

Il vincolo esterno e la politica economica in Italia (1945-2015)

*di Cesare Benzi¹, Andrea Kalajžić^{2,3}
17 settembre 2015, unpublished paper*

Forse un giorno verrà il tempo di analizzare nel dettaglio le motivazioni psicologiche che hanno condotto una classe dirigente ad effettuare scelte che in larga misura entravano in conflitto con la propria natura e tradizione, ancorando di fatto un paese – che era appena uscito dalla drammatica esperienza del ventennio fascista – ad un ordine economico internazionale e al rispetto di vincoli che hanno profondamente influenzato le decisioni di politica economica e, conseguentemente, le dinamiche dello sviluppo economico nazionale.

Sottomettersi ad un vincolo esterno⁴ non era una scelta scontata ed è stata a lungo dibattuta

¹ Università degli Studi dell'Insubria, Facoltà d'Economia, informazioni di contatto: c.benzi@libero.it

² Università degli Studi dell'Insubria, Facoltà d'Economia, informazioni di contatto: andro.kalajzic@fastwebnet.it

³ Questo lavoro è un tentativo di far emergere un approccio ai temi dello sviluppo economico italiano di lungo periodo che a nostro avviso emerge dall'analisi – condotta in modo indipendente e con un'attenzione ad aspetti apparentemente non complementari – di alcuni lavori di due autori della Facoltà di Economia dell'Università dell'Insubria, Gioacchino Garofoli e Giancarlo Bertocco. Non sappiamo se in qualche modo si riconosceranno in quanto scritto: resta pertanto inteso che la responsabilità di quanto segue è esclusivamente di chi scrive.

⁴ Il termine di vincolo esterno non ha mai ricevuto una trattazione analitica ed è stato per lo più usato per far riferimento ad una sorta di obbligazione che il nostro paese ha assunto nei confronti dei propri partner internazionali: un approccio di questo tipo è quello utilizzato da Guido Carli per spiegare le motivazioni alla base delle decisioni prese dalla Banca d'Italia durante il suo quindicennale mandato (1960-1975) e poi dal governo italiano negli anni in cui – svolgendo le funzioni di Ministro del Tesoro (1989-1992) – venne sancita l'adesione al Trattato di Maastricht. In particolare, Carli riteneva che la classe dirigente italiana – storicamente caratterizzata da un immobilismo che derivava dalla prevalenza degli interessi particolari sugli interessi generali – non fosse in grado di attuare le riforme di politica economica necessarie a modernizzare il paese. Da questo punto di vista, i vincoli posti dall'adesione ad un dato ordine economico internazionale, che fossero l'equilibrio esterno o il debito pubblico, avrebbero rappresentato uno

nell'immediato dopoguerra⁵. Tuttavia, si trattava di una scelta in una certa misura imposta dalle condizioni economiche del nostro paese, che aveva ereditato dal secondo conflitto mondiale ingenti danni bellici e che necessitava quindi di una vasta opera di ricostruzione: tale ricostruzione poteva avvenire solo importando materie prime (di cui il nostro paese è tradizionalmente scarsamente dotato) e, soprattutto, mezzi di produzione; la crescita delle importazioni richiedeva, tuttavia, un crescente sviluppo delle esportazioni e quindi una crescente integrazione con le economie dei fornitori di input.

Resta il fatto che – al di là delle motivazioni psicologiche o delle ragioni contingenti che hanno condotto ad un'iniziale integrazione internazionale – il cosiddetto vincolo esterno ha effettivamente orientato le scelte operate dai governi nazionali fino ai giorni nostri e non appare pertanto un esercizio inutile analizzarne le caratteristiche e le differenti configurazioni che ha assunto nel corso di questi settant'anni. In questo lasso di tempo, la formulazione assunta dal vincolo esterno è infatti mutata diverse volte e ciò ha comportato frequenti variazioni delle linee-guida della politica economica.

Un buon strumento teorico per comprendere tali cambiamenti e la loro influenza sull'economia nazionale sembra essere la relazione tra obiettivi di politica economica e strumenti utilizzati (cfr. paragrafo 1.). Sulla base di tale relazione è possibile individuare due principali relazioni tra vincolo esterno ed obiettivi/strumenti della politica economica: la fase che va dall'immediato dopoguerra all'adesione dell'Italia al trattato di Maastricht, che può essere a sua volta ripartita in diversi sottoperiodi, è caratterizzata dall'obiettivo dell'incremento della competitività internazionale (cfr. paragrafo 2.); il periodo successivo marca invece il passaggio del modello dall'obiettivo della competitività internazionale a quello della sostenibilità finanziaria di lungo periodo delle politiche pubbliche (cfr. paragrafo 3.). Come vedremo, lo spostamento dell'ottica degli interventi di politica economica non avviene senza conseguenze e ha effetti rilevanti sulla natura e sulla dinamica della struttura socio-economica del paese.

1. La triade inconciliabile

Per la letteratura economica postbellica, che si ispirava largamente alla sintesi neoclassica del pensiero di Keynes, l'incompatibilità di un ampio

stimolo importante sulla via della modernizzazione e dello sviluppo economico (cfr. Carli, 1996).

⁵ Per una rassegna del dibattito cfr. Graziani (1998), pp. 23-27 e Garofoli (2014), pp. 25-28.

spettro di obiettivi in presenza di un numero limitato di strumenti era un fatto ben noto.

Un caso di scuola che risulta molto utile per i fini che ci siamo posti è quello dell'impossibilità, per ogni Banca Centrale di raggiungere simultaneamente i tre obiettivi costituiti da un sistema di cambi fissi, dall'autonomia della politica monetaria e dalla libera circolazione dei capitali⁶. La Banca Centrale può infatti controllare due soli strumenti: il tasso di interesse (che influenza sia la politica monetaria che la politica del bilancio con l'estero, relativamente ai movimenti di capitali) e il tasso di cambio (che influenza la politica del bilancio con l'estero, relativamente ai movimenti di beni e servizi). Ecco quindi la necessità di rinunciare ad uno dei tre obiettivi, che – come vedremo – in Italia è stato differente nei diversi periodi storici che costituiscono l'oggetto di questa analisi.

Henry C. Wallich ha definito triade inconciliabile la condizione caratterizzata dall'impossibilità di raggiungere simultaneamente i tre obiettivi e, di conseguenza, dalla necessità di rinunciare a perseguirne uno (cfr. Wallich, 1972). Come si può notare dall'esame della Figura 1, sono in effetti tre le opzioni delle autorità di politica monetaria:

- l'autonomia della politica monetaria e la stabilità del tasso di cambio possono essere garantiti solo a condizione che non vi sia libertà di movimento dei capitali ovvero che vengano introdotte limitazioni relative a tali movimenti: è il lato sinistro del triangolo presentato in Figura 1 e rappresenta grosso modo la situazione derivante dall'applicazione del cosiddetto sistema di Bretton Woods;
- l'autonomia della politica monetaria e la libera circolazione dei capitali possono essere garantiti solo se si rinuncia ad un sistema di cambi fissi ovvero solo se esiste un regime valutario basato su cambi flessibili: è la base del triangolo rappresentato in Figura 1 ed è una buona approssimazione dell'ordine economico internazionale prevalente negli anni Settanta ed Ottanta ed anche oggi, se si considera l'intera economia mondiale e non si prende in considerazione l'esistenza di alcune aree valutarie ottimali;

- infine, si può pensare che sia garantita la stabilità dei cambi e la libera circolazione dei capitali, ma in questo modo occorre rinunciare all'autonomia della politica monetaria: questo caso è rappresentato dal lato destro del triangolo in Figura 1 ed è caratteristico delle cosiddette aree valutarie ottimali – ad esempio l'Unione Europea – in cui ogni paese aderente rinuncia alla propria sovranità monetaria, delegando la politica monetaria ad un ente di natura superiore (nel caso dell'Unione Europea, la Banca Centrale Europea).



Figura 1. La triade inconciliabile
(Fonte: Krugman, Obstfeld, 2009)

La scelta di un modello piuttosto che un altro ha implicazioni profonde (e non sempre esplicitate) sull'efficacia delle politiche economiche e, pertanto, sull'opportunità di alcune misure piuttosto che altre. Lo si può evincere abbastanza intuitivamente attraverso un'analisi grafica basata su un modello IS-LM di economia aperta, in cui cioè – accanto alle tradizionali curve di equilibrio sul mercato degli investimenti (IS) e della moneta (LM) – viene proposta una curva raffigurante l'equilibrio della bilancia dei pagamenti (BP).

In Figura 2 viene presentata una situazione derivante dall'accettazione di un ordine economico internazionale come quello caratterizzato dall'attuazione degli accordi di Bretton Woods. In questo caso, come visto, vengono sterilizzati i movimenti di capitali e quindi la curva BP non dipende dal tasso di interesse (che alimenta i flussi di capitale tra un paese ed un altro) ma dipende esclusivamente dal saldo di parte corrente. L'equilibrio macroeconomico interno può essere influenzato da politiche monetarie e fiscali espansive, che garantiscono un incremento del reddito e dell'occupazione (determinando quindi uno spostamento dell'equilibrio da E a E'). L'equilibrio esterno dipende invece dal saldo delle partite correnti

⁶ Il problema fu inizialmente posto da Robert Mundell (cfr. Mundell, 1961, 1963) e poi fu ripreso con una felice metafora da Wallich (1972): una buona divulgazione analitica del problema la si può trovare nel libro di Krugman e Obstfeld (cfr. Krugman, Obstfeld, 2009), mentre una lucida ed appassionata interpretazione delle motivazioni che storicamente hanno determinato le caratteristiche e l'evoluzione dell'ordine economico internazionale è stata effettuata da Fernando Vianello (Vianello, 2005).

che in un primo momento tende a diventare negativo, in quanto l'aumento del reddito fa crescere le importazioni: l'equilibrio interno con maggiori livelli di reddito ed occupazione può quindi essere mantenuto solo se viene incrementato il livello delle esportazioni ovvero se la curva BP si sposta verso destra nella posizione BP'. In altri termini, il vincolo esterno è in questo caso rappresentato dalla necessità di incrementare la competitività internazionale dei prodotti nazionali.

Consideriamo ora il caso caratterizzato dall'esistenza di cambi flessibili e presentato in Figura 3. In questo caso l'equilibrio della bilancia dei pagamenti è influenzato da variazioni del tasso di interesse, in risposta ai movimenti del quale i capitali affluiscono e fuoriescono da un dato paese, e la curva BP è pertanto parallela all'asse delle ascisse. In questo caso una politica monetaria espansiva produce effetti

positivi sul livello del reddito, generando uno spostamento verso destra della curva LM: dato che l'espansione monetaria determina una contrazione del tasso di interesse e un deficit della bilancia dei pagamenti, attraverso l'incremento dell'offerta di valuta nazionale viene quindi a determinarsi una svalutazione, con effetti espansivi anche sul mercato dei beni (spostamento a destra della curva IS) e con un equilibrio finale che garantisce un ulteriore incremento del reddito. Le politiche fiscali espansive sono invece inefficaci poiché generano un innalzamento del tasso d'interesse e un surplus della bilancia dei pagamenti, l'incremento della domanda di valuta nazionale, l'apprezzamento del cambio, la perdita di competitività internazionale e – in definitiva – la contrazione dell'attività produttiva ai livelli iniziali.

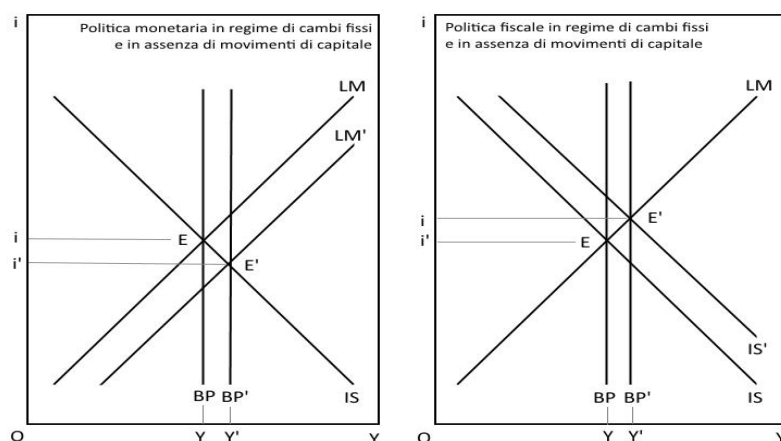


Figura 2. Il Golden Exchange Standard (1946-1971): efficacia della politica monetaria e fiscale

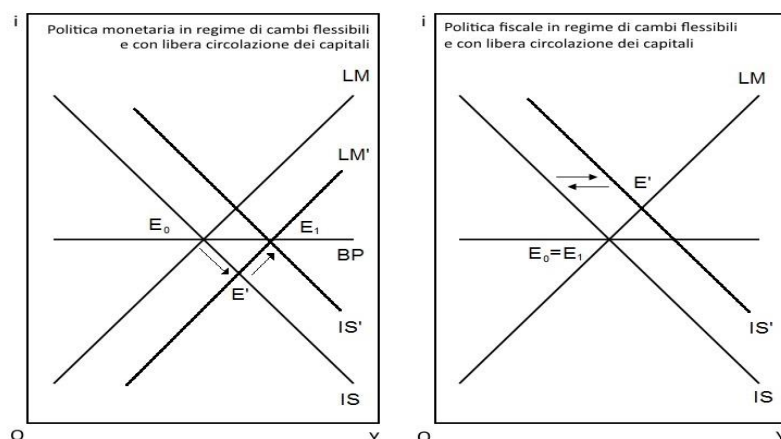


Figura 3. Il regime dei cambi flessibili (1971-1992): efficacia della politica monetaria ed inefficacia della politica fiscale

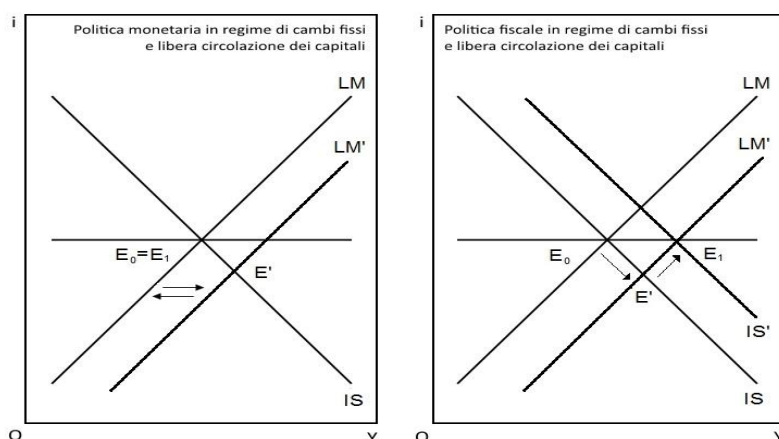


Figura 4. Le aree valutarie ottimali e il sistema Euro (1993-2014): efficacia della politica fiscale ed inefficacia della politica monetaria

Infine, non resta che affrontare l'ultimo caso ovvero la situazione che caratterizza le aree valutarie ottimali e che viene esemplificato dalla Figura 4. Anche in questo caso la curva BP è parallela all'asse delle ascisse perché i movimenti di capitale – in risposta a variazioni del tasso di cambio – garantiscono l'equilibrio della bilancia dei pagamenti. In questo caso, tuttavia, una politica monetaria espansiva è inefficace perché genera una contrazione del tasso d'interesse e un deficit della bilancia dei pagamenti: poiché i cambi sono fissi, il riequilibrio della bilancia dei pagamenti deve avvenire attraverso una contrazione della base monetaria che determina uno spostamento della LM nella posizione originaria, con effetti praticamente immutati sul livello del reddito. D'altra parte, sono invece efficaci le politiche fiscali espansive, dato che determinano un incremento del tasso d'interesse ed un afflusso di capitali che genera così un surplus della bilancia dei pagamenti: tale surplus deve essere compensato attraverso emissione di moneta, in modo tale da mantenere il tasso di interesse in linea con gli obiettivi di pareggio della bilancia dei pagamenti; tuttavia, ciò provoca un ulteriore effetto espansivo sul livello del reddito.

Questi i casi di scuola: consideriamo ora in che modo è possibile declinare la teoria all'esperienza italiana nel corso degli ultimi settant'anni.

2. La competitività internazionale: investimenti, politica dei redditi e politica del cambio

La scelta del modello di sviluppo operato dalle autorità di governo all'indomani del secondo conflitto mondiale – in particolare la decisione di perseguire un incremento del reddito e

dell'occupazione attraverso un aumento delle esportazioni di beni manufatti ovvero attraverso il conseguimento di una crescente competitività internazionale⁷ – ha influenzato in modo costante le scelte di politica economica nel quarant'anni successivi.

2.1. Il tasso di cambio reale

Possiamo sintetizzare le dinamiche determinate dall'esistenza del vincolo esterno dall'immediato dopoguerra fino all'inizio degli anni Ottanta a partire dalla definizione del tasso di cambio reale, ovvero il prezzo dei prodotti di un paese espresso nella valuta di un partner commerciale.

Consideriamo di avere due paesi – che chiameremo A e B – e di voler determinare la competitività di uno dei due nei confronti dell'altro. La competitività dei prodotti del paese A dipende da due fattori: in primo luogo, dal prezzo dei prodotti nazionali (P_A) rispetto ai prodotti esteri (P_B , considerati dati esogenamente, dato che la politica economica nazionale non è in grado di influenzarli); in secondo luogo dal tasso di cambio nominale ($e_{A,B}$), attraverso le cui variazioni le autorità di politica economica tentano di influenzare il prezzo dei prodotti del paese A all'estero. Abbiamo quindi che:

$$\varepsilon_{A,B} = \frac{P_A}{P_B} \cdot e_{A,B} \quad (1)$$

in cui ($\varepsilon_{A,B}$) è il tasso di cambio reale, (P_A) rappresenta il prezzo dei prodotti del paese A, (P_B) quello dei prodotti del paese B, ($e_{A,B}$) il tasso di cambio nominale ovvero il rapporto tra il valore

⁷ Cfr. Bertocco (1991), Garofoli (2014).

della valuta del paese A e quello della valuta del paese B⁸.

Il tasso di cambio reale (cfr. il prezzo dei prodotti nazionali sui mercati esteri) cresce se aumentano i prezzi dei prodotti nazionali relativamente a quelli esteri e/o se si ha una rivalutazione della moneta nazionale: in questo caso il paese A perderebbe competitività nei confronti del paese B. All'opposto, si avrebbe un incremento della competitività nazionale qualora si verificasse un decremento dei prezzi interni relativamente a quelli esteri e/o una svalutazione della moneta nazionale.

Consideriamo ora il vincolo esterno alla luce della possibilità di influenzare queste due variabili: i prezzi relativi dei prodotti nazionali ed il tasso di cambio nominale.

2.2. Le politiche di promozione della competitività "interna": la produttività del lavoro e la distribuzione del reddito

In primo luogo sembra quindi opportuno verificare in che modo la politica economica può influenzare il tasso di cambio reale attraverso il controllo della dinamica dei prezzi relativi ovvero il del rapporto (P_A/P_B): poiché i prezzi esteri non sono direttamente controllabili e vanno quindi considerati una variabile esogena, si tratta di porre in atto misure in grado di frenare la dinamica dei prezzi interni, incrementare le esportazioni e – indirettamente – il prodotto interno lordo e l'occupazione.

Consideriamo quindi il lato dell'offerta e definiamo il prodotto interno lordo in termini monetari come la somma di salari e profitti:

$$P_A \cdot Y = w \cdot N + R$$

in cui (P_A) rappresenta il livello medio dei prezzi del paese A, (Y) il volume della produzione, (w) il saggio di salario, (N) l'occupazione complessiva (per cui $w \cdot N$ è il monte salari) ed (R) i profitti totali. Dividendo ambo i membri per il volume della produzione (Y) si ottiene:

$$P_A = \frac{w \cdot N}{Y} + \frac{R}{Y}.$$

Ora, se si ipotizza che i profitti siano determinati con il sistema del *mark up* ovvero che siano pari a μ volte il monte salari

$$R = \mu \cdot w \cdot N$$

si ha che:

$$P_A = \frac{w \cdot N}{Y} + \frac{\mu \cdot w \cdot N}{Y} = (1 + \mu) \cdot \frac{w}{Y/N} \quad (2)$$

In definitiva, il prezzo dei prodotti nazionali (ovvero la competitività internazionale del paese A) dipende dal *mark up* (μ) e dal costo del lavoro per unità di prodotto – definito come rapporto tra saggio di salario (w) e produttività del lavoro (Y/L).

2.3. La politica del tasso di cambio

In secondo luogo, è possibile influenzare il tasso di cambio reale attraverso misure volte a influenzare il tasso di cambio nominale ($e_{A,B}$).

La relazione tra la dinamica del tasso di cambio nominale e la dinamica del tasso di cambio reale è assai complessa, dato che una svalutazione della moneta nazionale implica una contrazione del livello dei prezzi relativi dei beni esportati e – contemporaneamente – un incremento del livello dei prezzi relativi dei beni importati: il rispetto del vincolo esterno dipenderebbe, in altri termini, da come reagisce la domanda interna ed internazionale a variazioni dei prezzi relativi dei beni prodotti.

Nella pratica una svalutazione della moneta nazionale implica generalmente un iniziale peggioramento della bilancia commerciale, derivante dal fatto che la domanda di breve periodo di beni esportati ed importati è anelastica rispetto a variazioni dei prezzi relativi determinati dalla variazione del tasso di cambio nominale: tale anelasticità – che si ritiene riconducibile all'esistenza di rigidità contrattuali e alla lentezza del cambiamento delle abitudini dei consumatori in risposta a variazioni dei prezzi dei beni – determina infatti un decremento del valore delle esportazioni (non variano le quantità esportate, nonostante i prezzi dei beni esportati siano meno cari per i partner commerciali del paese analizzato) ed un incremento del valore delle importazioni (non variano le quantità importate, ma crescono i prezzi dei beni importati).

Tuttavia, nel lungo periodo, il saldo della bilancia commerciale può migliorare se la domanda di beni esportati ed importati è elastica rispetto a variazioni dei prezzi relativi: in questo caso, infatti, aumentano le esportazioni per effetto del fatto che i loro prezzi decrescono nei paesi in cui vengono esportati tali beni e – analogamente – si riducono le importazioni per effetto dell'aumento dei prezzi dei beni importati.

⁸ Una rivalutazione della moneta nazionale (cfr. un aumento di $e_{A,B}$) implica che è necessaria una maggior quantità della moneta del paese B per acquistare una stessa quantità di moneta nazionale, una svalutazione della moneta nazionale (cfr. una diminuzione di $e_{A,B}$) significa che per acquistare una certa quantità di moneta nazionale è necessario disporre di una minore quantità di moneta del paese B.

In termini formali, si ha un allentamento del vincolo esterno se vengono rispettate le cosiddette condizioni di Marshall-Lerner ovvero se risulta essere:

$$\eta_X + \eta_M > 1$$

in cui (η_X) rappresenta l'elasticità delle esportazioni rispetto a variazioni dei prezzi relativi e (η_M) l'elasticità delle importazioni rispetto a variazioni dei prezzi relativi.

Assai di frequente i due effetti della svalutazione di una moneta – il peggioramento della bilancia commerciale dovuto al prevalere dell'effetto prezzo ed il miglioramento del saldo di parte corrente derivante dalla soddisfazione delle condizioni di Marshall-Lerner – si presentano in sequenza temporale, generando il cosiddetto effetto J (cfr. Figura 5). Le condizioni di Marshall-Lerner risultano generalmente rispettate nel caso di paesi piccoli (per cui l'incremento del valore delle importazioni è limitato dalla dimensione ristretta del mercato) e con elevato livello di integrazione internazionale (per cui l'incremento del valore delle esportazioni è favorito dalle vaste dimensioni del mercato estero), come è il caso dell'Italia.

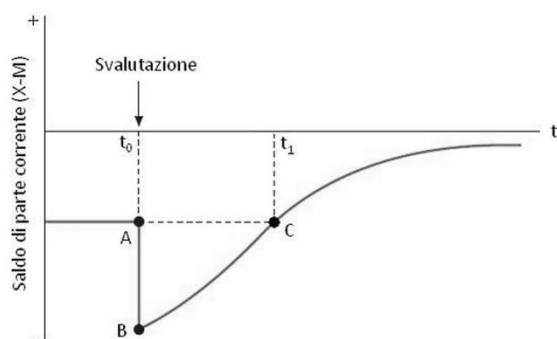


Figura 5. La dinamica del saldo di parte corrente a seguito di una svalutazione della moneta nazionale: l'effetto J

2.4. Cosa è successo in Italia dall'immediato dopoguerra all'inizio degli anni Novanta

Questo semplice modello permette di interpretare la dinamica dello sviluppo economico italiano dell'immediato dopoguerra in relazione al problema del vincolo esterno⁹.

⁹ Riprendo, nelle pagine che seguono, la periodizzazione e parte della strumentazione analitica proposte da Garofoli (cfr. Garofoli, 2014).

La prima fase del miracolo economico: lo sviluppo estensivo (1946-1963)

A livello internazionale, gli anni dell'immediato dopoguerra sono caratterizzati dall'adozione di un regime valutario – definito a Bretton Woods nel 1944 – di cambi fissi, nell'ambito del quale ai paesi aderenti non era consentito adottare politiche economiche basate sulla fluttuazione del tasso di cambio, che doveva quindi essere considerato una variabile esogenamente data¹⁰.

La variabile obiettivo che si decise di sacrificare sull'altare della scarsità degli strumenti disponibili fu la libera circolazione dei capitali, permettendo quindi ai singoli paesi di gestire in totale autonomia la propria politica monetaria: essendo precluso il riequilibrio attraverso i movimenti di capitali, il vincolo esterno era quindi per definizione rappresentato da un saldo delle partite correnti in equilibrio. In che modo poteva essere soddisfatto tale vincolo esterno? L'unica strada percorribile era in definitiva quella dell'aumento della competitività interna, che però poteva essere ottenuta – come visto – attraverso l'aumento del *mark up* e/o la compressione del saggio di salario e/o attraverso l'aumento della produttività del lavoro.

Di questi meccanismi, l'aumento della produttività del lavoro fu senza dubbio il principale fattore di incremento della competitività internazionale: l'Italia scelse di attuare una strategia di sviluppo manifatturiero volta a soddisfare una domanda internazionale piuttosto che la domanda interna, ma – dati gli elevati standard di qualità richiesti alle produzioni per l'esportazione – fu necessario sostenere considerevolmente gli investimenti; la crescita degli investimenti da un lato permise di produrre beni che avrebbero potuto essere collocati sui mercati internazionali ma, dall'altro, consentì guadagni di produttività assai elevati.

La crescita della produttività si accompagnava inoltre a bassi livelli salariali, determinati dall'esistenza di una vasta massa di forza lavoro disoccupata e sottoccupata disponibile a trovare un impiego stabile a salari assai inferiori a quelli mediamente corrisposti nei paesi che costituivano il principale mercato di sbocco nazionale. In altri termini, il costo del lavoro per unità di prodotto

¹⁰ In realtà, la fluttuazione del cambio era consentita dagli accordi di Bretton Woods in caso di squilibri strutturali della bilancia dei pagamenti. L'eventuale modificazione della parità valutaria era, tuttavia, soggetta a limiti molto stringenti relativi alla natura degli squilibri esistenti e doveva essere approvata dal Fondo Monetario Internazionale: di fatto si può quindi considerare il sistema valutario basato sugli accordi di Bretton Woods come un sistema di cambi fissi.

$(w/(Y/N))$ risultava nettamente inferiore a quello dei potenziali concorrenti e ciò rendeva agevole la penetrazione dei prodotti italiani sui mercati internazionali.

Anche in termini dinamici, i vantaggi competitivi dell'industria italiana sembravano potersi rafforzare. Infatti, se è vero che crebbe il saggio di salario (w) è anche vero che tale crescita fu più contenuta della crescita della produttività del lavoro (Y/N), la cui dinamica poteva beneficiare di due condizioni favorevoli: l'espansione della domanda interna determinata dall'aumento dei salari e l'espansione della domanda internazionale per effetto della competitività dei prodotti nazionali ha determinato un incremento della scala produttiva che si sarebbe tradotta in una contrazione del costo del lavoro per unità di prodotto e in un'ulteriore guadagno di competitività.

Si noti che tutto ciò determinava di fatto una redistribuzione del reddito dai salari ai profitti, dal momento che i salari crescevano meno della produttività del lavoro: ma ciò non era ovviamente percepito come un problema da parte dei lavoratori, che vedevano crescere i propri redditi ed anche i beni di cui potevano disporre. Era un'età dell'oro che avrebbe potuto interrompersi solo se qualche fattore che ne aveva consentito la realizzazione fosse venuto meno.

La seconda fase del miracolo economico: lo sviluppo intensivo (1963-1971)

In questo periodo non muta lo scenario economico internazionale, che resta pertanto caratterizzato dal prevalere di un regime di cambi fissi, ma cambiano le condizioni interne che avevano permesso la crescita della competitività internazionale.

Il modello prevalente negli anni Cinquanta viene meno perché venne raggiunta la virtuale piena occupazione e le imprese cominciarono a farsi concorrenza sul mercato del lavoro: ciò determinò un aumento del saggio di salario che – a partire dai primi anni Sessanta – superò per la prima volta la crescita della produttività del lavoro. Il costo del lavoro per unità di prodotto comincia a crescere, trasferendosi sui prezzi dei prodotti e facendo perdere competitività alle imprese italiane.

Dato che – come accennato – non è possibile agire sui tassi di cambio a causa di un ordine economico internazionale basato sulla stabilità valutaria, per riguadagnare la perduta competitività internazionale le imprese italiane devono in qualche modo intervenire sulle variabili che definiscono il costo del lavoro per unità di prodotto ovvero sul saggio di salario e/o sulla produttività del lavoro.

Dato che una serie di ragioni sconsigliavano di intervenire drasticamente sulla variabile salariale¹¹, di fatto si perseguì ancora una volta la strada dell'aumento della produttività del lavoro. Ma, in tutta evidenza, la difficoltà principale non era scegliere se ridurre il saggio di salario o aumentare la produttività del lavoro, si trattava piuttosto di capire in che modo si potesse concretamente agire sulla produttività del lavoro e le opzioni possibili potevano essere solo due.

- Incrementare ulteriormente gli investimenti in modo da ottenere un incremento del prodotto complessivo che – a parità di occupazione – garantisse l'aumento della produttività del lavoro. Questa strategia presupponeva che accanto alla penetrazione dei mercati esteri, il sistema delle imprese perseguisse anche una strategia di espansione della domanda interna, garantita da una dinamica salariale in linea (se non leggermente meno vivace) con quella della produttività del lavoro.
- A parità di reddito prodotto, si sarebbe potuto ottenere un incremento della produttività del lavoro attraverso la contrazione dell'occupazione. In questo modo si sarebbe continuato a perseguire una strategia di penetrazione dei mercati internazionali garantita dall'incremento della produttività del lavoro, ma sarebbe stata preclusa la strada dell'espansione del mercato interno dato che la contrazione dell'occupazione avrebbe ridotto la domanda complessiva interna.

Sebbene l'ulteriore incremento degli investimenti avrebbe generato effetti espansivi maggiori (sommando la maggior penetrazione dei mercati internazionali all'espansione della domanda interna), si scelse di intervenire attraverso una contrazione dell'occupazione.

La possibilità di innesco di una dinamica inflattiva generata dal raggiungimento della virtuale piena occupazione viene arrestata nel giro di pochi mesi dalla Banca Centrale che – attraverso una stretta creditizia considerata da molti autori sproporzionata rispetto ai fini che avrebbe dovuto raggiungere (Modigliani, La Malfa, 1966; Graziani, 1998; Garofoli, 2014) – determinò una contrazione degli investimenti del 20% circa: gli effetti sull'occupazione manifatturiera furono altrettanto

¹¹ In primo luogo il fatto che il lavoro era una risorsa relativamente scarsa costituiva un vincolo, seppur di breve periodo, come vedremo in seguito. In secondo luogo, ed assai più rilevante, una compressione del saggio di salario in un periodo storico di grande espansione del reddito avrebbe potuto avere ripercussioni sociali di una certa ampiezza e non facilmente gestibili.

importanti e la riduzione dei posti di lavoro può essere quantificata in un 3% circa.

Occorreva però che la riduzione dell'occupazione non generasse una contrazione delle quantità prodotte, perché solo in questo modo si sarebbe potuto ridurre il costo del lavoro per unità di prodotto e le modalità con cui tale strategia venne messa in atto sono del tutto particolari. Infatti la stretta creditizia operata dalla Banca Centrale aveva colpito duramente gli investimenti ed occorreva quindi recuperare produttività senza intervenire su questa variabile. Si scelse così di intervenire attraverso una riorganizzazione del processo produttivo interno alla fabbrica: la contrazione dell'occupazione cui si accennava in precedenza venne attuata attraverso una selezione della forza lavoro più produttiva (generalmente lavoratori maschi nelle fasce centrali di età) ovvero attraverso l'espulsione dal mercato del lavoro dei lavoratori meno produttivi (cfr. donne, lavoratori maschi più anziani, ecc.); i lavoratori così selezionati percepivano salari adeguati, ma solo qualora avessero garantito ritmi di lavoro assai elevati, in grado di consentire l'operatività di modelli organizzativi basati sul meccanismo della "catena di montaggio". In altri termini, si cercò di legare la remunerazione del lavoro alla capacità del lavoratore di essere più produttivo.

La strategia adottata ebbe successo: la produttività del lavoro tornò a crescere più della dinamica salariale (con una nuova redistribuzione del reddito dai profitti ai salari), il costo del lavoro per unità di prodotto cominciò nuovamente a scendere e con esso le imprese cominciarono a riguadagnare competitività.

Ma si trattò di un successo effimero perché fu ottenuto a prezzo di una riduzione dell'occupazione, di una contrazione del monte salari e della capacità di spesa interna, di un peggioramento delle condizioni di lavoro in fabbrica. L'autunno caldo del 1969 sancì la fine del modello di sviluppo intensivo e la successiva dichiarazione di inconvertibilità del dollaro aprì la strada a nuovi e del tutto inediti scenari.

Da Bretton Woods ai cambi flessibili (1971-1979)

La fase iniziale di questo periodo è caratterizzata da due eventi che determinano una profonda discontinuità rispetto ai decenni precedenti.

Da un lato, la minore competitività dell'economia statunitense rispetto alle *performance* di paesi come il Giappone e la Germania ha determinato un incremento del deficit commerciale e della spesa pubblica degli Stati Uniti: per qualche tempo tale situazione poté essere sostenuta attraverso

l'emissione di dollari, una moneta fortemente domandata a livello internazionale data la possibilità – consentita dal *gold exchange standard* – di convertirla in oro. Tuttavia, fu presto evidente che le riserve auree detenute dagli Stati Uniti non sarebbero state sufficienti a rimborsare l'ammontare di dollari circolante: con la dichiarazione di inconvertibilità del dollaro pronunciata nel 1971 dal presidente statunitense Richard Nixon viene di fatto abbandonato il sistema valutario internazionale del *gold exchange standard* e nel giro di pochi anni ogni paese fissò la parità di cambio con le altre valute nazionali in base alle proprie necessità.

Dall'altro, si assiste ad un improvviso aumento dei prezzi delle materie prime che determina la modificazione delle regioni di scambio tra paesi produttori di beni manufatti e paesi produttori di materie prime: l'inflazione da costi che ne deriva riduce il potere di acquisto degli individui e determina un forte contrazione della domanda dei paesi avanzati: per la prima volta dal dopoguerra si assiste ad un fenomeno non previsto – la contemporanea presenza di inflazione e riduzione della domanda, la cosiddetta stagflazione – e a cui le teorie economiche prevalenti non erano in grado di dare una spiegazione.

Questi due fattori determinano effetti diversi sulla dinamica del tasso di cambio reale: le spinte inflattive determinate dall'aumento dei prezzi dei prodotti energetici e rafforzate, in Italia, dall'esistenza di strumenti amministrativi che tendono rinvigorire la dinamica dei prezzi¹² rendono meno competitivi i prodotti italiani; d'altra parte, è possibile recuperare competitività attraverso opportune manovre del tasso di cambio ovvero attraverso svalutazioni competitive.

In effetti, nel caso dell'Italia si decise di competere attraverso gradualì svalutazioni della lira, più marcate nei confronti delle valute dei paesi verso cui erano destinati i nostri prodotti che non verso il dollaro, valuta che veniva utilizzata per acquisire materie prime energetiche, di cui il nostro paese è tradizionalmente importatore. In questo modo, a fronte di una dinamica dei prezzi tendenzialmente crescente per i motivi di cui si è detto in precedenza, si poteva recuperare competitività svalutando periodicamente la moneta nazionale. In definitiva, non muta la natura del vincolo esterno, ancora saldamente ancorato a performance reali (cfr. la

¹² In particolare, il meccanismo della scala mobile consentiva di trasferire automaticamente sui salari gli incrementi di prezzo derivanti da inflazione da costi: ciò alimentava il processo inflazionistico ma, come vedremo, non incideva in modo drammatico sulla competitività nazionale, almeno qualora si fossero adottate adeguate politiche del tasso di cambio.

dinamica del saldo delle partite correnti), ma mutano radicalmente gli strumenti utilizzati per raggiungere l'obiettivo: non si compete più mantenendo sotto controllo il costo del lavoro (che aumenta esponenzialmente), ma continuando ad incrementare la produttività del lavoro e – dato che non era possibile recuperare competitività internazionale esclusivamente attraverso incrementi di produttività – attraverso la politica valutaria.

Ancora una volta la soluzione adottata non era tanto facilmente sostenibile. Se a livello interno un equilibrio era stato trovato rendendo meno gravosi gli incrementi dei prezzi derivanti dalle variazioni del tasso di cambio¹³, la competitività internazionale dei prodotti nazionali era messa a rischi da due fattori principali (Bertocco, 1991; Garofoli, 2014): da un lato gli elevati livelli di inflazione determinavano continue perdite di competitività e necessità di nuove svalutazioni competitive, innescando una dinamica che si autoriproduce; dall'altro, una strategia come quella della svalutazione competitiva era molto temuta dai partner commerciali dell'Italia, dato che la situazione di incertezza relativa ai prezzi dei beni manufatti italiani sui mercati internazionali rendeva difficile l'attuazione di politiche economiche di lungo periodo – in particolare di politiche di investimento – per la maggior parte dei paesi che competevano sugli stessi mercati.

La competitività internazionale ai tempi dello SME: la nuova forma del vincolo esterno (1979-1992)

Ecco, quindi, nascere l'idea di “ripristinare” – almeno a livello europeo – un sistema valutario basato su tassi quasi fissi: il Sistema Monetario Europeo di fatto istituiva delle parità centrali, ma dava ai singoli paesi la possibilità di svalutare/rivalutare la propria moneta entro un certo *range* rappresentato dalle cosiddette bande di oscillazione.

Un tale sistema offriva alle autorità di politica economica uno strumento utile per affrontare gli squilibri che caratterizzavano l'economia nazionale: in particolare, si è assistito ad un cambiamento delle finalità della politica del cambio dal perseguimento della competitività internazionale al controllo del tasso di inflazione (Bertocco, 1991).

D'altra parte, a livello europeo, il Sistema Monetario Europeo rappresentava un buon compromesso per restituire stabilità alle relazioni di scambio tra i paesi aderenti, consentendo comunque

un certo margine di flessibilità alle autorità di politica economica nazionali di intervenire sulle dinamiche del tasso di cambio quale mezzo di bilanciamento degli squilibri che si sarebbero determinati a livello di parte corrente. Il riequilibrio si sarebbe verificato anche per effetto dei movimenti di capitale da un paese all'altro e in particolare dalla Germania verso i paesi periferici: tale circostanza era peraltro favorita dall'esistenza di alcune condizioni favorevoli e, in particolare, dalla necessità della Germania di mantenere un tasso di cambio non eccessivamente sopravvalutato rispetto a quello dei partner europei, ciò che le avrebbe consentito di mantenere una forte competitività sui mercati internazionali.

Si trattava di una vera e propria rivoluzione copernicana, dato che si delegava in parte a dinamiche finanziarie (la stabilità dei tassi di cambio e la dinamica del tasso di interesse come strumento per orientare i flussi di capitale) il compito di correggere eventuali squilibri reali. Augusto Graziani descrive vividamente il cambiamento dell'ottica della Banca Centrale:

“[le autorità] hanno cioè deciso, ormai da diversi anni di accettare il disavanzo nella bilancia commerciale, e hanno provveduto a compensarlo – non correggerlo, compensarlo – con un avanzo corrispondente dei movimenti di capitali Carli diceva ... Per noi, autorità monetarie, la politica economica sana è quella di un pareggio della bilancia commerciale. Noi dobbiamo pagare le merci che importiamo dall'estero con altre merci vendute, non dobbiamo consumare a credito. Oggi, la politica della Banca d'Italia è radicalmente cambiata” [Graziani, 1986, cit. da Bertocco, 1991, p. 210]

Ma se, da un lato, erano cambiate le regole del gioco, dall'altro, per una decina di anni non cambiarono i comportamenti degli attori che giocavano la partita, che non percepirono o non vollero percepire il mutamento del contesto e continuarono a perseguire obiettivi di competitività internazionale.

Per quanto la nostra valuta in questo periodo avesse subito una rivalutazione reale stimata intorno al 15% circa rispetto al marco¹⁴, le imprese italiane continuarono a perseguire obiettivi di competitività e lo fecero nell'unico modo di cui potessero disporre: attraverso aumenti di produttività del lavoro che avevano precedenti solo durante l'esperienza del miracolo economico e che permisero di compensare la perdita di competitività dovuta alla sfavorevole dinamica dell'inflazione. Secondo l'interpretazione

¹³ Al più cominciava a registrarsi un incremento considerevole del debito pubblico, la cui dinamica era tuttavia mantenuta sotto controllo proprio grazie agli elevati tassi di inflazione, che determinavano un deprezzamento del valore del debito nominale.

¹⁴ Nonostante gli interventi per il controllo dell'inflazione cominciarono a dare risultati significativi, il differenziale di inflazione con gli altri paesi europei erano infatti superiori alla possibilità – concessa all'Italia dalle regole del Sistema Monetario Europeo – di svalutare la lira.

che ha raccolto maggiori consensi (Giavazzi, Spaventa, 1989; Bertocco, 1991), tali incrementi della produttività del lavoro furono il risultato strategie di investimento operate dalle imprese italiane e furono rese possibile dalle politiche del cambio operate da Banca d'Italia nel decennio precedente, durante il quale si attuarono misure che favorirono la formazione dei profitti da parte delle imprese italiane.

L'esperienza del Sistema Monetario Europeo termina nel 1992 per il venir meno delle condizioni che ne avevano favorito la sopravvivenza ovvero per il venir meno di flussi di capitale in senso opposto agli squilibri di parte corrente. La riunificazione tedesca aveva infatti determinato un aumento della domanda di capitali da parte della Germania ed un incremento dei flussi finanziari, alimentato anche dai crescenti tassi d'interesse offerti dalla Bundesbank, verso quel paese: gli squilibri finanziari si sommarono ai già esistenti squilibri reali e la speculazione contro la tenuta delle valute delle economie più deboli fece il resto. Come vedremo, la ristrutturazione del sistema economico internazionale – almeno a livello europeo – segna una svolta definitiva e sancisce il cambiamento del paradigma dominante.

3. Il cambiamento del paradigma: il deficit ed il debito pubblico

Come visto, già con l'Ingresso dell'Italia nello SME erano mutate le condizioni di contesto: la mobilità dei capitali rendeva di fatto non necessario il riequilibrio della bilancia commerciale, il cui disavanzo poteva opportunamente essere compensato da movimenti di capitali in entrata. Tuttavia, come visto, il sistema delle imprese non aveva trascurato di perseguire l'obiettivo della competitività internazionale, incentivate – in questo – da opportuni interventi di sostegno della Banca Centrale.

Le tendenze che erano già emerse durante l'esperienza del Sistema Monetario Europeo (cfr. l'introduzione vincoli sovranazionali nella gestione della politica monetaria e la progressiva reintroduzione di un sistema di tassi di cambi quasi fissi) tendono a radicalizzarsi e viene istituzionalizzato un ordine economico internazionale basato sulla rinuncia all'autonomia della politica monetaria: è il progetto di un'unione monetaria che ha inizio nei mesi successivi la crisi del Sistema Monetario Europeo e che verrà completato con l'adozione dell'Euro nel gennaio del 1999.

Tuttavia, la fine del Sistema Monetario Europeo e la riproposizione del progetto di integrazione

economica a livello continentale che si sarebbe poi completata con l'Unione Monetaria segnano un importante cambiamento del paradigma dominante e tale cambiamento riguarda, per lo più la definizione del vincolo esterno. Con la scelta di costituire un'area valutaria ottimale e l'inizio dei lavori preparatori dell'Unione Monetaria di fatto mutano gli obiettivi e gli strumenti della politica economica:

- dal lato delle politiche economiche, occorre che i singoli paesi rinuncino all'autonomia della politica monetaria, delegata ad un organismo di livello superiore (cfr. la Banca Centrale Europea), per cui l'unico strumento di politica economica che i paesi possono controllare è la politica fiscale;
- il vincolo esterno viene ridefinito in termini di saldo della bilancia dei pagamenti mentre in precedenza veniva declinato in termini di saldo di parte corrente, spostando quindi l'attenzione da variabili esclusivamente reali a variabili di natura finanziaria;
- il vincolo esterno viene ridefinito anche in termini di deficit e debito pubblico, dato che il pareggio della bilancia dei pagamenti può essere ottenuto non più attraverso variazioni dei tassi d'interesse monetari (che i singoli paesi non controllano più) ma attraverso politiche fiscali virtuose ovvero solo se – a parità di altre condizioni – sia mantenuta sotto controllo la dinamica del servizio del debito e non si verifichi quindi un crescente deflusso di capitali dai paesi appartenenti all'area valutaria ottimale.

È possibile ridefinire sinteticamente queste tre condizioni affermando che il vincolo esterno viene ridefinito in termini di saldi finanziari (bilancia dei pagamenti, deficit e debito pubblico) e che si può agire su tali saldi solo attraverso la leva fiscale: come si può notare è un cambiamento epocale rispetto a quanto avvenuto fino ad allora, quando era il tasso di cambio reale (ed altre variabili reali quali il saggio di salario, la produttività del lavoro, gli investimenti, il costo del lavoro per unità di prodotto, ecc.) a svolgere un ruolo decisivo nella definizione delle politiche economiche nazionali.

Cerchiamo di comprendere le implicazioni di tale mutamento del paradigma partendo dalla definizione di deficit pubblico. Definiamo il deficit pubblico di un paese al tempo (t) come la differenza tra il debito pubblico al tempo (t) ed il debito pubblico al tempo ($t-1$) ovvero come il suo debito pubblico al tempo ($t-1$) indicizzato per un valore (r) del tasso di interesse nominale corrisposto sui titoli pubblici in circolazione a cui si sottrae una quota di debito erosa dal tasso di inflazione (i) e a cui si aggiunge la

dinamica delle entrate e quella uscite dello Stato nel periodo considerato. In termini formali si ha:

$$B_t - B_{t-1} = (r \cdot B_{t-1}) - (i \cdot B_{t-1}) + (G_t - T_t)$$

in cui (B) rappresenta il debito pubblico, (r) il tasso di interesse nominale pagato sui titoli del debito pubblico, (i) il tasso di inflazione, (G) la spesa pubblica e (T) le entrate ottenute dallo stato attraverso la tassazione. Come si può notare, il deficit pubblico può quindi essere diviso in tre componenti:

- $(r \cdot B_{t-1})$ ovvero il cosiddetto “servizio sul debito” (cfr. la spesa per interessi da pagare sul debito);
- $(i \cdot B_{t-1})$ ovvero il “deprezzamento” del debito dovuta al tasso d’inflazione;
- $(G_t - T_t)$ ovvero il cosiddetto “dis/avanzo primario” ovvero la differenza tra entrate ed uscite.

Per analizzare meglio la dinamica del debito pubblico consideriamo le seguenti operazioni logiche:

$$B_t - B_{t-1} = (r \cdot B_{t-1}) - (i \cdot B_{t-1}) + (G_t - T_t),$$

$$B_t = B_{t-1} + (r \cdot B_{t-1}) - (i \cdot B_{t-1}) + (G_t - T_t),$$

$$B_t = (1 + r - i) \cdot B_{t-1} + (G_t - T_t),$$

e dividendo ambo i membri per il valore del reddito (Y)

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r - i) \cdot \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{(G_t - T_t)}{Y_t},$$

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r - i) \cdot \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \frac{Y_{t-1}}{Y_t} + \frac{(G_t - T_t)}{Y_t},$$

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (1 + r - i) \cdot \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \frac{Y_{t-1}}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{(G_t - T_t)}{Y_t},$$

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \left[\frac{Y_{t-1}}{Y_t} \cdot (1 + r - i) - 1 \right] + \frac{(G_t - T_t)}{Y_t},$$

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \left(r \cdot \frac{Y_{t-1}}{Y_t} - i \cdot \frac{Y_{t-1}}{Y_t} + \frac{Y_{t-1}}{Y_t} - 1 \right) + \frac{G_t - T_t}{Y_t},$$

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \frac{Y_{t-1}}{Y_t} (r - i) + \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \frac{Y_{t-1}}{Y_t} \left(1 - \frac{Y_t}{Y_{t-1}} \right) + \frac{G_t - T_t}{Y_t},$$

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \frac{Y_{t-1}}{Y_t} (r - i) + \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \frac{Y_{t-1}}{Y_t} \left(\frac{Y_{t-1} - Y_t}{Y_{t-1}} \right) + \frac{G_t - T_t}{Y_t},$$

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \frac{Y_{t-1}}{Y_t} (r - i) + \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \frac{Y_{t-1}}{Y_t} (-g) + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

essendo (g) il tasso di crescita dell’economia nel suo complesso. Ora, poiché risulta essere

$$\frac{Y_{t-1}}{Y_t} = \frac{Y_{t-1}}{Y_{t-1} - Y_{t-1} + Y_t} = \frac{1}{\left(\frac{Y_{t-1} - Y_{t-1} + Y_t}{Y_{t-1}} \right)}$$

$$\frac{Y_{t-1}}{Y_t} = \frac{1}{\left(\frac{Y_{t-1} - Y_{t-1} + Y_t}{Y_{t-1}} \right)} = \frac{1}{\left(1 + \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}} \right)} = \frac{1}{1 + g}$$

si ha infine che

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \frac{(r - i - g)}{(1 + g)} + \frac{G_t - T_t}{Y_t} \quad (3)$$

A partire da questa relazione si può dimostrare che la dinamica del debito pubblico – ovvero il surplus o il deficit pubblico – dipende da due fattori (cfr. il pionieristico lavoro di Pasinetti, 1998 ed i più recenti contributi di Cottarelli, Jaramillo, 2012 e di Blanchard, Leigh, 2013): la dinamica comparata dei tassi d’interesse (r), d’inflazione (i) e di crescita del prodotto interno lordo (g); l’avanzo/disavanzo primario ovvero la differenza tra entrate (T) ed uscite (G) dello Stato. In particolare, se si considera – in prima approssimazione – l’avanzo primario come dato esogenamente (ad esempio, lo si può porre eguale a zero, considerando quindi una situazione di pareggio di bilancio), si possono avere i seguenti casi.

- Se il tasso d’interesse è inferiore alla somma del tasso di inflazione e del tasso di crescita ($r < i + g$), si registra un surplus di bilancio ed il debito pubblico si riduce: in questo caso il debito pubblico potrà essere ridotto nel lungo periodo anche a fronte di un disavanzo primario di entità tale da non annullare i vantaggi derivanti dall’avere tassi di interesse inferiori ai tassi di crescita nominali e si ritiene pertanto sostenibile.
- Se il tasso d’interesse è invece superiore alla somma del tasso di inflazione e del tasso di crescita ($r > i + g$), si registra un deficit di bilancio ed il debito pubblico aumenta: in questo caso il debito pubblico può essere ridotto solo a prezzo di realizzare un avanzo primario ovvero a prezzo di una contrazione del reddito via riduzione della spesa pubblica e/o incremento del prelievo fiscale e non si ritiene quindi sostenibile nel lungo periodo.

Storicamente, il debito pubblico è stato spesso ridotto attraverso la dinamica del tasso di inflazione, che è stato lasciato lievitare per ridurre il peso del debito sovrano: a tale proposito esiste una vasta evidenza empirica (cfr., ad esempio, Reinhardt, Rogoff, 2008), che sembra peraltro confermata anche dall’esperienza italiana a cavallo tra gli anni Settanta e gli anni Ottanta: fino a che i tassi di inflazione sono rimasti elevati il rapporto tra debito pubblico e prodotti interno lordo è cresciuto in

modo assai limitato¹⁵; quando – a seguito del cosiddetto “divorzio” tra Tesoro e Banca d’Italia – la dinamica dell’inflazione è stata posta sotto controllo, il rimborso del debito è avvenuto attraverso meccanismi di mercato ovvero attraverso il pagamento del servizio sul debito.

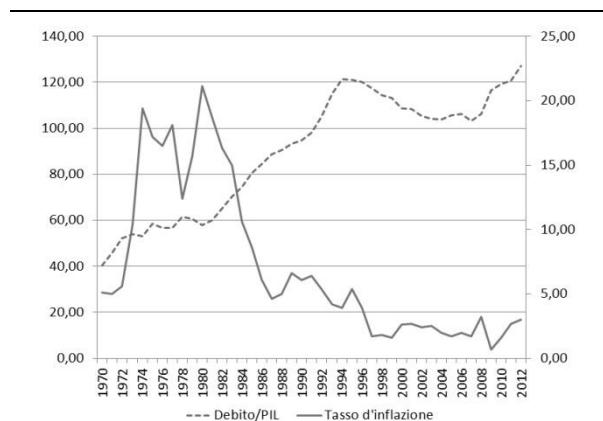


Figura 6. Tassi di variazione dell’inflazione e del rapporto debito pubblico/PIL in Italia, 1970-2012 (Fonte: ns. elaborazioni su dati ISTAT)

In effetti, le regole adottate nel percorso di avvicinamento all’Unione Monetaria Europea, tra l’altro pesantemente influenzate dalla nota avversione tedesca alle dinamiche inflattive (un retaggio storico risalente agli Anni Trenta), tendono a ridurre fortemente – se non ad impedire *tout court* – il ricorso a dinamiche inflattive per mantenere sotto controllo la crescita del rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo. Nell’ipotesi di bilancio primario in pareggio, la dinamica del debito pubblico dipende quindi esclusivamente dai tassi di interesse e dai tassi di crescita.

Consideriamo la Figura 7 in cui queste due variabili vengono messe in relazione al surplus/deficit di bilancio, nell’ipotesi di pareggio del bilancio primario prefigurata nel commento all’equazione (3): in Figura 7 (a) è mostrato come un incremento/decremento del tasso di interesse determini un incremento/una riduzione del deficit di bilancio; in Figura 7 (b) si mostra invece come un incremento/decremento del tasso di crescita determina una riduzione/un incremento del deficit di bilancio; la Figura 7 (c) è un artificio grafico per poter mettere in relazione la dinamica del tasso

d’interesse e del tasso di crescita, che è viene quindi mostrata in Figura 7 (d).

In altri termini, un tasso di interesse elevato implica bassi tassi di crescita del PIL e viceversa ed il vincolo esterno può quindi essere riformulato nei seguenti termini: è possibile incrementare i tassi di crescita dell’economia in presenza di elevati tassi di interesse di mercato, che tendono ad espandere il servizio del debito e quindi a ridurre l’avanzo primario/aumentare il disavanzo primario? Ed è possibile farlo con gli strumenti a disposizione che, come visto, si limitano alla sola politica fiscale? La soluzione sembra a portata di mano: se ci si trova in una posizione di disequilibrio del bilancio pubblico tale per cui il tasso d’interesse risulta maggiore del tasso di crescita ($r > g$, ad esempio nel punto B) basterà spostarsi lungo la curva GR abbassando il tasso di interesse e incrementando il tasso di crescita fino a raggiungere un equilibrio rappresentato dal punto E. È tutto così coerente da sembrare quasi elementare, ma come si fa a spostarsi lungo la curva GR?

Ovviamente non è possibile spostarsi lungo la curva GR perché le posizioni di disequilibrio sono instabili e senza interventi sull’avanzo primario tendono a divergere, come è messo chiaramente in evidenza dall’analisi dell’equazione (3)¹⁶. Bisognerà quindi intervenire sul bilancio primario generando quindi uno spostamento della curva GR verso sinistra o verso destra: nel caso di avanzo primario la curva GR si sposterà a sinistra, dato che la contrazione della spesa pubblica netta genera una contrazione del tasso di crescita del PIL; nel caso di disavanzo primario, la curva GR si sposterà a destra dato che ora la spesa pubblica aumenta.

Consideriamo il caso di una correzione degli squilibri attraverso la realizzazione di un avanzo primario ovvero attraverso un aumento dell’imposizione fiscale e/o un contenimento della spesa pubblica. Ciò sarebbe possibile attraverso l’attuazione delle cosiddette politiche di austerità espansiva, che sono perseguibili attraverso interventi di consolidamento fiscale (cfr. Alesina, Ardagna, 2009; Alesina, Favero, Giavazzi, 2012; Perotti, 2011; Reinhardt, Rogoff, 2010a, 2010b, 2013).

¹⁵ Pertanto, non che in questo periodo non ci fosse rimborso del debito: il fatto è che il debito veniva pagato attraverso elevati tassi di inflazione (la più odiosa delle tasse – per usare un’espressione di Luigi Einaudi – però forse anche la più democratica, dato che colpisce tutti i percettori di reddito in misura proporzionale al loro reddito).

¹⁶ Si rimanda nuovamente al dibattito sulla sostenibilità del debito e, in particolare a Pasinetti (1998)

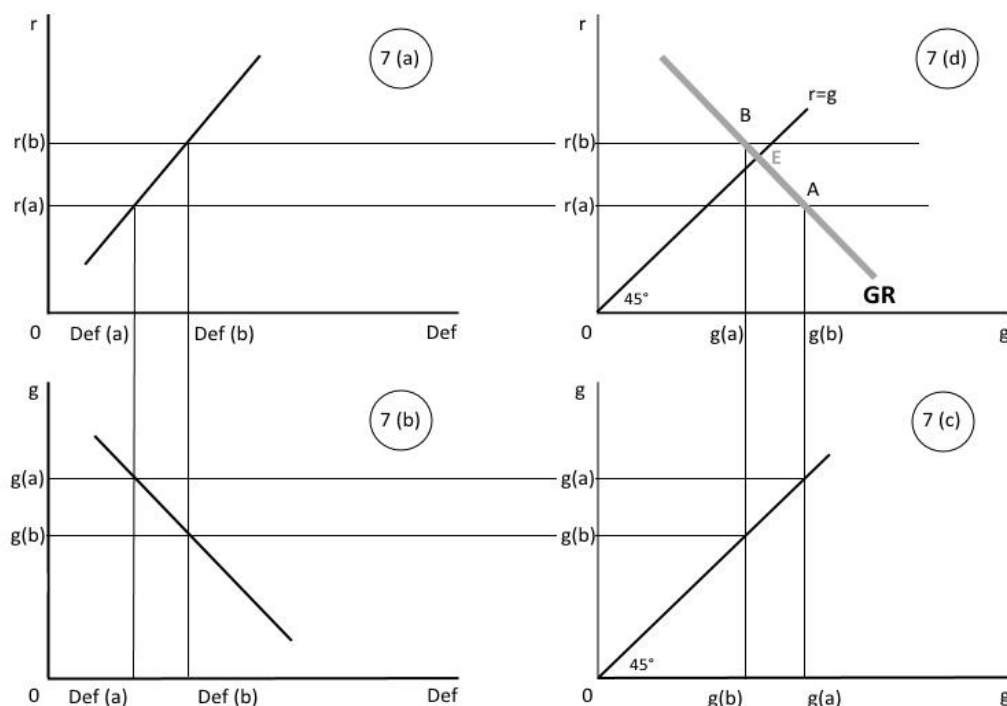


Figura 7. Relazioni tra tasso d'interesse di mercato e tasso di crescita economica: la ridefinizione del vincolo esterno

- Il punto di attacco di questa interpretazione è l'esistenza di una relazione tra debito pubblico e crescita economica, in base alla quale un aumento del debito pubblico oltre certi livelli di soglia – espressi come percentuale del prodotto interno lordo – determina di fatto un abbassamento dei tassi di crescita economica: alcuni autori hanno stimato che un rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo superiore al 90% determina una contrazione del tasso di crescita.
- Ne consegue che per incrementare i tassi di crescita dei paesi con elevato indebitamento occorre mettere in atto politiche di austerità espansiva ovvero politiche volte a ridurre a ridurre la spesa pubblica e/o ad aumentare l'imposizione fiscale o a ridurla meno di quanto non sia stata ridotta la spesa pubblica. A tal fine, dovrebbero venir predisposti opportuni interventi di consolidamento fiscale che determinano l'incremento dei moltiplicatori fiscali¹⁷.

- La maggiore efficienza della spesa pubblica genererà un miglioramento delle aspettative dei potenziali investitori e quindi un aumento degli investimenti più che proporzionale alla contrazione della spesa pubblica: il risultato sarebbe una contrazione degli interessi pagati sul debito ed un aumento del tasso di crescita economica.

Tale impostazione è stata largamente applicata ai paesi con elevato indebitamento ma pare possa essere messa in discussione sia da un punto di vista teorico, sia per quanto attiene la rilevazione empirica degli effetti delle politiche di consolidamento fiscale.

Dal punto di vista teorico consideriamo la Figura 8, che altro non è che la dinamica della Figura 7 (d) a seguito di misure di politica economica di austerità espansiva.

¹⁷ Secondo il Fondo Monetario Internazionale, nel 2010 i moltiplicatori fiscali – dove con questo termine si intende il rapporto tra la variazione del reddito e l'incremento della pressione fiscale dovuta al consolidamento – dei paesi con

elevato indebitamento avrebbero dovuto passare da 0,5 circa (la media dei valori dei paesi avanzati nel periodo 1970-2010) a 0,9 nel periodo 2011-2013: la teoria dell'austerità espansiva ipotizza quindi che l'aumento della pressione fiscale determini una riduzione del reddito meno che proporzionale, comportando di fatto una contrazione del rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo.

Come abbiamo visto, misure di questo tipo si propongono di ottenere un avanzo primario ovvero di determinare uno spostamento della curva GR nella posizione GR'. Se la contrazione della spesa pubblica netta viene ottenuta mantenendo invariato il tasso di crescita si raggiunge un equilibrio rappresentato dal punto E': è una strada molto difficile da percorrere, dato che occorre ottenere uno stesso tasso di crescita con una quantità inferiore di risorse disponibili. D'altra parte è anche possibile che la riduzione della spesa pubblica netta generi una contrazione del tasso di crescita senza avere effetti apprezzabili sui tassi di interesse, spostando lo stato del sistema economico verso il punto E'': si pensi ad una contrazione della spesa pubblica che – ad esempio – non riduca le inefficienze ma agisca esclusivamente sugli investimenti ovvero sulla componente di domanda che maggiormente influenza il tasso di crescita; è verosimile che i mercati ritengano che tali manovre non siano efficaci e le percepiscano come rischiose, mantenendo invariati i tassi di interesse.

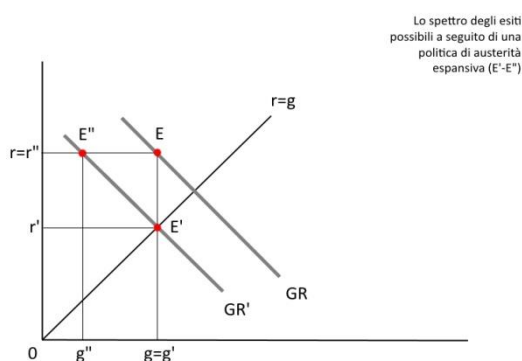


Figura 8. Il caso dell'austerità espansiva

Più in generale, gli effetti finali di manovre di austerità espansiva si collocheranno in un punto del segmento E'-E'' ovvero in una situazione in cui il tasso di interesse ed il tasso di crescita si riducono. Il problema è che tutti questi esiti sono posizioni di instabilità ($r > g$): gli squilibri cominciano a crescere nuovamente e rendono necessarie nuove manovre di riduzione dei tassi di interesse e di crescita. Alla fine una posizione di equilibrio è teoricamente raggiungibile ma a prezzo di contrazioni dei tassi di crescita economica che sono difficilmente sostenibili da un punto di vista sociale.

Diversi autori (cfr. Krugman, 2013; Nuti, 2013; Garofoli, 2014) hanno sottolineato come interventi di contrazione della spesa pubblica possano difficilmente avere effetti positivi sul tasso di crescita economica: questi autori hanno sottolineato come la

contrazione della spesa pubblica netta incida direttamente sulla determinazione del reddito e potrebbe anche generare una riduzione più che proporzionale del prodotto interno lordo “*Because of interdependence, your spending is my income, and my spending is your income. If both of us try to reduce our debt by slashing spending, both of our income plunge – and plunging incomes can actually make our indebtedness worse even as they produce mass unemployment*”¹⁸ (Krugman, 2013, p. 3).

Anche dal punto di vista dell'analisi empirica, sono emerse alcuni rilevanti attacchi alla teoria dell'austerità espansiva: da un lato, sono emersi alcuni errori tecnici nell'analisi di Reinhart, Rogoff – ammessi con grande onestà dagli autori stessi (cfr. Reinhart, Rogoff, 2013) – che mettono in serio dubbio il fatto che la soglia del rapporto debito pubblico/prodotto interno lordo oltrepassando la quale si riduce il tasso di crescita economica di un paese sia effettivamente il 90%; d'altra parte, le misure di consolidamento fiscale sembrano aver generato una contrazione del reddito, piuttosto che una sua crescita, come dimostrato – ad esempio – esaustivamente da Blanchard e Leigh in un loro articolo sui moltiplicatori fiscali (cfr. Blanchard, Leigh, 2013) e da Krugman in base a proprie elaborazioni condotte su dati del Fondo Monetario Internazionale (Krugman, 2013).

In altri termini, per usare una felice espressione di Christopher Sims “*If I were advising Greece, Portugal or even Spain, I would tell them to prepare contingency plans to leave the euro. There is no point being in EMU if all that happens when you are hit with a shock is that the shock gets worse*”¹⁹ (citato da Evans-Pritchard, 2014)

Dall'altra parte della barricata troviamo i sostenitori di un incremento della spesa pubblica quale unico strumento per uscire dalla crisi: in questo modo sarà infatti possibile aumentare i tassi di crescita economica, riducendo quindi il peso del debito pubblico e riconducendo il sistema verso un equilibrio. Ciò avverrebbe per effetto delle virtù del moltiplicatore keynesiano che garantirebbe – a seguito di un incremento di spesa – un aumento più che proporzionale del prodotto interno lordo, l'entità di tale aumento dipendendo come noto dalla propensione marginale al consumo. Ma anche nel caso di un'espansione dei tassi di crescita,

¹⁸ “Per effetto delle interdipendenze, la tua spesa è il mio reddito e la mia spesa è il tuo reddito. Se tutti e due tentiamo di ridurre il nostro debito tagliando la spesa, i nostri redditi si contraggono drasticamente e tale contrazione può in realtà rendere anche più gravoso l'indebitamento, poiché possono produrre disoccupazione di massa”.

¹⁹ “Se fossi un consulente di Grecia, Portogallo o anche Spagna, consiglierei loro di preparare un piano di emergenza che comporti l'uscita dall'Unione Monetaria Europea. Non ha senso rimanere nell'Unione Monetaria Europea se tutto quello che accade quando sei colpito da uno shock è che lo shock peggiora”.

eventualmente anche attraverso lo stimolo fiscale, occorrerà operare nel rispetto del vincolo in base al quale il tasso di crescita deve essere maggiore della dinamica del tasso di interesse sul debito e ciò richiede che venga fatta una riflessione preliminare sulla capacità di un incremento di spesa di generare effetti moltiplicativi e sull'ampiezza di tali effetti.

Anche l'eventuale applicazione di misure fiscali espansive è soggetta a rischi, come si può notare dall'esame della Figura 9, che rappresenta nuovamente la dinamica della Figura 7 (d) ma questa volta a seguito di misure di stimolo della domanda aggregata.

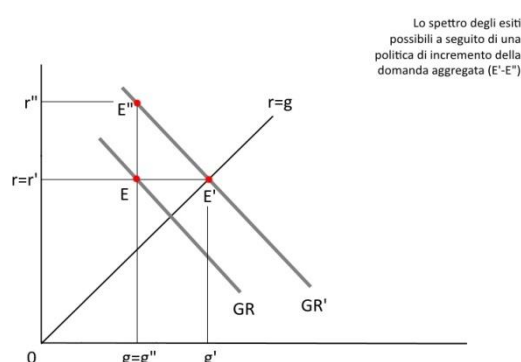


Figura 9. Il caso di incremento della domanda aggregata

Anche in questo caso abbiamo un esito ottimale ed un esito inefficace: se l'aumento della spesa pubblica netta si traduce in un proporzionale incremento del tasso di crescita, i tassi di interesse non aumenteranno e verrà raggiunta la posizione di equilibrio stabile E': questo potrebbe avvenire ad esempio sostenendo gli investimenti e, tuttavia, anche in questo caso esistono difficoltà importanti legate soprattutto al fatto che non tutti gli investimenti hanno eguali effetti moltiplicativi ed alcuni possono rivelarsi nel lungo periodo scelte errate e, nel caso, sarebbero sanzionate dai mercati attraverso un aumento del tasso di interesse sul debito. D'altra parte l'aumento della spesa pubblica potrebbe essere destinato ad impieghi con effetti moltiplicativi minori e con effetti nulli sul volume della produzione disponibile, spostando di fatto lo stato del sistema verso il punto E'': si pensi, ad esempio, alla classica metafora keynesiana dello "scavare buche"; in questo caso il tasso di crescita economica non aumenterà, dato che il volume di beni e servizi disponibile verosimilmente non varierà, ed i mercati daranno un giudizio negativo sulla manovra fiscale espansiva, facendo così aumentare il tasso d'interesse.

Ancora una volta, è difficile che si realizzi uno di questi due casi estremi, ma il sistema tenderà a collocarsi in un punto del segmento E'-E'': si tratta, come nel caso precedente di una posizione di instabilità ($r > g$) nella quale gli squilibri tendono a perpetuarsi e ad amplificarsi, rendendo di fatto necessarie ulteriori manovre espansive. Anche in questo caso, tuttavia, una posizione di equilibrio è teoricamente raggiungibile a seguito di una sequenza di manovre espansive: in questo caso il prezzo da pagare a livello sociale è certamente inferiore, mentre la variabile aleatoria è in questo caso il tempo necessario a raggiungere l'equilibrio finale, tempo che dipende dal giudizio che i mercati danno dell'efficacia delle manovre espansive e quindi dalla variabilità del tasso di interesse sul debito.

Nella situazione data²⁰, trovare un mix di politiche economiche che sia in grado di raggiungere gli obiettivi macroeconomici è una strada, come ben comprensibile, molto stretta ma stimolante, almeno nella misura in cui richiede di ridefinire gli scopi e gli strumenti utilizzati dalla politica fiscale. Poiché la difficoltà di affrontare questo percorso sta nella capacità di comprendere come reagisce il tasso di crescita (e il tasso di interesse) di fronte a variazione degli strumenti della politica fiscale.

In definitiva, come se ne può uscire? Sarà sufficiente seguire la strada di politiche fiscali espansive per far vedere nuovamente crescere il reddito prodotto? Come dovrebbe essere emerso chiaramente dalla discussione precedente, a nostro avviso si tratta di una condizione necessaria ma non sufficiente: a tutt'oggi, la politica monetaria è uno strumento inefficace e occorre ricorrere alla politica fiscale; ma relativamente agli obiettivi che la politica fiscale può raggiungere, ai meccanismi di funzionamento, agli effetti delle misure effettivamente prese conosciamo ancora relativamente poco.

Nel seguito indichiamo tre possibili vie da percorrere, essendo ben coscienti che si tratta di semplici esempi e che un lavoro di analisi teorica deve ancora essere compiuto a tale riguardo.

In primo luogo, si potrebbero "incentivare" i comportamenti di consumo e di investimento, remunerando ad esempio maggiormente gli individui/i percettori di reddito con più elevata propensione al consumo e all'investimento e

²⁰ Ovvero nell'ipotesi che l'unione monetaria non sia anche un'unione fiscale ovvero nell'ipotesi che eventuali squilibri non possano essere corretti attraverso manovre fiscali sovranazionali, ma esclusivamente attraverso manovre fiscali a livello nazionale: il peso del riequilibrio è quindi sopportato dai singoli paesi ed è tanto più gravoso quanto maggiormente divergono le traiettorie evolutive dei diversi paesi.

“penalizzare” invece gli individui/i percettori di reddito con limitata propensione al consumo e all’investimento: a parità di spesa (o quasi), gli effetti moltiplicativi sarebbero indubbiamente potenziati, tanto più in un paese – come l’Italia – in cui la rendita assume un peso assai più elevato che in altri paesi.

In secondo luogo, si potrebbero incentivare i comportamenti di investimento che abbiano effetti indiretti anche sul consumo, in modo da rendere più efficiente la spesa fiscale: operare detrazioni fiscali su imprese che generano occupazione standard (ovvero a tempo indeterminato e a tempo pieno) potrebbe essere una strada praticabile con successo e – anche in questo caso – con un modesto investimento di risorse.

Infine, si potrebbero incentivare gli investimenti in aree del paese in cui sembra possibile generare effetti moltiplicativi rilevanti ovvero che potrebbero generare nuovi investimenti e nuova occupazione: in questo caso, il più costoso in termini di finanza pubblica, sarebbe opportuno analizzare preliminarmente la possibilità di generare tali effetti indotti, analizzando i rapporti di interrelazione esistenti tra le imprese locali sia in essere (come ad esempio nel caso dei distretti industriali) sia potenziali (come ad esempio nel caso di politiche di riequilibrio territoriale che potrebbero coinvolgere vaste aree del nostro paese).

5. Conclusioni

La situazione attuale ci pone di fronte ad un dilemma che – presto o tardi – deve essere affrontato. Poiché i livelli di produttività interni ad un paese tendono naturalmente a divergere, dobbiamo chiederci in che modo tale dinamica può essere in qualche modo “corretta”. Tradizionalmente la riduzione dei divari regionali può avvenire in modi molto diversi²¹.

Una prima possibilità è attraverso variazioni dei livelli salariali e dei tassi d’interesse: è la soluzione immaginata dai vertici dell’Unione Europea, che ritengono che il riequilibrio possa ottenersi attraverso una riduzione dei salari dei paesi periferici ed un aumento dei tassi di interesse in questi stessi paesi. Ciò richiede interventi preliminari sulle variabili strutturali del sistema economico, in modo da rendere possibile la mobilità dei fattori produttivi

ed assicurare la progressiva riduzione del divario. Tuttavia, come si è cercato di argomentare, la struttura dei vincoli sovranazionali (in particolare, il vincolo di bilancio) così come è stata immaginata dalle istituzioni europee rende di fatto non praticabile un incremento dei tassi di crescita economica nei paesi periferici, condizione preliminare perché tale riequilibrio si realizzi concretamente.

Una seconda soluzione consiste nell’abbandonare il rispetto dei vincoli europei e realizzare il riequilibrio attraverso la dinamica dei tassi di cambio: si tratta anche in questo caso di una dinamica di mercato, dal momento che il riequilibrio avviene per effetto della variazione dei valori delle valute (mentre in precedenza il riequilibrio avveniva per effetto della variazione del valore di variabili reali). Non è stata presa in considerazione questa alternativa, dato che – ovviamente – non rientra nello spettro delle possibilità date ai paesi appartenenti all’Unione Europea, ma a nostro parere non è affatto scontato che gli effetti reali di tale strategia si traducano in un aumento dei tassi di crescita economica ed in una riduzione del divario tra paesi centrali e paesi periferici.

In effetti, nel testo abbiamo considerato – quale ipotesi di partenza – che la correzione debba avvenire nelle condizioni attualmente date ovvero in un’area valutaria ottimale che non è anche un’unione fiscale. In un tale contesto la politica fiscale assume un ruolo primario, che è stato sommariamente descritto dalle opzioni proposte in Figura 8. e Figura 9. Si tratta, come si è cercato di spiegare, di sentieri assai “stretti”, che sono percorribili ma per i quali gli esiti di fallimento delle politiche fiscali sono assai superiori a quelli di successo.

È una constatazione che non dovrebbe sorprendere troppo, dato che già dagli anni Sessanta del secolo scorso Robert Mundell aveva descritto traiettorie evolutive simili. Di fronte a tale presa di consapevolezza ci sembra quindi che non resti che coniugare le proposte avanzate al termine del precedente paragrafo con un ulteriore passo in avanti nella costruzione dell’unità dei paesi europei: buttare il cuore oltre l’ostacolo dell’unione fiscale consentirebbe infatti trasferimenti di capitali dal centro alla periferia che potrebbero permettere interventi autenticamente volti a ridurre i divari regionali, in particolare attraverso politiche di investimento (anche pubblico) e nel rispetto di un vincolo di crescita della produttività del lavoro delle regioni periferiche, fattore che garantirebbe che le risorse produttive trasferite dal centro alla periferia siano effettivamente utilizzate per ridurre il divario esistente.

²¹ A ben vedere, molta parte del dibattito attuale sulle modalità di riduzione delle differenze di produttività tra i paesi europei era già stata affrontata nel campo dell’economia regionale: cfr., ad esempio, Secchi (1974) e Garofoli (1992). A nostro avviso, i termini della questione non sono sostanzialmente mutati.

6. Bibliografia

- Alberto Alesina, Silvia Ardagna (2009), Large Changes In Fiscal Policy: Taxes Versus Spending, *NBER Working Paper*.
- Alberto Alesina, Carlo Favero, Francesco Giavazzi (2012), The Output Effect of Fiscal Consolidations, *IGIER – Università Bocconi Working Paper*.
- Giancarlo Bertocco (1991), *Teoria e politica monetaria nell'analisi della Banca d'Italia*, Giappichelli Editore.
- Olivier Blanchard, Daniel Leigh (2013), Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, *IMF Working Paper*.
- Guido Carli (1996), *Cinquant'anni di vita italiana*, Laterza.
- Carlo Cottarelli, Laura Jaramillo (2012), Walking Hand in Hand: Fiscal Policy and Growth in Advanced Economies, *IMF Working Paper*.
- Ambrose Evans-Pritchard (2014), Nobel economists say policy blunders pushin' into depression, *The Telegraph*, 20 agosto.
- Gioacchino Garofoli (1992), *Economia del territorio*, Eras Libri.
- Gioacchino Garofoli (2014), *Economia e politica economica in Italia. Lo sviluppo economico italiano dal 1945 ad oggi*, Franco Angeli.
- Francesco Giavazzi, Luigi Spaventa (1989), Italy: The Real Effects of Inflation and Disinflation, *Economic Policy*.
- Augusto Graziani (1986), Un contributo per l'analisi delle recenti vicende economiche italiane, in *La politica economica e l'occupazione*, Azimut quaderni, n.3.
- Augusto Graziani (1998), *Lo sviluppo dell'economia italiana. Dalla ricostruzione alla moneta unica*, Bollati Boringhieri.
- Paul Krugman, Maurice Obstfeld (2009), *International Economics*, Addison-Wesley.
- Paul Krugman (2013), How the Case for Austerity, *The New York Review of Books*, 6 giugno.
- Giorgio La Malfa, Franco Modigliani (1966), Su alcuni aspetti della congiuntura e della politica monetaria italiana nell'ultimo quinquennio, *Moneta e Credito*.
- Robert A. Mundell (1961), A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*.
- Robert A. Mundell (1963), Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, *The Canadian Journal of Economics and Political Science*.
- Domenico Nuti (2013), Gli effetti perversi del consolidamento fiscale, *www.sbilanciamoci.info*, 11 ottobre
- Luigi Pasinetti (1998), The Myth (or Folly) of the 3%deficit/GDP Maastricht 'Parameter', *Cambridge Economic Journal*.
- Roberto Perotti (2011), The "Austerity Myth": Gain Without Pain?, *NBER Working Paper*.
- Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff (2008), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton university Press (trad. it. *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*, Il Saggiatore).
- Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff (2010a), Growth in a Time of Debt, *NBER Working Paper*.
- Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff (2010b), Growth in a Time of Debt, *The American Economic Review*.
- Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff (2013), *Growth in a Time of Debt: Errata*, Harvard University.
- Bernardo Secchi (1974), *Squilibri regionali e sviluppo economica*, Marsilio
- Fernando Vianello (2005), *La moneta unica europea*, Dipartimento di Economia Pubblica, Università di Roma La Sapienza.
- Henry C. Wallich (1972), *The Monetary Crisis of 1971, The Lessons to Be Learned*, Per Jacobsson Foundation.