

L'Italia: una crisi nella crisi

CARLO D'IPPOLITI e ALESSANDRO RONCAGLIA*

1. Introduzione

La nostra rivista ha offerto e continua ad offrire contributi di analisi e riflessione sulla crisi, che negli ultimi quattro anni ha continuamente sviluppato e modificato le proprie caratteristiche, giorno dopo giorno. Proprio la natura complessa, multidimensionale della crisi rende utile un tentativo, sia pure parziale, di individuare i vari elementi che intervengono nella sua evoluzione, utilizzando i contributi fin qui pubblicati (inclusi quelli che appaiono nel numero di settembre 2011 della consorella *PSL Quarterly Review*).

La crisi è nata nella finanza e ha avuto ripercussioni sui conti pubblici e sull'economia reale. Nata negli Stati Uniti, si è estesa in tutto il mondo ma con modalità e intensità diverse nelle diverse aree geografiche e nei diversi paesi. L'urgenza della situazione ha determinato in alcuni momenti significative reazioni di politica economica, in particolare politiche di espansione della liquidità, che hanno in genere fatto fronte al problema immediato, ma senza intervenire a intaccare le radici profonde di tali problemi. La discussione su tali radici prosegue; passi importanti in avanti sono stati compiuti (sebbene prevalentemente a livello teorico più che a livello politico) soprattutto per quanto riguarda la ri-regolamentazione dei mercati finanziari. Tuttavia, siamo ancora ben lontani dall'aver superato gli elementi di instabilità sistemica della finanza, dei conti pubblici e dell'economia. Il contrasto sulle politiche deriva sia dai diversi interessi in gioco, sia dalle diverse concezioni economiche sottostanti il lavoro teorico.

Tentiamo quindi di scomporre i vari aspetti della situazione che ci sta di fronte, senza perdere di vista le loro interrelazioni (e trascurando il

* Sapienza Università di Roma.

Email: carlo.dippoliti@uniroma1.it, alessandro.roncaglia@uniroma1.it. Ringraziamo due anonimi *referees* e, soprattutto, Mario Tonveronachi per i loro utili commenti.

confronto fra le diverse concezioni economiche, per il quale si rinvia a Roncaglia, 2011). Inizieremo (nel § 2) con il considerare le radici finanziarie della crisi, le difficoltà della ri-regolamentazione e le diverse concezioni in campo per quest'aspetto. Sempre in sintesi, considereremo poi (nel § 3) la nuova fase della crisi, che ha il centro nell'area dell'euro e riguarda il debito pubblico di alcuni paesi: Grecia e Portogallo, Irlanda e Spagna, poi anche l'Italia, fino a lambire il Belgio e la Francia. La situazione italiana merita una sia pur breve riflessione, nel § 4: relativamente meno colpita dalla crisi finanziaria grazie a un minor grado di finanziarizzazione, l'economia italiana ha subito le ripercussioni mondiali della crisi finanziaria sull'economia reale in una situazione pregressa di deterioramento progressivo della nostra posizione. Su questa situazione interviene ora la risposta europea alla crisi del debito pubblico dell'area euro, con la richiesta ai paesi maggiormente coinvolti di contribuire al ripristino della fiducia nei mercati tramite severe misure di finanza pubblica, inclusi alcuni interventi sugli assetti istituzionali che giungono fino a modifiche della carta costituzionale. La spinta dell'urgenza è tale da rendere difficile e probabilmente inutile qualsiasi riflessione analitica; tenteremo comunque anche per quest'aspetto di fornire qualche elemento nel § 5.

2. Le radici finanziarie della crisi

Sembra che ormai vi sia accordo unanime sul fatto che la crisi mondiale, esplosa negli Stati Uniti con il fallimento della Lehmann Brothers ormai tre anni fa, abbia avuto origini finanziarie. Tuttavia, l'importanza di questo fatto non sembra ancora percepita appieno. In occasione della crisi del debito pubblico dell'area dell'euro si è tornati ad attribuire importanza dominante agli squilibri reali (dei conti pubblici e/o dei conti con l'estero) relegando in secondo piano i meccanismi finanziari della speculazione. E già in occasione della crisi finanziaria del 2007-2008 in molti avevano posto in primo piano lo scoppio della bolla immobiliare, senza tenere conto del fatto che le dimensioni del disastro finanziario erano ben superiori a quelle dell'insieme dei mutui

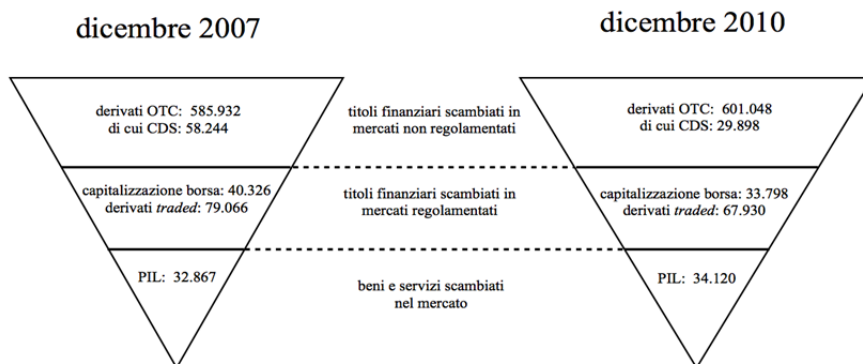
immobiliari in essere in quel momento, peraltro in larga parte *performing* e assistiti da garanzie reali.

Se l'unico problema negli Stati Uniti fosse stato la politica predatoria di concedere (spesso con la frode) mutui *subprime*, a condizioni e tassi proibitivi, alle fasce più emarginate e povere della società (quindi prevalentemente a immigrati, cfr. Dymski, 2011), lo scoppio della bolla immobiliare non avrebbe generato la più grande recessione dei paesi industrializzati dalla crisi del '29. Certamente, gli Stati Uniti perseguivano e tuttora perseguono un modello di sviluppo insostenibile, fondato sull'indebitamento delle famiglie (in larga parte incentivato dalla crescente disuguaglianza dei redditi e da una politica populista che aveva cercato di oscurare questo fatto: cfr. Starr, 2009) e su una bilancia dei pagamenti persistentemente in passivo. Tale modello non poteva (e non può) proseguire indefinitamente, in quanto gli squilibri nei flussi correnti degli operatori stato, famiglie ed estero generano *stock* crescenti di passività finanziarie destinati ad apparire insostenibili sugli stessi mercati finanziari. Di fatto, le previsioni della crisi si basavano prevalentemente su tali squilibri, oltre che sulla presenza di bolle speculative quale quella dei mercati immobiliari (cfr. ad esempio Sylos Labini, [2003] 2009). Tuttavia, la crisi scoppiata nel 2007/08 non è nata da una correzione improvvisa di quelle variabili che presentano i maggiori squilibri (Borio and Disyatat, 2011). Lo scoppio della bolla dei mutui immobiliari negli Stati Uniti ha costituito l'innescò, ma non l'esplosivo, che va piuttosto individuato nella deregolamentazione dei mercati finanziari, favorita dall'ideologia neo-liberista.

In conseguenza della finanziarizzazione dell'economia e della deregolamentazione dei mercati finanziari, in particolare con la crescita esplosiva dell'utilizzo dei prodotti derivati, il mercato delle attività reali – che si tratti di barili di petrolio o abitazioni – costituisce la base relativamente ridotta su cui poggia una piramide capovolta di titoli finanziari e di strumenti derivati, come mostrato nella figura 1. Se consideriamo la situazione subito prima dello scoppio della crisi, alla fine del 2007 si stimava che il valore nozionale dei titoli derivati scambiati nei paesi del G-10 fosse pari a più di 650.000 miliardi di dollari, di cui solo 80.000 miliardi era il valore dei derivati scambiati in mercati

regolamentati (*futures* e opzioni) e ben 60.000 quello dei *credit default swaps* (CDS, di cui si parlerà più avanti). Per paragone, la capitalizzazione di borsa negli stessi paesi era pari a meno di un decimo di tale cifra: circa 40.000 miliardi di dollari. Sebbene il valore nozionale dei derivati rappresenti un multiplo delle cifre effettivamente scambiate, è utile ricordare che tale valore era nel 2007 comunque superiore a 20 volte il PIL degli stessi undici paesi (l'area del G-10 in realtà include anche la Svizzera). Peraltro, da allora tale rapporto è rimasto praticamente invariato, con un valore dei CDS circa dimezzato ma una quota degli altri derivati scambiati *over-the-counter* (OTC) addirittura cresciuta.

Figura 1 – La piramide rovesciata della finanza nei paesi del G-10, prima e dopo lo scoppio della crisi (miliardi di dollari correnti)



Nota: valori in miliardi di dollari USA; per i prodotti derivati sono riportati i valori nozionali, per il PIL è riportato il PIL nominale a prezzi correnti; gli undici paesi del G-10 sono: Belgio, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera, Regno Unito, Stati Uniti d'America.

Fonte: elaborazione degli autori su dati World Federation of Exchanges, *Year-To-Date monthly statistics*; *BIS Quarterly Review*, numeri di marzo 2010 e marzo 2011; Fondo Monetario Internazionale, *World Economic Outlook Database*.

Sottolineiamo tre aspetti di questa situazione. In primo luogo, la finanziarizzazione porta a una maggiore instabilità dei mercati, per via

delle caratteristiche intrinseche dei mercati finanziari e in particolare del cosiddetto *herd behaviour*. Il punto è semplice, e fu bene individuato già da Keynes, ma la teoria dei mercati finanziari efficienti lo aveva successivamente negato. Si tratta di questo: un operatore finanziario ottiene la stragrande maggioranza dei suoi guadagni non interpretando i movimenti di fondo dell'economia, ma intervenendo sui movimenti di breve e brevissimo periodo dei mercati finanziari stessi. Come operatore, posso anche pensare che il debito pubblico italiano sia più sicuro di quello tedesco (ed è una ipotesi meno arditata di quel che possa sembrare, considerando la fragilità del sistema bancario tedesco e i costi di un suo eventuale salvataggio: si veda oltre), ma se colgo un orientamento del mercato in direzione opposta tra oggi e domani, o anche tra ora e i prossimi dieci minuti, mi converrà operare in tale direzione, opposta alle mie convinzioni, per poi chiudere le mie posizioni il giorno o il minuto successivo. Questo spiega perché quel che tutti sapevano a proposito del mercato immobiliare statunitense già nel 2007, o della situazione greca o italiana già nel 2010, non avesse provocato reazioni significative fin quando non si percepì qualche movimento di mercato in quella direzione.¹ Al contrario, come nota Kregel (2011), se uno speculatore avesse scommesso sul crollo dei derivati legati al mercato dei mutui *subprime* quando questo mercato si trovava già chiaramente nella fase alta della bolla, ma troppo presto rispetto alle opinioni del resto del mercato, avrebbe avuto bisogno di molta liquidità per rifinanziare la sua posizione e comunque sarebbe nel frattempo incorso in notevoli perdite: come si dice abbia affermato Keynes, “*markets can remain irrational a lot longer than you and I can remain solvent*” (i mercati possono rimanere irrazionali molto più a lungo di quanto io e lei possiamo rimanere solventi).

In secondo luogo, alcuni tra i nuovi strumenti derivati – in particolare i *credit default swaps* – hanno, come è stato osservato da alcuni importanti operatori, la natura di “armi di distruzione di massa”, in

¹ Tali iniziali movimenti del mercato, che poi generano effetti a valanga, possono semplicemente avvenire per il cambiamento di strategia di pochi grandi operatori o per l'applicazione meccanica di regole fisse basate su *target* numerici da parte degli investitori istituzionali.

quanto strumenti straordinariamente efficaci per la speculazione al ribasso (rinviando su questo punto a Kregel, 2011). In termini drasticamente semplificati, il punto è che i *credit default swaps* vengono correntemente utilizzati non solo e non tanto per operazioni di copertura da rischi, ma anche da parte di chi intende speculare sulle prospettive di peggioramento della situazione. Infatti, assicurandosi contro il *default*, o anche solo contro la caduta di prezzo, di un titolo che non si possiede (ovvero acquistando “*naked*” CDS) si può speculare al ribasso con maggiore efficacia (e generalmente maggiore leva) di quanto sia possibile, ad esempio, con vendite allo scoperto del titolo. Inoltre, può accadere – ed è un esempio tutt’altro che immaginario – che una banca che ha emesso *collateralised debt obligations* (CDO, come certificati obbligazionari basati sui mutui immobiliari) acquisti poi CDS su tali emissioni, apparentemente assicurandosi contro il rischio di fallimento dei titoli da lei stessa creati ma ormai ceduti ad altri. Il comportamento è spiegabile solo come operazione speculativa, basata sull’attesa di un peggioramento dell’opinione del mercato sui CDO emessi dalla stessa banca. Si osservi che per trarre profitto dai CDS non è necessario che il prestito obbligazionario vada in *default*; è sufficiente che il rischio di *default* cresca, provocando un aumento di prezzo dei CDS che a questo punto possono essere ceduti. Operazioni speculative di questo tipo avrebbero dovuto suscitare l’attenzione delle autorità di regolamentazione e vigilanza per due motivi: (i) la natura di contratto di assicurazione dei CDS imporrebbe a chi li emette una copertura simile a quella che le compagnie di assicurazione effettuano sulle polizze emesse, ma tale copertura viene in questo caso evitata (sostituita solo in minima parte dai margini richiesti per le operazioni finanziarie a tempo): in realtà proprio questo è il motivo della diffusione dei CDS; (ii) almeno nell’esempio descritto, si configurano pesanti rischi di *insider trading* (a carico dell’istituzione finanziaria piuttosto che del singolo operatore). Tuttavia, nel clima liberistico di imperante “lasciar fare, lasciar passare” questi aspetti sembravano non preoccupare nessuno: tuttora la questione non è stata affrontata con la necessaria determinazione, e i CDS sono tra gli strumenti più utilizzati dalla speculazione al ribasso sui titoli del debito pubblico greci, spagnoli, italiani.

In terzo luogo, le operazioni speculative per loro natura sono scommesse bilaterali: se qualcuno guadagna, qualcun altro deve perdere. Se in caso di fallimento subentra la mano pubblica, in una forma o nell'altra, abbiamo una classica situazione di profitti privati e perdite pubbliche.

Questa situazione ha contribuito alla crescita del settore finanziario come quota del PIL in tutti i paesi del mondo. In misura inferiore, è cresciuto anche il numero di addetti del settore: in presenza di una forma di mercato oligopolistica, gli extra-profitti si sono trasformati in parte in retribuzioni relativamente elevate per gli addetti del settore (con punte stratosferiche per i massimi dirigenti, che grazie al meccanismo delle *stock options* hanno anche potuto eludere le imposte sul reddito). Questo ha generato effetti distorsivi nell'allocazione della forza-lavoro più qualificata e un costo complessivo non trascurabile per l'economia reale, di cui avrebbero dovuto avvedersi soprattutto coloro che adottano una prospettiva economica *mainstream*, che tanta enfasi dedica all'allocazione statica delle risorse reali e umane.

La crisi, con i fallimenti e i salvataggi, ha aggiunto un onere enorme per le finanze pubbliche. Negli Stati Uniti, il deficit di bilancio dal 2,9% del 2007 è esploso al 6,3% nel 2008 e all'11,3% nel 2009; nell'area dell'euro, dove la crisi è arrivata con un anno di ritardo, il deficit in media è passato dal 2% del 2008 al 6,3% del 2009 (tabella 2). Da un lato, le finanze pubbliche sono state direttamente utilizzate per il sostegno (temporaneo o permanente) degli istituti bancari tramite nazionalizzazioni, garanzie, prestiti o altro (Fратиanni e Marchionne, 2010). Dall'altro lato, con la trasmissione della crisi all'economia reale i bilanci pubblici sono stati schiacciati dal peso degli stabilizzatori automatici (in particolare la riduzione delle entrate fiscali) e delle inevitabili politiche dirette ad alleviare, sia pure in piccola misura, il malessere sociale connesso alla crescita della disoccupazione e della povertà conseguenti alla crisi.

Il problema della fragilità del sistema finanziario è stato affrontato dopo la crisi del 2008, ma in modo parziale e con provvedimenti che entreranno in vigore solo molto gradualmente. Le principali direttrici d'intervento a livello internazionale (a parte i tentativi di regolamentare il

Tabella 1 – *Avanzo (disavanzo) netto del settore pubblico nei paesi OCSE (2005-2010) e previsioni 2011-2012, in % del PIL*

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Australia	1,2	1,3	1,4	-0,2	-4,9	-5,9	-2,8	-1,4
Austria	-1,8	-1,7	-1	-1	-4,2	-4,6	-3,7	-3,2
Belgio	-2,8	0,1	-0,4	-1,3	-6	-4,2	-3,6	-2,8
Canada	1,5	1,6	1,4	0	-5,5	-5,5	-4,9	-3,5
Repubblica Ceca	-3,6	-2,6	-0,7	-2,7	-5,8	-4,7	-3,8	-2,8
Danimarca	5	5	4,8	3,3	-2,8	-2,9	-3,8	-3
Finlandia	2,5	3,9	5,2	4,2	-2,9	-2,8	-1,4	-0,6
Francia	-3	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5	-7	-5,6	-4,6
Germania	-3,3	-1,6	0,3	0,1	-3	-3,3	-2,1	-1,2
Grecia	-5,3	-6	-6,7	-9,8	-15,6	-10,4	-7,5	-6,5
Ungheria	-7,9	-9,3	-5	-3,6	-4,4	-4,2	2,6	-3,3
Islanda	4,9	6,3	5,4	-13,5	-10	-7,8	-2,7	-1,4
Irlanda	1,6	2,9	0,1	-7,3	-14,3	-32,4	-10,1	-8,2
Israele	-4,9	-2,5	-1,5	-3,7	-6,4	-5	-3,7	-2,9
Italia	-4,4	-3,3	-1,5	-2,7	-5,3	-4,5	-3,9	-2,6
Giappone	-6,7	-1,6	-2,4	-2,2	-8,7	-8,1	-8,9	-8,2
Corea del Sud	3,4	3,9	4,7	3	-1,1	0	0,5	1,3
Lussemburgo	0	1,4	3,7	3	-0,9	-1,7	-0,9	0
Paesi Bassi	-0,3	0,5	0,2	0,5	-5,5	-5,3	-3,7	-2,1
Nuova Zelanda	4,7	5,3	4,5	0,4	-2,6	-4,6	-8,5	-5,8
Norvegia	15,1	18,4	17,5	19,1	10,5	10,5	12,5	11,9
Polonia	-4,1	-3,6	-1,9	-3,7	-7,4	-7,9	-5,8	-3,7
Portogallo	-5,9	-4,1	-3,2	-3,6	-10,1	-9,2	-5,9	-4,5
Repubblica Slovacca	-2,8	-3,2	-1,8	-2,1	-8	-7,9	-5,1	-4
Slovenia	-1,5	-1,4	-0,1	-1,8	-6	-5,6	-5,6	-4,1
Spagna	1	2	1,9	-4,2	-11,1	-9,2	-6,3	-4,4
Svezia	1,9	2,2	3,6	2,2	-0,9	-0,3	0,3	1,4
Svizzera	-0,7	0,8	1,7	2,3	1,2	0,5	0,6	0,9
Regno Unito	-3,3	-2,7	-2,8	-4,8	-10,8	-10,3	-8,7	-7,1
Stati Uniti d'America	-3,3	-2,2	-2,9	-6,3	-11,3	-10,6	-10,1	-9,1
Area euro	-2,6	-1,4	-0,7	-2,0	-6,3	-6,0	-4,2	-3,0
Media OCSE	-2,8	-1,3	-1,3	-3,3	-8,2	-7,7	-6,7	-5,6

Fonte: *OECD Economic Outlook Statistics and Projections Database*, disponibile online alla URL <http://dx.doi.org/10.1787/data-00539-en>

cross-border banking) si sono concentrate sulla ricapitalizzazione delle banche (Basilea 3) e sul tentativo negli USA di limitare per le banche che raccolgono fondi dal pubblico (banche commerciali) almeno le più rischiose tra le attività che caratterizzavano le banche d'investimento (ad esempio il *proprietary trading* o la proprietà di *hedge funds*). Nel complesso, come osservano Tonveronachi (2010) e Montanaro e Tonveronachi (2011), la regolamentazione prudenziale centrata sulla vigilanza, che lascia maggiore spazio di flessibilità operativa alle istituzioni finanziarie, tende a prevalere sulle regole strutturali; questa scelta è sbagliata, dato che la regolamentazione prudenziale è decisamente più favorevole delle regole strutturali alla crescita endogena della fragilità finanziaria, in quanto nei periodi di crescita regolare diminuisce l'attenzione di regolati e regolatori per l'obiettivo della stabilità rispetto a quelli del profitto e della crescita (Minsky, 1982). In parte quest'orientamento dipende dalle obiettive difficoltà di concordare normative vincolanti a livello internazionale; in parte non trascurabile, però, esso dipende dalla pressione degli operatori finanziari interessati e dalla diffusione dell'ideologia neo-liberista. Né, nonostante i proclami iniziali a ridosso della crisi, si è messo mano ai problemi legati a istituzioni finanziarie troppo grandi per fallire o a quelli di azzardo morale, come notato da Kregel (2010) e Masera (2011).

3. Crisi del debito pubblico o attacco all'euro?

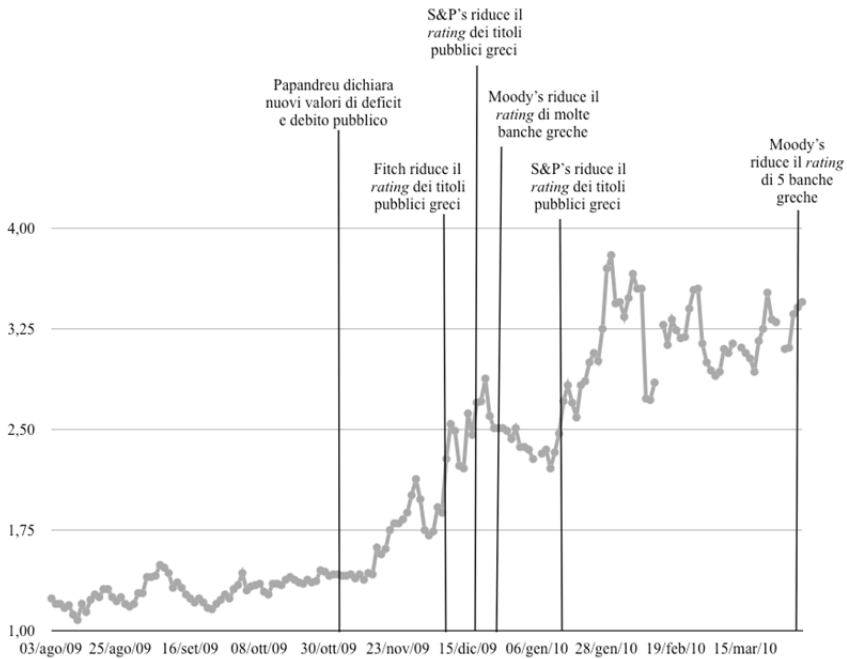
Il persistere di condizioni di fragilità finanziaria è stato dimostrato *ad abundantiam* dagli eventi degli ultimi mesi, con la cosiddetta crisi del debito pubblico di alcuni paesi dell'euro. Come si accennava sopra, al di là dell'innesco, la natura dell'esplosivo è rimasta la stessa: cioè gli ampi margini di manovra disponibili per la speculazione finanziaria.

Nel nostro caso basta seguire l'andamento degli eventi. Le difficoltà greche erano note da qualche tempo, almeno da quando era emerso che il governo di destra aveva occultato una parte cospicua del disavanzo pubblico, con l'aiuto di trucchi contabili suggeriti dai suoi *advisor* internazionali (tra cui uno dei maggiori istituti di credito statunitensi

coinvolti nella speculazione). Improvvisamente, lo *spread* sui titoli del debito pubblico greco rispetto ai Bund tedeschi esplode (figura 2), e solo dopo diversi giorni le agenzie di *rating* si accodano, criticate per i loro ritardi (come però lo saranno successivamente anche quando precorreranno gli eventi, contribuendo a innescarli). Come è stato notato più volte, anche su questa rivista (ad esempio da Quadrio Curzio, 2011), il caso greco è ad un tempo separato e virtualmente indipendente dalla crisi finanziaria in corso (sebbene i problemi di insolvenza siano ovviamente più gravi nei periodi di maggiore instabilità finanziaria) ed è esemplare del groviglio di conflitti d'interesse e azzardo morale che investe le principali banche, agenzie di *rating* e società finanziarie europee e non. Non vi sarebbe dunque ragione di temere un contagio verso gli altri paesi con alto debito pubblico, quanto piuttosto verso i sistemi finanziari (*in primis* bancari) creditori del governo e delle banche greche (D'Ippoliti, 2011). Invece, com'è noto, dopo la Grecia, il Portogallo, la Spagna e l'Irlanda (quest'ultima soggetta a dinamiche "anglosassoni" più che europee: alta finanziarizzazione e bancarizzazione in particolare, bassa regolazione dell'economia, supervisione della finanza molto "amichevole", bassa spesa pubblica e imposizione, alto indebitamento privato, crescita fondata sulle costruzioni e altri investimenti reali per lo più finanziati con capitali esteri) è finita sotto tiro anche l'Italia.

Come mostrato nella figura 3, anche in Italia lo *spread* con i titoli di stato tedeschi rimane più o meno stabile nella prima metà del 2011 per accelerare improvvisamente e in modo apparentemente inspiegabile tra la fine di giugno e l'inizio di luglio. Cosa è cambiato nel nostro paese, da maggio a luglio? La situazione reale dell'economia italiana era la stessa di prima, mentre per quel che riguarda il deficit pubblico le cose sembrano semmai, sia pur lievemente, migliorate. Nei primi sei mesi del 2011 si è registrato un fabbisogno di circa 43,5 miliardi di euro, inferiore di circa 2,8 miliardi a quello dei primi sei mesi del 2010, pari a 46,3 miliardi (MEF, 2011). La manovra finanziaria predisposta dal governo sembrava apprezzata in sede europea e si distingueva per rispettare i *target* imposti dal "Patto Euro Plus" senza essere eccessivamente depressiva per l'economia reale nell'immediato.

Figura 2 – *Spread dei titoli pubblici greci rispetto a quelli tedeschi tra fine 2009 e inizio 2010*



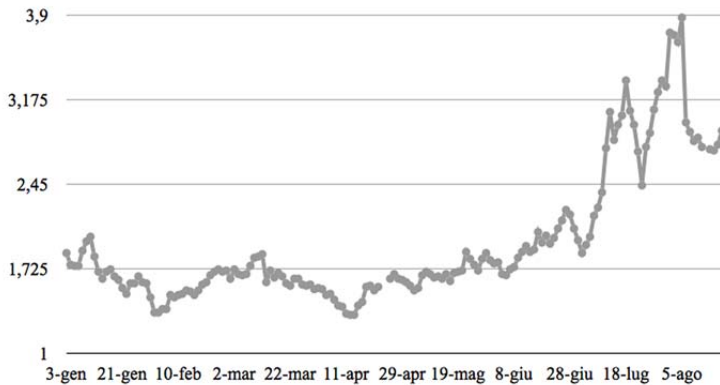
Nota: titoli pubblici di debito decennali, differenza semplice.

Fonte: elaborazione degli autori su dati Eurostat, *Interest rates statistics database*, indicatore “*long-term interest rates used for the Maastricht criterion on long-term interest rates*”; e comunicati stampa delle agenzie di rating citate.

Certamente, dubbi sulla stabilità del governo e sull'affidabilità dell'Italia nel rispettare impegni presi a valere (e con costi) a partire da due anni dopo l'approvazione della manovra (dal 2013) possono aver generato tensioni sui mercati (e proprio per questo motivo la revisione della manovra cui l'Italia è stata costretta nell'agosto-settembre 2011 è consistita in larga misura nel tentativo di anticipare il riequilibrio).

Ma nel complesso il deficit pubblico, previsto al 3,9% per il 2011 prima dei successivi interventi normativi (OCSE, 2011), non era affatto fuori controllo.

Figura 3 – *Spread dei titoli pubblici italiani rispetto a quelli tedeschi nel 2011*



Nota: titoli pubblici di debito decennali, differenza semplice.

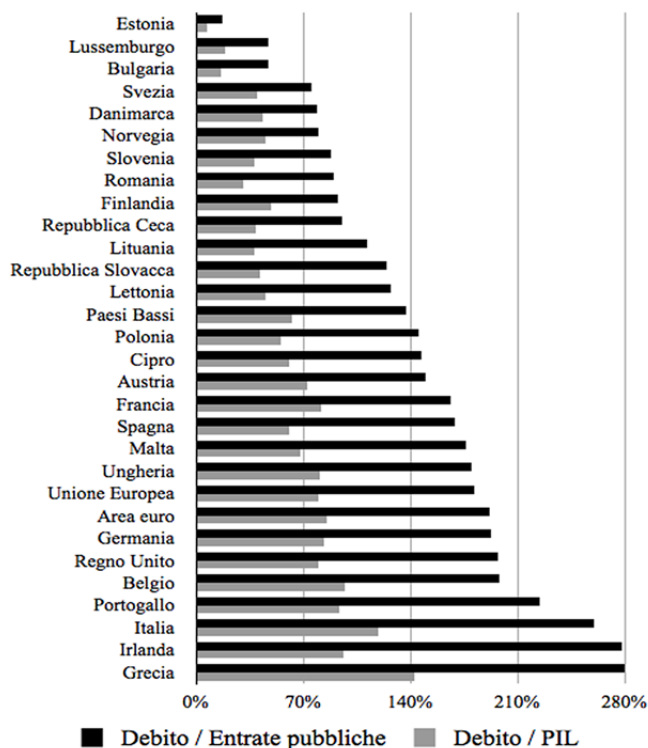
Fonte: elaborazione degli autori su dati Eurostat, *Interest rates statistics database*, indicatore “long-term interest rates used for the Maastricht criterion on long-term interest rates”.

Per valutare la situazione complessiva dei conti pubblici così come appariva prima dell'estate, si possono considerare due definizioni di sostenibilità del debito. La prima, quella ufficialmente considerata dal Patto di Stabilità e Crescita e ora dal nuovo Patto Euro Plus, com'è noto pone un *target* preciso in termini di rapporto debito/PIL. Questa misura è discutibile perché è una misura statica, e perché le soglie di rapporto debito/PIL che vengono imposte sono arbitrarie. Tuttavia, anche assumendo questa prospettiva a titolo ipotetico, non sembra si possa dire che “i fondamentali” (e soprattutto la loro evoluzione durante la primavera 2011) giustificassero un pesante attacco speculativo all'Italia. Infatti, come è stato più volte notato, dal governo italiano nelle sedi ufficiali così come dalla letteratura (su questa rivista ad esempio da Quadrio Curzio, 2011), l'Italia ha sì un alto rapporto tra debito pubblico e PIL ma, se contiamo la somma del debito pubblico e privato in rapporto al PIL, ci poniamo in linea con la media OCSE. Data la percentuale consistente di debito pubblico detenuto da operatori nazionali, l'Italia non apparirebbe clamorosamente fuori linea neppure per il debito estero, come mostrato nella tabella 2 (da cui si evince inoltre che in Italia è particolarmente basso il debito estero a breve scadenza).

Considerare il debito privato insieme a quello pubblico (come suggerito già da Sylos Labini, [2003] 2009), è utile tra l'altro per tenere conto degli oneri potenziali per le finanze pubbliche che potrebbero derivare dalle crisi di liquidità o solvibilità che possono insorgere dall'eccessivo indebitamento privato, come nei recenti casi di Stati Uniti, Irlanda, Regno Unito. Tuttavia, il limite della considerazione della somma tra debito pubblico e privato è che l'Italia ha un alto debito pubblico in rapporto al PIL ma non ha un ruolo del settore pubblico proporzionalmente equivalente. Ovvero, l'Italia non ha alte entrate pubbliche (tributarie e non) in rapporto al PIL, principalmente in conseguenza della cattiva distribuzione del carico fiscale (alto, a carico di pensionati, lavoratori dipendenti e datori di lavoro, e basso sui redditi da capitale, i patrimoni e le successioni) nonché della piaga dell'elusione ed evasione fiscali e contributive. Di conseguenza, il debito pubblico in rapporto alle entrate pubbliche è, nel nostro paese, superiore al 250% e ancor più lontano dalla media europea o dalla media OCSE di quanto non sia il rapporto debito/PIL, come mostrato nella figura 4. Questa situazione, però, caratterizza il nostro paese almeno da un ventennio e non ha subito particolari accelerazioni all'inizio del 2011: non può quindi essere considerata la causa principale dell'improvvisa crescita degli *spread*.

Con un approccio dinamico, l'altra possibile definizione di sostenibilità, analizzata in Pasinetti (1998a; 1998b), non considera obiettivi arbitrari di rapporto debito/PIL ma definisce come potenzialmente sostenibili i debiti che tendono a non crescere in rapporto al PIL, e insostenibili quelli che tendono a crescere. Sulla base di questa definizione, è possibile considerare il valore massimo del rapporto deficit/PIL compatibile con un rapporto debito/PIL non crescente, e seguendo Tonveronachi (2011) chiameremo *sovereign Ponzi gap* la differenza tra il deficit osservato e quello compatibile con un rapporto debito/PIL costante.

Consideriamo la situazione quale si presentava fino a giugno 2011, ovvero subito prima che la speculazione rivolgesse la propria attenzione al debito pubblico italiano. Considerando i valori correnti del debito pubblico e le più recenti previsioni di crescita economica e inflazione per

Figura 4 – *Debito pubblico nell'Unione Europea, 2010*

Note: le entrate pubbliche includono sia le entrate tributarie che le extra-tributarie.

Fonte: elaborazione degli autori su dati Eurostat, *National Accounts*.

l'anno in corso (2011) disponibili in quel momento, calcoliamo il *sovereign Ponzi gap* dalla prospettiva di un potenziale speculatore, quindi assumendo aspettative *forward-looking*. Per questo motivo, da un lato confrontiamo il deficit compatibile con la stabilità del debito con due misure: il deficit dell'anno precedente, per dare una misura della correzione dei conti pubblici necessaria a preservare la sostenibilità del debito, e il deficit previsto sempre a giugno 2011, per dare una misura dell'adeguatezza delle misure di austerità deliberate fino a quel momento. D'altro lato, utilizziamo non il valore effettivo degli interessi pagati nell'anno precedente, ma il rendimento dei titoli di stato decennali vigenti in quel momento sul mercato (ovvero assumiamo – ma solo come

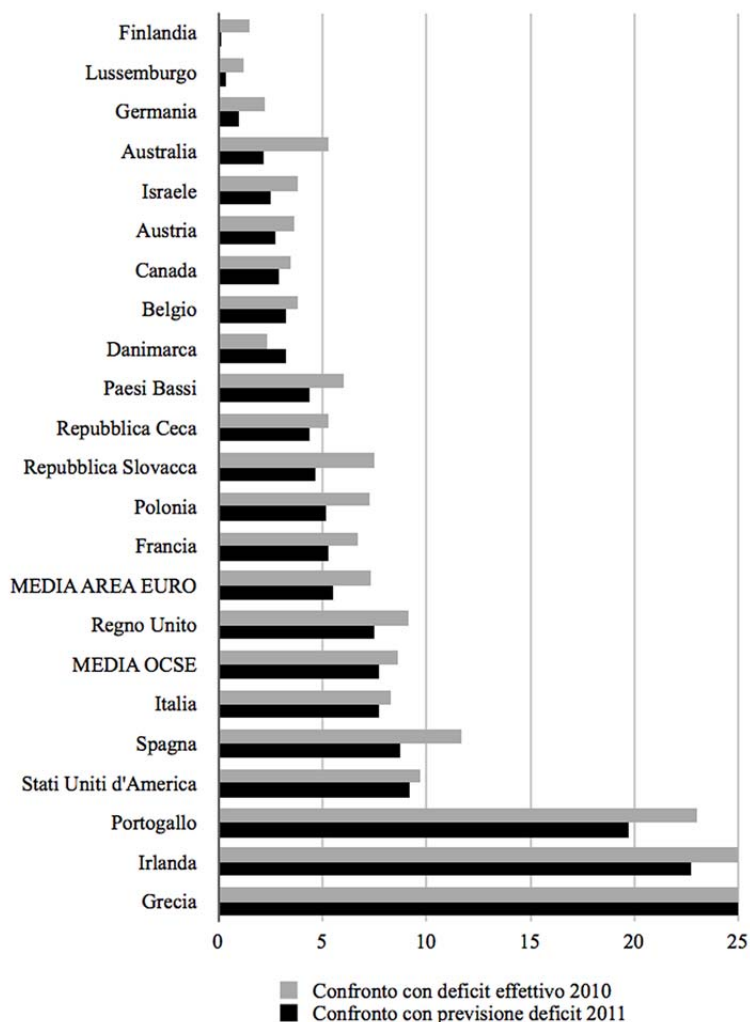
ipotesi temporanea – che i valori di mercato riflettano correttamente le aspettative degli operatori).²

Come mostrato dalla figura 5, sotto queste ipotesi emerge che per garantire la sostenibilità attesa del debito nel medio periodo, l'Italia avrebbe dovuto operare una correzione del deficit dell'ordine dei 7 punti percentuali di PIL. (Tuttavia poiché le ipotesi considerano valori di medio periodo, specie per quanto riguarda i tassi d'interesse, una correzione non necessariamente avrebbe dovuto operarsi per intero nel primo anno). Si tratta di un valore simile a quello del Regno Unito, poco inferiore se si considera il confronto con il deficit 2010 e poco superiore se si considera la previsione di deficit 2011, inferiore a quanto necessario ai PIGS – ma anche agli Stati Uniti – e non lontano dalla media dei paesi dell'euro, dalla Francia o dalla Polonia. Ammesso che ottenere immediatamente la stabilizzazione del rapporto debito/PIL fosse un obiettivo condivisibile, pur nel mezzo di una recessione e con alta disoccupazione, o quantomeno che fosse ciò che la speculazione chiedeva, al nostro paese sarebbe dunque servito uno sforzo più basso di diversi altri paesi OCSE, e non molto diverso da quanto necessario in altri paesi. Come spiegare dunque che nulla di simile a quanto accaduto ai nostri tassi d'interesse si sia verificato per paesi in condizioni peggiori se non, in misura molto inferiore, in Spagna?

Dobbiamo tenere conto di tre circostanze, tutte e tre rilevanti, che tuttavia hanno a nostro parere peso diverso. In primo luogo, è ovvio che – come si è appena visto – la situazione del debito sovrano presenta elementi indubbi di fragilità: le sole dimensioni di quello italiano rappresentano un unicum che inevitabilmente attira periodicamente lo scetticismo di commentatori e a volte operatori. Inoltre, come nota De Grauwe (2011), i paesi fuori dall'area dell'euro (tra cui i citati Regno Unito e Polonia, secondo alcuni criteri in condizioni peggiori dell'Italia) hanno ancora la sovranità monetaria e quindi sono sempre solvibili per definizione, potendo finanziare virtualmente qualsiasi livello di debito pubblico con inflazione e deprezzamento della valuta.

² Questa ipotesi ovviamente sovrastima la spesa per interessi, in un contesto di tassi crescenti, ma è utile per incorporare una prospettiva *forward-looking* di medio periodo da parte degli operatori, oltre che per il confronto con la situazione post-attacco speculativo, che segue.

Figura 5 – *Correzione di bilancio necessaria per mantenere il debito pubblico in pareggio, come appariva a giugno 2011*



Note: per il calcolo della correzione del deficit necessaria al mantenimento del rapporto debito/PIL si sono utilizzate le previsioni di crescita, inflazione (deflatore del PIL), deficit dell'anno precedente stimati dall'OCSE nel primo trimestre del 2011 (OECD, 2011) e i tassi d'interesse di lungo periodo (titoli pubblici decennali) stimati dalla stessa organizzazione relativamente al mese di giugno 2011 (OECD, *StatExtracts (MEI), Financial Indicators*).

In secondo luogo, la crisi finanziaria del 2007-2008, innescata dal debito privato, ha indotto una riallocazione dei portafogli delle istituzioni finanziarie in direzione del debito sovrano; tuttavia, nella nuova situazione hanno acquistato crescente importanza le distinzioni di rischi e rendimenti all'interno della categoria dei debiti sovrani. Gli investitori istituzionali erano probabilmente sovra-esposti verso il debito italiano, anche a causa della sua maggiore liquidità e redditività rispetto ad altri titoli dell'area euro (per l'esposizione del solo settore bancario, si veda BIS, 2011, tabella 9E); come detto sopra, fattori tecnici o riposizionamenti di portafoglio possono generare movimenti di mercato che si auto-amplificano, specie in un momento in cui sulla scia dell'esperienza della crisi le valutazioni di rischio sono diventate più volatili, accentuando i fenomeni di *herd behaviour*.

In terzo luogo – ed è questo l'elemento che a nostro parere assume maggiore rilievo nello spiegare perché la speculazione si concentra ora sull'Italia piuttosto che sulla Spagna (pur senza voler trascurare la diversa stima dell'opinione internazionale per i governi dei due paesi) – la scommessa ora riguarda la capacità di tenuta dell'euro come valuta di un'ampia area geo-politica dotata di sufficiente coesione interna. Il punto è che la speculazione finanziaria ha scelto gli *spread* sul debito pubblico dei paesi dell'area dell'euro, e non gli altri, come obiettivo operativo intermedio per una scommessa di carattere più generale, relativa alla solidità dell'euro in quanto moneta sovranazionale (si veda da ultimo la conferma esplicita da parte di Goldman Sachs, come di consueto non priva di conflitti d'interesse, dato il suo ruolo come *advisor* di diversi governi europei, che ha suggerito ai maggiori fondi speculativi di cui è consulente di acquistare CDS scommettendo direttamente contro i titoli pubblici europei e indirettamente contro la tenuta dell'euro: cfr. Pulliam e Rappaport, 2011). Naturalmente l'obiettivo intermedio, di per sé, è già fonte di guadagni speculativi; ma il contagio tra la Grecia e gli altri paesi fa assumere alle operazioni speculative una natura più ampia. La cosa poteva essere facilmente prevista: se non sono più possibili le speculazioni sui cambi tra le valute dei vari paesi dell'Unione Europea, assumendo che tali paesi mantengano un andamento non convergente nel

tempo, le tensioni sono destinate a scaricarsi sulla valutazione di solidità dei titoli del debito pubblico dei vari paesi, quindi sugli *spread*.

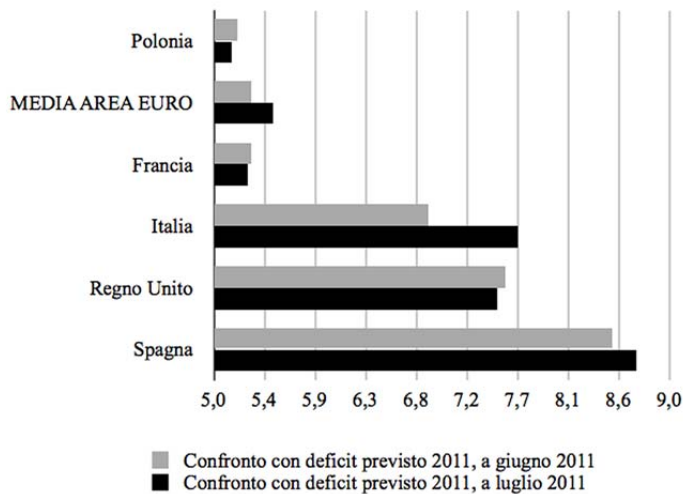
Inoltre, date le regole istituzionali dell'Unione Monetaria Europea, la speculazione è avvantaggiata non solo dalla persistente natura nazionale dei debiti pubblici (che avrebbero potuto essere sostituiti, almeno in parte, da un debito pubblico europeo gestito centralmente, anche ai fini di efficacia della politica monetaria della BCE: cfr. Prodi e Quadrio Curzio, 2011), ma anche dall'assenza di una gestione unitaria della politica finanziaria.

Come si è accennato sopra, la speculazione si è mossa sulla base di considerazioni obiettive. Tra queste però rientra anche il fatto che la sua stessa azione modifica la situazione di base, rendendo più probabile il suo successo. Il punto è che la sostenibilità del debito pubblico, sia secondo il criterio statico sia secondo quello dinamico, è molto sensibile al livello dei tassi d'interesse; in assenza di una gestione centralizzata del debito pubblico dell'area dell'euro, tali tassi sono differenziati paese per paese, quindi più facilmente influenzati dalla manovra speculativa. Il rialzo degli *spread* ha quindi un effetto negativo sulla sostenibilità del debito, in misura potenzialmente assai rilevante, specie per paesi che hanno uno stock di debito pari o superiore al proprio PIL. Abbiamo quindi ricalcolato il *sovereign Ponzi gap* di alcuni paesi, in particolare per l'Italia, nella figura 6, confrontando quanto emerge utilizzando il valore dei tassi d'interesse vigente a giugno 2011, con quello vigente a luglio, in pieno attacco speculativo. In un solo mese, a causa della crescita dei tassi d'interesse, i maggiori oneri potenziali nel medio periodo per le finanze pubbliche ammontano quasi ad un punto di PIL. La speculazione rende dunque necessaria una manovra di finanza pubblica assai più pesante di prima per garantire la sostenibilità prospettica del debito, mentre allo stesso tempo rende più immediata la necessità di recuperare tale sostenibilità (a parziale consolazione, possiamo rilevare che una volta raggiunta appieno la sostenibilità la situazione dovrebbe invertirsi, creando un margine di manovra che potrebbe essere utilizzato per ridurre la quota del debito sul PIL, come accadde all'Italia negli anni '90).

Di fronte all'immediatezza del problema della crisi del debito sovrano e alle crescenti dimensioni che andava assumendo, la risposta di

politica economica si è concentrata su di esso, mentre per quel che riguarda il problema di fondo delle regole istituzionali della politica monetaria europea non è stato compiuto alcun significativo passo in avanti, a parte l'istituzione dello EFSF, sui cui compiti tuttavia la discussione è ancora aperta. Le proposte avanzate da più parti di emissioni obbligazionarie europee hanno ricevuto una doccia fredda dal direttorio Merkel-Sarkozy, che hanno riproposto l'adesione fideistica al ripristino di una strettissima disciplina di bilancio (che rischia di avere pesanti effetti recessivi, controproducenti per la stessa riduzione dei disavanzi pubblici: un punto su cui torneremo più avanti). La stessa proposta del nuovo direttorio europeo di una *Tobin tax* sulle transazioni finanziarie è stata accolta con scetticismo, e affossata dal Regno Unito. Quanto alla regolazione della finanza e all'eliminazione dello "strumento

Figura 6 – *Variazione della correzione di bilancio necessaria per mantenere il debito pubblico in pareggio, tra giugno e luglio 2011*



Note: per il calcolo della correzione del deficit necessaria al mantenimento del rapporto debito/PIL si sono utilizzate le previsioni di crescita, inflazione (deflatore del PIL) stimati dall'OCSE nel primo trimestre del 2011 (OECD, 2011) e i tassi d'interesse di lungo periodo (titoli pubblici decennali) stimati dalla stessa organizzazione relativamente ai mesi di giugno e luglio 2011 (OECD, *StatExtracts (MEI), Financial Indicators*).

di distruzione di massa”, i CDS, non si è fatto ancora nulla, nonostante i dubbi richiamati sopra sulla loro natura spuria. In queste condizioni, non resta che l’arma degli interventi di mercato aperto della BCE: un’arma che rischia di essere resa inefficace dall’ostilità tedesca verso di essi.

I rischi di una frammentazione dell’area dell’euro non possono essere considerati trascurabili. Molti sembrano vederla con favore, ignorando sia gli effetti destabilizzanti che essa avrebbe sui bilanci bancari, sia la corsa alle svalutazioni competitive che ne deriverebbe, con le conseguenze negative già sperimentate negli anni Trenta del Novecento, sia soprattutto il fatto che una sua frammentazione in un’area del marco e un’area mediterranea sarebbe esiziale per un paese come l’Italia, riaprendo le spinte alla secessione di un nord “bavarese” da un sud mediterraneo: un problema che vale anche per varie altre aree d’Europa, in particolare Spagna e Belgio, dove potrebbero riaprirsi aspre tensioni nazionalistiche oggi sopite dal processo di unificazione europea.

Come notava già Keynes riguardo al sistema di Bretton Woods, un sistema a cambi fissi (e a maggior ragione un’unione monetaria) che lasci tutto il peso della correzione degli squilibri macroeconomici sui soli paesi in deficit è pronò alla deflazione e difficilmente genera piena occupazione, sia nei paesi in surplus sia in quelli in deficit. Dunque, la strategia di uscita dalla crisi dell’euro dovrebbe consistere nel rilancio della crescita economica, con strumenti di politica attiva a livello continentale (iniziando dai cosiddetti *eurobond* e dalla realizzazione di progetti europei di infrastrutture, oltre che da una politica monetaria che persegua, come la Fed, sia la stabilità dei prezzi sia la piena occupazione e non il primo obiettivo soltanto, come invece prevede l’attuale statuto della BCE). Dovrebbe invece essere limitata allo stretto indispensabile l’imposizione di misure di austerità, rinunciando all’imposizione di rigide tabelle di marcia per la riduzione del debito in proporzione del PIL. Tali misure, peraltro, difficilmente potranno garantire la solvibilità di alcuni paesi (come la Grecia) o la sostenibilità del debito di altri, come risulta chiaramente se guardiamo ai *forward-looking sovereign Ponzi gap* riportati nella figura 5, senza neanche considerare che se tutti i paesi OCSE si ponessero contemporaneamente quegli altissimi obiettivi di austerità si avrebbe un’immediata ricaduta nella recessione.

Gli stessi paesi in surplus di bilancia dei pagamenti (Germania, ma anche Paesi Bassi, ecc.), che rifiutano di accettare politiche fiscali o monetarie espansive, hanno un forte interesse ad una ripresa della crescita nei paesi “mediterranei”. Infatti, nonostante i diversi pacchetti di salvataggio a Grecia, Irlanda e Portogallo (che hanno spostato parte del rischio d’insolvenza di questi creditori sulle finanze pubbliche europee), i loro sistemi bancari sono ancora, a molti mesi dallo scoppio della crisi, fortemente esposti verso i cosiddetti PIIGS, come mostra la tabella 3. I paesi in surplus sembrano considerare il solo lato debitorio come origine di problemi macroeconomici; ma ciò significa trascurare il fatto che è nei periodi di boom degli *asset* – in questo caso, i crediti verso i PIIGS – che si preparano le successive crisi. Alla luce dei lavori di Minsky e Kindleberger (cf. ad es. Minsky, 1982; Kindleberger, [1995] 2009), sono paesi come la Germania, con un’esposizione del sistema bancario verso i PIIGS superiore al 21% del PIL, la Francia, con un’esposizione poco inferiore al 32%, o l’Olanda, con un’esposizione pari al 20%, che appaiono estremamente fragili, specie alla luce degli alti livelli di leva finanziaria dei loro settori bancari (come si vede nella successiva tabella 4).

4. La deriva italiana

Veniamo così all’Italia. Da noi, il sistema bancario si è trovato in qualche difficoltà nel momento più drammatico della crisi finanziaria, ma a differenza di molti paesi europei non è andato incontro a una vera crisi. Come nota Ciocca (2010): “[l]a tradizione dei controlli della Banca d’Italia, la prudenza degli intermediari, la ristrutturazione recente dell’industria finanziaria, il più basso indebitamento dei privati, la stessa minore vivacità dell’economia hanno concorso al risultato, altamente positivo, di sottrarre – sinora – l’Italia alla instabilità finanziaria internazionale” (pp. 53-54).

Tuttavia, il nostro paese è stato colpito dalla crisi reale mondiale indotta dalla crisi finanziaria in misura estremamente forte, con una caduta del PIL paragonabile solo a quella avvenuta in Germania (che però

Tabella 3 – *Esposizione lorda del sistema bancario verso i PIIGS (al marzo 2011), milioni di dollari USA*

	Francia	Germania	Italia	Regno Unito	Spagna
Grecia, di cui:	65.279	28.996	6.254	19.241	1.509
Settore pubblico	13.401	14.080	2.442	3.961	502
Banche	1.636	2.084	233	2.324	16
Settore privato	41.905	7.606	1.858	8.368	630
Derivati	1.406	585	275	2.278	84
Cessione di garanzie	4.376	3.950	353	898	27
Crediti impegnati	2.555	691	1.093	1.412	250
Irlanda, di cui:	55.416	155.348	25.830	184.239	13.648
Settore pubblico	2.855	3.191	588	4.577	157
Banche	8.434	25.065	2.318	14.910	963
Settore privato	18.812	88.271	10.513	117.138	8.978
Derivati	4.986	15.612	674	37.969	2.228
Cessione di garanzie	17.690	16.349	3.272	2.291	575
Crediti impegnati	2.639	6.860	8.465	7.355	747
Portogallo, di cui:	34.006	51.353	7.749	31.270	109.401
Settore pubblico	8.611	8.799	612	1.805	7.250
Banche	6.273	15.913	2.046	5.359	7.080
Settore privato	13.465	14.150	1.673	19.444	74.147
Derivati	2.115	742	31	2.315	1.931
Cessione di garanzie	426	11.623	1.264	709	4.424
Crediti impegnati	3.116	126	2.123	1.638	14.568
Spagna, di cui:	183.743	223.630	47.106	130.986	-
Settore pubblico	32.581	29.389	5.798	8.629	-
Banche	36.473	69.149	8.842	14.974	-
Settore privato	77.031	79.321	17.119	77.199	-
Derivati	7.167	7.209	754	16.496	-
Cessione di garanzie	7.693	34.427	3.064	4.767	-
Crediti impegnati	22.798	4.135	11.526	8.922	-
Italia, di cui:	495.876	226.513	-	98.879	53.608
Settore pubblico	105.045	50.982	-	12.734	10.699
Banche	49.088	52.516	-	9.188	3.609
Settore privato	256.105	61.434	-	46.949	21.486
Derivati	14.275	8.932	-	16.556	2.489
Cessione di garanzie	22.709	46.626	-	5.918	6.833
Crediti impegnati	48.654	6.023	-	7.534	8.492
Esposizione verso i PIIGS	834.320	685.840	86.939	464.615	178.166
Esposizione in % del PIL 2010	32%	21%	4%	21%	13%

Note: milioni di dollari USA, valori calcolati con il criterio dell' "ultimate risk".

Fonte: elaborazione degli autori su BIS (2011), tabella 9E.

da allora ha recuperato la produzione persa). Il punto è che l'Italia da anni attraversava già una crisi strisciante, fatta di ristagno e di inflazione (contenuta ma pur sempre maggiore di quella dei nostri partner commerciali), con una progressiva perdita di terreno in termini di competitività e di reddito pro-capite rispetto agli altri paesi europei.

Sul primo punto, la tenuta iniziale del sistema bancario, è opportuno ricordare come diversi economisti ultra-liberisti parlassero di un "ritardo" del nostro paese nella finanziarizzazione, vista come elemento di progresso (si veda ad esempio il volume di Rajan e Zingales, 2004, seguito da molti interventi giornalistici sul *Corriere della Sera* e sul *Sole 24 Ore*). In realtà la cultura della Banca d'Italia ha sempre guardato con sospetto al modello basato su una leva finanziaria elevatissima per le banche e un peso elevato per le attività proprie delle banche d'investimento. Di qui il cosiddetto "ritardo", che al momento dell'esplosione della crisi ha evitato ripercussioni pesanti quali quelle che si sono avute in altri paesi. Al riguardo riportiamo la tabella 4, tratta da un recente articolo di Montanaro e Tonveronachi (2011): come si vede, dopo

Tabella 4 – *Caratteristiche del settore bancario in alcuni paesi europei, anno 2007*

	Asset in % del PIL	Leva finanziaria
Austria	310	16
Belgio	361	23
Danimarca	365	19
Finlandia	162	14
Francia	361	25
Germania	304	26
Grecia	156	15
Irlanda	831	33
Italia	201	10
Paesi Bassi	358	17
Portogallo	246	8
Spagna	262	17
Svezia	249	25
Regno Unito	520	27

Nota: leva finanziaria calcolata come rapporto tra *asset* totali (media annuale) e *common equity*.

Fonte: Montanaro e Tonveronachi (2011).

Finlandia e Grecia il nostro paese si trovava, subito prima della crisi, al terz'ultimo posto per dimensioni delle banche in rapporto

all'economia, e si trovava al penultimo posto (dopo solo il Portogallo) se guardiamo alla leva finanziaria. L'Italia era dunque in condizione di assorbire meglio una recessione da *deleveraging* (cioè collegata a una brusca riduzione della leva finanziaria), e i problemi "per fortuna" sono arrivati solo dal tracollo delle esportazioni.

Per quanto riguarda il secondo punto, la perdita relativa di terreno rispetto agli altri paesi dell'area euro può essere identificata in termini sia di maggiore inflazione, sia di minore crescita del PIL per occupato (e pro-capite), sia di minore crescita della produttività (si veda Ciocca, 2010 e 2009).

Per semplicità ci limitiamo a confrontare la dinamica recente italiana con quella europea (figura 7). Com'è noto, l'Italia si caratterizza per tassi di attività e di occupazione più bassi sia della media europea sia di quella dei paesi dell'area dell'euro. A partire dalla fine degli anni '90, una serie di riforme tese a rendere più flessibile l'ingresso e l'uscita dal lavoro, così come a rendere più decentralizzata la contrattazione salariale, sembrano avere effettivamente avuto qualche successo in termini occupazionali, come mostrato nel riquadro a) della figura 7 (soprattutto in termini di occupazione giovanile e femminile, sebbene queste misure abbiano certamente avuto un effetto negativo in termini di qualità e precarietà del lavoro: cfr. Corsi *et al.*, 2007).

Queste riforme hanno però comportato un cambiamento del modello di sviluppo, verso un sentiero di bassa crescita della produttività, bassi investimenti e alto utilizzo della forza lavoro (come dimostrato da Lucidi e Kleinknecht, 2010): un sentiero verso cui il nostro paese era forse già indirizzato dalla tradizionale specializzazione produttiva in settori *labour intensive*, ma che prima del percorso di adesione alla moneta unica godeva almeno dell'inflazione e della svalutazione come valvole di sfogo. Così, la produttività media del lavoro, storicamente superiore alla media dei paesi dell'EU-27, sebbene inferiore a quella dell'area euro, ha ristagnato rimanendo all'incirca costante in tutto il periodo dalla seconda metà degli anni '90 fino a subito prima della crisi (2007), mentre nello

stesso periodo cresceva la produttività sia dei paesi che adottano l'euro sia degli altri paesi europei (figura 7, riquadro b).

In aggiunta, e in parte in conseguenza di questo fenomeno, nello stesso periodo la crescita dei prezzi è stata nel nostro paese superiore a quella media europea, come mostrato nel riquadro c) della figura 7. La differenza, per quanto limitata, cumulandosi nel tempo ha generato un peggioramento dei problemi di competitività che hanno iniziato ad affliggere l'Italia anche per altre cause (*in primis* l'apertura al commercio con paesi con specializzazione produttiva simile e costi del lavoro notevolmente inferiori e, come detto, l'adesione ad un'unione monetaria caratterizzata da un regime di politica monetaria e valutaria affatto diverso da quello precedente).

In conseguenza di questo prolungato periodo di (bassa) crescita occupazionale senza crescita della produttività e con inflazione superiore alla media, in realtà l'Italia era entrata in recessione già prima della crisi mondiale: come mostra il riquadro d) della figura 7, in termini destagionalizzati il calo degli investimenti inizia nell'ultimo trimestre del 2006 e quello delle esportazioni nel primo trimestre del 2007; seguono ben presto le importazioni; i consumi (pubblici e privati) mantengono invece una relativa costanza in tutto il periodo considerato. Come risultato, nel quarto trimestre del 2007 l'Italia subiva una flessione del PIL reale destagionalizzato dello 0,4% su base trimestrale (corrispondente al -1,6% su base annuale), mentre l'Unione Europea e l'area dell'euro subivano i primi (e più limitati) cali della produzione solo nel secondo trimestre del 2008.

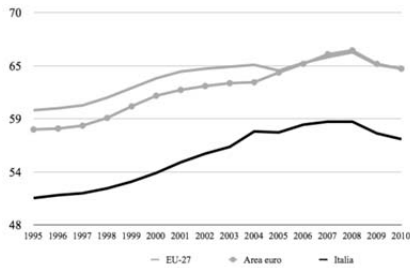
Le cause ultime di questo ritardo italiano sono molte e difficilmente sintetizzabili in questa sede. Occorre però citare almeno le dinamiche socio-economiche strutturali (tra cui anche il dominio politico del populismo) che hanno permesso una redistribuzione del reddito – questa sì analoga a quel che contemporaneamente si verificava in altri paesi industrializzati – a favore dei ceti più ricchi (cfr. ad esempio Galbraith e Garcilazo, 2004); tale redistribuzione, com'è noto, ha contribuito alla fragilità dell'economia reale e può essere considerata una delle cause ultime della crisi (Sylos Labini, [2003] 2009). Così, considerando un periodo un po' più lungo, si nota in Italia una forte flessione della quota

del reddito da lavoro dipendente sul PIL, che passa dal 50% alla fine degli anni '80 a meno del 40% alla fine dei '90; la flessione è poi interrotta solo dall'aumento del numero degli occupati, mentre il reddito per occupato non tornerà a crescere neppure negli anni 2000 (figura 8, riquadro a). Questa forte riduzione del reddito da lavoro ha, prevedibilmente, generato una dinamica dei consumi piuttosto stagnante (figura 8, riquadro b), compensata però fino alla seconda metà degli anni '90 da una robusta crescita delle esportazioni (e di conseguenza degli investimenti, ad esse molto correlati, come mostrato nella figura 6). Con la fine degli anni '90 e l'inizio dei 2000, il nuovo regime di bassissima crescita che si è descritto sopra (generato anche dal nuovo contesto internazionale) ha concorso al deterioramento della posizione competitiva del paese e quindi al forte rallentamento delle esportazioni, non compensato dalla crescita dei consumi interni. Ad aggravare la situazione, la crescita delle importazioni – che era stata inferiore a quella delle esportazioni durante gli anni '90 – diventa superiore a quella delle esportazioni, aggravando così il vincolo della bilancia dei pagamenti.

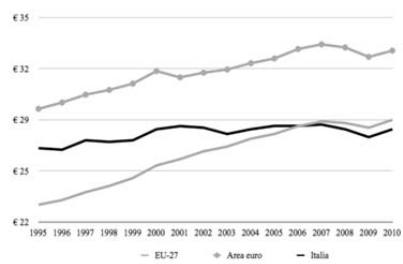
Oggi, le previsioni di crescita della nostra economia sono ancora fortemente legate a quelle del commercio mondiale, sebbene appaiano sempre più frequenti le revisioni al ribasso di tali previsioni. In queste condizioni, è evidente che una revisione sostanziale del modello di sviluppo seguito dal nostro paese nell'ultimo decennio è urgente e ineludibile, mentre la crisi mondiale non fa che peggiorare una già difficile situazione nazionale. Occorre in particolare riconoscere che la produttività del lavoro non è una grandezza indipendente dall'andamento del reddito e dell'occupazione quanto piuttosto, semplicemente, il prodotto totale diviso il numero di occupati, che quindi dipende da una pluralità di fattori, tra i quali: la possibilità (e capacità) di sfruttare le economie di scala, l'organizzazione dell'impresa (la sua dimensione, ecc.), le caratteristiche del settore industriale in cui questa opera (forma di mercato, ecc.), l'ambiente macroeconomico circostante (distretti locali, ma anche politiche monetarie e fiscali, valutarie, ecc.). Di questi aspetti non tengono conto le proposte di politiche per la crescita sia del governo che dell'opposizione, che si fondano semplicemente sull'invocazione di salvifiche privatizzazioni o liberalizzazioni.

Figura 7 – Dinamica macroeconomica recente, Italia ed Europa

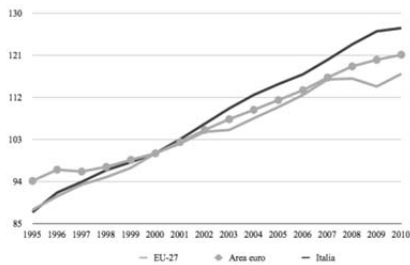
a) tassi di occupazione



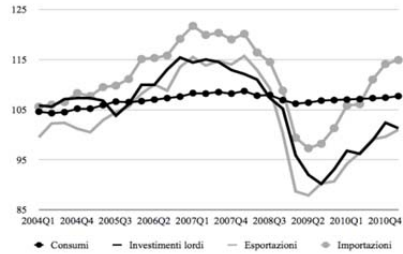
b) produttività oraria



c) deflatore del PIL



d) alcune componenti della domanda aggregata



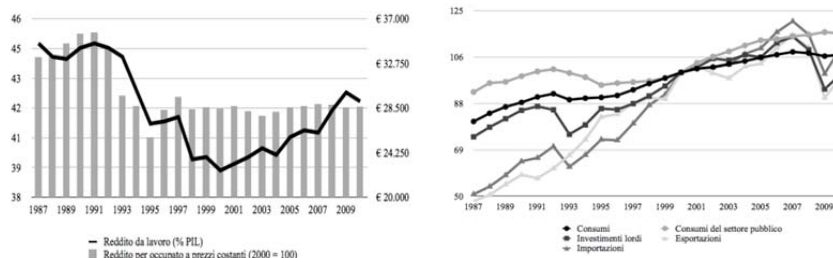
Note: per il riquadro a), tassi di occupazione medi per la fascia di età [15-64]; per il riquadro b), prodotto medio per ora lavorata in euro a prezzi correnti; per il riquadro c), deflatore del PIL con base anno 2000 = 100; per il riquadro d), valori destagionalizzati e calcolati a prezzi costanti, con base anno 2000 = 100.

Fonte: elaborazione degli autori su dati Istat, *Rilevazione continua delle forze di lavoro*; e Eurostat, *National Accounts*.

Figura 8 – L'Italia nel lungo periodo

a) evoluzione del reddito da lavoro

b) evoluzione della domanda aggregata



Note: per il riquadro a), reddito per occupato calcolato a prezzi costanti, espresso in euro con base anno 2000 = 1; per il riquadro b), valori calcolati a prezzi costanti, con base anno 2000 = 100.

Fonte: elaborazione degli autori su dati Istat, *Rilevazione continua delle forze di lavoro*; Eurostat, *National Accounts*.

5. La fretta è una cattiva consigliera

In conclusione, consideriamo in estrema sintesi alcuni temi del dibattito di politica economica in corso nel nostro paese, limitandoci a quanto può essere fatto dalle autorità di politica economica italiane, senza quindi considerare la “politica economica estera” relativa alle scelte da sostenere a livello europeo e internazionale, di cui ci siamo occupati nei paragrafi precedenti. Tali scelte, comunque, sono sia temporalmente che concettualmente precedenti a quelle nazionali. Come più volte ribadito su questa rivista, finché in particolare non si provvederà a livello internazionale ad una riforma incisiva della finanza (che limiti la speculazione, abolisca alcuni strumenti derivati e sposti su mercati regolamentati e vigilati lo scambio di molti altri strumenti oggi scambiati *over-the-counter*) e finché non si porrà mano alla struttura costituzionale e le regole procedurali dell’Unione Europea, i vincoli per la politica economica nazionale appaiono insuperabili.

Iniziamo con le due proposte di modifica costituzionale, intese a imporre un vincolo di pareggio del bilancio pubblico e a indirizzare il

paese verso una maggiore liberalizzazione del mercato del lavoro. In entrambi i casi, e soprattutto nel secondo, non si tratta certo di misure che possano contribuire al riequilibrio, nell'immediato, dei nostri conti pubblici; possono piuttosto essere considerate misure "di facciata", dirette semmai a compensare una qualche debolezza negli interventi diretti su entrate e spese pubbliche. In questo senso, misure di revisione costituzionale potrebbero avere una utilità concreta solo nella misura in cui contribuissero a modificare in senso positivo le valutazioni degli operatori internazionali, in particolare delle società di *rating*, sulla capacità delle autorità politiche italiane di sciogliere i nodi strutturali che appesantiscono i nostri conti pubblici e ostacolano lo sviluppo economico; proprio in questo senso, tuttavia, occorre temere il confuso e dispersivo dibattito politico cui inevitabilmente si dà avvio con l'annuncio di intenzioni vaghe e non di opzioni ben definite fin nei dettagli e sostenute da un largo consenso.

Per quanto riguarda il vincolo di pareggio del bilancio, molto dipende dalla formulazione che si vorrà dare alla nuova norma costituzionale. Se rigida (anche se riferita a un pareggio nella media del ciclo economico), rischia di generare difficoltà di fronte a eventi imprevisi, com'è accaduto proprio negli ultimi mesi agli Stati Uniti, il cui disavanzo era stato gonfiato dalla crisi economica e finanziaria (proprio negli Stati Uniti una lettera aperta destinata al presidente Obama e firmata da numerosi autorevoli economisti ha rimarcato come un vincolo costituzionale di pareggio di bilancio indurrebbe un *bias* prociclico alla politica macroeconomica); se flessibile, come nel caso della recente proposta di revisione costituzionale spagnola, si tratta di una dichiarazione di principio largamente priva di contenuto concreto.

Per quanto riguarda la "liberalizzazione" del mercato del lavoro ci limitiamo a sottolineare tre aspetti. Primo, non si tratta di una delle questioni più urgenti, in una fase in cui il problema della crescita riguarda soprattutto il ristagno della domanda aggregata e in cui al centro dell'attenzione è il tema dei conti pubblici. Secondo, la flessibilità di cui il nostro paese avrebbe bisogno riguarda soprattutto l'introduzione di nuove tecnologie, non la riduzione del potere contrattuale dei sindacati, come mostra anche l'andamento recente della distribuzione del reddito

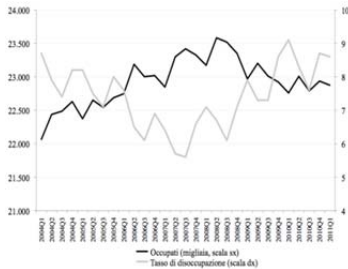
richiamata sopra. Terzo, nel momento in cui il costo concreto della manovra ricade soprattutto sui lavoratori dipendenti (sia tramite le tasse, sia tramite le modifiche alla normativa pensionistica) appare decisamente inopportuno introdurre un ulteriore elemento di scontro con misure dirette a limitare l'efficacia dello Statuto dei lavoratori. Dell'utilità di modifiche specifiche alla normativa sul lavoro si potrebbe discutere in sede politica, alla ricerca di un consenso il più vasto possibile, senza ricorrere al pretesto dell'urgenza di fronte all'allargarsi degli spread tra i BTp italiani e quelli tedeschi, che con misure di questo tipo hanno ben poco a che fare. Tali misure non solo rinforzerebbero le diseguaglianze di reddito e potere contrattuale accentuatesi nella fase più recente ma, tramite un inasprimento delle tensioni sociali, si rivelerebbero anche dannose per la crescita della produttività.

Per quanto riguarda la politica fiscale, nel breve periodo, come più volte ribadito su questa rivista, le condizioni dei mercati internazionali non permettono molte alternative all'austerità, almeno a livello nazionale (ve ne sarebbero invece a livello europeo, come accennato nel § 3). Poiché nella direzione dell'austerità si stanno orientando un po' tutti i paesi europei, inclusi quelli che attualmente hanno un surplus della bilancia dei pagamenti, le previsioni di crescita del PIL sono già state ulteriormente ridotte. In Italia, la depressione sta avendo costi, *in primis* occupazionali, sempre più pesanti: dall'inizio della crisi, come mostrato in figura 9, il tasso di disoccupazione è arrivato al 9%, con calo sia degli occupati sia delle ore lavorate. Inoltre, si è avuta un'esplosione della Cassa Integrazione Guadagni, sia ordinaria sia straordinaria, che almeno in parte nasconde (o posticipa) un ulteriore calo dell'occupazione e che peraltro, vista la limitata durata temporale di tale strumento e le risorse ingenti che esso assorbe, rischia di essere bruscamente interrotta prima di una ripresa della domanda di lavoro.

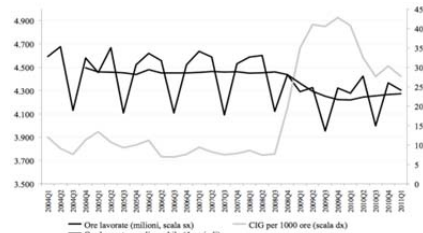
Nel medio periodo, misure dirette a favorire la crescita economica hanno certamente effetto sui conti pubblici; dal punto di vista della sostenibilità sociale, anzi, si tratta del modo migliore di affrontare il problema. Le strategie di crescita sono un tema di discussione ampio e controverso, nel quale ancora una volta non possiamo entrare in questa sede. Ci limitiamo a sottolineare tre aspetti. In primo luogo, a parità di saldi

Figura 9 – *Le conseguenze occupazionali della crisi in Italia*

a) Occupati e tasso di disoccupazione



b) Ore lavorate e Cassa Integrazione Guadagni



Fonte: Istat, *Indagine sulle forze di lavoro*, e *Rilevazione continua sulle forze di lavoro*.

di bilancio pubblico, la crescita può essere favorita da una quota di spese in conto capitale relativamente maggiore che in conto corrente, da un sostegno all'istruzione e alla ricerca e, nel nostro paese, da una migliore difesa del patrimonio naturale e artistico. In altri termini, in una fase in cui il saldo globale del bilancio pubblico può essere considerato vincolato, conta moltissimo la composizione interna della spesa pubblica. In secondo luogo, meritano un certo scetticismo le richieste di "riforme di struttura", generalmente dirette a ridurre il potere contrattuale dei lavoratori o a modificare la distribuzione del reddito a sfavore dei ceti meno abbienti (le riforme che avrebbero effetti diversi, quali quelle dirette a garantire una maggiore concorrenza tra notai, medici, avvocati, tassisti o distribuzione commerciale sono state prontamente accantonate...). Infine, nella situazione attuale in cui gli investimenti sono scoraggiati da un basso grado di utilizzo della capacità produttiva, gli incentivi agli investimenti possono avere effetti molto limitati; sarebbe assai più utile un rilancio dei consumi privati basato su una redistribuzione del reddito verso i ceti meno abbienti, necessariamente caratterizzati da una maggiore propensione al consumo (Carlucci, 2011).

Nell'ambito delle misure che incidono direttamente sulle entrate e sulle spese pubbliche, brilla su tutto la rinuncia al ricorso a una qualsiasi

forma di imposta patrimoniale, o comunque di un inasprimento delle imposte sulle rendite, finanziarie e reali. In effetti, basterebbe un adeguamento dei coefficienti catastali, fermi da tanti anni, e il ripristino dell'ICI sulla prima casa, per ottenere un gettito ben più che sufficiente a evitare tagli ulteriori all'istruzione e alla ricerca. In una situazione di pesante evasione dell'Iva e dell'Irpef, la tassazione dei patrimoni, eventualmente accompagnata da una riduzione delle aliquote Irpef, può fornire un importante contributo perequativo; nello stesso senso può agire una forte tassazione mirata su tipici beni di lusso, dalle automobili di maggiore cilindrata e maggiore ingombro alle barche. Cosa importantissima nella situazione attuale, la tassazione dei patrimoni e delle rendite ha effetti sulla domanda minori rispetto ai tagli alla spesa pubblica, specie quella in conto capitale.

La riforma delle pensioni è necessaria, perché è una voce che può dare un grosso contributo ai conti pubblici; in particolare occorre evitare che la crescita di questa voce riproponga continuamente problemi di finanziamento. Occorrono però due elementi di cautela. In primo luogo, per motivi di equità oltre che di costo, occorre sfoltire la “giungla previdenziale”, eliminando o quanto meno ridimensionando i trattamenti pensionistici preferenziali (da quelli dei deputati e senatori e dei consiglieri regionali a quelli del settore telefonico, da quelli degli artigiani a quelli dei dipendenti del Senato, della Camera, delle Regioni, della Banca d'Italia: tutti casi in cui il valore attuariale dei contributi versati è sostanzialmente inferiore a quello delle prestazioni ricevute). In secondo luogo, deve essere chiaro che la previdenza pubblica va salvaguardata, non sacrificata a favore della previdenza complementare, che nonostante i trattamenti fiscali di favore ha costi di gestione e rischiosità ben superiori a quella pubblica (non è questo il luogo per un'analisi della questione: rinviamo a Lindert, 2004, per una approfondita analisi in prospettiva storica della spesa sociale, delle sue caratteristiche e delle sue insostituibili funzioni). Sostanziali risparmi di spesa, ad esempio, potrebbero essere ottenuti tramite una maggiore progressività nel sistema previdenziale (D'Ippoliti, 2011) o l'eliminazione di distorsioni allocative, anche nel rapporto tra uomini e donne (distorsioni che contribuiscono al perseverare di stereotipi di genere e in definitiva

allo sfruttamento del lavoro casalingo delle donne: Corsi e D'Ippoliti, 2009).

Il problema del ridimensionamento delle pensioni e della sanità pubblica, e ancor più il problema della disoccupazione (inclusa la quota di riduzione delle forze di lavoro che deriva da scoraggiamento di fronte alla difficoltà di trovare lavoro), debbono essere valutati alla luce di un rischio che spesso i tecnici dell'economia trascurano, o relegano in secondo piano: il rischio di un aumento drammatico delle tensioni sociali, che vanno considerate una variabile endogena, sia in quanto effetto della crisi sia in quanto causa di ulteriori peggioramenti della stessa situazione economica.

Come mostrato nella tabella 5, la povertà delle famiglie italiane, misurata in termini di esclusione sociale (quindi come variabile multidimensionale e non limitata al reddito monetario), riguarda nel 2010 quasi una famiglia su sei, e in termini "gravi" quasi una su tredici. Al sud, le proporzioni salgono ad una famiglia su quattro in condizioni di povertà, e una su otto in condizioni di povertà grave. Altrettanto grave è la condizione di fragilità o vulnerabilità delle famiglie, con una su tre che dichiara di non essere in grado di fronteggiare eventuali spese impreviste (tale valore è superiore ad una famiglia su quattro perfino al nord). Inoltre, anche in conseguenza del *trend* negativo nei redditi da lavoro, sale il numero di lavoratori che vivono in condizione di povertà nonostante siano occupati: dall'8,9% nel 2008 (valore in linea con la media EU-27, poco superiore a quello dell'area dell'euro) al 10,2% nel 2010 (rispetto all'8,4% dell'Unione Europea e all'8,1% dell'area euro).³

Questi valori sono in aumento rispetto all'anno precedente, perché com'è noto le conseguenze sociali e occupazionali della crisi si manifestano con un certo ritardo rispetto all'instabilità finanziaria iniziale; è prevedibile che la situazione continui a peggiorare in conseguenza delle attuali politiche di austerità, in quanto i tagli alle spese sociali e quelli agli enti locali necessariamente ricadranno sui cittadini in termini di minori servizi (inclusi i servizi sociali minimi di sostegno alle

³ Fonte Eurostat, statistiche su *Income, social inclusion and living conditions*, indicatore "in-work at-risk-of-poverty rate".

Tabella 5 – *Povert  multidimensionale tra le famiglie italiane, percentuale di famiglie povere*

	nord		centro		sud		Italia	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
	Indicatore Eurostat di deprivazione	9,2	9,7	13,6	13,5	25,1	26	15,2
Indicatore Eurostat di grave deprivazione	4	3,8	5,3	5,6	12,1	13	6,8	7,1
Arretrati nel pagamento di bollette, mutuo, affitto o debiti	7,9	8,9	10,7	10,3	15,8	14,9	10,9	11,1
- <i>mutuo</i>	5,8	6,1	5,1	6,1	8,1	5,6	6,1	6
- <i>affitto</i>	12	15,1	14,1	13,2	13,5	15,6	12,9	14,9
- <i>bollette</i>	6,2	6,7	9	8,3	13,8	13,2	9,2	9,1
Debiti diversi dal mutuo	11,7	11,5	14,2	11,4	18,7	17,1	14	13
Non riesce a sostenere spese impreviste di 800 euro	25,4	25,5	33,2	31,9	45,2	46,1	33,3	33,4
Non pu� permettersi alcune voci di spesa:								
- riscaldare adeguatamente l'abitazione	5,2	5,2	8,7	8,5	20,2	22,8	10,6	11,5
- una settimana di ferie in un anno lontano da casa	29	28,6	39,2	39,7	58,4	56,5	40,4	39,7
- fare un pasto adeguato almeno ogni due giorni	4,6	4,8	5,8	6	10	10,7	6,6	6,9
- non pu� permettersi TV a colori, telefono, lavatrice o automobile	3,2	2,9	2,8	3,2	5,7	5,9	3,9	3,9

Note: dati provvisori per il 2010; l'indicatore Eurostat di deprivazione include le famiglie che soddisfano almeno tre tra i seguenti requisiti: 1) non riuscire a sostenere spese impreviste, 2) non potersi permettere una settimana di ferie in un anno lontano da casa, 3) avere arretrati (mutuo o bollette o altri debiti diversi dal mutuo), 4) non potersi permettere un pasto adeguato almeno ogni due giorni, 5) non potersi permettere di riscaldare adeguatamente l'abitazione, non potersi permettere: 6) lavatrice, 7) TV a colori, 8) telefono, o 9) automobile; l'indicatore Eurostat di grave deprivazione include le famiglie che soddisfano almeno quattro dei precedenti requisiti; il numero di famiglie che hanno difficolt  nei pagamenti   calcolato esclusivamente per le famiglie che debbono farvi fronte; il dato relativo alle spese impreviste nell'anno 2009 si riferisce ad un importo di 750 euro; la domanda relativa ai pasti "adeguati" chiede se la famiglia pu  permettersi di fare un pasto completo a base di carne, pollo o pesce almeno una volta ogni due giorni.

Fonte: Istat (2011).

famiglie e agli individui in condizioni di povertà e deprivazione). Solo in parte i tagli alla spesa pubblica potranno essere compensati da una maggiore fornitura domestica di tali servizi, che comunque avrà ricadute negative in termini di disuguaglianza di genere (Corsi *et al.*, 2011).

Il rischio che si avvii una spirale in cui le misure di austerità fiscale ostacolano la crescita del reddito e favoriscono un calo di occupazione, generando condizioni di malessere sociale che a loro volta possono portare a pesanti reazioni negative, è forte e crescente. Le scelte di politica economica, incluse le scelte da adottare nelle sedi dell'Unione Europea, dovrebbero porre tale rischio al centro dell'attenzione.

BIBLIOGRAFIA

- BANCA PER I REGOLAMENTI INTERNAZIONALI (BIS) (2011), *Detailed tables on preliminary locational and consolidated banking statistics at end-March 2011*, Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, Basilea, luglio.
- BORIO C. e DISYATAT P. (2011), "Global imbalances and the financial crisis: link or no link?", *BIS Working Papers*, n. 346, Bank for International Settlements, Basilea.
- CARLUCCI F. (2011), "Un'analisi quantitativa delle politiche di rientro dal disavanzo pubblico in Italia", *Moneta e Credito*, vol. 64 n. 254, pp. 135-175.
- CIOCCA P. (2007), *Ricchi per sempre? Una storia economica d'Italia (1796-2005)*, Bollati Boringhieri, Torino.
- (2010), "La specificità italiana nella crisi in atto", *Moneta e Credito*, vol. 63 n. 249, pp. 51-58.
- CORSI M. e D'IPPOLITI C. (2009), "Poor old grandmas? On gender and pension reforms in Italy", *Brussels Economic Review - Cahiers Economiques De Bruxelles*, vol. 52 n. 1, pp. 35-56.
- CORSI M., D'IPPOLITI C., LUCIDI F. e ZACCHIA G. (2007), "Giovani, donne e migranti: i 'giacimenti' del mercato del lavoro visti in un'ottica regionale", in Villa P. (a cura di), *Generazioni flessibili, nuove e vecchie forme di esclusione sociale*, Carocci, Roma.
- CORSI M., SAMEK M., CIPOLLONE A. e D'IPPOLITI C. (2011), "The impact of the economic crisis on the situation of women and men and on gender equality policies", rapporto preparato per la Commissione Europea, DG Occupazione, Affari Sociali e Pari Opportunità, Brussels.
- D'IPPOLITI C. (2011), "Introduzione: la crisi economica e della scienza economica", *Moneta e Credito*, vol. 64 n. 254, pp. 95-104.
- DE GRAUWE P. (2011), "Governance of a fragile Eurozone", *Ceps Working Document*, n. 346, maggio 2011.

- DYMSKI G. (2011), "Race, power and the subprime/foreclosure crisis: a mesoanalysis", *Levy Economics Institute of Bard College Working Papers*, n. 669.
- FRATIANNI M. e MARCHIONNE F. (2010), "The banking bailout of the subprime crisis: size and effects", *PSL Quarterly Review*, vol. 63 n. 254, pp. 187-233.
- GALBRAITH J.K. e GARCILAZO E. (2004), "Disoccupazione, disuguaglianza e politica dell'Europa: 1984-2000", *Moneta e Credito*, vol. 57 n. 225, pp. 3-29.
- ISTITUTO NAZIONALE DI STATISTICA (ISTAT) (2011), *Rapporto annuale 2010*, Istituto Nazionale di Statistica, Roma.
- KINDLEBERGER C.P. ([1995] 2009), "L'aumento dei prezzi delle attività e la politica monetaria", *Moneta e Credito*, vol. 62 nn. 245-248, pp. 27-52.
- KREGEL J. (2010), "Uscire dalla crisi finanziaria statunitense: la politica domina l'economia nella Nuova Economia Politica", *Moneta e Credito*, vol. 64 n. 253, pp. 15-30.
- (2011), "Will restricting proprietary trading and stricter derivatives regulation make the US financial system more stable?", *PSL Quarterly Review*, vol. 64 n. 258, pp. 227-247.
- LINDERT P.H. (2004), *Growing public*, 2 voll., Cambridge University Press, Cambridge.
- LUCIDI F. e KLEINKNECHT A. (2010), "Little innovation, many jobs: an econometric analysis of the Italian labour productivity crisis", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 34 n. 3, pp. 525-546.
- MASERA R. (2010), "Reforming financial systems after the crisis: a comparison of EU and USA", *PSL Quarterly Review*, vol. 63 n. 255, pp. 299-362.
- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE (MEF) (2011), *Comunicato stampa*, n. 94, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Roma, 1 luglio 2011.
- MINSKY H.P. (1982), *Can 'it' happen again? Essays on instability and finance*, Sharpe, Armonk.
- MONTANARO E. e TONVERONACHI M. (2011), "A critical assessment of the European approach to financial reforms", *PSL Quarterly Review*, vol. 64 n. 258, pp. 193-226.
- ORGANIZZAZIONE PER LA COOPERAZIONE E LO SVILUPPO ECONOMICO (OECD) (2011), *OECD Economic Outlook*, vol. 2011/1, Parigi.
- PRODI R. e QUADRIO CURZIO A. (2011), "EuroUnionBond: ecco ciò che va fatto", *Il Sole 24 Ore*, 23 agosto.
- PULLIAM S. e RAPPAPORT L. (2011), "Goldman takes a dark view", *The Wall Street Journal*, edizione online, 1 settembre 2011.
- QUADRIO CURZIO A. (2011), "Economie in crisi: Eurolandia dalla resistenza alla ricostruzione", *Moneta e Credito*, vol. 64 n. 254, pp. 105-114.
- RAJAN R.G. e ZINGALES L. (2004), *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Einaudi, Torino.
- RISK H. (2007), "Derivative Trades Jump 27% to Record \$681 Trillion", *Bloomberg News*, 10 dicembre 2007, disponibile online alla URL: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ad71potU0EbM>.
- RONCAGLIA A. (2011), "Macroeconomie in crisi e macroeconomie in ripresa", *Moneta e Credito*, vol. 64 n. 254, pp. 115-133.
- STARR M. (2009), "Lifestyle conformity and lifecycle saving: a Veblenian perspective", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33 n. 1, pp. 25-49.
- SYLOS LABINI P. ([2003] 2009), "Le prospettive dell'economia globale", *Moneta e Credito*, vol. 62 n. 245-248, pp. 61-89.

- TONVERONACHI M. (2010), "Financial innovation and system design", *PSL Quarterly Review*, vol. 63 n. 253, pp. 131-44.
- (2011), *The sovereign Ponzi crisis in Europe*, presentazione tenuta al Centro de Estudios De Estado y Sociedad (CEDES), 18 agosto 2011, Buenos Aires.