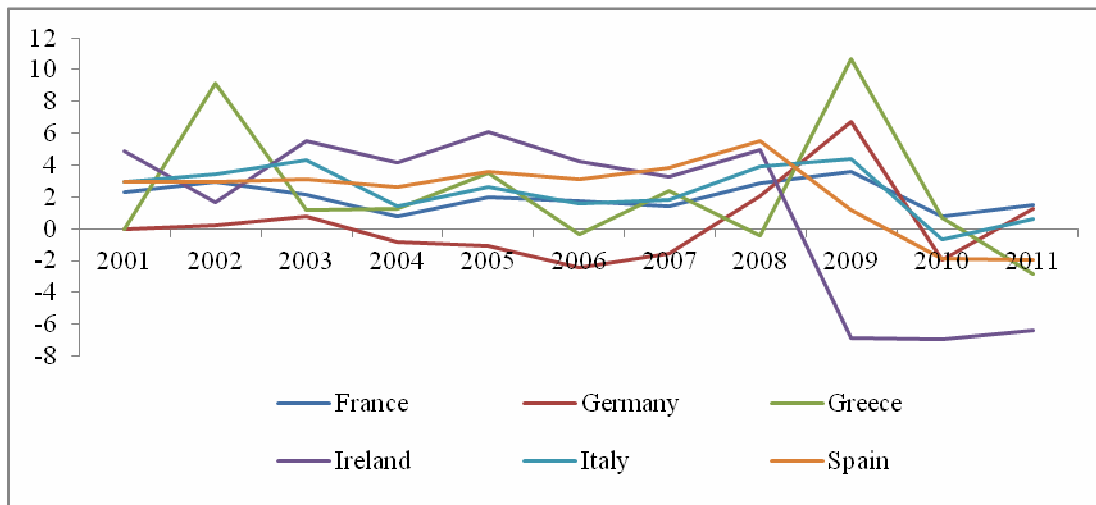
Figura 2: Inflazione, prezzi al consumo (% annuale)



Fonte: International Financial Statistics, IMF

Per valutare la consistenza di questo risultato dal punto di vista della competitività, aggiungiamo nella fig 3, il tasso di crescita annuale del costo unitario del lavoro. Dall'introduzione delle riforme del mercato del lavoro volute da Schroeder nel 2003 fino allo scoppio della crisi, la Germania presenta, al contrario di tutti gli altri paesi, un tasso di crescita negativo. Quest'ultimo indicatore, si aggiunge al tasso d'inflazione nell'aiutare a comprendere il vantaggio competitivo che la Germania e altri paesi del Nord mostrano nei confronti degli altri membri dell'Unione. Mettendo insieme l'andamento dell'euro e di questi due rozzi indici di competitività, è più facile leggere l'andamento della bilancia commerciale presentato in Fig. 4.

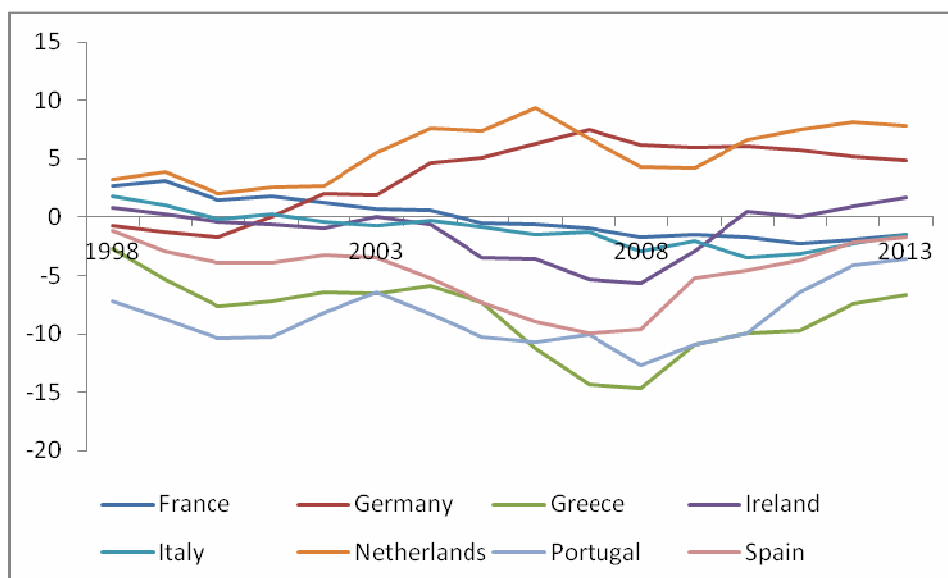
Figura 3: Tasso di crescita annuale del costo unitario del lavoro



Fonte: OECD

I tedeschi presentano un surplus commerciale dal 2001, che ha raggiunto negli ultimi anni il 5% del PIL. Al contrario, l'andamento della bilancia commerciale francese e italiana è caratterizzato da un iniziale surplus che si trasforma rapidamente in deficit. Per quanto riguarda gli altri paesi considerati essi sono in deficit per tutta la decade. Sembra perciò evidente come l'apprezzamento dell'euro da una parte e l'accumulata perdita di competitività (in termini di prezzi e costo del lavoro) abbiano inciso notevolmente su tutti i paesi dell'area valutaria, ad eccezione della Germania e di pochi altri paesi del Nord, tra cui l'Olanda.

Figura 4: Saldo delle partite correnti (% del PIL)



Fonte: OECD

La crisi del 2008 ha fatto esplodere gli squilibri accumulatisi nel tempo e che non avevano trovato soluzione né in impossibili riallineamenti/svalutazioni, né in politiche nazionali/europee volte al recupero di produttività o alla riforma del mercato del lavoro e neppure in attive politiche industriali

dei paesi membri (ad es. massicci investimenti in innovazione). Questo ci porta a ritenere che, la crisi europea abbia radici ben più antiche e profonde di quelle individuabili nella crisi dei subprime e l'impatto di quest'ultima essa sia stata esacerbato dalle criticità e dalle carenze intrinseche all'area monetaria.

Inoltre la crisi ha travalicato il piano economico, trasformandosi in una messa in discussione delle istituzioni nazionali ed europee. Il primo avvenimento è emblematico, proprio perché riguarda la moneta unica. el marzo 2010 infatti scoppia lo scandalo greco, si scopre che il governo ha truccato il bilancio pubblico per entrare nell'euro. L'avvenimento e il fatto che non rappresentasse un caso isolato hanno generato una crisi politico-istituzionale che si è trasmessa dalla Grecia ad altri paesi con caratteristiche simili in termini di competitività, debolezza del bilancio pubblico (deficit e/o debito) e bilancia delle partite correnti negativa. Il contagio si è manifestato attraverso un forte aumento del differenziale di finanziamento del debito con la Germania (lo spread) e i paesi colpiti dall'accusa di una cattiva gestione della cosa pubblica sono stati indicati con l'acronimo PIIGS (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna). Sono emersi da subito limiti e debolezze dell'EMU, che a nostro parere, sono da ricercarsi principalmente nella presenza istituzioni asimmetriche⁸ non controbilanciate da un ente – né da una classe politica - che gestisca la politica fiscale comune e interagisca con la banca centrale. Il mancato coordinamento nella politica economica è stato fatale nel procrastinare la crisi ed ha ostacolato l'adozione di misure efficaci. Riteniamo che questa carenza possa essere attribuita a due fattori principali : le politiche anticicliche sono rimaste imbrigliate dai limiti sul deficit introdotti dal patto di stabilità, la politica monetaria della BCE non è stata sufficientemente espansiva e di conseguenza (viste anche politiche monetarie espansive di USA e Giappone) il tasso di cambio euro-dollaro si è mantenuto abbastanza stabile e alto determinando una perdita di competitività dei paesi che adottano l'euro sui mercati internazionali. Nei fatti, la risposta delle autorità è stata una strategia basata su misure di austerità che tuttavia non paiono esser state efficaci nel conseguire i risultati attesi. Come conseguenza, sono (ri)emersi in letteratura almeno altri tre modi di uscita dalla crisi, che hanno in comune la revisione dell'architettura dell'Euro e delle istituzioni europee. Risulta quindi importante analizzare queste strategie di reazione alla crisi ponendo l'attenzione sugli obiettivi di politica economica che ognuna di esse propone, gli strumenti suggeriti e le critiche mosse a ciascuna strategia.

2. Strategie di uscita

Delle quattro strategie presentate, le prime due prevedono il mantenimento della moneta unica e mentre le altre due richiedono il suo ripensamento. Per una maggior chiarezza espositiva, abbiamo deciso di chiamare le prime due opzioni *Austerità* e *Redistribuzione*, le seconde *Uscita dell'Italia* e *Uscita del Nord-Europa*.

⁸ Da una parte la BCE gestisce la politica monetaria per 17 paesi, dall'altra Unione Europea comprende 28 paesi (considerando il recente ingresso della Croazia).

| | OPZIONE A | OPZIONE B |
|---|--------------------|-------------------------------------|
| Mantenimento Moneta Unica | AUSTERITA' | REDISTRIBUZIONE |
| Ripensamento dell'Area Valutaria | USCITA DELL'ITALIA | USCITA DEI PAESI DEL NORD-EUROPA |

2.1 Austerità

La prima strategia analizzata è quella attualmente adottata come risposta alla crisi. Tuttavia, non è corretto legarla esclusivamente alla necessità di reagire alla crisi corrente: i paesi dell'Eurozona sono sottoposti a misure di austerità fin dai tempi della costruzione dell'Euro, prima per ottenere la convergenza verso i parametri di Maastricht e successivamente per rispettare i limiti imposti dal Patto di Stabilità. L'Austerità poggia su tre assunti: la crisi è una crisi del debito sovrano, e quindi può essere superata solo attraverso il contenimento del deficit e, per i paesi già molto indebitati, la realizzazione di consistenti avanzi primari; inoltre, per i sostenitori di questa politica, a maggiore solidità fiscale (minor debito/deficit) corrisponde una maggior crescita del PIL. Infine, un elemento esplicativo della crisi è da individuarsi nella perdita di competitività da parte dei PIIGS, che deriva da un loro comportamento irresponsabile nella gestione della finanza pubblica. Gli strumenti principali cui la strategia di Austerità fa riferimento per raggiungere gli obiettivi evidenziati sopra sono gli aggiustamenti fiscali, volti a ridurre il deficit e le riforme strutturali (soprattutto del mercato del lavoro), volte a recuperare competitività.

Per quanto riguarda il primo aspetto, viene ribadito l'obiettivo del 3% previsto dal Patto di Stabilità, ma non c'è unanimità per quanto riguarda il modo più efficace di raggiungerlo; Alesina e Ardagna (2009) ritengono che la riduzione della spesa pubblica sia preferibile in quanto porta ad un aumento del consumo privato ed è quindi nei fatti una politica di stimolo alla crescita. Diversamente, Batini, Callegari e Melina, assumendo che le politiche di riduzione del deficit siano comunque recessive, sostengono che sia più efficace un aumento della tassazione, perché il moltiplicatore delle tasse è inferiore a quello della spesa pubblica e quindi l'impatto recessivo è minore. L'Austerità, e in particolare l'argomento del legame tra crescita e debito, ha trovato una forte sponda nel lavoro di Rheinart e Rogoff (2010), che hanno individuato nel 90% di debito su PIL la soglia oltre la quale il debito diventa un limite per la crescita⁹.

L'altro strumento sono le riforme del mercato del lavoro, volte essenzialmente a raggiungere una maggiore flessibilità e produttività e, quindi, al recupero della competitività dei diversi sistemi industriali. L'esempio è dato dalle riforme promosse da Schroeder nel 2003 per contenere i costi del lavoro e che hanno portato, fra le altre cose, alla creazione dei tanto criticati "mini-jobs", che prevedono la possibilità per i datori di lavoro di non corrispondere i contributi quando il salario è al di sotto di un certo ammontare.

⁹ "We must stay the course of reform and avoid any loss of momentum, which could undermine the turnaround in confidence that is underway, delaying the needed upswing in growth and job creation" (Olli Rehn, vice presidente della Commissione europea, Febbraio 2013)

La caratteristica cruciale di tali interventi è che i risultati attesi, in termini di maggior benessere, saranno raggiunti nel lungo periodo¹⁰, giustificando così il perseguimento di questa strategia nonostante l'assenza di apprezzabili miglioramenti. Come anticipato nell'introduzione, se il tempo per raggiungere il nuovo equilibrio non è rilevante nell'ambito dell'analisi degli economisti, lo è sicuramente per il sistema economico nel suo complesso e dovrebbe essere preso in considerazione dai policy makers nella valutazione di questa opzione.

I critici dell'austerità ritengono che essa sia inefficace se non dannosa: la politica attuata dall'inizio della crisi ha generato una ulteriore caduta della domanda aggregata e un forte aumento della disoccupazione, spostando in avanti nel tempo il momento della ripresa.

E' stata anche evidenziata la debolezza teorica di molte delle assunzioni dei modelli economici alla base delle ricerche che supportano tali politiche: ci si riferisce in particolare al largo uso dell'agente rappresentativo e delle aspettative razionali. Allo stesso tempo sono state mosse critiche all'analisi empirica. Nel dicembre 2012, il capo economista del FMI, Olivier Blanchard insieme Leigh ha ammesso (seppur implicitamente) di aver sottostimato l'impatto recessivo delle misure di austerità proposte per la Grecia, a causa di errori nel calcolo dei moltiplicatori. Anche sul lavoro di Alesina e Ardagna emergono perplessità; sebbene loro stessi dichiarino di non voler considerare i moltiplicatori, in realtà se il moltiplicatore della spesa pubblica risultasse maggiore di quanto ritenuto, l'effetto positivo dell'aumento del consumo privato potrebbe essere più che controbilanciato dall'effetto negativo sul reddito della riduzione della spesa.

Nell'aprile del 2013 ha suscitato molto clamore, prima sui blog di economia e, successivamente, sui massimi organi di stampa una forte critica a Reinhart e Rogoff. L'analisi di R&R era stata già revocata in dubbio da altri autori che non avevo trovato la stessa relazione negativa fra debito e crescita; dopo le perplessità sollevate, R&R avevano messo a disposizione i file excel usati per i calcoli e Herndon, Ash e Pollin (2013) hanno scoperto un errore nelle formule usate e, soprattutto, hanno evidenziato come dall'analisi siano stati esclusi dei paesi. Correggendo entrambi gli errori, i risultati di R&R non reggevano più. La scoperta degli errori ha fatto emergere il problema della replicabilità dei risultati in un mondo in cui i dati grezzi non sono pubblici. Inoltre tale critica ha suscitato interrogativi sul ruolo degli economisti e sull'influenza che le loro idee hanno sulla classe politica: infatti, il lavoro di R&R così come quello di Alesina e Ardagna sono stati usati dai politici europei per giustificare molte delle misure adottate. La rilevanza sociale delle idee degli economisti, dovrebbe spingere quest'ultimi a non prendere posizioni troppo nette e dovrebbe richiedere una più attenta verifica dei dati pubblicati.

2.2. *Redistribuzione*¹¹

Fra coloro che non considerano auspicabile la frammentazione dell'area valutaria, ma allo stesso tempo ritengono che l'austerità stia solo aggravando la crisi, ci sono i fautori di quella che qui abbiamo definito l'opzione "restare con redistribuzione". La scelta del termine è legata al fatto che l'idea principale dei sostenitori di questa soluzione è che l'euro ha generato squilibri fra le varie regioni che devono essere smussati/appianati attraverso una (re)distribuzione più equa di costi e benefici. Questo obiettivo dovrebbe permettere il superamento delle dinamiche di *dumping competitivo* che i paesi europei stanno attuando sotto la spinta della strategia di austerità.

La strategia redistributiva ha anche come obiettivo quello di evidenziare la presenza di gravi carenze istituzionali del processo di integrazione e di proporre nuove possibili configurazioni, con

¹⁰ I sostenitori di questa proposta hanno più volte sottolineato come i risultati possono essere raggiunti solo nel lungo periodo. I sacrifici attuali sarebbero necessari per raggiungere un sentiero di crescita duratura.

¹¹ In un recente lavoro Cesaratto (2013) propone questa opzione in forza di una analisi classico-kaleckiana.

particolare riferimento alla mancanza di una politica fiscale comune e, quindi, una diversa forma di governo europeo (confederale?).

Gli interventi proposti dai fautori di questa linea riguardano gli aspetti deludenti dell'architettura dell'unione a cui i diversi autori cercano di porre soluzione.

Come prescritto dalla teoria dell'AVO, un elemento essenziale per rendere fattibile un'unione monetaria è la creazione di un bilancio fiscale comune. Questo permetterebbe l'adozione di politiche fiscali volte a ridurre l'impatto degli shock asimmetrici che interessano l'area valutaria tramite trasferimenti di risorse da regioni in surplus a regioni in deficit. Una politica fiscale attiva dell'unione dovrebbe in questo modo compensare la mancanza della politica monetaria autonoma derivante dall'adesione a una moneta comune. La focalizzazione sulla necessità di un bilancio comune marca una differenza fondamentale rispetto agli obiettivi stabiliti dal Fiscal Compact, che si concentra sulla convergenza delle politiche fiscali dei diversi membri piuttosto che sull'adozione di politiche anticicliche coordinate.

Allo stesso tempo, è stata rilevata la necessità di rivedere l'ordine d'importanza dei compiti della BCE. Quest'ultima dovrebbe, come la sua gemella FED, occuparsi maggiormente del trade-off fra disoccupazione e inflazione invece che concentrarsi quasi esclusivamente sul livello dei prezzi.

Sempre con l'obiettivo di smussare le differenze fra paesi, sarebbe auspicabile la realizzazione di una completa unione bancaria che limiterebbe, a nostro parere, il manifestarsi di un meccanismo assimilabile al puzzle di Feldstein-Horioka. Secondo quanto teorizzato da questi autori in un lavoro del 1980 esiste un forte legame fra le banche e il paese di riferimento, che è risultato evidente sia nel caso greco che in quello cipriota¹². Al contrario, l'unione bancaria permetterebbe l'indebolimento di questo legame e quindi una riduzione degli squilibri all'interno dell'area valutaria in termini di tassi di risparmio e investimento.

Infine due possibili riforme promosse dalla strategia redistributiva riguardano il mercato del lavoro. Sempre seguendo la teoria dell'AVO, dovrebbero essere adottate misure per incentivare la mobilità dei lavoratori, come ad esempio un miglior insegnamento delle lingue straniere o l'armonizzazione del mercato del lavoro. La mobilità del lavoro rappresenta uno strumento di aggiustamento che potrebbe mitigare l'impatto di shock asimmetrici, ma, all'interno dell'EMU, questo strumento si è mostrato lento, diminuendo i suoi potenziali effetti positivi. Infatti, sebbene dal 2008 sia stato registrato un aumento dei flussi di emigrazione verso i paesi in surplus, la Germania è diventata paese di immigrazione solo nel 2011.

Il secondo strumento relativo al mercato del lavoro è stato proposto e discusso da Brancaccio e Passarella in "L'austerità è di destra". I due autori propongono l'introduzione di un standard retributivo europeo (SRE) come strumento in grado di riequilibrare le differenze fra paesi in surplus e in deficit. Lo SRE è una misura di coordinamento della contrattazione salariale con l'obiettivo di raggiungere la convergenza della quota salari sul PIL nei diversi paesi con una crescita dei salari nominali maggiore nei paesi in surplus in modo da riassorbire gli squilibri. Inoltre, questo strumento permetterebbe di contrastare la generale caduta della quota salari sul PIL registrata dai paesi europei dagli anni '70 come mostrato da Bertoli e Farina.

Tutte le riforme proposte hanno come denominatore comune la necessità di un forte coordinamento fra i diversi paesi, che potrebbe essere raggiunto solo all'interno di un'istituzione di riferimento comune e la cui creazione rappresenta il vero fulcro di questa strategia. Allo stesso tempo l'assenza di un governo europeo è anche l'elemento che ha generato le maggiori critiche riguardo alla fattibilità di questa opzione: non è chiaro, ad esempio, quale debba essere questa istituzione. Una prima ipotesi potrebbe essere quella di un governo UE, infatti la presenza di 28 paesi e 11 monete diverse non costituisce una premessa ideale per l'adozione di politiche coordinate.

¹² Il puzzle di Feldstein e Horioka (1980) si manifesta quando c'è una forte correlazione fra tasso di risparmio e tasso di investimento, perché in presenza di economie aperte e con mobilità di capitali (come nell'Unione) il risparmio nazionale dovrebbe essere diretto verso gli investimenti a più alti rendimenti.

D'altra parte pensare a una confederazione, con un suo governo, dei soli membri dell'unione monetaria comporterebbe la convivenza di due istituzioni gemelle: l'UE e questo *nuovo* Stato, con i problemi in termini di gestione che tutto ciò causerebbe. Inoltre, dal punto di vista politico, questa seconda opzione implicherebbe l'esclusione dei paesi che non hanno adottato l'euro con ripercussioni negative sulle relazioni tra paesi che adottano l'euro o meno.

Un'ultima critica riguarda il fatto che questa strategia avrebbe dovuto essere adottata fin dall'introduzione dell'euro per permettere il conseguimento dei suoi obiettivi e che implementarla adesso potrebbe richiedere tempi troppo lunghi.

Anche per questa strategia i tempi di attuazione sembrano troppo lunghi e il raggiungimento del nuovo equilibrio troppo lontano per rispondere adeguatamente alla corrente crisi. D'altra parte, il riequilibrio delle istituzioni monetarie potrebbe permettere un maggior deficit per ridare fiato ai sistemi economici e riprendere nel breve periodo un cammino di crescita.

2.3 L'uscita dell'Italia

E' difficile parlare di uscita dall'euro. Oggettivamente stiamo parlando di un fallimento collettivo, d'altra parte l'ostracismo e la sufficienza con cui le opzioni di uscita sono state trattate e dai media e dall'accademia hanno reso l'argomento un tabù. Crediamo invece che il dibattito debba uscire dai circoli ristretti e debba essere portato, come opzione politica rilevante e non fumosa, all'attenzione del pubblico ,senza,all'estremo opposto, cadere in atteggiamenti partigiani o, ancor peggio, da dilettanti.

Le ultime due strategie che andiamo a presentare riguardano pertanto la possibilità di affrontare la crisi attraverso l'abbandono dell'attuale configurazione dell'euro. Nella prima ipotesi è un paese del sud a uscire dall'area valutaria e a ripristinare una propria valuta nazionale (qui genericamente il riferimento è all'Italia, ma simili considerazioni potrebbero essere fatte per qualsiasi altro membro).

Gli obiettivi di questa strategia sono il recupero della sovranità monetaria dello Stato e della competitività persa dall'introduzione dell'euro attraverso lo strumento del tasso di cambio. I sostenitori di questa opzione ritengono che la reintroduzione di una valuta nazionale e l'abbandono dei vincoli derivanti dall'appartenenza all'EMU permetterebbero al paese interessato di raggiungere un nuovo equilibrio in tempi più brevi e con migliori risultati di quanto non potrà mai accadere rimanendo all'interno dell'euro.

L'esito di questa strategia è estremamente incerto non soltanto da un punto di vista economico, ma anche, e forse soprattutto, dal punto di vista delle conseguenze di tipo politico che essa potrebbe generare, ad esempio nel rapporto con gli altri paesi.

Per questo, nell'analizzare questa strategia non possiamo esimerci dal considerare la gestione del processo di uscita. Questo sarebbe infatti determinante per il buon esito della strategia: ad esempio, sarebbe necessario evitare una fuga di capitali con le drammatiche conseguenze che questa avrebbe sul sistema bancario e sull'economia. Per evitare il deflusso dovrebbero essere imposti controlli sui movimenti di capitale, mentre la decisione dovrebbe essere mantenuta segreta e la comunicazione effettuata a banche e borse chiuse. Probabilmente anche la chiusura degli istituti di credito nei giorni successivi all'uscita sarebbe inevitabile.

Dal punto di vista istituzionale la coesione della maggioranza governativa e il suo atteggiamento cooperativo nei confronti degli altri governi europei è condizione sine qua non per il raggiungimento dell'obiettivo. Deve, in particolare, essere messo in evidenza che non è in discussione la legittimità delle istituzioni europee, ma che l'uscita dipende da considerazioni di tipo prettamente economico, relative ai costi eccessivi del mantenimento dell'euro.

Per quanto riguarda la nuova moneta, secondo molti autori, essa dovrebbe essere introdotta con parità uno a uno con l'euro per automatizzare il più possibile la conversione dei contratti e ridurre i costi di transazione mentre, per far fronte al problema del tempo necessario a emettere la nuova valuta, è suggerito il ricorso a pagamenti elettronici permettendo l'utilizzo del *vecchio* euro per effettuare piccole transazioni. Contestualmente la libera fluttuazione della nuova valuta sui mercati internazionali che dovrebbe portare, a regime, a un deprezzamento del 20-30% (Bagnai) che dovrebbe permettere il riequilibrio dei conti esteri.

Le critiche mosse a questa strategia sono numerose e possono essere suddivise in tre categorie. Della prima fanno parte le critiche legate agli effetti del deprezzamento sul sistema economico. La caduta del valore della nuova moneta sui mercati internazionali potrebbe portare all'aumento del costo dei beni importati, con particolare riferimento, nel caso dell'Italia, ai beni energetici necessari al sistema industriale. Di conseguenza, si corre il rischio di un aumento incontrollato dell'inflazione con le conseguenze negative in termini di competitività che questo comporterebbe¹³. Il deprezzamento genererebbe, secondo i critici, anche un problema sulla gestione del debito pubblico. Questo, attualmente denominato in euro, potrebbe essere rinominato nella nuova valuta grazie alla *Lex Monetae*, agevolando così il suo rimborso, ma allo stesso tempo determinando una perdita in conto capitale per i detentori dei titoli. Altri elementi che potrebbero evitare il default sono la rinegoziazione dei termini di rimborso e il miglioramento del rapporto debito/PIL grazie alla maggior crescita. Infine, la parziale monetizzazione del debito sarebbe resa possibile dalla riacquisita sovranità monetaria e dai nuovi compiti della Banca Centrale, che andrebbe nei fatti "risposata" al Tesoro. Benché esistano dunque elementi che potrebbero favorire il rimborso del debito, vari dubbi vengono sollevati relativamente alla capacità del paese di finanziarsi a medio e lungo termine sui mercati internazionali ma questi dovrebbero essere marginali se il debito può essere finanziato dalla Banca Centrale.

La seconda categoria di critiche riguarda la gestione del processo di uscita e delle difficoltà ad esso connesse. Ad esempio, sono state manifestate perplessità con riferimento alla capacità delle autorità di mantenere il segreto ed evitare fughe di capitali e corse agli sportelli. Anche il comportamento degli agenti è un potenziale fattore di incertezza ed instabilità; questi potrebbero infatti mostrare una marcata preferenza per l'euro rispetto alla nuova valuta, causando un aumento dell'inflazione e determinando il manifestarsi del fenomeno di *eurizzazione* del sistema. Questo porterebbe a una perdita di autonomia della politica monetaria, vanificando i vantaggi derivanti dalla riacquisita sovranità monetaria.

Infine, la terza categoria di critiche è legata alle questioni giuridiche che potrebbero complicare l'abbandono dell'euro e allungare i tempi di transizione. Questo aspetto è estremamente rilevante anche perché inciderebbe sul grado di legittimità riconosciuto alla decisione adottata: se il paese riuscisse a rimanere nei dettami imposti dai trattati europei sarebbe più facile mantenere buoni rapporti con gli altri membri dell'Unione anche dopo l'uscita. Tuttavia, i critici hanno sottolineato che, sul piano giuridico, esistono molte criticità: ad esempio, i trattati europei non prevedono la possibilità dell'uscita dall'unione monetaria benché sia prevista la possibilità di uscita dall'UE. Ciò implica che se l'Italia decidesse di abbandonare l'euro dovrebbe avvalersi degli art. 60 e 61 della Convenzione di Vienna sui trattati internazionali relativi a cambiamenti fondamentali delle circostanze e scomparsa di un oggetto fondamentale all'esecuzione del trattato. In entrambi i casi il paese dovrebbe addurre come giustificazione al recesso dal trattato, gli eccessivi costi economici derivanti dal mantenimento dell'euro. Anche per quanto riguarda l'introduzione di controlli sui movimenti di capitali, questi sarebbero vietati dall'art. 63 del TFUE, ma l'Art. 65 li permette in

¹³ anche Bagnai (2012) sottolinea che il coefficiente di pass-through sia molto lontano dall'unità e, quindi, gli effetti sull'inflazione sarebbero irrilevanti.

caso di problemi per la sicurezza del paese, tra cui rientra anche la sicurezza economica del paese stesso.

2.4 Due aree valutarie, due monete

L'ultima strategia analizzata prevede l'abbandono dell'euro da parte dei paesi del Nord e la creazione di una nuova valuta del Nord mentre l'euro attuale resterebbe in vigore tra i paesi del sud, portando così alla costituzione di due aree valutarie.

L'idea di fondo è che l'unione non sia un'AVO e che quindi gli obiettivi in termini di crescita e benessere potrebbero essere raggiunti in modo più soddisfacente procedendo separatamente. Questa idea è stata proposta fin dal momento dell'introduzione di una moneta unica, ma le difficoltà attuali l'hanno riportata al centro del dibattito.

E' probabile che, seguendo questa strategia, la nuova moneta del nord si apprezzerrebbe comportando un peggioramento in termini di competitività e il conseguente riequilibrio dei conti esteri all'interno dell'unione. Specularmente l'euro, ancora nelle mani dei paesi del sud, si deprezzerebbe permettendo a questi il recupero di competitività, l'aumento della domanda e quindi crescita.

Dal punto di vista istituzionale, la divisione dell'area valutaria si tradurrebbe nella costituzione di due nuove banche centrali, non disegnate necessariamente sulla falsa riga della BCE e quindi potenzialmente meno focalizzate sulla stabilità dei prezzi. Tuttavia, potrebbero emergere difficoltà in quanto due Banche Centrali rilevanti dovrebbero coesistere all'interno dell'UE, rischiando sovrapposizioni e incongruenze tra le unioni monetarie e l'UE che renderebbero difficile l'adozione di politiche coordinate. Anche in questo caso, come già emerso nell'analisi delle altre strategie, si pone la questione di quale debbano essere le istituzioni politiche a sostegno delle monete.

Per quanto riguarda il processo di uscita, riteniamo che le difficoltà sarebbero simili a quelle viste per l'abbandono dell'euro da parte di un singolo paese, ma questa opzione garantirebbe una maggiore continuità con l'assetto istituzionale attuale e i costi dell'uscita sarebbero sostenuti da paesi attualmente in surplus. Rimane da chiedersi se questa nuova configurazione possa vedere l'Italia nel ruolo della Germania o se possa effettivamente essere un'area più omogenea e bilanciata. Infine, se questa nuova versione "concordata" e multilaterale non sarà seguita da un controllo dei movimenti di capitale, avrà come unico effetto quello di rendere i nostre imprese facilmente scalabili.

3. Conclusioni

Con queste riflessioni, abbiamo voluto far emergere il fatto che esistessero criticità intrinseche e latenti nell'unione monetaria europea, rese manifeste dalla crisi finanziaria importata dagli Stati Uniti.

Rinviando ad altri scritti un'analisi approfondita dell'evoluzione della crisi e del meccanismo di contagio dell'area europea, ci siamo focalizzati su come essa abbia messo in discussione l'euro e su come sia diventato necessario un ripensamento dello stesso per il superamento della crisi.

A tal proposito abbiamo analizzato 4 possibili strategie da adottare, derivanti dagli elementi critici dell'euro individuati. Tutte le strategie presentano almeno tre elementi comuni: uno legato al tempo, uno ai diversi effetti distributivi impliciti e l'ultimo alla politica.

I fautori delle diverse strategie non dicono (perché non in grado di farlo) quanto tempo debba trascorrere dall'adozione di una determinata politica economica al raggiungimento di un nuovo

equilibrio, ma questo è un elemento che non può essere trascurato nella valutazione dei costi e benefici di ciascuna strategia per le conseguenze che comporta in termini di disoccupazione, chiusura delle imprese, livelli di produzione e, in generale, benessere degli agenti economici. I sostenitori dell'uscita dall'euro dell'Italia ritengono che questa permetterebbe al paese di raggiungere un maggior livello di benessere in tempi più brevi di quanto non sia possibile attraverso l'austerità, ma non sono in grado di quantificarli con precisione. Inoltre, l'incertezza derivante dalle difficoltà connesse alla strategia genera dubbi sulla veridicità di tali affermazioni.

Il secondo elemento comune alle diverse strategie riguarda gli effetti distributivi: le varie opzioni propongono politiche che colpiscono in misura diversa i vari gruppi/classi all'interno della società. L'austerità, proponendo una maggior flessibilizzazione del mercato del lavoro e una corsa al ribasso nel livello dei salari per recuperare competitività ha come effetto la riduzione del salario medio e della quota salari su PIL. Al contrario, lo SRE proposto all'interno della strategia redistributiva ha come obiettivo il recupero della quota salari.

Questi primi due elementi implicano che la scelta di una strategia piuttosto che un'altra non sia scevra da giudizi di valori ma che sia, al contrario, legata alla visione politica di fondo delle parti proponenti. Nello scegliere un'opzione piuttosto che un'altra questi dovrebbero cercare di essere il più possibile coerenti con gli interessi di cui si fanno portatori. L'elemento politico riguarda il ruolo dei governi, nazionali ed europei, nella scelta fra le diverse strategie e la loro capacità di gestire i diversi processi. A parte l'austerità che ha tratto forza, a nostro avviso, dall'assenza di governi decisi e di coordinamento fra le élite europee, le altre strategie presuppongono l'apporto che solo un governo stabile può dare: questo deve essere in grado di proporre una visione comune, linee di azione chiare e godere di legittimità popolare. Infine, rimane per noi evidente che, indipendentemente dalla strategia che sceglieranno, i paesi dell'unione monetaria devono ripensare le istituzioni che li governano. Nella teoria dell'AVO viene fatto più volte riferimento alla necessità di avere una struttura sovranazionale che si affianchi alla Banca centrale nella gestione delle politiche economiche dell'intera area. Questo tuttavia rimanda a un problema istituzionale trasversale a tutta l'analisi: *di quale stato l'euro è la moneta?*

Bibliografia

- Alesina, F. and Ardagna, S. (2009) Large changes in fiscal policy: taxes versus spending, NBER Working Paper No. 15438.
- Bagnai, A. (2012) *Il tramonto dell'euro*, Imprimatur editore.
- Barro, R. and Gordon, D. (1983) Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy, in *Journal of Monetary Economics*, **12**(1), 101-121.
- Batini, N. Callegari, G. and Melina, G. (2012) Successful Austerity in the United States, Europe and Japan, IMF Working Paper No. 12/190.
- Bertoli, S. and Farina, F. (2007) The functional distribution of income: a review of the theoretical literature and of the empirical evidence around its recent pattern in European countries, DEPFID Working Paper No. 5.
- Blanchard, O. and Giavazzi, F. (2002) Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?, in *Brooking Papers on Economic Activity*, **2**(1), 147-209.
- Blanchard, O. and Leigh, D. (2013) Growth forecast errors and fiscal multipliers, IMF Working Paper No. 18779.
- Brancaccio, E. (2012) Current Account Imbalances, the Eurozone Crisis, and a Proposal for a "European Wage Standard", in *International Journal of Political Economy*, **41**(1), 47-65.
- Camerer, C. and Fehr, E. (2006) When does economic man dominate social behavior?, in *Science*, **311**(5757), 47-52.
- Cesaratto S. (2013), *Quel pasticciaccio brutto dell'euro*, Quaderni del Dipartimento di Economia Politica e Statistica, Università di Siena
- De Grauwe, P. (1997) *Economia dell'integrazione monetaria*, ed. Il Mulino.
- Feldstein, M. and Horioka, C. (1982) Domestic saving and international capital flows, NBER Working Paper No. 947.
- Fleming, M. (1971) On Exchange rate unification, in *The Economic Journal*, **81**(323), 467-488.
- Ishiyama, Y. (1975) The theory of OCA: a survey, IMF Working Paper No. 22.
- Lawson, T. (2009) The current economic crisis: its nature and the course of academic economics, in *Cambridge Journal of Economics*, **30**(4), 759-777.
- McKinnon, R. (1963) Optimum currency areas, in *The American Economic Review*, **53**(4), 717-725.

- Mundell, R. (1957) International trade and factor mobility, in *The American Economic Review*, **47**(3), 321-335.
- Mundell, R. (1961) Theory of Optimum currency areas, in *The American Economic Review*, **51**(4), 657-665.
- Mundell, R. (1983) Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates, in *The American Economic Review*, **29**(4), 475-485.
- Panizza, U. and Presbitero, A. (2012) Public Debt and Economic Growth: Is There a Causal Effect?, IMF Working Paper No. 18654.
- Reinhart, C. and Rogoff, K. (2010) Growth in a time of debt, NBER Working Paper No. 15639.
- Ricchiuti, G. (2012) Dell'inadeguatezza della teoria economica dominante e della sua difficile rifondazione, in *Jura Gentium*.
- Tavlas, G. (1994) The theory of monetary integration, in *Open Economies Review*, **5**(2), 211-230.
- Zamagni, S. and Screpanti, E. (1995) *Profilo di storia del pensiero economico*, 3th ed. La Nuova Scientifica Italiana.